

TOIVO GROUP

13.03.2026 09.15 EET



Frans-Mikael Rostedt
+358 44 327 0395
frans-mikael.rostedt@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
LAAJA RAPORTTI



Vastavirtaliikkeiden satoa aletaan kerätä

Toivo Group on ketterä kiinteistökehittäjän, rakennuttajan ja kiinteistösijoittajan hybridi, jonka kilpailukyky on vahva erityisesti pienempien asunto- ja perheasuntokohteiden kehittämisessä ja rakentamisessa sekä myös enenevissä määrin yhteiskuntakiinteistöissä. Toivo teki viime vuosina rohkeita liikkeitä erittäin heikossa rakentamisen syklissä. Yhtiö onnistui myymään merkittäviä asuntoportfoliota ja käynnistämään paljon uusia hankkeita. Vuosi 2025 olikin yhtiön comeback-vuosi, kun volyymit kasvoivat merkittävästi ja tulos nousi jälleen hyvälle tasolle. Näemme arvostuksen (26-27e PE 13-11x, P/NAV 0,96x) houkuttelevana tasona suhteessa lähivuosien tulokasvupotentiaaliin asteittain elpyvässä markkinassa, vaikka epävarmuus säilyy korkeana Toistamme lisää-suosituksemme ja 1,20 euron tavoitehintamme.

Asunto- ja yhteiskuntakiinteistösektorin koko arvoketjussa tiukalla kannattavuusfokuksella operoiva kiinteistökehittäjä

Toivo Group on ketterä ja yrittäjähenkinen kiinteistökehittäjän/ -rakentajan sekä sijoittajan hybridi, jonka painopiste on siirtymässä selvästi kehittämiseen ja rakentamiseen, jonka mahdollistaa taseen kierrättäminen. Asunnoissa yhtiön fokus on kasvukolmiossa ja yhteiskuntakiinteistöissä laajemmin suurissa kaupungeissa. Kiinteistökehitys käsittää kiinteistöjen hankekehityksen, suunnittelun sekä rakennuttamisen. Kiinteistökehityksen lisäksi Toivolla on 113 MEUR:n lähinnä asunnoista koostuva valmiiden sijoituskiinteistöjen portfolio, jota se hallinnoi ja vuokraa itse. Yhtiön pk-seudulle keskittyneen hankesalkun arvo on valmiina noin 291 MEUR, ja tavoitteena on sen kasvatus 1 miljardiin pitkällä aikavälillä. Yhtiön kilpailukyky on nähdäksemme hyvä erityisesti pienemmissä kerrostalo- ja suuremmissa perheasuntohankkeissa. Lisäksi Toivon laajentuminen yhteiskuntakiinteistösektorille näyttää onnistuneelta ja yhtiö päässyt käynnistämään useita hankkeita. Toivolla on läpi historiansa ollut tiukka kannattavuusfokus ja ymmärrys kiinteistömarkkinasta läpi koko arvoketjun, mitä pidämme sen keskeisinä kilpailuetuina. Historiallinen hankekannattavuus on ollut 15 % käypien arvojen lasku huomioituna.

Vuosi 2025 antoi todisteita viime vuosien rohkeille liikkeille

Toivo kasvoi kovaa 2021 listautumisen jälkeen kiinteistömarkkinoiden vahvassa syklissä, mutta korkojen nousu iski yhtiöön kovaa (asuntojen arvot laskivat, korkokulut kolminkertaistuivat ja investoinnit pysähtyivät). Toivo kuitenkin sopeutui tilanteeseen tiukan kustannus- ja investointikurin, kassavirtahankkeiden priorisoinnin ja kiinteistömyyntien

avulla, ja laski korkeana käynnyttä velkaantuneisuutta. Korkojen nousun jälkeen Toivo on myynyt vuosina 2024–25 asuntoportfoliota noin 80 MEUR:lla ja käynnisti vapautuneilla varoilla uusia hankkeita erittäin vaikeassa markkinatilanteessa. Yhtiö on tänä aikana siirtänyt painopisteen taserakentamisesta ulkoisiin gryndi- ja projektiinjohdourakointihankkeisiin ja toi mukaan myös yhteiskuntakiinteistöt. Vuonna 2025 Toivo pääsi keräämään liikkeidensä hedelmiä, kun liikevoitto nousi 8,0 MEUR:oon ja EPS 0,07 euroon.

Tuloskasvunäkymä on hyvä

Toivo tavoittelee keskipitkällä aikavälillä keskimääristä 20 % vuosikasvua liikevaihdossa ja liikevoitossa. Vuosi 2025 oli yhtiölle vahva comeback-vuosi, ja tämä mukaan lukien yhtiö yltää helposti tavoitteeseensa. Vuosina 2026-29 arvioimme liikevaihdon kasvavan keskimäärin 13 % ja liikevoiton 12 % vuodessa. Kuluvan vuoden vahvan kasvun taustalla on painopisteen siirto taseen ulkopuolisiin hankkeisiin. Odotammekin kehittämisen & rakentamisen volyymin ja liikevoiton olevan noin viime vuoden tasolla. Lähivuosina tulokasvun keskeiset ajurit asteittain paranevassa uudisrakentamisen markkinassa ovat omistusasuntohankkeiden sekä sijoittajille tehtävien yhteiskuntakiinteistöjen kasvu. Toivon tase on likvidi ja rahoitusasema hyvä. Arvioimme voitonjaon (osingot + omien osakkeiden ostot) olevan lähivuosina 3-6 %, mitä kuitenkin rajoittaa 17 MEUR:n pääomalainojen asteittainen takaisinmaksu lähivuosina.

Arvostus on houkutteleva epävarmuudesta huolimatta

Olemme arvioineet Toivon osakkeen käyväksi arvoksi 0,84-1,38 euroa (aik. 0,91–1,45 €). Osien summa tarjoaisi 38 %:n nousuvaraa, mikä kertoo yhtiön potentiaalista hyvän trendin jatkuessa. Toivo arvostetaan hieman alle sen osakekohtaisen nettovarallisuuden (Q4'25e: P/NAV 0,96x). Nykykurssilla sijoittaja pääsee Toivossa kiinni yhtiön kiinteistöportfolioon alle tasearvostuksen ja saa rakennuttamisliiketoiminnan pidemmän aikavälin kehityspotentiaalin kaupan päälle. Tämä on mielestämme erityisen relevanttia, kun volyymit ovat kasvaneet selvästi. Lähivuosien investointinäkömään ja asuntomarkkinan kehitykseen liittyy edelleen merkittävää epävarmuutta Suomen heikon taloustilanteen ja Iranin sodasta aiheutuneen korkojen nousun takia. Vahva uutisvirta, toteutunut volyymien kasvu ja parantunut kilpailuasema ovat nostaneet luottamustamme yhtiöön. Arvostus on kääntynyt asteen houkuttelevammaksi, kun voimme nojata myös toteutuneeseen tulostasoon (2025: PE 13,8x).

Suositus

Lisää

(aik. Lisää)

Tavoitehinta:

1,20 EUR

(aik. 1,20 EUR)

Osakekurssi:

1,00 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2025	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	61,7	77,8	88,7	98,8
kasvu-%	-28 %	26 %	14 %	11 %
Kehit. ja rak. volyymi	80,3	80,3	80,4	86,9
Käyvän arvon muutokset	1,8	1,8	0,5	1,1
Liikevoitto	8,0	8,0	8,2	9,9
EPS (raportoitu)	0,07	0,07	0,08	0,09
Kokonaistuotto NAV:lle	7,3 %	7,0 %	7,8 %	9,2 %
NAV per osake	1,04	1,13	1,22	1,34

P/E (raportoitu)	13,0	12,8	10,8	8,4
P/NAV	0,90	0,88	0,82	0,75
EV/EBIT (oik.)	15,9	13,9	10,5	8,5
Osinkotuotto-%	3,2 %	3,0 %	4,0 %	6,0 %

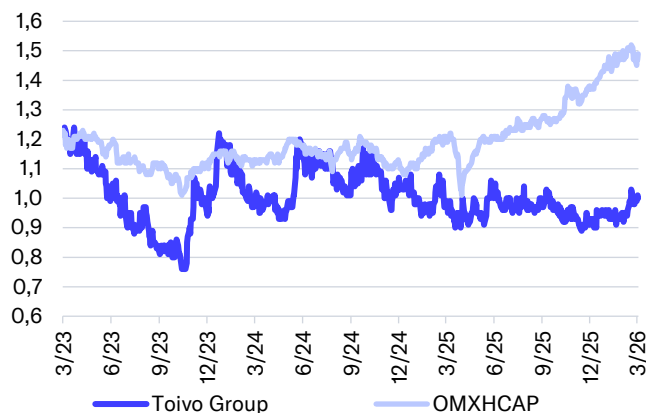
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

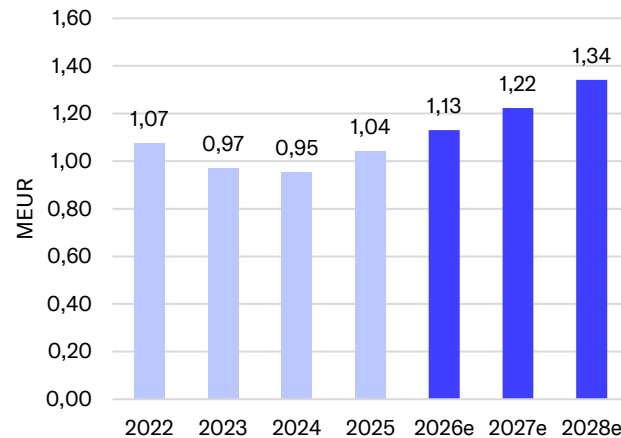
Yhtiö arvioi liikevaihdon olevan 65–85 miljoonaa euroa tilikaudella 1.1. – 31.12.2026. Yhtiö arvioi liikevoiton olevan 6–11 miljoonaa euroa tilikaudella 1.1. – 31.12.2026.

Osakekurssi

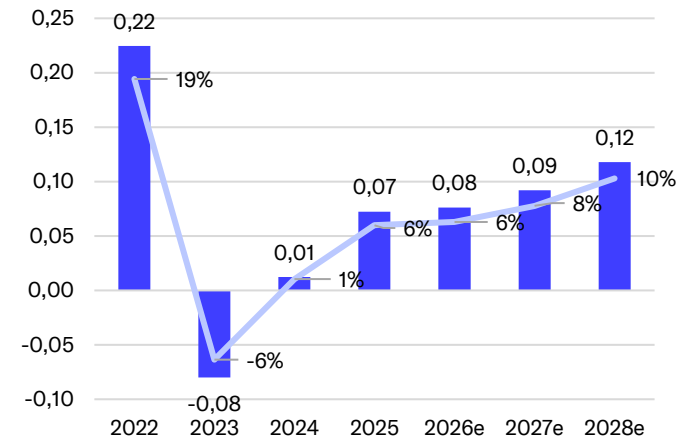


Lähde: Millistream Market Data AB

NAV per osake



Raportoitu EPS ja ROE



Arvoajurit

- Kasvukeskuksiin keskittynyt hankesalkku tukee keskipitkän aikavälin kasvunäkymiä
- Rakennuttamisen vahvan kannattavuustason puolustaminen ja kuoriutuminen yhtenä vaikean markkinasyklin voittajina
- Tavoitteiden mukaisessa kasvussa onnistuminen
- Aiempaa pääomakevyempi kasvu ja taseen onnistunut kierrättäminen
- Asuntojen hintojen ja vuokrien kehitys ollut poikkeuksellisen heikkoa, minkä myötä sektorin odotukset tulevasta on painettu alas

Riskitekijät

- Yleistaloudelliseen suhdanteeseen ja kiinteistösijoitusmarkkinaan liittyvät riskit
- Herkkyys korkotason muutoksille
- Vahva riippuvuus avainhenkilöistä
- Projektiriskit rakentamisessa
- Suomen heikko taloustilanne

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	1,00	1,00	1,00
Markkina-arvo	58	58	58
Nettovelat	48	39	35
Pääomallainat	17	11	5
EV	122	107	98
P/E	13	11	8,4
P/NAV	0,90	0,88	0,82
P/B	0,83	0,85	0,88
EV/EBITDA	13,7	10,4	8,5
EV/EBIT	13,9	10,5	8,5
Osinko/tulos (%)	38,5 %	43,2 %	50,6 %
Osinkotuotto-%	3,0 %	4,0 %	6,0 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-18
Liiketoimintamallin riskiprofiili	19
Taloudellinen tilanne	20
Markkinakatsaus	21-25
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	26-29
Sijoitusprofiili	30
Ennusteet ja taulukot	31-38
Arvonmäärittäminen	39-44
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	45-46

Toivo Group lyhyesti

Toivo on suomalainen kiinteistökehitykseen ja -omistukseen erikoistunut toimija, joka toimii kiinteistösektorin koko arvoketjussa. Yhtiö keskittyy asuntoihin pääkaupunkiseudulla ja Tampereella sekä yhteiskuntakiinteistöihin kasvukeskuksissa.

2018

Liiketoiminta alkoi nykymuodossaan

2021 ja 2025

Listautuminen First North-markkinapaikalle ja siirto päälistalle

113 MEUR (2024: 108 MEUR)

Sijoituskiinteistöjen käypä arvo Q4'25:n lopussa

291 MEUR (2024: 640 MEUR)

Hankesalkun arvioitu käypä arvo valmiina Q4'25:n lopussa

8,0 MEUR (2024: 4,5 MEUR)

Liikevoitto, 2025

86 ja 62 MEUR (2024: 48 ja 40 MEUR)

Kehittämisen ja rakentamisen volyymi, 2025

46 % ja 49 % (2024: 49 % ja 44 %)

Omavaraisuusaste ja LTV Q4'25:n lopussa

2018-2022

- Toivon liiketoiminta lähti nykymuodossa liikkeelle vuonna 2018, jolloin yhtiö teki ensimmäiset kiinteistötransaktionsa ja aloitti ensimmäisten vuokra-asuntojen rakennuttamisen
- Yli 400 asunnon kehittäminen vuosien 2018-2020 aikana
- Merkittävän hankesalkun rakentaminen, mikä luo perustan listautumisen jälkeiselle vahvalle kasvulle
- Listautuminen First North-markkinapaikalle 6/2021
- Liiketoiminta kasvaa kaikilla mittareilla voimakkaasti Q1'21-Q3'22

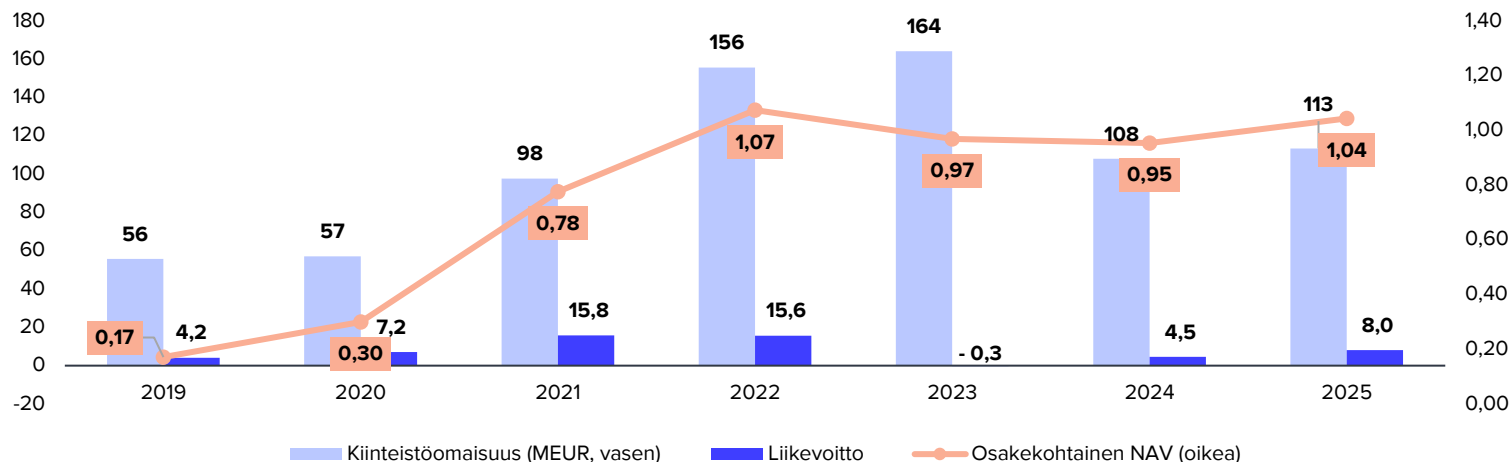
2022-2023

- Vuoden 2022 aikana kiinteistösijoitusmarkkinan tilanne vaikeutuu korkean inflaation, heikentyvän talouskehityksen ja voimakkaasti nousseen korkotason johdosta selvästi. Kiinteistöjen tasearvot laskevat 2022-23
- Asuntorakentaminen jäätyy, rahoitusolosuhteet muuttuivat erittäin tiukoiksi
- Q4'23 3 MEUR suunnattu anti, jossa Korpi Capitalista tuli yhtiön 2. suurin omistaja
- Yhtiö kääntää fokuksen kassavirtaan, sijoittajakauppoihin. Pääomien kierrättäminen ja yhteiskuntakiinteistöt nousee osaksi strategiaa 2024 alussa

2024-2025

- Käänne tapahtui vuonna 2024. Yli 65 MEUR:n asuntoportfolioiden myynnit hieman alle tasearvojen. Uusia hankesopimuksia 140 MEUR:n edestä.
- 2024 tulos ja volyymit pysyvät vielä vaisulla tasolla
- Vuonna 2025 kasvu käynnistyi ja tulos nousi jälleen selvästi paremmalle tasolle. Yhtiö todisti kykenevänsä tekemään tulosta myös vaikeammassa markkinassa.
- Listautuminen päälistalle
- Tavoitteena keskimääräinen 20 %:n liikevaihdon ja liiketuloksen vuosikasvu.

Toivon kiinteistöportfolion käypä arvo (MEUR) ja osakekohtainen NAV



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/8

Yhtiökuvaus

Asuntoihin sekä yhteiskuntakiinteistöihin keskittyvä kiinteistökehittäjä ja sijoitusyhtiö

Toivo Group (myöhemmin Toivo) on kiinteistökehitykseen, rakentamiseen ja kiinteistöjen omistamiseen/myymiseen keskittynyt yhtiö. Yhtiö keskittyy asunnoissa pk-seutuun, Turkuun ja Tampereeseen ja toimii yhteiskuntakiinteistöissä laajemmalla säteellä. Kiinteistökehitys käsittää kiinteistöjen hankekehityksen, suunnittelun sekä rakennuttamisen. Toivo joko myy tai jättää omistukseensa kehittämänsä kiinteistöt. Yhtiö hallinnoi ja vuokraa itse omistamiaan asuntoja asiakkailleen.

Toivon sijoituskiinteistöjen käypä arvo oli Q4'25:n lopussa 113 MEUR. Toivolla on lisäksi rakenteilla ja sopimusvaiheessa olevista kohteista koostuva hankesalkku, joiden käyvän arvon yhtiö on arvioinut olevan valmiina noin 290 MEUR.

Historia lyhyesti

Toivon nykymuotoinen liiketoiminta lähti liikkeelle vuonna 2018, jolloin yhtiö teki ensimmäiset transaktionsa ja aloitti ensimmäisten asuntojen rakennuttamisen. Ensimmäisen toimintavuoden aikana yhtiö kehitti 265 asuntoa. Vuonna 2019 yhtiö laajensi liiketoimintaansa ja kehitti 65 uutta asuntoa. Samana vuonna yhtiö myös hankki enemmistöomistuksen Valokodit Oy:stä, jonka salkku käsitti 176 vuokra-asuntoa.

Toivon liiketoimintamallin kehittäminen jatkui vuonna 2020 ja yhtiö teki strategisen päätöksen keskittyä pk-seudulla, Tampereella ja Turussa sijaitseviin asutokohteisiin. Tämän lisäksi Toivo teki strategisen päätöksen siitä, että jatkossa kaikki hankkeet tullaan kehittämään, suunnittelemaan ja rakennuttamaan pääasiassa yhtiön sisäisillä malleilla. Vuonna

2020 Toivo teki sopimukset noin 200 MEUR:n arvoisista hankkeista, rakennutti 114 asuntoa ja myi Valokodit Oy:n asuntoportfolion.

Toivo listautui First North -markkinapaikalle kesäkuussa 2021 ja keräsi listautumisannissa 15 MEUR:n bruttovarat. Vuonna 2021 yhtiön sijoituskiinteistöjen käypä arvo kohosi 57 MEUR:sta 98 MEUR:oon ja liike-tulos yli kaksinkertaistui 15,8 MEUR:oon. Vuonna 2022 markkinatilanne vaikeutui huomattavasti nopean inflaation, korkojen nousun ja tästä seuranneen asuntokaupan romahtamisen myötä. Toivo alkoi sopeutumaan muutokseen keskittymällä kassavirtahankkeisiin ja olemalla hyvin valikoiva hankkeissa. Vuonna 2022 sijoituskiinteistöjen käypä arvo nousi yhä 156 MEUR:oon ja liikevoitto oli noin 15,6 MEUR, huolimatta noin 6,3 MEUR asuntojen käypien arvojen alaskirjauksesta.

Vuonna 2023 markkinatilanne jatkoi happanemista ja sektorin tuottovaatimukset nousivat selvästi vuoden aikana. Toivo priorisoi kassavirtahankkeita ja liki jäädytti uusien hankkeiden aloitukset. Sijoituskiinteistöjen käypien arvojen 10,8 MEUR lasku painoi liike-tuloksen hieman negatiiviseksi. Sijoituskiinteistöjen arvo nousi kuitenkin investointien myötä 164 MEUR:oon.

Vuoden 2024 alussa Toivo päivitti strategiansa, jossa merkittävimmät muutokset olivat myy-komponentin ja yhteiskuntakiinteistöjen mukaan tuominen strategiaan. Yhtiö onkin myynyt vuosina 2024-25 asuntoportfolioita yhteensä noin 80 MEUR:n edestä. Vapautuneilla varoilla yhtiö on kyennyt käynnistämään erittäin vaikeassa markkinatilanteessa useampia asuin- ja yhteiskuntakiinteistö-hankkeita. Vuoteen 2026 mentäessä yhtiön hankekanta on jälleen hyvällä tasolla ja tuloskehitys on ollut positiivista vuosina 2024-2025. Erityisesti vuosi 2025 oli todiste yhtiön kyvystä tehdä tulosta myös vaikeammassa markkinatilanteessa.



- Vuonna 2015 perustettu kiinteistökehitysyhtiö, jonka liiketoiminta lähti nykymuodossa liikkeelle vuonna 2018.
- Sijoituskiinteistöjen käypä arvo Q4'25:n lopussa 113 MEUR, omistuksessa 612 valmista asuntoa.
- Toivo on kehittänyt toimintahistoriansa aikana yli 1700 asuntoa. Yhtiö on saavuttanut kehittämisessä ja rakennuttamisessa johdon mukaan keskimäärin 15 % kehitysmarginaalin huomioiden tapahtuneet arvonlaskut. Taso on toimialan kontekstissa vahva taso syklin yli mitattuna.
- Avainhenkilöillä keskimäärin yli 10 vuoden kokemus kiinteistöliiketoiminnasta ja he ovat kehittäneet yli 17 000 asuntoa.

Lähde: Inderes, Toivo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/8

Omistusrakenne ja johto

Toivon omistusrakenne on hyvin keskittynyt, sillä yhtiön pääomistaja Raatihuone Oy omistaa yhtiön osakekannasta 67 % Raatihuoneen omistavat 45 % Asko Myllymäki (HPJ) puolisoineen, 35 % Tomi Koivukoski (hallitus) puolisoineen ja 20 % Markus Myllymäki (CEO) puolisoineen. Lisäksi muun johdon sekä hallituksen jäsenten omistuksessa on arviomme mukaan yli 10 % yhtiön osakkeista. Sijoitusyhtiö Korpi Capital tuli suunnatussa annissa omistajaksi vajaalla 6 %:n osuudella 2023. 10 suurimman omistajan joukossa on kaksi rahastoa (Evli Suomi Pienyhtiöt ja Erikoissijoitusrahasto Aktia Mikro Markka). Toivon toimitusjohtajana toimii Markus Myllymäki, joka on tehnyt aikaisemman työuransa Lehto Groupin asuntoliiketoiminnan kaupallisena johtajana.

Liiketoimintamalli

Toivon liiketoiminta jakautuu asuin- ja yhteiskuntakiinteistöjen hankekehitykseen, rakennuttamiseen sekä rakennutettujen kiinteistöjen omistamiseen ja myyntiin. Yhtiön tärkeimmät

ansaintalähteet muodostuvat kiinteistökehityshankkeiden laskennallisista, ei-kassavirtavaikutteisista kehitysvoroista, projektinjohtourakoinnin ja sijoittajakohteiden kassavirtatuotoista, omistettujen kiinteistöjen nettovuokratuotoista sekä kiinteistöjen myyntivoitoista.

Kiinteistökehitys

Kiinteistökehityksessä Toivon kolme keskeistä tavoitetta ovat matala omakustannehinta, aikataulu sekä laatu. Kiinteistökehittäminen käsittää asuntojen hankekehityksen, suunnittelun ja rakennuttamisen.

Hankekehitys pitää sisällään maa-alueiden hankinnan, asemakaavoituksen, markkinatutkimuksen ja –analyysin, viranomaisyhteistyön ja matemaattisen hankevalinnan. Toivon liiketoiminta lähtee liikkeelle hankekehityksestä ja yhtiö hoitaa sen hyvin pitkälti sisäisillä resursseilla. Hankekehityksessä on erittäin keskeistä suhteet keskeisiin sidosryhmiin (erit. viranomaiset ja maa-alueiden myyjät) sekä hankevalinnassa onnistuminen. Toivon avainhenkilöillä on pitkä kokemus

sektorilta ja yhtiön suhdeverkko on arviomme mukaan laaja. Yhtiö on arvioinut, että se on historiallisesti saavuttanut noin 8-12 %:n kehityskatteen hankekehitysvaiheessa.

Suunnittelun Toivo toteuttaa yhdessä valittujen ulkopuolisten arkkitehtikumppaneiden kanssa. Yhtiön johdon mukaan kehitysmarginaali pystytään optimoimaan asettamalla kohteelle tavoitteet jo suunnitteluvaiheessa. Suunnittelussa keskeisimmät tavoitteet koskevat mm. kohteen kustannus- ja nettotuottotavoitetta, huoneistojen kokoa, parkkipaikkajärjestelyitä, arkkitehtuurisia ratkaisuja ja kohteen brändiä.

Esimerkkejä Toivon kehittämistä kohteista (laskelmat Inderes-arvioita perustuen 10 %:n käypien arvojen laskuun ja listautumisesitteeseen, ei tarkkoja lukuja)



Helsingin Viikin Loisto

Sijainti	Viikinmäki, Helsinki
Valmistuminen	3/2020
Asuntojen lkm	26
Kehitysmarginaali	56 %
Kehitysvoitto (MEUR)	1,6
Käypä arvo (MEUR)	4,5



Järvenpään Garden

Sijainti	Pajala, Järvenpää
Valmistuminen	3/2021
Asuntojen lkm	79
Kehitysmarginaali	13 %
Kehitysvoitto (MEUR)	1,2
Käypä arvo (MEUR)	10,8



Espoon Kartanonlehto ja -piha

Sijainti	Miilukorpi, Espoo
Valmistuminen	6/2023
Asuntojen lkm	127
Kehitysmarginaali	29 %
Kehitysvoitto (MEUR)	4,2
Käypä arvo (MEUR)	18,9

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/8

Rakennuttamisen Toivo toteuttaa joko omalla projektijohtourakoinnilla, jaetulla urakoinnilla tai KVR-urakoinnilla. Päätös toteutustavasta tehdään jokaisessa hankkeessa erikseen ennen rakennusluvan myöntämistä. Pääkaupunkiseudulla ja Tampereella yhtiö pyrkii hoitamaan aina itse projektijohtourakoinnin. Omassa projektijohtourakoinnissa Toivo rakennuttaa kohteen käyttämällä useita (tavallisesti 10-15) urakoitsijoita. Jaetussa urakoinnissa Toivo jakaa hankkeen tyypillisesti noin 2-5 eri toimijalle. KVR-urakoinnissa Toivo tilaa hankkeen kokonaisvastuu-urakkana yhdellä sopimuksella yhdeltä urakoitsijalta. Yhtiö on arvioinut, että se on historiallisesti saavuttanut noin 8-12 %:n rakennuskatteen.

Toivon liiketoimintamallin edut suhteessa ”osta ja pidä”-kiinteistösijoittamiseen

Toivon koko arvoketjun käsittävä liiketoimintamalli mahdollistaa yhtiölle selvästi korkeamman kannattavuuden ja laajemman ansaintapohjan perinteiseen ”osta ja pidä”-kiinteistösijoittamiseen verrattuna, sillä liiketoimintamallin

ansioista Toivo kykenee ottamaan hankekehitys- ja rakennuttamisvaiheesta syntyvän lisäarvon itselleen.

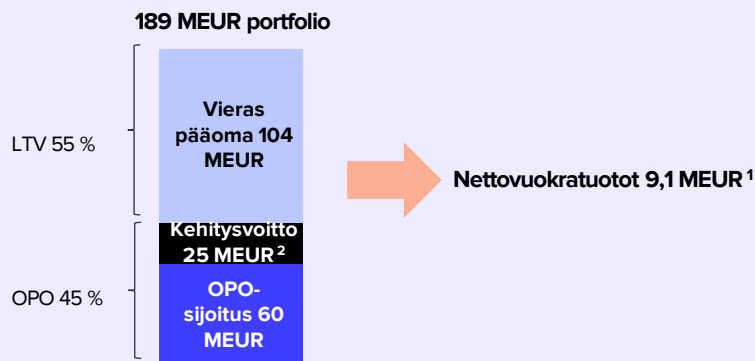
Olemme havainnollistaneet asiaa alla esitetyn kuvitteellisen esimerkin kautta, jossa olemme tarkastelleet, kuinka suuren kiinteistöportfolion Toivo ja ”Osta ja pidä”-kiinteistösijoittaja pystyisivät rakentamaan 60 MEUR:n oman pääoman sijoituksella ja 55 % luototusasteella (LTV). ”Osta ja pidä”-kiinteistösijoittaja kykenee hankkimaan 60 MEUR:n omalla pääomalla ja 55 % luototusasteella suoraan markkinoilta ostettuna noin 133 MEUR:n suuruisen kiinteistöportfolion. Mikäli sovellamme esimerkissä Toivolle 15 % kehitysmarginaalia, kykenisi yhtiö rakentamaan samansuuruisella omalla pääomalla ja velkaantuneisuusasteella noin 189 MEUR:n portfolion, mikä on noin 1,4-kertainen suhteessa ”osta ja pidä”-sijoittajan kiinteistösalkkuun nähden. Huomionarvoista kuitenkin on, että esimerkissä esitetyn kokoluokan portfolion rakennuttaminen vie aikaa useita vuosia ja portfolio alkaa generoimaan nettotuottoja vasta, kun kohteet ovat valmiita ja vuokrattuja. Vastaavasti ns. ”osta ja pidä”-kiinteistösijoittaja alkaa

nauttimaan nettotuotoista heti ensimmäisestä päivästä lähtien. Lisäksi myös ”osta ja pidä”-kiinteistösijoittajat pyrkivät myös luonnollisesti kehittämään eri tavoin omistamiaan kohteita.

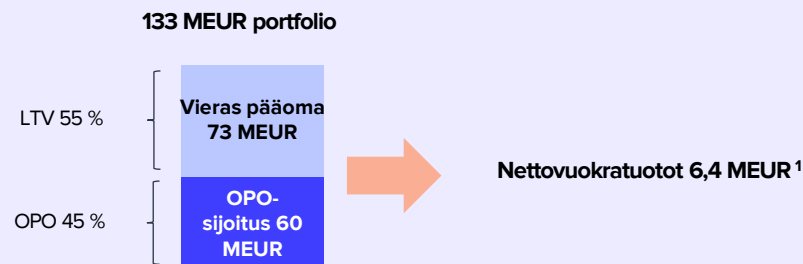
Rakennuttamistoiminta suhteessa suuriin asuntosijoitusyhtiöihin ja rahastoihin

Näkemyksemme mukaan Toivon liiketoimintamalli ei ole kiinteistösijoituslalla täysin poikkeuksellinen ja esimerkiksi suurilla kotimaisilla asuntosijoitusyhtiöillä (Kojamo ja Sato) sekä rahastoilla on myös omaa rakennuttamistoimintaa. Näillä rakennuttamistoiminta tarkoittaa ymmärryksemme mukaan kuitenkin useimmiten käytännössä valmiiden, kiinteähintaisten KVR-hankkeiden ostamista suoraan rakennusliikkeiltä. Toivo sen sijaan kehittää hankkeensa alusta asti itse ja kohteiden rakennuttaminen toteutetaan valtaosin omalla projektijohtourakoinnilla. Toivon arvonluonti perustuukin mielestämme nykyään vahvemmin kehittämiseen ja rakentamiseen kuin kiinteistöjen omistamiseen.

Havainnollistus Toivon ”Hankekehittä, rakennuta & pidä/myy”-liiketoimintamallista



Havainnollistus perinteisestä ”osta & pidä”-kiinteistösijoittamisesta



¹ Markkinoiden nettotuottotasoksi oletettu 4,8 %, ² Laskettu 15 % keskimääräisellä kehitysmarginaalilla

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/8

Koska Toivolla on hallussaan kaikki kiinteistökehitysprosessin keskeiset osa-alueet, on yhtiön rakennuttamistoiminta selvästi suuria asuntosijoittajia kannattavampaa. Esimerkiksi Kojamo on rakennuttanut hyvässä syklissä kohteita noin +4 % nettotuottotasolla, kun taas Toivo kykeni historiassa hyvässä syklissä saavuttamaan pk-seudulla keskimäärin yli 6 % nettotuoton investointiarvoille. Korkeamman kannattavuuden vastapainoksi yhtiö ottaa liiketoiminnassaan luonnollisesti selvästi edellä mainittuja toimijoita enemmän rakennuttamisriskiä.

Toivon rakennuttamisen kannattavuus on pohjoismaisten asuntorakentajien kontekstissa korkea

Pohjoismaiset asuntorakentajat ovat yltäneet viime vuosina mediaanitasolla noin 1-14 %:n liikevoittomarginaaliin. Vuodet 2023-24 olivat yhtiöille vaikeita inflaation laukatessa ja korkojen nousua nopeasti. Tämä johti asuntokaupan romahdukseen, asuntojen arvojen laskuun, mutta rakennuskustannusten pysymiseen korkeina. Vuodesta 2025 tulee näille yhtiöille hieman parempi, mutta edelleen erittäin heikko. Toivo kertoi päälistallesiirtotilaisuudessa sen kehitysmarginaalin olleen historiassa noin 15 %, joka huomioi tapahtuneet arvonlaskut. Tämä taso vastaa noin 13,0 %:n marginaalitasoa. Ennen listautumistaan Toivo kertoi historiallisen kehitysmarginaalinsa olleen 28 % (hyvässä markkinassa), joka on erittäin korkea taso. Tähän tasoon ei mielestämme ole enää paluuta isommassa skaalassa ilman erittäin vahvaa sykliä.

Viime vuosina Toivo on onnistunut uimaan selvästi vastavirtaan verrattuna sen verrokkeihin ja yhtiölle vuosi 2025 tulee olemaan selkeästi parempi kuin vuosi 2024. On hyvä huomioda, että kannattavuudet eivät kuitenkaan ole suoraan vertailukelpoisia keskenään, sillä Toivon kohdalla 13 %:n marginaali vastaa käytännössä myyntikatetta ja verrokkien liikevoittomarginaaleissa on huomioitu operatiiviset

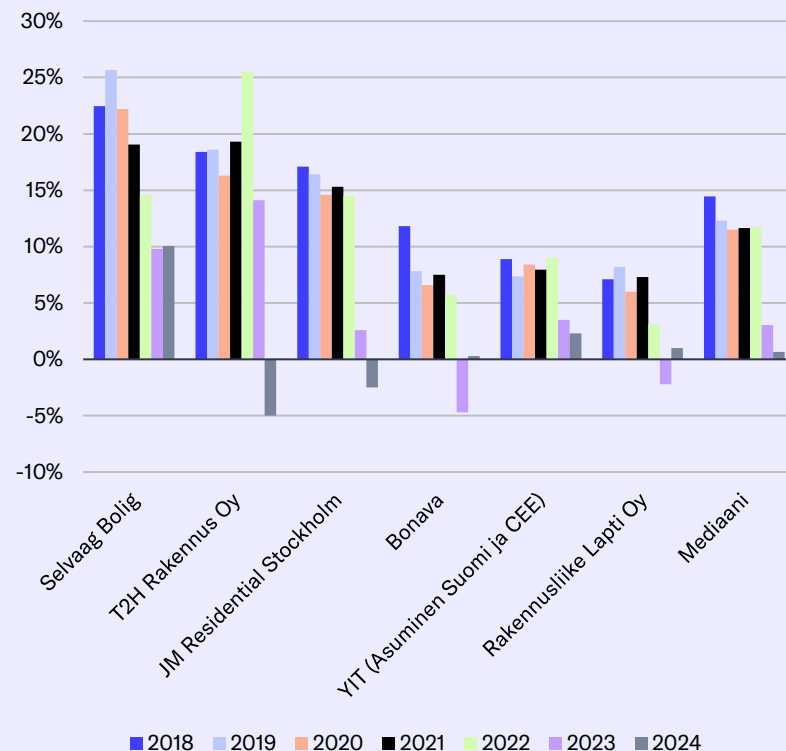
kustannukset ja poistot. Toivon kustannusrakenne on kuitenkin hyvin kevyt ja arviomme mukaan rakennuttamistoiminnan kiinteät kulut ovat noin 3-4 % liikevaihdosta. Vuoden liikevoitto-% olisi 9,3 % mikäli suhteutamme vuoden 2025 liikevoiton kehittämisen ja rakentamisen volyymiin. Mielestämme voi turvallisesti todeta, että Toivon kannattavuus on sektorin kontekstissa hyvä.

Asuntorakentamisessa kannattavuus on tyypillisesti vahvasti sidoksissa siihen, missä rakentaminen tapahtuu ja arviomme mukaan esimerkiksi YIT:n kannattavuus on pääkaupunkiseudulla oletettavasti yhtiön Asuminen-segmentin yleistä tasoa korkeampi. Sijainnin merkitys heijastui arviomme mukaan myös asuntorakentaja T2H Rakennus Oy:n kannattavuuteen. T2H on Toivon tapaan keskittynyt rakentamisessa pääkaupungin, Tampereen ja Turun seuduille ja yhtiö on yltänyt ennen vuotta 2024 keskimäärin noin 18 % liikevoittomarginaaliin. Nyt kuitenkin vuonna 2024 T2H:nkin kannattavuus painui selvästi tappiolle.

Mahdollisia syitä Toivon rakennuttamistoiminnan historiallisesti korkealle kannattavuustasolle

Arviomme mukaan keskeinen syy korkean kannattavuuden taustalla on keskittyminen erityisesti pääkaupunkiseudulle (+Turku, Tampere). Rakennusliikkeet pyrkivät tyypillisesti kasvattamaan volyymejaan ja kasvuhakuisuus voi johtaa heikkokatteisten projektien valintaan. Toivo johtaa liiketoimintaansa selvästi kannattavuus edellä, mikä on arviomme mukaan osasy syy vahvaan kannattavuuteen. Toivon myynti- ja taustaorganisaatio on hyvin kevyt verrattuna tyypilliseen kuluttajakohdeita valmistavaan rakennusliikkeeseen. Lisäksi Toivon korkeaa kannattavuutta selittää arviomme mukaan yhtiön verrattain pieni koko, mikä mahdollistaa sille ketteryden ja hyvin selektiivisen projektivalinnan.

Pohjoismaisten asuntorakentajien EBIT-marginaaleja



Lähde: Inderes, Yhtiöt, Asiakastieto

Havainnollistus kiinteistökehittämisen syklisyydestä

Kiinteistökehittäminen on suhdanneherkkää

Kiinteistökehittämisen ja rakentamisen tuloskehitys on hyvin herkkä asuntojen ja muiden kiinteistöjen hinnanmuutoksille. Herkkyys johtuu siitä, että kiinteistökehittäjät ja rakentajat hankkivat itselleen tontteja, joille on tarkoitus rakentaa taloja vasta vuosien päästä (hankkeiden läpimenoaika 3-5 vuotta). Tontti on siis käytännössä kiinteistön johdannainen, mikä tarkoittaa sitä, että jos kiinteistön hinta nousee rakennuskustannuksia enemmän tai vähemmän, heijastuu tämä – joko hyvässä tai pahassa – tontin arvoon ja kiinteistökehittäjän tulokseen. Nykyisessä korkojen noususyklissä vuosina 2018-2025 vanhojen kerrostalo-asuntojen hinnat ovat laskeneet pääkaupunkiseudulla nimellisesti 7 %, kun samaan aikaan rakennuskustannusindeksi on noussut 22 %. Tällä on merkittävä vaikutus kiinteistökehittäjien kannattavuuksiin, erityisesti kun huomioidaan korkokustannusten noususta johtuva negatiivinen tuplaisku.

Kuvitteellinen esimerkki huonosta suhdanneajoituksesta

Kiinteistökehittäjä Roni hankkii vuonna 1990 tontin 2 miljoonalla markalla, jolle hän aikoo rakentaa myöhemmin 8 miljoonalla markalla kerrostalon (omakustannushinta 10 milj. markkaa).

Kun tontille rakennettiin vuonna 1995 kerrostalo, olivat rakentamiskustannukset nousseet 2,8 % (0,6 % per vuosi) ja näin ollen kerrostalon rakentaminen maksoi 8,2 miljoonaa markkaa. Koska asuntojen hinnat olivat laskeneet laman seurauksena vuoden 1990 lopun tilanteesta 34 % (noin 8 % per vuosi), sai Kimmo kerrostalon myynnistä 6,6 miljoonaa markkaa. Kun 6,6 miljoonan markan myyntihinnasta vähennettiin 8,2 miljoonan markan rakennuskustannukset ja tontin hankintahinta (2 milj. markkaa), jäi Ronille hankkeesta käteen 3,6 miljoonan markan tappiot (-55 % myyntihinnasta).

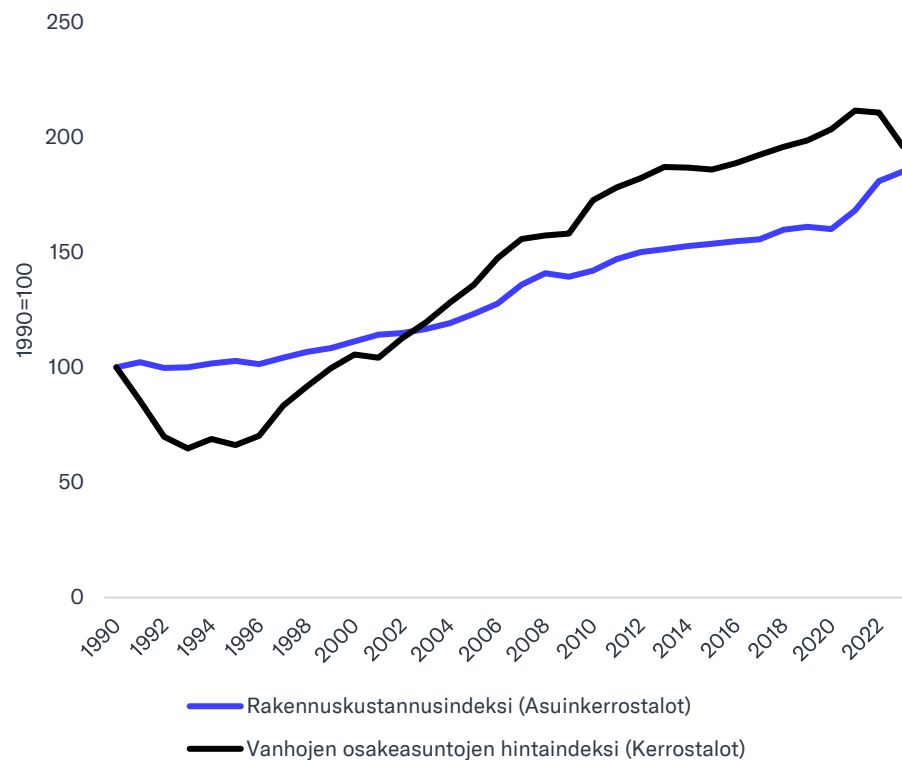
Kuvitteellinen esimerkki hyvästä suhdanneajoituksesta

Vuonna 2002 markat olivat vaihtuneet euroiksi ja Kiinteistökehittäjä Roni oli unohtanut vuoden 1995 kokemukset. Hän hankkii vuonna 2002 tontin 2 miljoonalla eurolla, jolle hän aikoi rakentaa myöhemmin 8 miljoonalla eurolla kerrostalon (omakustannushinta 10 milj. euroa).

Kun tontille rakennettiin vuonna 2007 kerrostalo, olivat rakentamiskustannukset nousseet 18 % (3,4 % per vuosi) ja näin ollen kerrostalon rakentaminen maksoi 9,5 miljoonaa euroa. Koska asuntojen hinnat olivat nousseet viiden vuoden aikana 38%, (6,7 % per vuosi) sai Roni kerrostalon myynnistä 13,8 miljoonaa euroa. Kun 13,8 miljoonan euron myyntihinnasta vähennettiin 9,5 miljoonan euron rakennuskustannukset ja tontin hankintahinta (2 milj. euroa), syntyi Ronille hankkeesta voittoa 2,4 miljoonaa euroa (17 % myyntihinnasta).



Kerrostaloasuntojen hintojen ja rakennuskustannusten kehitys (1990=100)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/8

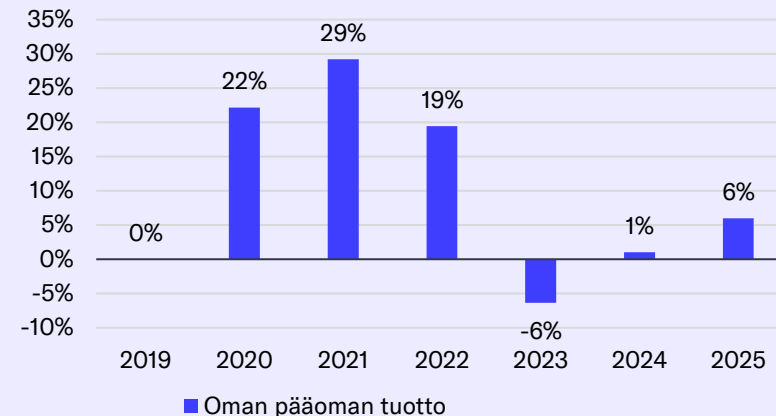
Toivolla vahva asema perheasuntokohteiden rakentamisessa

Perheasuntoihin on kohdistunut kasvavaa kysyntää Suomessa, erityisesti kansainvälisten sijoittajien toimesta. Sektori on Suomessa ollut varsin pienessä roolissa sijoittajakysynnässä, mutta esimerkiksi USA:ssa, Iso-Britanniassa ja Tanskassa sektoriin on tehty paljon sijoituksia. Tällä hetkellä Suomessa on pääkaupunkiseudulla selvää ylitarjontaa pienemmistä vuokra-asunnoista, mutta rivi- ja paritaloja taas on vuokramarkkinassa rajallisemmin tarjolla.

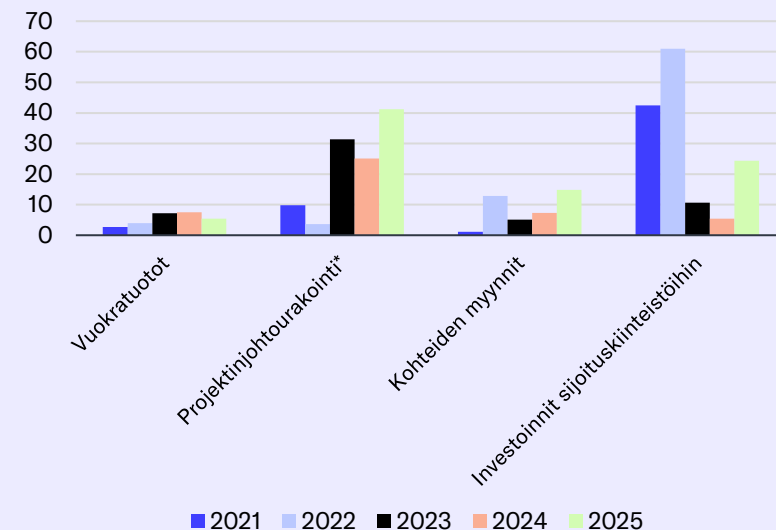
Suomessa on käsityksemme mukaan tällä hetkellä hyvin rajallinen määrä toimijoita, jotka pystyvät toteuttamaan suuria perheasuntohankkeita sijoittajille. Suurille rakennusliikkeille (esim. YIT ja SRV) hankkeet ovat tyypillisesti turhan pieniä, eikä yhtiöillä ole merkittävää kokemusta perheasuntojen rakentamisesta. Pienemmille rakennusliikkeille kansainvälisten sijoittajien vaatima kokoluokka on taas usein liian suuri. Lisäksi nykyisessä erittäin vaikeassa asuntomarkkinan tilanteessa, jossa sektorilla on nähty myös paljon konkurssseja, sijoittajat kiinnittävät erityistä huomiota vastapuolen uskottavuuteen. Toivolle tuo myös nähdäksemme uskottavuutta suhteessa sen olemassa oleviin ja potentiaalsiin kilpailijoihin sen pörssilistaus. Toivosta tehdään jatkuvaa analyysia, yhtiön on hyvin vaikea peitellä mitään vastapuolilta ja yhtiöön on helppo tutustua. Toivon tekemät useammat referenssikaupat institutionaalisten sijoittajien kanssa (mm. [Niam](#), [Nuveen](#), [Storebrand](#), [Cofinimmo](#)) ovat tehneet yhtiöstä nähdäksemme houkuttelevamman yhteistyökumppanin jatkoa ajatellen, koska useat suursijoittajat ovat tehneet Toivosta jo kattavan tutkimuksen ("Due Diligence").

Hyvä esimerkki Toivon osaamisesta ja yhtiölle sopivasta hankkeesta on 41,9 MEUR:n Nuveen-hanke, jossa Toivo myy yhden olemassa olevan kohteen ja rakennuttaa 3 kohdetta Nuveenille. Hanke on myös merkittävä vuosien 2023-2024 asuntomarkkinan erittäin vaikeassa syklissä, jossa tämän mittakaavan sijoittajahankkeita solmittiin todella vähän. Nuveen on yksi suurimmista varainhoitotaloista maailmassa (hallinnoitava varat noin 147 miljardia dollaria). Arviomme mukaan perheasuntokohteet voisivat vastata noin 30-40 % yhtiön vuosittaisesta liiketoiminnan volyymista.

Oman pääoman tuotto



Liiketoiminnan volyymin kehitys erittäin (MEUR)



Lähde: Inderes, Toivo

Yhteiskuntakiinteistöjen hankeprosessi



Sopivan maa-alueen hankinta ja kehitys

- Uuden alueen hankinta tai sopivan kohteen löytyminen hankesalkusta
- Hankinta omaan omistukseen tai pitkäaikainen maanvuokrasopimus tontin omistajan kanssa
- Maa-alueen kaavakehitys tarpeen mukaan.
 - Suurempi kehitystarve → parempi oman pääoman tuotto, mutta korkeampi riski
- Pääkaupunkiseutu/Kasvukeskukset
- → Ei kuitenkaan niin tarkkaa rajausta ja kohdekohtainen harkinta



Vuokralaisen etsiminen

- Vuokrasopimuksen tekeminen esim. päiväkoti- tai hoivakotioperaattorin kanssa tai julkisen tahon kanssa
- Pitkä vuokrasopimus (10-15 vuotta)
- Vuokralaisella tyypillisesti ylläpito- ja korjausvastuu
- Jatkuva keskustelu vuokralaisten kanssa ja suhteiden pitkäjänteinen rakentaminen keskiössä

Sijoittajan etsiminen

- Yhtiö hoitaa pitkälti omilla resursseillaan potentiaalisten sijoittajien etsimisen/hankinnan
- Voidaan tehdä ennen rakentamista tai rakentamisen aikana
- Jatkuva keskustelu sijoittajien kanssa ja suhteiden pitkäjänteinen rakentaminen keskiössä



Rakentamisvaihe

- Monistettava malli
- Teknisesti yksinkertaisia rakennuksia, jotka ovat Toivolle tuttuja (esim. päiväkodit ja palvelukodit)
- Rakentamisvaihe vahvemmin omissa käsissä pk-seutu/Tampere/Turku –akselilla, mutta ulkoistettu muissa kasvukeskuksissa
- Rakentamisen aikainen rahoitus joko omistajan tai Toivon vastuulla
 - Jos Toivo vastaa rahoituksesta → Parempi nettotuottotaso, mutta korkeampi riski ja sitoo enemmän pääomaan



Irtaantuminen

- Irtaantuminen voi tapahtua myös rakentamisaikana
- Tavoitteena kierrättää aktiivisesti tasetta ja allokoida varat kullakin hetkellä parhaiten tuottavaan osaan arvoketjua



Omistaminen

- Hallinnointi omilla työntekijöillä
- Nettotuottotaso pääkaupunkiseudun Prime-kohteissa 5,1-5,8 % (Catella)
- Kasvukeskuksissa 5,4-6,3 % (Catella)
- Toivon nettotuottotasot investointiarvolle kehittämisen ja rakentamisen ansiosta korkeammat (+10-15 %)
- Julkisilla vuokralaisilla keskimäärin matalammat nettotuottotasot kuin yksityisillä

Koko hankkeen läpimenoprosessi tyypillisesti 3-5 vuotta

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/8

Yhteiskuntakiinteistöistä on syntymässä liiketoiminnalle uusi tukijalka

Toivo laajensi toimintaansa keväällä 2024 yhteiskuntakiinteistöihin rakentaakseen liiketoiminnalle uuden tukijalan. Liiketoimintaa vetää Perttu Aikkila, jolla on sektorilta aiempaa kokemusta Lehdosta ja Siklasta. Lisäksi Toivon avainhenkilöillä on aiempaa kokemusta yhteiskuntakiinteistöjen rakentamisesta, jonka takia askel oli mielestämme suhteellisen luonnollinen yhtiölle. Yhteiskuntakiinteistöt ovat sektorina lähtökohtaisesti asuntoja vähemmän syklinen. Sektorilla käyttöasteet ovat pysyneet hyvällä tasolla, mutta sektori on myös luonnollisesti kokenut painetta käypiin arvoihin tuottovaatimusten noususta. Tilannetta on vaikeuttanut erikoissijoitusrahastojen pakotetut myynnit.

Yhteiskuntakiinteistöissä vuokralaiset (esim. päiväkotit) hankitaan hankkeille etukäteen, jonka takia hyvät suhteet loppukäyttäjiin ovat erittäin keskeisiä. Toivolla on mielestämme hyvät suhteet erityisesti yksityisen puolen toimijoihin, joista todistuksena ovat useat hankkeet A-luokan vuokralaisten kanssa ([Esperi Care](#), [Norlandia Päiväkodit](#), [Attendo](#)).

Yhteiskuntakiinteistöt ovat houkutteleva vuokrauskohde, sillä vuokrasopimukset ovat tyypillisesti pitkiä (>10v). Vuokrat ovat tyypillisesti pääomavuokrasopimuksia, jolloin vuokrat ovat käytännössä puhdasta kassavirtaa, koska vuokralaisen vastuulla ovat ylläpito- ja peruskorjausvastuu. Omistamisessa selkein riski on vuokralaisriski, jota yhtiö pyrkii hallitsemaan pitkillä vuokrasopimuksilla ja tekemällä sopimuksia vain toimialan laatuyhtiöiden kanssa. Vajaakäyttöriski sen sijaan on pieni pitkien vuokrasopimusten ja laadukkaiden vuokralaisten ansiosta.

Toivo hallitsee rakennusriskejä keskittymällä rakennuskohteisiin, jotka se osaa ja jotka ovat rakennusteknisesti yksinkertaisia. Tällaisia ovat muun muassa päiväkodit ja palveluasumisen kodit. Arviomme mukaan yhtiöllä

on edellytykset sektorilla asuntokohteita jonkin verran matalampiin kehityskatteisiin, kunhan se kykenee hallitsemaan rakentamiseen liittyvät projektiriskit. Yhteiskuntakiinteistöissä pitkien vuokrasopimusten ansiosta erot pääkaupunkiseudun ja muiden kasvukeskuksien houkuttelevuudessa sijoittajan näkökulmasta eivät ole yhtä merkityksellisiä kuin asunnoissa.

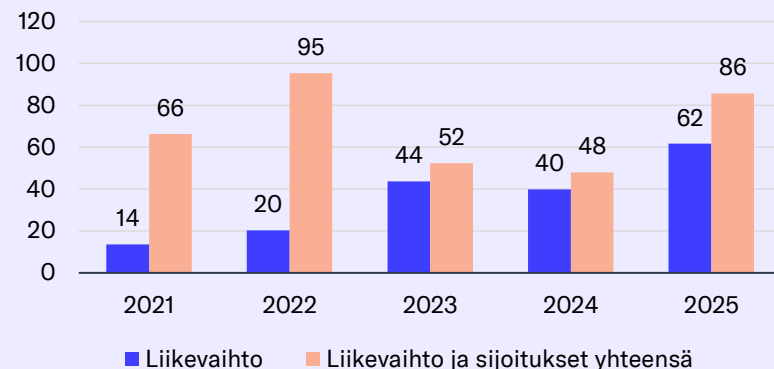
Myyntiorganisaatio on toistaiseksi erittäin kevyt

Aiemmin Toivon strategia oli mallia kehittä-rakenna-omista. Toivo toi vuoden 2024 strategiapäivityksessään myymisen ja pääomien kierrättämisen keskeiseksi osaksi strategiaansa, kun aiemmin yhtiö toimi kehittä-rakenna-omista -strategialla. Mielestämme strategiapäivitys oli positiivinen uutinen, koska yhtiön kehitys- ja rakentamisluketoiminta on historiallisilla näytöillä mitattuna ollut erittäin kannattavaa. Omistamisessa ja vuokraamisessa saavutettava lisäarvo suhteessa sitoutuvaan omaan pääomaan jää selvästi näitä alueita matalammaksi. Toki luonnollisesti myös kannettavat riskit ovat näissä liiketoiminnoissa selvästi korkeammat. Nykyisellä korkotasolla vuokrausliiketoiminnan kassavirta- ja oman pääoman tuotto-profiili muuttui aiempaa selvästi heikommaksi.

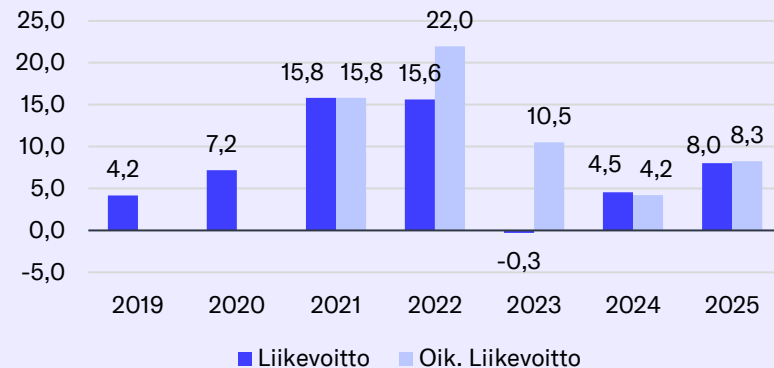
Toivo hoitaa kiinteistöjen myynnin mahdollisimman paljon yhtiön sisäisillä resursseillaan. Kaupankäyntiä johtaa toimitusjohtaja Markus Myllymäki, ja organisaatiossa myynnissä avustaa 3-5 ihmistä. Myllymäellä on aiemmista tehtävistään laajasti kokemusta kaupankäynnistä kiinteistösektorilla. Ainakaan toistaiseksi yhtiöllä ei ole erillistä myyntiorganisaatiota, jonka myötä organisaatio on tämän osa-alueen puolesta hyvin ketterä.

Vuosina 2024-25 suurten kansainvälisten sijoittajien kanssa tehdyt suuremmat kaupat (esim. [Niam](#) ja [Nuveen](#)) ovat mielestämme selvä askel eteenpäin yhtiön strategiapolulla ja todistus yhtiön kohteiden houkuttelevuudesta myös nykyisessä markkinaympäristössä.

Kehittämisen & rakentamisen volyyymi ja liikevaihto



ROE, liikevoitto ja oik. liikevoitto*, MEUR



*Liikevoitto ilman tuottovaatimusten muutoksesta johtuvaa käyvän arvon muutosta

Lähde: Inderes, Toivo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 7/8

Omistaminen ja vuokraus

Kiinteistöjen omistaminen käsittää Toivon rakennuttamien valmiiden asuntojen omistamisen, hallinnoinnin ja vuokrauksen. Kiinteistöjen omistamisessa Toivon tavoitteena on korkea käyttöaste sekä matala hoitokulutaso. Toivon taloudellinen vuokrausaste oli Q4’25:n lopussa 93 %. Toivon vuokrausaste on ollut aiemmin selvästi isoja asuntovuokraajia (Kojamo ja Sato) korkeampi ja yleiseen markkinatilanteeseen nähden erinomainen, mutta vuosina 2023-24 pääkaupunkiseudun vaikea vuokramarkkina alkoi puremaan myös Toivoon samaan aikaan, kun yhtiöllä yhä valmistui paljon uusia kohteita. Lisäksi asumis- ja muiden tukien heikennykset ovat iskeneet arviomme mukaan Toivoon suhteellisesti enemmän sen suuren premiumvuokra-asuntojen painon takia.

Toivon asuntojen keskimääräinen hoitovastike on yhtiön mukaan ~3,0 €/m²/kk, mutta tilinpäätöksestä auki lasketut keskimääräiset hoitokulut ovat tätä selvästi korkeammat. Eroa selittää yhtiön mukaan se, että tilinpäätöksen hoitokulut pitävät sisällään maanvuokria ja liiketilojen hoitokuluja. Toivon raportoima 3,0 euron vastiketaso on matala, sillä asunto-osakeyhtiöiden hoitovastikkeet olivat Suomessa vuonna 2024 keskimäärin 4,08 euroa neliöltä. Matalaa vastiketaso selittää arviomme mukaan kohteiden keski-ikä, suunnittelu- ja rakennuttamisvaiheessa tehdyt valinnat sekä tehokkaat huoltokonseptit. Pidämme kuitenkin todennäköisenä, että nykyisen ylläpitokulutason säilyttäminen käy pidemmällä aikavälillä haastavaksi ja esimerkiksi asuntojen normaalista kulumisesta johtuvia korjauksia on mahdoton välttää.

Toivon kiinteistöjen manageerauksesta ja vuokraustoiminnasta vastaavat yhtiön palkkalistoilla olevat Asuntomestarit. Yhden Asuntomestarin vastuulla on tyypillisesti 250-300 asuntoa. Asuntomestarien palkkauksessa on muuttuva komponentti, joka on sidoksissa

vuokrausasteeseen, asiakastyytyväisyyteen sekä vastiketasoon.

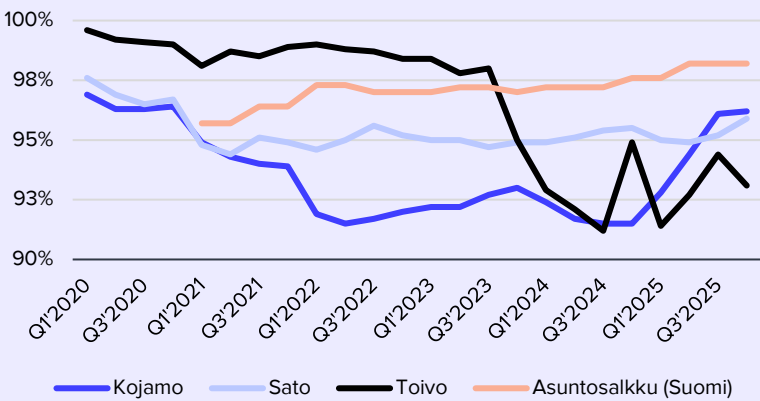
Sijoituskiinteistöjen käypä arvo oli Q4’25 lopussa noin 113 MEUR

Toivon sijoituskiinteistöjen käypä arvo oli Q4:n lopussa noin 113 MEUR. Sijoituskiinteistöt koostuvat valmiista ja rakenteilla olevista asuinkiinteistöistä, 29 vuokratusta tontista/määräalasta sekä kahdesta liiketilasta. Toivon valmiiden asuntojen lukumäärä oli Q4:n lopussa 612 kappaletta ja vuokrattava pinta-ala 21 075m². Toivon Asuntoportfolio on keskittynyt pk-seudun, Turun sekä Tampereen muodostamaan kasvukolmioon ja nämä muodostavat salkusta yhtiön mukaan 100 %. Arviomme mukaan asuntoportfolion keskimääräinen nettotuottovaatimus on noin 5,05 %.

Toivon valmiit sijoituskiinteistöt arvostetaan alkuperäisen kirjaamisen jälkeen käypään arvoon tuottoarvomenetelmällä. Arvonmäärittäminen tekee yhtiöstä riippumaton ulkopuolinen kiinteistöarvioitsija, joka on ollut alusta alkaen Catella. Toivo julkisti päälästasiirrossa Catellan tekemän kiinteistöjen arviokirjan (Q1’25). Olemme kuvanneet yhtiön kiinteistöportfoliota tämän pohjalta tarkemmin seuraavalla sivulla.

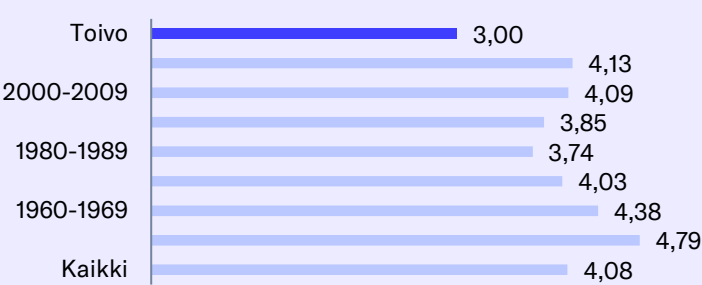
Rakenteilla olevien kohteiden osalta Toivo kirjaa tulosvaikutteisesti käyvän arvon muutoksena valmiusastetta vastaavan osuuden hankkeen arvioidusta kehitysvoitosta. Kehitysvaitto lasketaan vähentämällä arviokirjan mukaisesta valmiin kohteen käyvästä arvosta sen arvioidut rakennuskustannukset sekä soveltamalla varovaisuuskerrointa kohteen rakennusaikana. Mitä lähempänä kohteen valmistuminen on, sitä pienempi käytetty varovaisuuskerroin on. Loppu kehitysvaitto tuloutetaan kohteen valmistuttua ja vuosi valmistumisen jälkeen.

Asuntovuokraajien taloudellisten vuokrausasteiden kehitys



Huom. Kojamon ja Toivon kohdalla luvut ovat kultakin neljännekseltä siihen astisen kalenterivuoden vuokrausasteita. Esim. Q3 on tammi–syyskuun vuokrausaste.

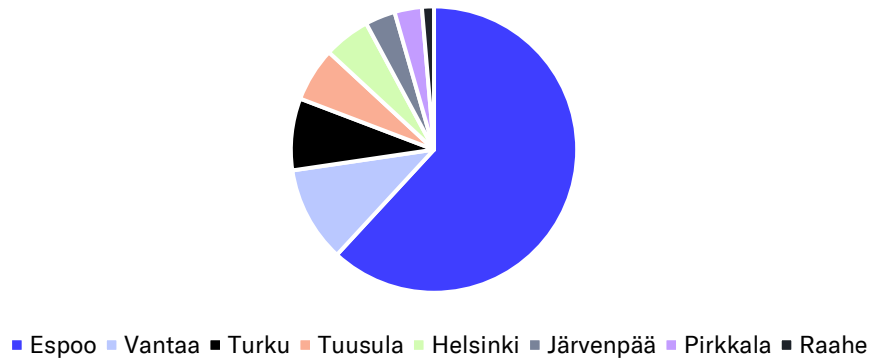
Asuinkiinteistöjen keskimääräinen hoitovastike 2024 (EUR/m²/kk)



Lähde: Toivo Group, Tilastokeskus
Huom. Tilasto käsittää kaikki talotyypit. Graafi sisältää vain hoitovastikkeet.

Kiinteistöportfolio Q1'25 (Catellan arviokirja)

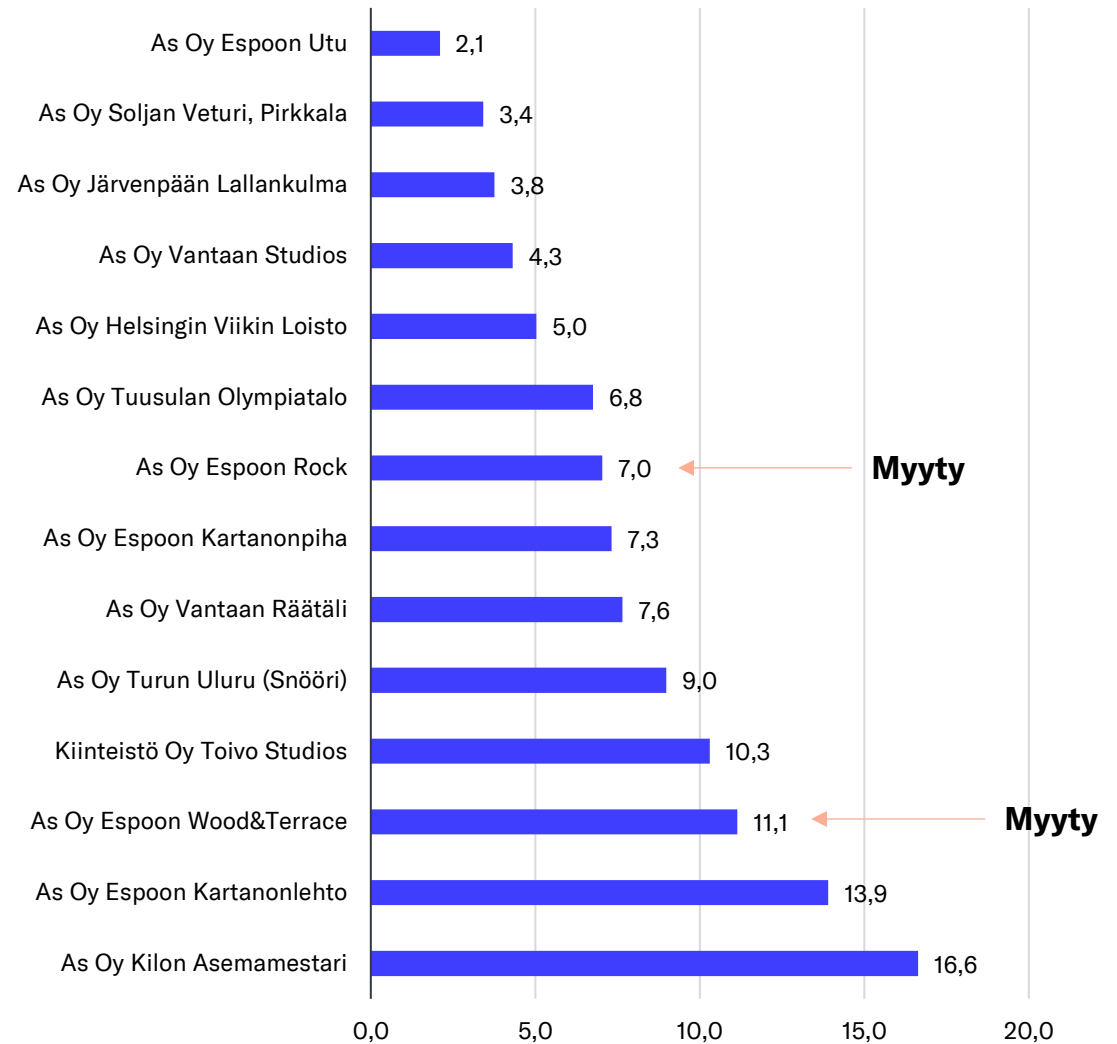
Portfolion painot kaupungeittain (markkina-arvo)



Toivon kiinteistöportfolio Q1'25 (MEUR)*



Asuinkiinteistökohteet arvon mukaan (MEUR)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 8/8

Toivolla on noin 291 MEUR:n hankesalkku

Toivolla on valmiiden asuinkehteiden lisäksi merkittävä hankesalkku, mikä tukee yhtiön lähivuosien kasvunäkymiä. Yhtiöllä oli joulukuun lopussa noin 1300 asunnon ja yhden yhteiskuntakiinteistön hankekehityssalkku. Koko salkun arvioitu käypä arvo valmiina on noin 291 MEUR.

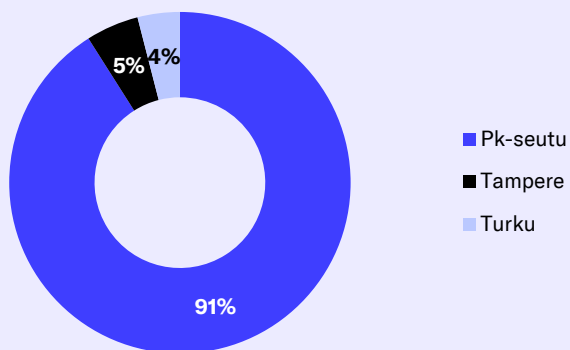
Toivon hankekanta painottuu vahvasti vetovoimaiselle pääkaupunkiseudulle (91 % salkusta) ja pk-seudun hankkeet sijaitsevat mielestämme pääosin hyvien liikenneyhteyksien varressa. Hankesalkun arvo on liki puolittunut viimeisen vuoden aikana (Q4'24: 640 MEUR), koska yhtiö on päästänyt sen nykystrategiaan sopimattomia ja arviomme mukaan kannattavuudelta nykymarkkinassa liian heikkoja sopimuksia raukeamaan. Tämä on hyvä esimerkki siitä, että hankesalkku ei yksinään kerro suoraan tulevaisuuden mahdollisuuksista, vaikka se erittäin tärkeä onkin. Yhtiö on jälleen kääntynyt kasvumoodiin hankesalkun osalta ja kommentoi Q3'25 sen laadun olevan nyt hyvä. Toivo tavoittelee 1 miljardin hankesalkkua pidemmällä aikavälillä.

Hankesalkun osalta sijoittajan on syytä seurata yhtiön uutisvirtaa uusista sopimuksista, sillä uusien kehityshankkeiden löytäminen on pitkän aikavälin kasvunäkymien säilyttämisen kannalta kriittistä.

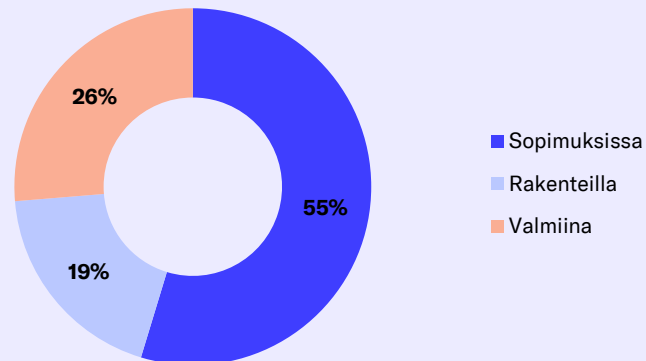
Sopimuksella olevien hankkeiden toteutumisiin ja arvostuksiin liittyy riskejä

Sijoittajan on hyvä huomata, että Toivon hankekannan asunnoista huomattava osa on sopimuksella olevia kohteita, joiden hankkiminen sekä rakennuttaminen voivat peruuntua esimerkiksi sopimusvastapuolesta tai yleisestä markkinatilanteesta johtuen kuten nyt on myös nähty. Sopimusvaiheissa olevien kohteiden arvostus on myös epävarmaa ja subjektiivista ja arviot kohteiden käyvistä arvoista perustuvat Toivon johdon omiin arvioihin kohteiden sijaintialueiden tuottovaatimustasoista.

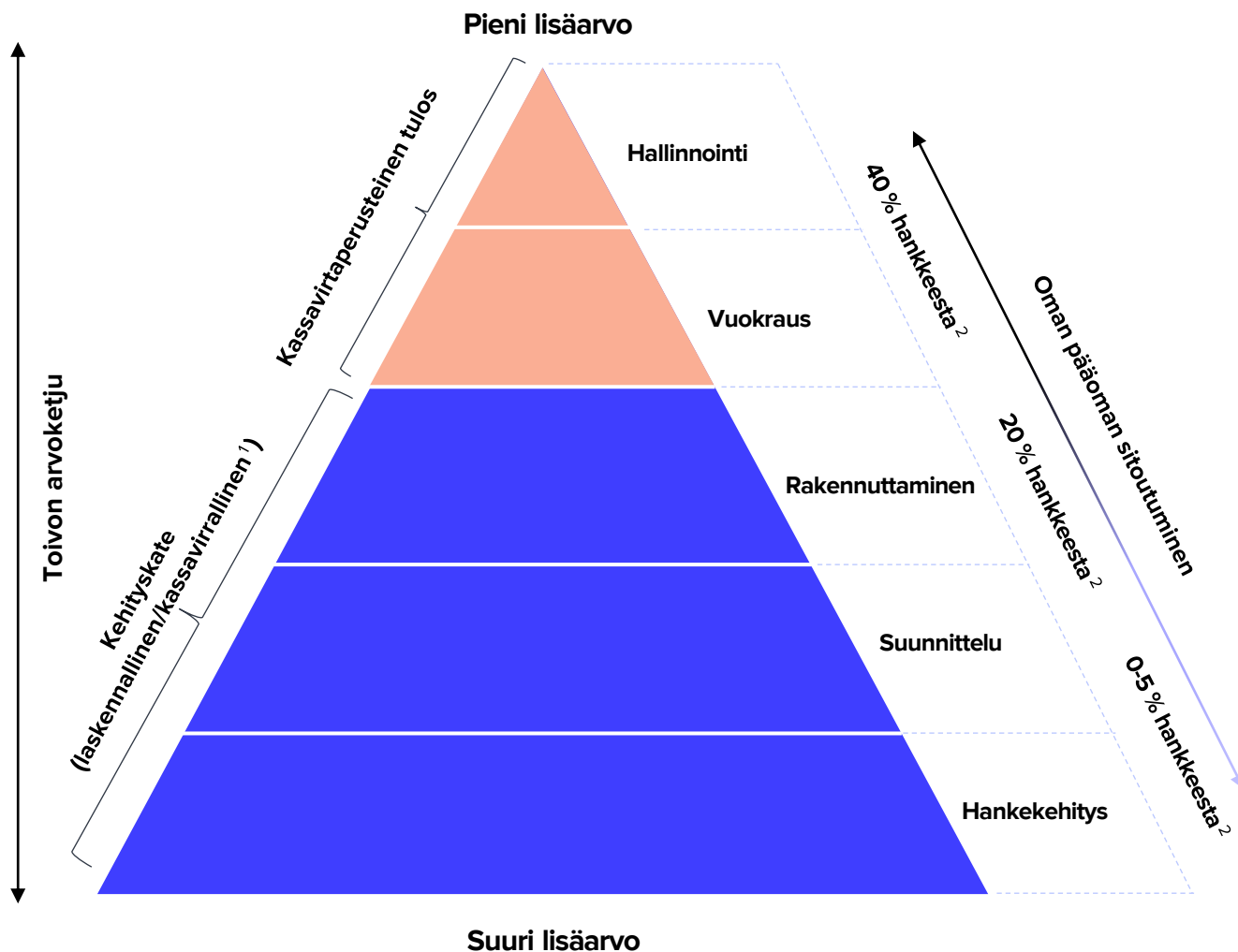
Toivon hankesalkku sijainneittain



Hankesalkun status*



Toivon liiketoimintamalli ja arvoketju



Historiallinen oman pääoman tuotto		
Kehittäminen ²	Rakentaminen ²	Omistaminen ²
n. 0-50 %	n. 20-50 %	n. 5-10 %

Toivo käytännössä

Hallinnointi

- Kiinteistöjen hallinnointi tehdään Toivossa vuokraustoiminnan tapaan sisäisesti ja manageerauksesta vastaavat Asuntomestarit.
- Yhden Asuntomestarin vastuulla noin 250-300 asunnon manageeraus

Vuokraus

- Vuokraustoiminta hoidetaan Toivossa sisäisesti omien Asuntomestareiden toimesta
- Asuntomestarien palkkamallissa on muuttuva komponentti, joka on sidoksissa vuokrausteeseen, asiakastytyväisyyteen sekä vastiketasoon.

Rakennuttaminen

- Toivo toteuttaa rakennuttamisen joko omalla projektijohtourakoinnilla, jaetulla urakoinnilla tai KVR-urakoinnilla.
- Yhtiön mukaan sen hankkeista noin 60 % on yhtiön omaa projektijohtourakointia, noin 20 % KVR-urakointia ja noin 20 % jaettua urakointia. (on

Suunnittelu

- Suunnittelu tapahtuu yhdessä arkkitehtikumppaneiden kanssa.
- Suunnittelussa tavoitteet koskevat mm. kohteen kustannus- ja nettotuottotavoitetta, huoneistojen keskikokoa, parkkipaikkajärjestelyitä sekä arkkitehtuurisia ratkaisuja ja kohteen brändiä.

Hankekehitys

- Tonttien hankinnassa lähtökohtana on, että Toivo käy läpi 20 potentiaalista maa-aluetta, joista yksi täyttää sille asetetut taloudelliset kriteerit. Markkinatilanteen heikennyttyä maa-alueista on paljon enemmän tarjontaa.
- Tontinhankinnassa hyödynnetään sisäisiä karttatyökaluja ja kontaktointirekistereitä sekä suhteita keskeisiin sidosryhmiin (mm. maanomistajat, välittäjät, kunnat, rahoittajat).

¹ Kehityskatteet ovat kassavirrallisia, mikäli kohteita rakennutetaan myytäväksi tai mikäli Toivo tekee kohteita urakointina yhtiön ulkopuolelle. ² Yhtiön oma arvio vuosina 2019-2023 toteutetuista hankkeista

Toivo suhteessa relevantteihin kotimaisiin verrokkeihin

				 Asuntosalkku	OP-Vuokratuotto		
Kiinteistöportfolion käypä arvo (MEUR)	114	7 581	5 237	261	1 232	702	454
Käypä arvo, valmiit asunnot (MEUR)	103	7 369	5 156	261	924	702	454
Valmiit asunnot (kpl)	612	38 945	26 786	2 073	4 383	2 979	2 072
Rakenteilla olevat asunnot (kpl)	49	119	0	0	0	0	0
Pinta-ala (m2), valmiit asunnot	21 075	2 101 862	1 414 301	78 948	199 427	150 000	87 327
Valmiiden asuntojen keskikoko (m2)	34	54	53	38	46	50	42
Pääkaupunkiseudun, Turun ja Tampereen osuus portfoliosta	100 %	87 %	100 %	~90 %	84 %	84 %	82 %
Vuokrausaste	93,1 %	94,8 %	95,4 %	97,9 %	97,9%***	92,0 %	96,6 %
Keskineliövuokra (EUR/kk)	n.a.	17,8	18,5	17,1	n.a.	n.a.	n.a.
Portfolion tuottovaatimus ¹	5,05 %	4,5 %	4,3 %	5,1 %	n.a.	n.a.	n.a.
Keskineliöhinta €/m2	4 873	3 545	3 646	3 309	4 633	4 680	5 203

Lähde: Inderes, yhtiöt ja rahastot

Toivon asuntojen keski-ikä on verrokeista selvästi nuorin

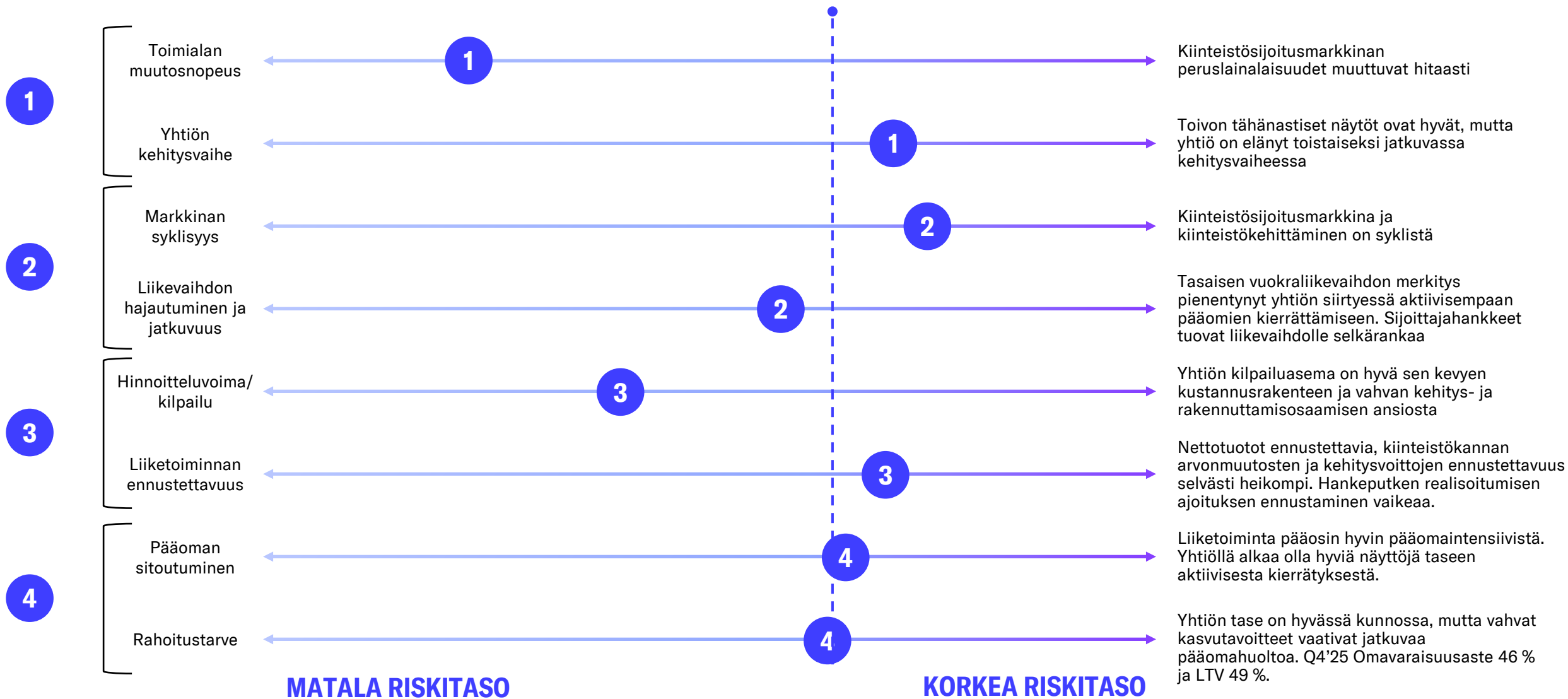
¹ Yhtiöiden kohdalla sijoituskiinteistöjen käypä arvo, rahastoilla GAV. Keskineliöhinta laskettu rahastoilla GAV:n perusteella, jonka myötä arvot ovat likvidien varojen takia todennäköisesti hieman yläkanttiin.

² Lukemat eivät välttämättä ole vertailukelpoisia keskenään, sillä yhtiöt ja rahastot voivat määritellä esimerkiksi pk-seutuun kuuluvat alueet toisistaan poikkeavalla tavalla.

*Ålandsbankenin vajaakäyttöaste sisältää myynnissä olevat tyhjillään olevat asunnot. Vuokrauksessa olevien asuntojen vuokrausaste oli 95 %.

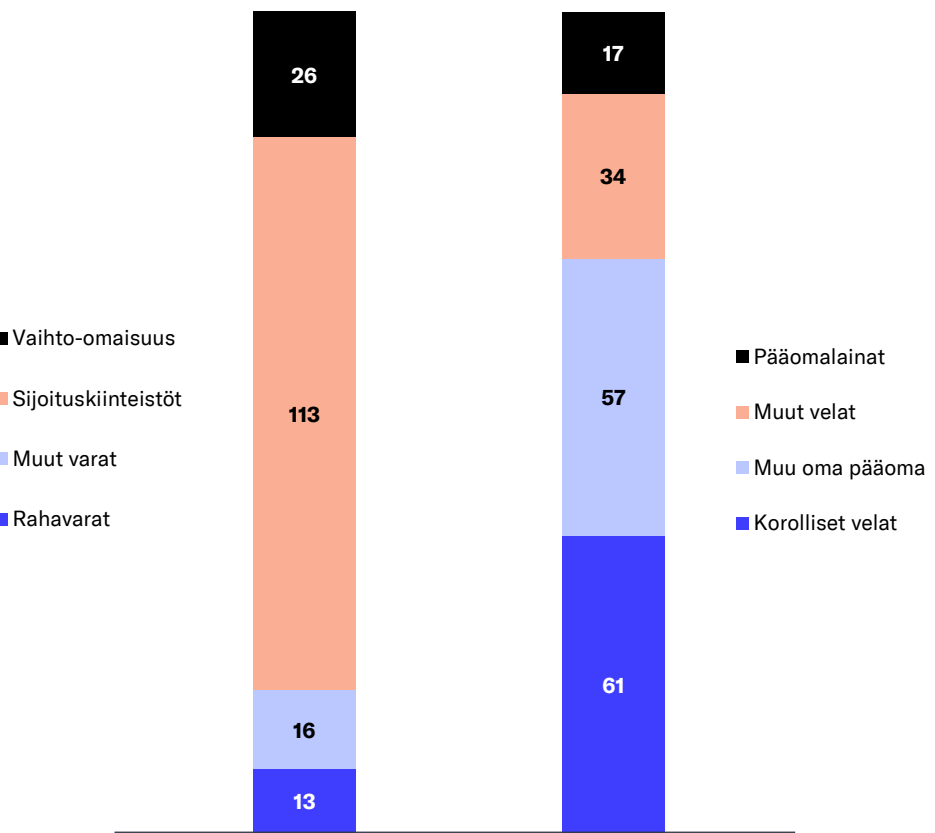
Liiketoiminnan riskiprofiili

Arvio Toivo Groupin liiketoiminnan kokonaisriskitasosta

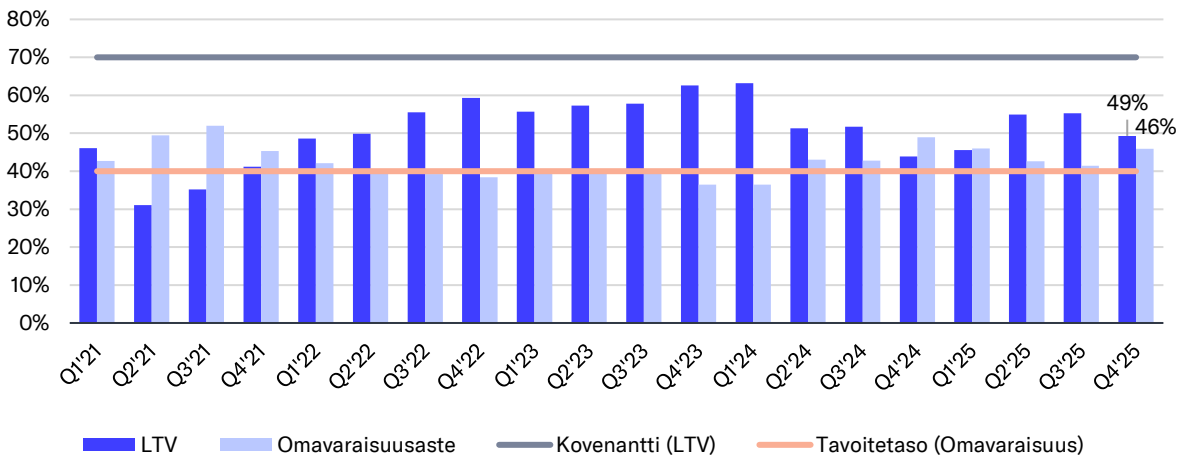


Taloudellinen tilanne

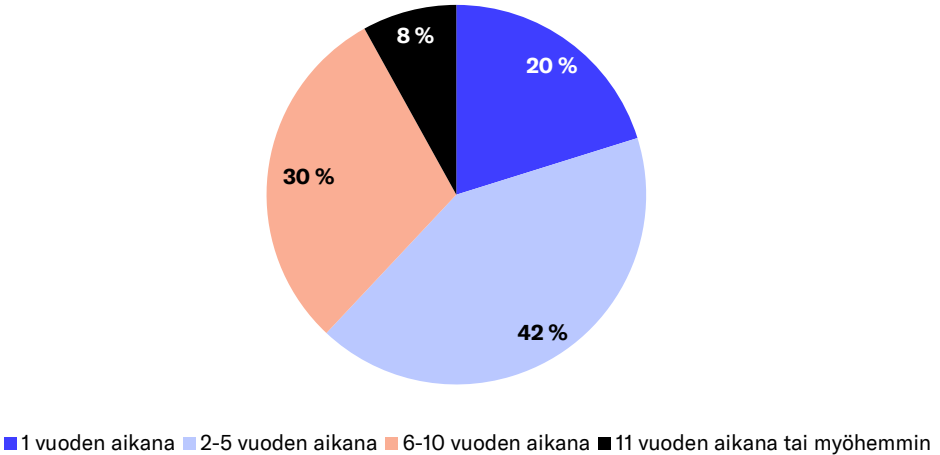
Taserakenne Q4'25:n lopussa



Luototus- ja omavaraisuusasteen kehitys



Rahoitusvelkojen maturiteettijakauma (Q4'25)



Markkinakatsaus 1/5

Talousnäkymien näköpiirissä orastava käänne parempaan, korkojen lasku tukee Suomea

Koronapandemian jälkeisten vuosien jälkeen Suomen talouden kehitys on ollut vaisua. Vahvojen palautumisvuosien jälkeen Suomen talous kehittynyt vaisusti. Vuonna 2024 BKT kasvoi noin 0,4 % ja vuonna 2025 0,2 % (Suomen Pankki). Vuonna 2026 keskeiset ennustelaitokset odottavat Suomen talouden kasvavan noin 1,2 % kotitalouksien ostovoiman parantumisen, ja yksityisen kulutuksen kasvun tukemana. Viennin arvioidaan jatkavan kasvua ja yritysten investointiaktiiviteetin virkoavan. Negatiivisella puolella taloudellinen ja geopolittinen ympäristö säilyy epävarmana ja Suomen julkisen talouden tilanne on edelleen heikko. Julkinen sektori jatkaakin säästötalkoita vuonna 2026. Keskeinen haaste on myös korkea työttömyys, joka teki joulukuussa edelleen huippuja (10,7 %). Työttömyyden ennustetaan kääntyvän laskuun vuoden 2026 aikana, mutta säilyvän edelleen melko korkeana.

Inflaatio on laskenut Suomessa yhdeksi Euroopan matalimmista inflaatioshokin jälkeen. Vuonna 2025 kuluttajahintainflaatio oli tilastokeskuksen mukaan noin 0,3 %. Vuonna 2026 ennustelaitokset odottavat inflaatio kiihtyvän noin 1-1,5 %:iin, mutta tammikuussa oltiin edelleen hyvin matalalla tasolla (-0,2 %). Kiinteistömarkkinoilla keskeinen ja viime vuosina erityisen tarkkaan seurattu korkotasoa näyttää mielestämme asettuneen nyt noin 2 %:iin ja lähivuosien korkokäyrät ovat ”normaalisti” nousevia. Nykyisellään markkina tuntuukin mieltävän ~2 %:n neutraalina tasona. Suomen 10-vuotinen valtionlainan korko näyttää niin ikään löytäneen vakaamman tason noin 3 %:sta.

Asuntorakentamisessa pohjat käsillä, mutta nopeaa palautumista ei näköpiirissä

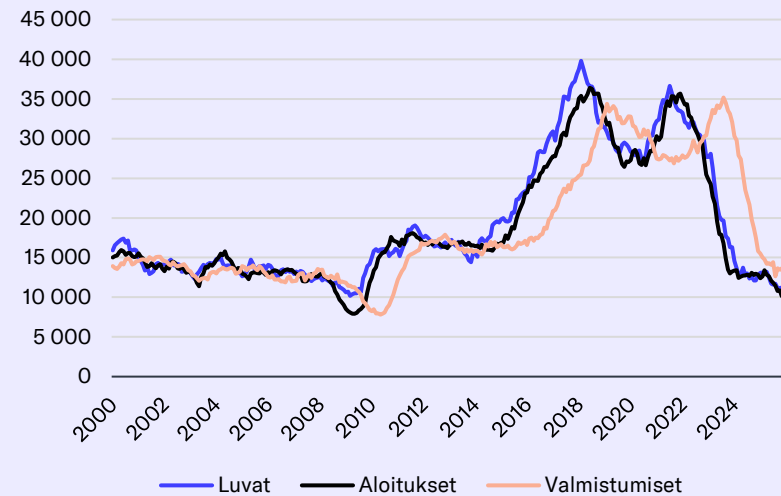
Asuntorakentamisen aktiviteetti on laskenut Suomessa erittäin matalaksi erittäin vahvan syklin jälkeen. Vuonna 2023 ja 2024 alussa asuntoja valmistui edelleen suuri määrä, mutta aloitukset laskivat jo erittäin mataliksi. Vapaa-ahoitteisen asuntomarkkinan palautuminen on mielestämme käynnistynyt asteittain omistusasuntopuolelle, mutta paluu pohjilta tulee todennäköisesti olemaan hidas. Vaikka korkotaso on laskenut, heikko asuntojen hintojen sekä vuokrien kehitys yhdistettynä korkeisiin rakennuskustannuksiin tekee vuokra-asuntojen rakentamisen yhtälöstä yhä vaikean.

Uudisasuntorakentamisen sijoittajakysyntää jarruttaa myös avoimien kiinteistörahastojen ongelmat. Lisäksi eläkeuudistuksen myötä eläkeyhtiöt voivat sijoittaa aiempaa enemmän varoja osakemarkkinoille. Nämä kaksi toimijaa olivat keskeisiä erityisesti uudisrakentamisessa. Esimerkki tämän toteutumisesta onkin mm. [Varman koko asuntoportfolion myynti Kojamolle](#).

Rakennusteollisuus (RT) arvioi syyskuussa 2025 asuntoaloitusten olevan vuonna 2025 liki edellisvuoden tasolla 17 800 asunnossa (2024: 17 765 kpl) Tästä 7500 kpl (2024: 9140 kpl) on valtion korkotuettua ARA-rakentamista ja vapaa-ahoitteiset kerrostaloasuntoaloitukset kääntyisivät pieneen kasvuun 4500 kappaleeseen (3360 kpl). Kerrostaloaloitukset vaikuttavat jääneen noin 10 500 kappaleeseen.

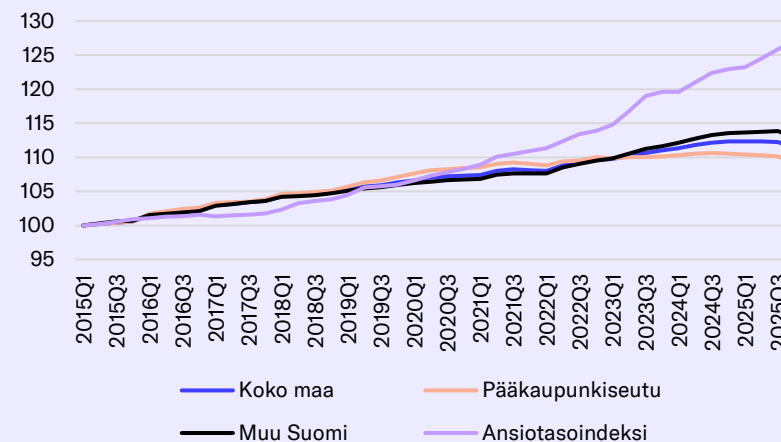
Tänä vuonna RT odotti syyskuussa 2025 asuntoaloitusten nousevan 20 000 asuntoon. Ennusteessa ARA-asuntojen aloitukset putoavat 4500 kappaleeseen ja vapaa-ahoitteiset nousevat 9000:een. Nyt mielestämme kuitenkin näyttää, että vapaa-ahoitteisten asuntojen ennuste vaikuttaa optimistiselta ja selvempää käännettä joudutaan vielä odottamaan.

Kerrostalot, kpl (rullaava 12kk)



Lähde: Tilastokeskus

Keskineliövuokrien ja ansiotasojen kehitys Suomessa (vapaa-ahoitteinen)



Lähde: Tilastokeskus

Markkinakatsaus 2/5

Ennustettu tuotantomäärä on pidemmän aikavälin keskiarvoon nähden matala. Asuntotuotantotarve (2025) –tutkimuksen mukaan Suomeen tarvittaisiin väestönkehityksestä riippuen 31-36 tuhatta asuntoa vuosittain. Vuosina 2017-2023 rakennettiin melko selvästi tätä tarvetta enemmän, erityisesti pieniä asuntoja, jonka myötä nykyisessä ylitarjonnassa on nähdäksemme edelleen sulattelemissa. Ylitarjonnan sulamista on hillinnyt myös asumistukien heikennykset. On kuitenkin mielestämme todennäköistä, että tulevaisuudessa asuntotuotantovolyyymi tulee jälleen nousemaan nykyisestä, mutta heikko asuntojen hintojen kehitys ja korkeat rakentamiskustannukset yhdistettynä vaisuun vuokrakehitykseen on yhä vaikea yhtälö ratkottavaksi uudisasuntomarkkinassa.

Tuottovaatimusten nousu takana, sijoittajakysyntä edelleen hiljaista

Kiinteistötransaktiot Suomessa romahtivat vuosina 2023-2024 vilkkaiden nollakorkovuosien 2017-2022 jälkeen. KTI:n mukaan merkittäviä kiinteistökauppoja tehtiin Suomessa vuosina 2021-2022 keskimäärin 7,2 mrd. eurolla, kun taas vuosina 2023-24 lukema romahti 2,6-2,2 mrd. euroon. Vuosi 2025 oli käänteen vuosi, kun transaktiomäärät nousivat 4,4 MEUR:oon ja vuosi 2026 on jatkanut toistaiseksi paremmalla linjalla.

Kysynnän laskun taustalla on ollut ennen kaikkia korkotason noususta johtunut tuottovaatimusten ja rahoituskustannusten kasvu sekä yleinen likviditeetin pienentyminen. Lisäksi korkea inflaatio yhdistettynä vuokrien vaisuun kehitykseen on heikentänyt kiinteistösijoittajien tuottoyhtälöä. Korkomarkkinat ovat myös nousseet jälleen houkuttelevammaksi sijoitusluokaksi, mikä on imenyt pääomia myös kiinteistösijoituksista.

Korkokehitys on kuitenkin nyt vakiintunut. Asuntosektorilla

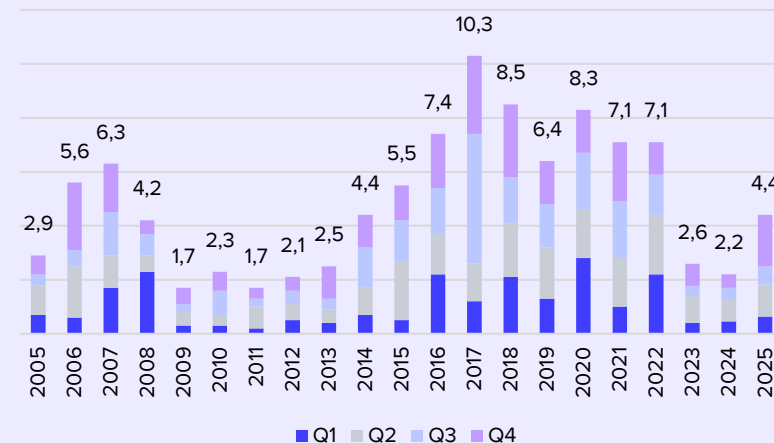
tuottovaatimusten nousu näyttää näillä näkymin pysähtyneen. Catellan mukaan Helsingin prime-asuntokohteissa käytäisiin kauppaa 4,3 %:n tuottovaatimuksella ja huippu kävi noin 4,5 %:ssa. Korkotason laskun ja muiden omaisuusluokkien (korot ja USA:n osakkeet) heikentyneen tuottonäkymän myötä tasot näyttävät jälleen houkuttelevimmilta pitkäjänteiselle sijoittajalle. Arviomme mukaan vuokrissa on myös kasvupotentiaalia, kun ylitarjonta sulaa, mikä myös perustelee suhteellisesti matalampia tuottovaatimuksia nykyhetkessä.

Rakennuskustannuksissa ei mielestämme ole enää oleellista laskuvaraa, mikä tulee omalta osaltaan pitämään uudiskohteiden hinnat korkeina suhteessa vanhoihin asuntoihin. Tämä tulee taas vaikeuttamaan vapaarahoitteisten uudisasuntokehityksen rakentamista vielä jonkin aikaa. Toivo on kyennyt menemään alalla vastavirtaan ja käynnistämään uudiskohteita melko hyvin suhteessa sen kokoluokkaan.

Käyttöasteet kääntyneet nousuun, mutta vuokrakehitys pettänyt odotukset

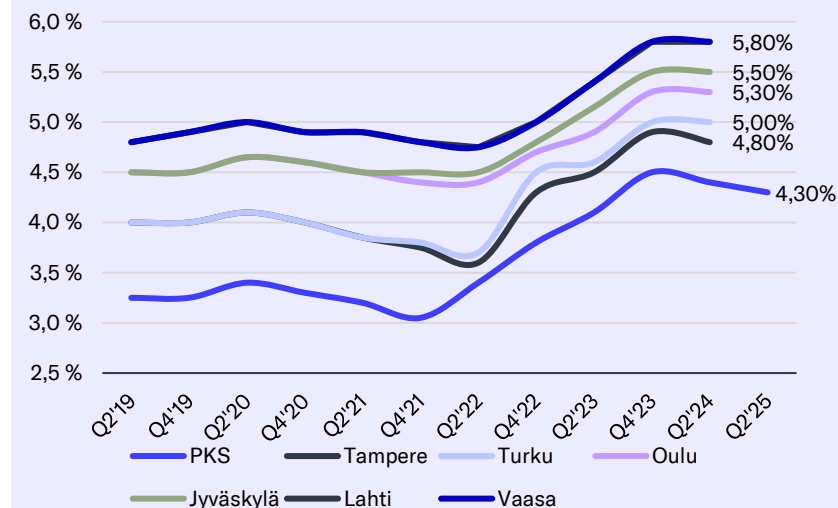
Vapaarahoitteisten vuokra-asuntojen neliövuokrat nousivat 2015–2021 linjassa ansiotulojen kanssa, mutta nousu taittui 2021 ja pääkaupunkiseudulla vuokrat ovat jääneet lähes paikalleen inflaatiosta huolimatta. Käyttöasteissa on kuitenkin tapahtunut selkeä käänne: KTI:n mukaan pääkaupunkiseudun käyttöaste nousi joulukuun alussa 93,4 prosenttiin (pohjat alle 90 % alkuvuonna 2024), ja Helsingissä/Espoossa pysyttiin Q4:llä noin 94 %:ssa. Vuokrankehitys uusissa vuokrasopimuksissa näyttää myös KTI:n seurannan mukaan tasaantuneen (+0,3 %). Tilastokeskuksen data kertoo kuitenkin toista. Keskuksen mukaan vapaarahoitteisten asuntojen vuokrat laskivat Q4'25 pääkaupunkiseudulla 1,3 % ja muualla Suomessa 0,5 % vuodessa.

Kiinteistötransaktiovolyymi Suomessa (mrd. EUR)



Lähde: KTI

Asuntoportfolioiden tuottovaatimukset



Lähde: Catella, Inderes arvio Catellan graafista

Markkinakatsaus 3/5

Suomen suurin vuokranantaja Kojamon on taas tehnyt ripeän korjausliikkeen käyttöasteessaan, joka nousi Q4:llä 96,3 %:iin (kumulatiivinen ~95,3 % vs. 91,5 % v. 2024). SATOn vuokrausaste säilyi taas vakaana 95,4 prosentissa (95,5 % v. 2024). Kojamo alkoi priorisoimaan vuokrausasteen nostoa dynaamisen hinnoittelun kautta, mutta kokonaisuutena yhtiön vuokratasot kehittyivät suhteessa tähän melko hyvin.

Ylitarjonnan sulamista hidastavat edelleen useat tekijät. Opiskelijoiden asumistuki uudistus on ajanut nuoria yhteisasumiseen ja myös halvempien asuntojen piiriin (nuorten asuntokuntien määrä laskenut 2024 alusta). Korkotuettu ARA-rakentaminen on ylläpitänyt tarjontaa vapaarahoitteisen tuotannon romahduksesta huolimatta. Tämä on merkittävä tekijä, sillä ARA-kohteet kilpailevat osittain suoraan vapaarahoitteisten kanssa. Asumistukea ja muutenkin tukia on vähennetty, mikä ajaa ihmisiä halvemman asumisen pariin.

Vuokrakysyntää tukee kuitenkin edelleen rakenteellisesti vahva maahanmuutto. Nettomaahanmuutto oli vuonna 2025 34 853 henkilöä vuositason tasolla vs. pandemiaa edeltävä ennuste ~15 000/v. Lähes 75 % vieraskielisistä asuntokunnista asuu vuokralla. Maahanmuuttajia asuu kuitenkin enemmän per asunto, jonka takia sen tuki markkinan käyttöasteille ei ole niin yksioikoinen. Pidämme maahanmuuttoa ja kaupungistumista kuitenkin tärkeimpinä pitkän aikavälin kysyntäajureina. Tämä korostuu erityisesti hyvin matalan syntyvyyden takia.

Ylitarjonta sulaa todennäköisesti vähitellen 2026–2028 muuttoliikkeen ja vähäisen uudistuotannon myötä, mutta muutos ei ole erityisen nopea. PTT:n helmikuun 2026

ennuste odottaa maltillista vuokranousua loppuvuotta kohti.

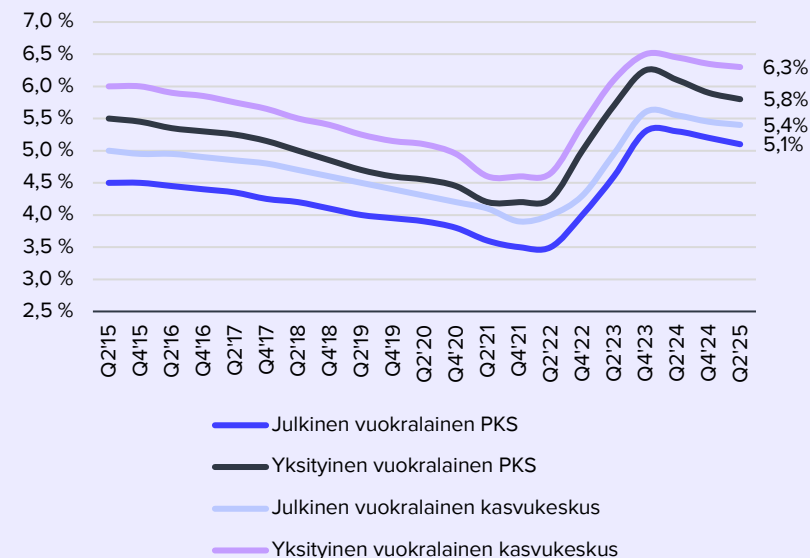
Yhteiskuntakiinteistöissä tuottovaatimukset ovat lähteneet laskuun

Catellan mukaan yhteiskuntakiinteistöissä tuottovaatimukset tekivät huiput vuoden 2023 lopulla. Catella julkaisee erikseen tuottovaatimustilastoa kohteista, joissa on julkinen ja yksityinen vuokralainen. Julkisen sektorin vuokralaiset koetaan sijoitusmarkkinoilla houkuttelevammiksi ja ero tuottovaatimustasoissa pääkaupunkiseudulla on noin 0,7 %.

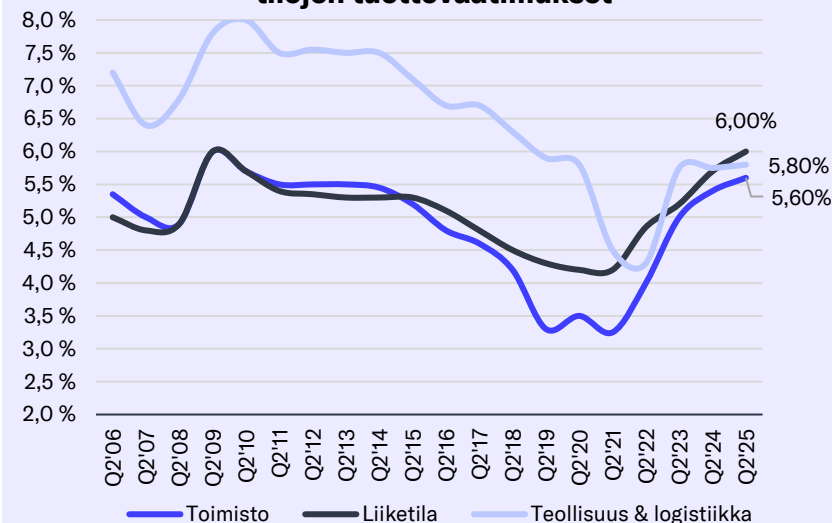
Pääkaupunkiseudun yksityisen sektorin tuottovaatimus teki huiput noin 6,3 %:ssa ja on nyt asettunut 5,8 %:iin. Alimmillaan kauppaa käytiin Catellan mukaan 4,2 %:ssa. Julkisen sektorin huippu oli taas 5,8 %:ssa ja nyt kauppaa käydään 5,1 %:n tuottovaateella. Alimmillaan taso painettiin jopa 3,5 %:iin.

Muissa kasvukeskuksissa käydään kauppaa yksityisellä sektorilla noin 6,3 %:ssa ja julkisissa kohteissa 5,4 %:ssa.

Yhteiskuntakiinteistöjen tuottovaatimukset



Toimistojen, Liiketilöiden ja tuotannollisten tilöiden tuottovaatimukset



Lähde: Catella, Inderes arvio Catellan graafista

Markkinakatsaus 4/5

Kojamo on onnistunut nostamaan vuokria ja nyt myös vuokrausastetta

Kuten aiemmin jo sivusimme aihetta, Kojamo on pyrkinyt nostamaan vuokriaan kompensoidakseen kustannusinflaation vaikutuksen. Pääkaupunkiseudun yllirakentamisesta johtuvan vuokramarkkinan ylitarjonnan takia tämä on kuitenkin johtanut vuokrausasteiden laskuun. Kysymys onkin: onko vuokrien nostaminen vuokrausasteiden kustannuksella ollut taloudellisesti järkevää? Kojamo Suomen suurimpana vuokranantajana on kohtuullinen mittari myös koko markkinan kehitykselle.

Alla olevassa graafissa olemme analysoineet Kojamon keskivuokrien, vuokrausasteella oikaistujen keskivuokrien, hoitovastikkeiden ja rakennuskustannusten kehitystä. Kuten graafista nähdään, Kojamon keskivuokrien kehitys oli selvästi

hoitovastike- ja rakennuskustannusindeksiä vahvempaa vuosina 2015-2020. Tällä aikajaksolla inflaatio oli hyvin matalaa, yleinen talous kehittyi hyvin, korot olivat matalat ja kerrostalorakentaminen alkoi keräämään tosissaan kierroksia. Kyseinen aikajakso olikin erinomaista aikaa olla asuntosijoittajana.

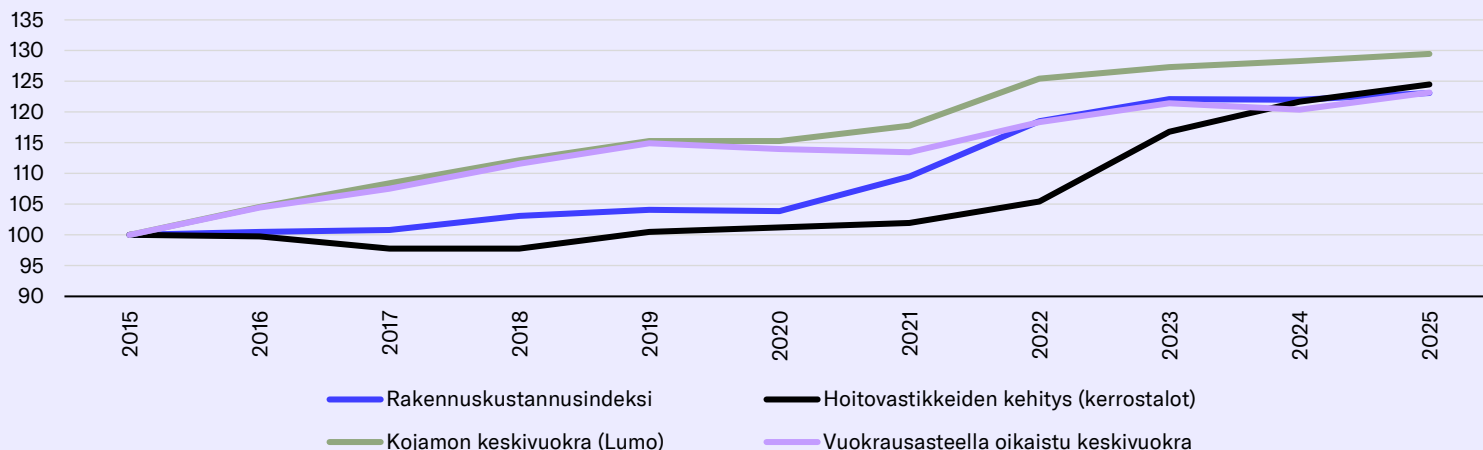
Tämän jälkeen vuokrausasteella oikaistu vuokrienkehitys jäi selvästi jälkeen rakennus- ja hoitokustannuksista. Kojamo pääsi keskivuokriin silti ylöspäin, mutta vuonna 2024 kustannusindeksit ohittivat jo vuokrakehityksen. Vuonna 2025 Kojamo kuitenkin onnistui nostamaan selvästi vuokrausastettaan edelleen vaikeassa markkinassa.

Huomionarvoinen seikka on myös, että Kojamo on rakennuttanut paljon uusia asuntoja myös tarkastelujakson aikana (erityisesti pk-seudulle). Uusissa asunnoissa on

korkeammat keskivuokrat, mikä automaattisesti nostaa keskimääräisiä vuokratasoja. Tämän takia arvioimme olemassa olevien asuntojen vuokrakehityksen jääneen jälkeen inflaatiota tätä graafia enemmän. Lisäksi Kojamo myi vuonna 2025 asuntoportfolion (vajaa 5 % portfolioista), joka sisälsi paljon pääkaupunkiseudun ulkopuolisia asuntoja.

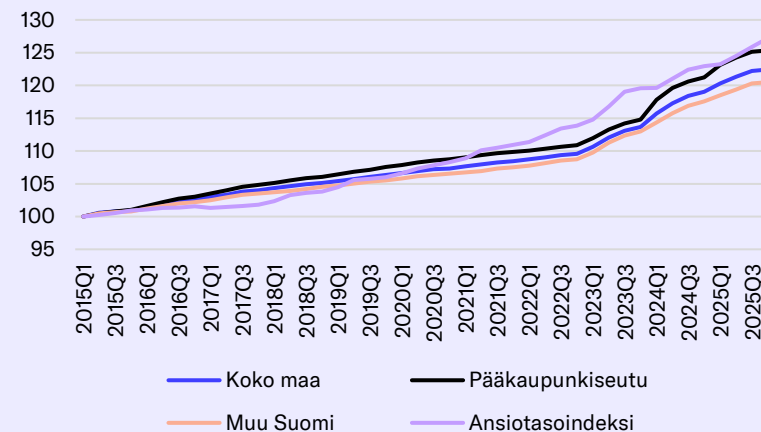
Kokonaisuutena Kojamon strategia vaikuttaa nyt onnistuneelta, kun se on päässyt vuokrausasteessa selvästi ylöspäin. Vahvempi näkemys tästä vaatisi kuitenkin tarkemman analyysin vajaakäytön takia menetetyistä kassavirroista ja paremman näkyvyyden asuntokannan rakenteeseen. Lisäksi on hyvä huomioida, että Kojamon (preemiohinnoittelu) tulee olemaan arvioimme mukaan vaikeaa nostaa keskivuokria nykyisestä ihmisten heikentyneen maksukyvyn ja asumistukien vähenemisen takia lähivuosina.

Kojamon keskivuokrien kehitys, Rakennuskustannusindeksi ja Hoitovastikkeiden kehitys



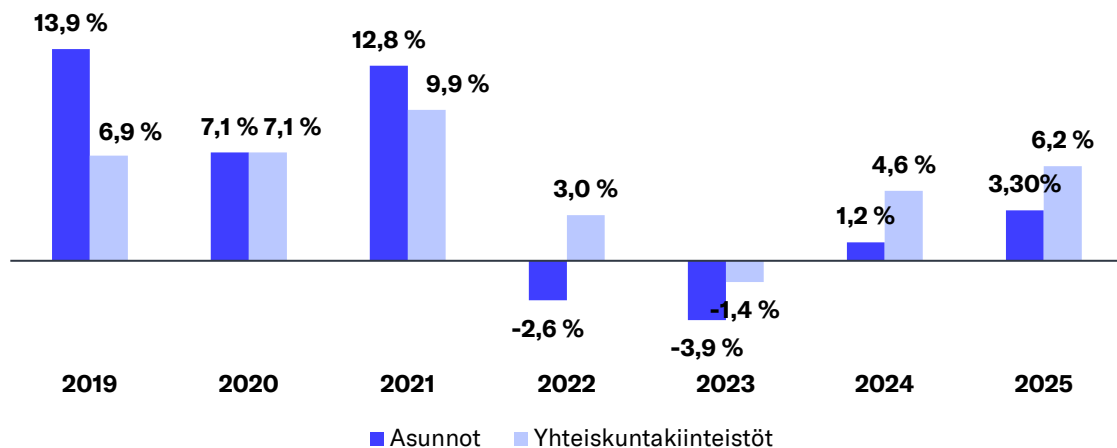
Lähde: Kojamon raportit, Tilastokeskus, Kiinteistöliitto

Keskineliövuokrien ja ansiotasojen kehitys Suomessa (ARA)

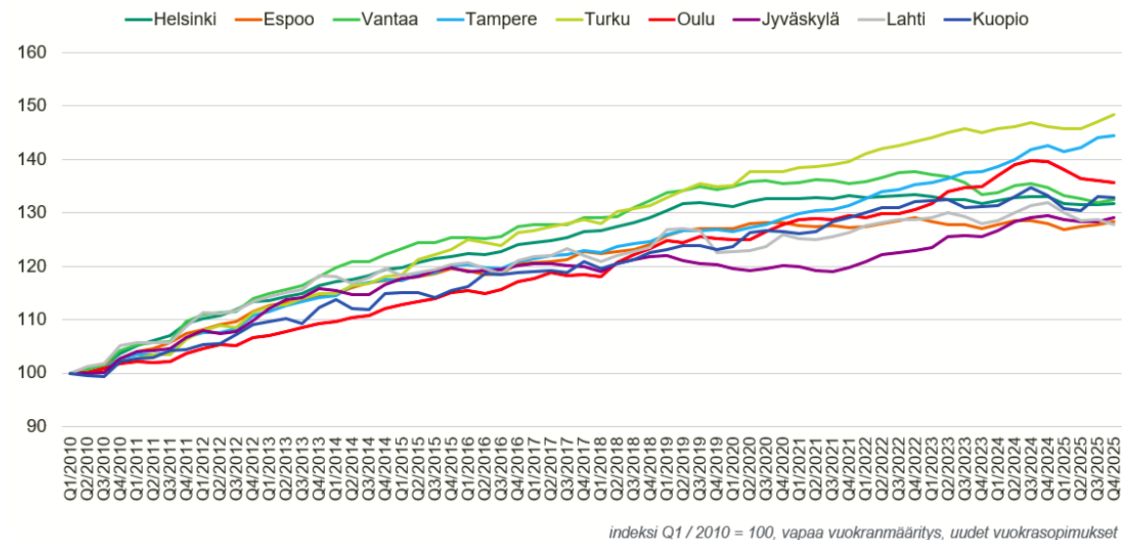


Markkinakatsaus 5/5

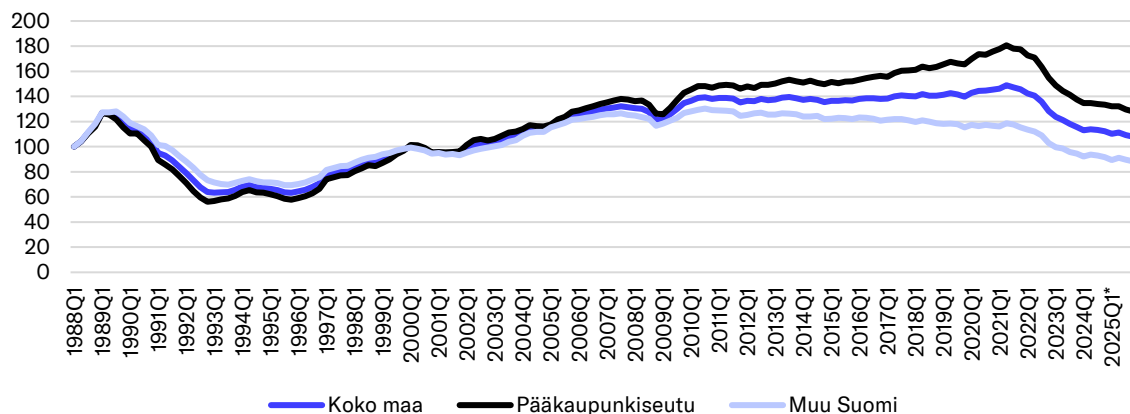
KTI Kokonaistuotot kiinteistötyypeittäin (Ammattimainen markkina)



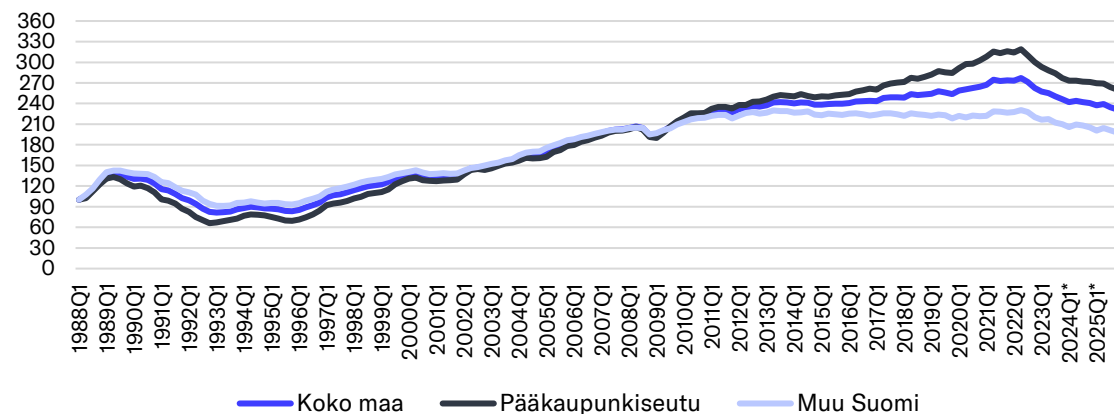
Uusien vuokrasopimusten hintojen kehitys, vapaarahoitteiset asunnot (KTI)



Vanhojen osakeasuntojen reaali hinnat kvartaaleittain



Vanhojen osakeasuntojen nimellishinnat kvartaaleittain



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/4

Vakaa kehitysmarginaali sekä vakaa ja houkutteleva tuottotaso strategian keskiössä

Toivo keskittyy asuntojen ja yhteiskuntakiinteistöjen kehittämiseen, rakentamiseen, omistamiseen ja myymiseen. Yhtiö pyrkii kehittämään asunto- ja yhteiskuntakiinteistöjen trendeihin vastaavia kiinteistöjä, jotka sopivat pitkäaikaiseen omistukseen. Toivo pyrkii rakentamaan vain rakennuksia, jotka se on itse kehittänyt ja suunnitellut oman toimintamallinsa mukaisesti. Toimintamallillaan yhtiö pystyy vaikuttamaan alusta alkaen rakennusten tehokkuuteen, laatuun, tuottavuuteen ja myytävyyteen. Strategian keskiössä on vahva kehitysmarginaali, vuokratkäytössä rakennusten tehokkaan operoinnin mahdollistaminen ja kohteiden tekeminen mahdollisimman helposti myytäviksi. Omistaminen on nähdäksemme jäänyt selvästi pienempään rooliin nykystrategiassa ja yhtiö pyrkiiikin enemmän allokoimaan pääoman arvoketjun paremmin tuottaviin osiin (kehittäminen ja rakentaminen). Omistaminen on kuitenkin edelleen siinä mielessä keskeisessä roolissa yhtiön strategiassa, että se auttaa Toivoa ymmärtämään koko kiinteistöalan arvoketjua.

Toivo on saavuttanut historiassa noin 15 %:n kehitysmarginaalin, joka huomioi tapahtuneet arvonlaskut. Taso on mielestämme hyvä yli syklin laskettuna ja mahdollistaa yhtiölle vahvan kannattavuuden kuten aiemmin raportissa totesimme. Kehitysmarginaalissa on nähdäksemme jonkin verran nousuvaraa paremmassa markkinatilanteessa ja kun yhtiö kykenee rakentamaan enemmän omistusasuntohankkeita. Hankkeissa saavutettaviin nettotuottotasoihin ja pitkän aikavälin vuokrattavuuteen keskeisesti vaikuttavia tekijöitä ovat mm. hankekehitysvaiheessa tehtävät valinnat, rakentamisen tehokkuus sekä kohteiden mikro- ja makrosijainti.

Toivo tavoittelee vahvaa 20 %:n keskimääräistä liikevaihdon kasvua. Tuottamassaan volyymissa yhtiö tavoittelee 0-50 %

osuutta vuokratkäyttöön tulevien oman taseen kohteilla (nyt vieläkin pienempi paino) ja 50-100 % osuutta suoraan loppukäyttäjille myytävien kiinteistöjen välillä. Omaan taseeseenkin rakennettavasta tuotannosta pääosa myydään jossakin vaiheessa lähitulevaisuudessa pääasiassa ammattimaisille sijoittajille. Myynneissä on kyse oman pääoman kierrättämisestä tuottavimpaan kohteeseen (kiinteistökehitys ja rakentaminen). Lisäksi aggressiivinen kasvutavoite vaatiikin tehokasta pääomien kierrättämistä.

Asunnoissa Toivon toimintamalli ja kriteeristö on jo vakiintunut

Sekä asunnoissa että yhteiskuntakiinteistöissä kaikki lähtee liikkeelle yhtiön oman liiketoimintamallin ja konseptien käyttämisestä. Hankekehityksessä yhtiö huomioi pitkäaikaisten omistajien tarpeet ja asuntomarkkinoiden isot trendit. Keskiössä on sijaintivalinnat ja asuntomarkkinoiden isot trendit kuten pienten kotitalouksien määrän kasvu, kaupungistuminen ja vapaa-ajan merkityksen kasvaminen. Asuntorakentamisessa Toivo keskittyy vain Pääkaupunkiseutuun sekä Tampereen ja Turun alueisiin. Tämä tukee kohteiden vuokrattavuutta sekä kehitysmarginaalia alueiden hyvän arvonkehityksen avulla. Yhtiö pyrkii rakentamaan asuntokohteet A-energialuokkaan, joka laskee niiden operointikustannuksia omistusvaiheessa. Toivo keskittyy tavallisiin kerros-, rivi- ja paritalokohteisiin. Yhtiö ei rakenna monimutkaisia kohteita (esim. juna-asemien päälle tulevia kerrostalokokonaisuuksia tai jättihankkeita). Yhtiö pyrkii myös kokonaisvaltaisesti optimoimaan vuokralaiskokemusta asunnoissaan (mm. hinta, sijainti, toiminnallisuudet, tilaratkaisut, käytettävyys sekä asunnosta saatava yleiskuva ja –tunnelma). Yhtiö pyrkii jatkuvasti tasapainoilemaan yhtälössä, jossa sen tavoitteena on luoda mahdollisimman laadukkaita asuntoja kohtuullisella kustannuksella.



Strategian painopistealueet (Inderes)

- Vakaa kehitysmarginaali
- Kohteiden vakaa ja houkutteleva tuotto
- Kohteiden myytävyys
- Toivo-konseptin mukainen hankekehitys
- Jatkuvasti markkinan mukana elävä kehitystoiminta
- Kiinteistön loppukäyttäjän tarpeiden huomioinen
- Taseen aktiivinen kierrätys

Lähde: Inderes, Toivo

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/4

Yhteiskuntakiinteistöissä strategia nojaa pitkälti samoihin peruspilareihin kuin asunnoissa

Yhteiskuntakiinteistöt tulivat mukaan Toivon strategiaan uutena palikkana vuonna 2024 ja nyt mielestämme voi todeta, että laajentuminen tähän kiinteistöluokkaan alkaa näyttää hyvältä päätökseltä. Toivolla oli Q4'25 8 yhteiskuntakiinteistökohtetta rakenteilla. Kiinteistöluokan ylösajon onnistuessa tuo se nähdäksemme lisää suhdannekestävyyttä Toivon liiketoimintaan, koska sektorin markkina elää osin eri syklissä asuntosektorin kansa. Yhteiskuntakiinteistöissä Toivo tekee sopimuksia vain toimialan laatutoimijoiden kanssa. Yhtiön tavoitteena on tehdä vain kohteita, joissa on pitkiä yli 10-vuoden vuokrasopimuksia ja tyypillisesti sopimukset ovat arviomme mukaan 10-15 vuoden pituisia. Pitkä vuokrasopimus laadukkaan operaattorin kanssa on mielestämme keskeisessä roolissa vuokralaisriskin minimoinnissa. Yhtiö keskittyy vain rakennusteknisesti sen osaamiin kohteisiin, joita ovat esimerkiksi palveluasumistalot ja päiväkodit.

Toivon strategian ja toimintamallin keskeiset erottautumistekijät

Yhtiön toimintamalli eroaa kilpailijoista (esim. YIT ja SRV) nähdäksemme siinä, että Toivo on tehnyt asuntoja ajatuksella, että se omistaa ne ikuisesti. Perinteisesti asuntorakentajat tekevät asuntoja ajatuksella myydä ne suoraan eteenpäin. Tämä on tuonut nähdäksemme erilaista perspektiiviä Toivolle kehittämiseen ja rakentamiseen. Erityisesti pienemmissä kerrostalo- ja perheasuntohankkeissa näemme yhtiön kilpailukyvyyn erittäin hyvänä. Tällä sektorilla kilpailu on myös suurempia kerrostalohankkeita jossain määrin vähemmän kireää. Käsittelimme yhtiön kilpailukykyä perheasuntosektorilla tarkemmin yhtiökuvasosiossa.

Toivo on pitänyt organisaationsa kevyenä ja ketteränä, joka on mielestämme myös keskeinen kilpailuetu verrattuna sen

suurempiin kilpailijoihin. Osaltaan tämän on mahdollistanut nykyisessä kokoluokassa yhtiön avainhenkilöiden laaja kokemus sektorilta, jonka avulla he pystyvät kantamaan laajoja vastuita yhtiössä. Avainhenkilöt ovat nähdäksemme myös sitoutuneita yhtiöön mittavien osakeomistusten myötä.

Toivolle keskeinen kilpailuetu verrattuna osaan verrokeista on myös sen tiukka painotus kannattavuuteen. Monet suuret toimijat ovat tuntuneet halunneen kasvaa vain kasvamisen vuoksi. Tässä toki Toivolle keskeinen mahdollistava tekijä on yhtiön ketterä ja kevyt organisaatio, kun taas suuret kilpailija vaativatkin eri tavalla suurempaa skaalaa.

Ketteryyden ja kevyen organisaation säilyttäminen on mielestämme yhtiön strategian mahdollistamiseksi erittäin keskeistä. Tämä korostuu mielestämme erityisesti Toivon kohdalla, koska yhtiö pyrkii pitämään arvoketjustaan mahdollisimman suuren osan omissa käsissään. Jotta toimintamalli toimii yhtiön ajatuksen mukaisesti ("Toivo pystyy ottamaan arvoketjun eri osien katteet itselleen"), vaatii tämä yhtiöltä jatkuvaa huomion kiinnittämistä organisaation kehittämiseen. Erityisesti, kun yhtiö pyrkii kasvattamaan kokoaan ja mahdollisesti laajentumaan uusille liiketoimintalueille.

Voitonjaossa tavoitellaan kasvavaa osinkoa, mutta säilytetään joustavuus

Toivo tavoittelee kasvavaa osinkoa. Yhtiön tavoitteena on jakaa osinkoa 30-50 % tilikauden tuloksesta. Osingonjaossa Toivo huomioi kuitenkin yhtiön investointitarpeet ja taloudellisen aseman. Arviomme mukaan Toivo saattaa jakaa varoja omistajilleen riippuen investointimahdollisuuksista ja yhtiön arvostustasosta. Arvioimme toivon jakavan lähivuosina noin 47 % tuloksestaan osinkoina. Arvioimme yhtiön myös jatkavan omien osakkeiden ostoja, mikäli arvostustaso pysyy matalana.

Strategia tiivistettynä

Asunto ja yhteiskuntakiinteistöjen kehittäminen, rakentaminen, omistaminen/myyminen.

Liiketoiminnan volyymi:

Vuosittainen 20 % liikevaihdon kasvu. Tavoitteena tuottaa 50-100 % volyymistä muille ja 0-50 % itselle.

Myynnit:

Vuosittaisesta omasta tuotannosta pääosa myydään.

Asuntojen investointikriteeristö:

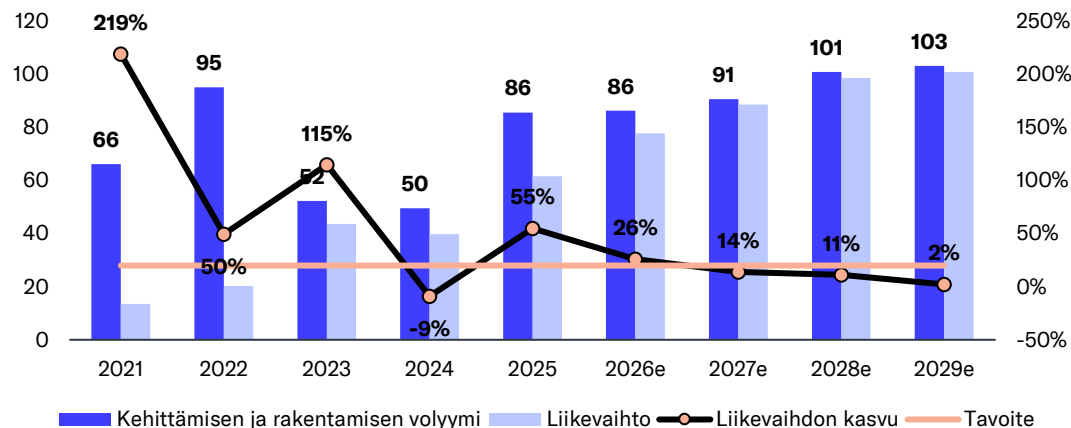
- Vain Pk-seutu, Turku ja Tampere
- Energialuokka A
- Tavallisia kerrostaloja ja aluerakennuskohteita
- Toivon konseptilla ja liiketoimintamallilla

Yhteiskuntakiinteistöjen kriteeristö:

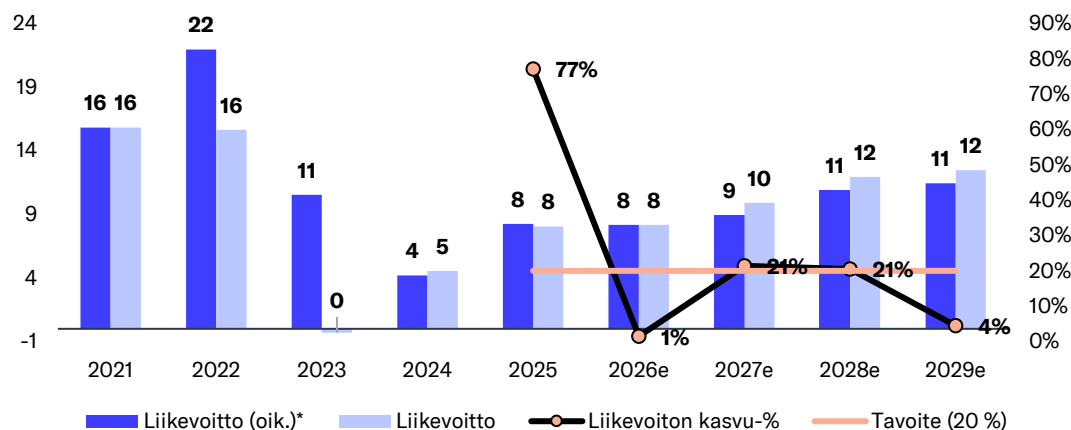
- Vain pitkiä yli 10-vuoden vuokrasopimuksia
- Toimialan parhaille vuokralaisille
- Toivon rakennusteknisesti osaamia kohteita
- Toivon konseptilla ja liiketoimintamallilla

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/4

Kehittämisen ja rakentamisen volyymi (MEUR)



Liikevoitto ja oikaistu liikevoitto (MEUR)



*Oikaistu tuottovaatimuksen muutoksesta johtuvista käypien arvojen muutoksista

Vahva 20 %:n vuosittainen liikevaihdon kasvutavoite

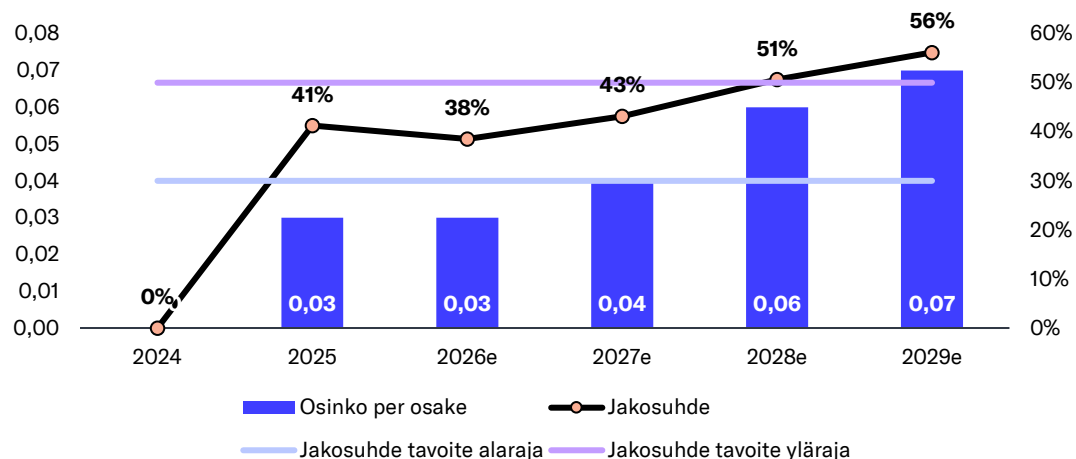
- Toivo tavoittelee liikevaihdon keskimääräistä 20 %:n vuosikasvua.
- Vuonna 2025 liikevaihto oli 62 MEUR, joka on vahva 55 %:n kasvuhyppäys edellisvuoden noin 40 MEUR:sta. Kehittämisessä ja rakentamisessa hyppäys oli tätä vielä selvästi suurempi viime vuonna. Historiassa ennen markkinatilanteen heikentymistä yhtiö ylsi jo vuonna 2022 noin 95 MEUR:n volyymiin.
- Vuonna 2026 ennustamme Toivon kasvavan 20 %. Tästä eteenpäin 20 %:n kasvun ylläpitäminen olisi mielestämme todella kova suoritus, sillä yhtiö etenee kuitenkin vahvasti kannattavuus edellä. Ennustamme yhtiön kasvavan keskimäärin noin 9 % vuosina 2027-29. Mikäli markkinatilanne lähtee paranemaan odotuksiamme vahvemmin, näemme yhtiöllä edellytykset tavoitteen saavuttamiseen.
- Aiemmin Toivo tavoitteli (vaihtui Q4'25) liikevaihdon ja sijoitusten 20 %:n vuosittaista kasvua. Tämä oli mielestämme erittäin kunnianhimoinen tavoite lähivuosina ja nykyinen liikevaihdon 20 %:n vuotuinen kasvu on mielestämme realistisempi tavoite.

Liikevoiton vuosittainen 20 %:n kasvu

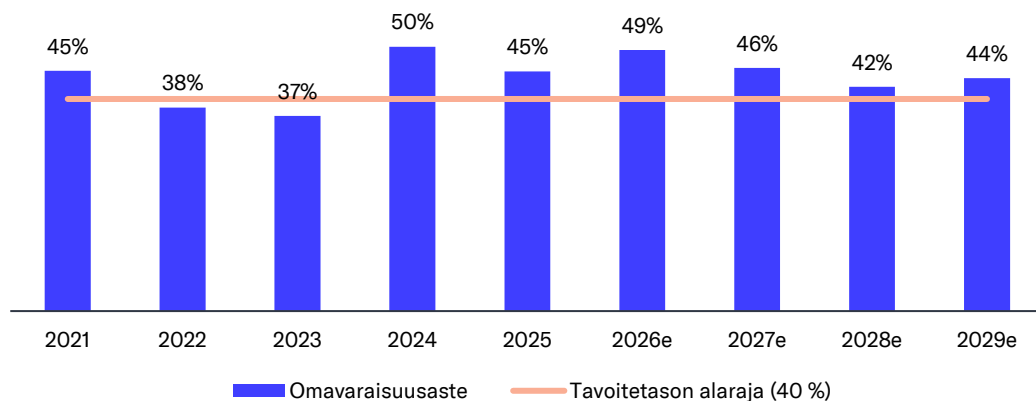
- Toivo tavoittelee keskimääräistä 20 %:n vuosikasvua liikevoitossa. Vuonna 2025 liikevoitto kasvoi lähes 80 %, kun se otti tasokorjauksen normaalimmalle tasolle. Vuonna 2026 ennustamme viime vuoden tasoista liikevoittoa. Vuosina 2027-28 näemme taas edellytykset 21 %:n kasvuun. Omistusasuntohankkeiden volyymikasvun ansiosta.
- Vuosina 2027-29 kasvu saa myös tukea jonkin verran käypien arvojen noususta.
- Yhtiön liikevoitto kärsi vuosina 2022-23 korkojen nousun aiheuttamista sijoituskiinteistöjen käypien arvojen laskuista, mutta nyt nämä ovat pitkälti takanapäin.
- Lähivuosina 20 %:n tavoite on mielestämme yhtiölle hyvä. Vuosikasvun ylläpitäminen tällä tasolla, erityisesti ilman käypien arvojen muutosta ja aiemmalla kannattavuusfokuksella, tekisi yhtiön arvostustasosta nopeasti hyvin houkuttelevan. Keskeisessä roolissa on omistusasuntohankkeiden kasvattaminen ja taseen kierrätyksessä onnistuminen ilman merkittäviä myyntitappioita.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 4/4

Osakekohtainen osinko ja jakosuhte



Omavaraisuusaste



Osingonjakotavoite tuli mukaan uudistetuissa taloudellisissa tavoitteissa

- Toivon tavoitteena on jakaa osinkoa 30-50 % tilikauden tuloksesta ja pyrkiä kasvattamaan jaettavaa osinkopottia vuosittain. Osingonmaksussa yhtiö huomioi kuitenkin yhtiön sijoitustarpeet ja taloudellisen aseman.
- Vuoden 2025 tuloksesta yhtiö jakaa 0,03 € osingon ja lisäksi yhtiö aloitti pienen omien osakkeiden osto-ohjelman, joka on kooltaan 0,5 MEUR (~0,9 % markkina-arvosta). Kokonaisuutena osakkeenomistajan tuotto-% nousee näin 4,0 %:iin.
- Näkyvyys Toivon lähivuosien tulokseen on parantunut selvästi yhtiön vahvistuneen hankekannan myötä. Arvioimme mukaan yhtiöllä onkin edellytykset alkaa maksaa merkittäviä osinkoja. Toisaalta on kuitenkin hyvä huomioida, että Toivon liiketoiminta on hyvin pääomaintensiivistä ja markkinatilanteen vahvistuessa yhtiölle avautuu todennäköisesti hyviä investointimahdollisuuksia. Tämän takia arvioimme osinkovirran olevan kohtuullisen maltillista lähivuosina. Ennustamme osinkotuoton olevan noin 3-7 % vuosina 2026-2029 ja kasvavan asteittain.
- Aiemmin Toivo tavoitteli osinkojen maksun sijaan osakekohtaisen NAV:n merkittävää vuosittaista kasvua

Omavaraisuusaste yli 40 %

- Toivon tavoitteena on pitää omavaraisuusaste yli 40 %:ssa.
- Vuosina 2022-23 taso kävi alle tavoitteen, mutta tämän jälkeen yhtiö on pysytellyt tavoitteen yläpuolella ja oli Q4'25 noin 45 %. Yhtiö myi noin 17 MEUR:n asuntoportfolion vuoden 2025 lopulla, mikä vahvisti jälleen tasetta.
- Toivo on kyennyt kierrättämään tasettaan vaikeassa markkinatilanteessa kohtuullisen pienillä myyntitappioilla, mikä on todiste yhtiön taseen likvidiudesta ja kuranttiudesta. Näin ollen nykyinen omavaraisuusastetaso on mielestämme yhtiölle hyvin riittävä.
- Yhtiön omavaraisuusaste on ennusteissamme keskimäärin noin 45 % vuosina 2026-29. Tavoitteessa on hyvä huomioida, että pääomalainat (17 MEUR, n. 24 % OPO:sta) vahvistavat omavaraisuusastetta. Yhtiö tavoittelee näiden takaisinmaksua asteittain vuosina 2026-28, mikä rajoittaa investointikapasiteettia lyhyellä aikavälillä.

Sijoitusprofiili

1

Asunto- ja yhteiskuntakiinteistöjen isoihin trendeihin hyvin asemoitunut kiinteistösalkku sekä hankeputki

2

Kehittämisen ja rakentamisen historiallinen kannattavuus erittäin hyvä

3

Noussut korkotaso, korkeat rakennuskustannukset ja heikko asuntojen hinta-/vuokrakehitys vaikea yhtälö sektorilla

4

Mahdollisuus voittaa markkinaosuuksia tehokkaalla toimintamallilla asuntorakennussektorin erittäin vaikean syklin kurittaessa kilpailijoita

5

Vahva riippuvuus avainhenkilöistä

Potentiaali

- Hankesalkku tukee keskipitkän aikavälin kasvunäkymiä
- Korkojen lasku tukee sijoittajakysynnän vahvistumisen ja kiinteistöjen arvonnousun kautta
- Rakennuttamisen vahvan kannattavuustason puolustaminen ja kuoriutuminen yhtenä vaikean markkinasyklin voittajina
- Skaalautuva kulurakenne
- Asuntojen hintojen ja vuokrien kehitys ollut poikkeuksellisen heikkoa, minkä myötä sektorin odotukset tulevasta on painettu alas

Riskit

- Projektiriskit rakentamisessa
- Yleistaloudelliseen suhdanteeseen ja kiinteistösijoitusmarkkinaan liittyvät riskit
- Herkkyys korkotason muutoksille
- Vahva riippuvuus avainhenkilöistä
- Projektiriskit rakentamisessa
- Suomen heikko taloustilanne

Ennusteet ja taulukot 1/8

Ennusteiden lähtökohdat

Keskeisimmät ennusteparametrimme Toivon rakennuttamisen mallinnuksessa koskevat vuotuisia oman taseen tuotannon investointivolyymejä sekä myyntejä, gryndituotannon volyymeja, urakointihankkeita (sijoittajahankkeet täällä) ja näihin liittyviä kehitysmarginaaleja. Muut keskeiset parametrit ovat vuokrasalkussa olevien vuokrakohteiden määrä (asunnot ja yhteiskuntakiinteistöt), sijoitusportfolion käyvän arvon muutokset sekä vuokratuottojen, kiinteistöjen hoitokulujen sekä yhtiön kiinteän kulurakenteen kehitys.

RAKENNUTTAMINEN

Jatkossa kassavirta seuraa tulosta tiheämmällä syklillä

Toivo on tehnyt muutoksen strategiassaan ja keskittyy nyt vahvasti yhtiön ulkopuolelle tehtäviin gryndi- ja projektinjohtourakointihankkeisiin. Aiemmin ja myös viime tilikaudella yhtiö teki paljon hankkeita vielä omaan taseeseen vuokrakohteiksi/myyntiin myöhemmin. Nyt yhtiö painottaa kuitenkin nopeaa taseen kierrätystä. Yhtiö voi jatkossakin tehdä kohteita pienemmissä määrin omaan taseeseen, joista se pyrkii irtautumaan niiden valmistuttua, mutta ennusteissamme nämä ovat nyt pienessä roolissa. Muutos selkeyttää Toivon avainnumeroiden seuraamista, sillä nyt realisoituva tulos vastaa melko hyvin kassavirtatulosta.

Projektinjohtourakointi ja gryndihankkeet ovat keskeinen kasvuajuri

Vuosi 2025 oli Toivon rakennuttamisliiketoiminnan comeback-vuosi. Liikevaihdossa projektinjohtourakointi nousi 41 MEUR:oon (2024: 25 MEUR) ja kohteiden myynnit 15 MEUR:oon (2024: 7 MEUR).

Ennustamme kohteiden myyntien liikevaihdon kasvavan 22 MEUR:oon tiedotettujen hankkeiden ajamana vuonna 2026, ja nousevan tästä asteittain vuonna 2029 29 MEUR:oon

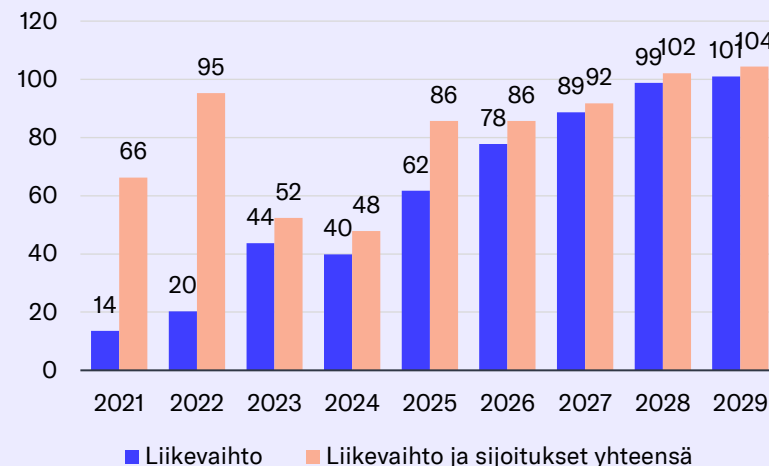
uudisasuntomarkkinan piristyessä. Näemme Toivon selkeimmän yllätyspotentiaalin tällä saralla, mikäli uudisasuntomarkkina piristyy odotuksiamme ripeämmin. Myyntikatteen arvioimme olevan noin 20 % vuonna 2026 ja nousevan asteittain 22 %:iin.

Aiemmin Toivo teki projektinjohtourakointia ARA-tuotantona osakkuusyrityksilleen, mutta vuonna 2023 urakointia alettiin tehdä myös yhtiön ulkopuolelle. Tähän liikevaihto-erään lasketaan myös sijoittajille tehtävät Forward-funding (FF) -hankkeet, jotka tuloutuvat liikevaihtona. Forward-funding hankkeissa sijoittaja rahoittaa hanketta jo rakennusvaiheessa edistymisen perusteella. Olemme huomioineet projektinjohtourakointi-erässä myös Forward-purchase (FP) hankkeet, joissa sijoittaja ostaa kohteen sen valmistuttua ennalta määrättyllä summalla. FP-hankkeet voivat tuloutua myös kohteiden myyntien erän kautta, mutta yhtäkaikki ne tuloutuvat liikevaihtona kohteen valmistuttua.

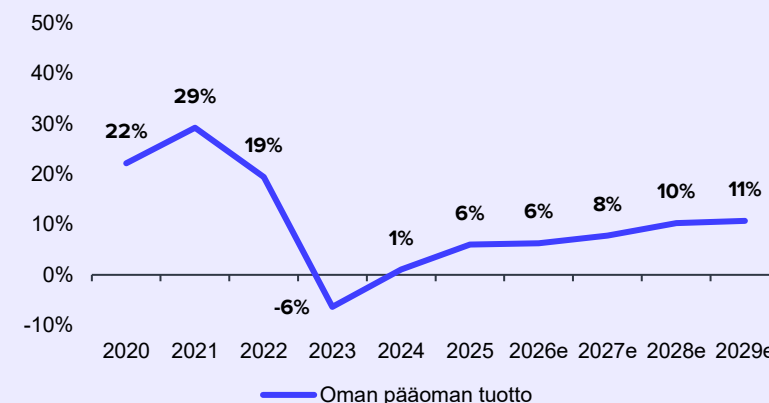
Vuonna 2026 arvioimme projektinjohtourakoinnin liikevaihdon olevan 50 MEUR (2024: 41 MEUR) ja kasvavan noin 67 MEUR:oon vuonna 2027. Toivon kilpailukyky on hyvä erityisesti perheasuntokohteissa ja odotamme lähivuosina näkevämme piristymistä tämän markkinan sijoittajakysynnässä. Kasvua ajavat myös yhteiskuntakiinteistöihankkeet, joissa Toivo on saanut viime vuosina hyvän jalansijan. ARA-tuotannon taas odotamme laskevan asteittain lähivuosina ARA-valtuuksien laskiessa.

Toivo ei raportoi näiden liikevaihtoerien katteita erikseen, minkä takia niiden kannattavuuden arviointi kokonaisuutena on mielekkäämpää. Vuonna 2024 Toivon myyntikate suhteessa muuhun liikevaihtoon (sis. rakennuttamispalvelut) oli 17,7 %, mikä on mielestämme jo hyvä taso. Arvioimme myyntikate-%:n olevan 14,5 % vuonna 2026 ja nousevan paremmassa markkinatilanteessa asteittain 16,3 %:iin vuonna 2029.

Kehittämisen & rakentamisen volyymi ja liikevaihto



Oman pääoman tuotto



Lähde: Inderes, Toivo

Ennusteet ja taulukot 2/8

Omaan taseeseen tehtävät kohteet jäävät ennusteissamme sivurooliin

Vuonna 2026 arvioimme investointien laskevan 8 MEUR:oon (2025: 24 MEUR) ja tästä eteenpäin olevan 2 MEUR vuodessa.

Arvioimme Toivon kehityskatteiden asettuvan omaan taseeseen tehtävissä hankkeissa lähivuosina 18 %:iin. Taso on hieman yli yhtiön historiallisen 15 %:n (käypien arvojen laskun jälkeen) tason, mutta ennustamme myös 3 % myyntitappioita taseesta myytävistä kiinteistöistä. Näin ollen ennusteemme on linjassa yhtiön historiaan. Ennusteissamme laskennalliset kehitysvoitot asettuvat tänä vuonna noin 1,2 MEUR:oon ja lähivuosina noin 0,3 MEUR:oon.

Nykytilanteessa emme näe kannattavuuteen vaikuttavista keskeisistä muuttujista (korkotaso ja tuottovaatimukset, vuokrien ja rakennuskustannusten kehitys) tulevan enää merkittävää painetta kannattavuuteen vaan ennemminkin päinvastoin.

Toivo teki vuoden 2022 keväänä kiinteistöportfoliostaan merkittävät noin 30 MEUR:n myynnit kansainvälisille instituutiosijoittajille, mikä mahdollisti jälleen investointien käynnistämisen. Asunnot myytiin arviomme mukaan noin vajaan 5 %:n tappiolla.

Arvioimme lähivuosina Toivon myyvän käytännössä tuottamansa kiinteistötuotannon yhtiön nykystrategian mukaisesti. Myynnit sijoituskiinteistöistä tasearvoin asettuvat ennusteissamme 22-29 MEUR:oon vuosina 2025-2027. Odotamme myyntien tapahtuvan kulujen jälkeen pienellä tappiolla (3 %) suhteessa tasoarvostuksiin. Näemme myynnit järkevänä, koska näin yhtiö saa kierrätettyä pääomiaan

tehokkaasti yhtiölle arvokkaaseen kiinteistökehitykseen ja rakennuttamiseen. Loput yhtiön myyntikohteet (gryndikohteet) tuloutuvat ennusteissamme liikevaihdon kautta.

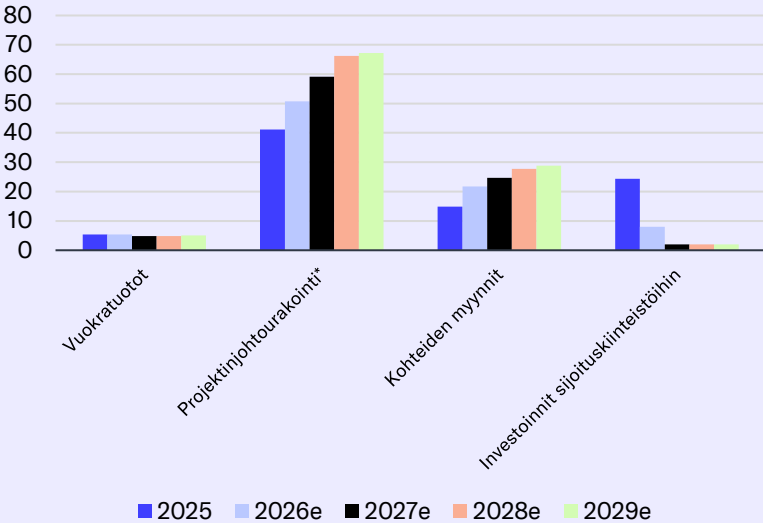
Selkein arvonaluontipotentiaali löytyy kehitys- ja rakennuttamisliiketoiminnasta

Kokonaisuutena ennustamme kehittämisen ja rakentamisen volyymin olevan viime vuoden tasolla 80 MEUR:ssa vuonna 2026 ja nousevan 87 MEUR:oon vuonna 2027 ja edelleen 97-99 MEUR:oon vuosina 2028-29.

Rakennuttamisen käyttökateen arvioimme asettuvan vuonna 2026 noin 8 MEUR:oon tai 9 %:iin liikevaihdosta (2025: 10 %). Laskelmassamme oletetaan, että kaikki omaan taseeseen tehdyt kohteet olisi myyty ulos, ja olemme huomioineet ennustamamme sijoituskiinteistöjen myyntitappiot. Vuosina 2027-29 arvioimme käyttökateen nousevan 9-11 MEUR:oon tai 10-11 %:iin. Toivoa verrattaessa verrokkeihin on hyvä huomata, että yhtiö ei käytännössä aktivoi mitään kuluja, jotka poistettaisiin poistojen kautta jolloin käyttökate vastaa liikevoittoa.

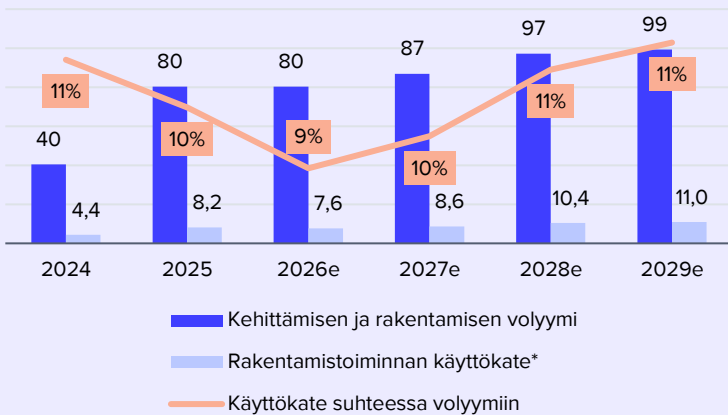
Peilattuna Toivon historialliseen kannattavuustasoon, paremmassa markkinatilanteessa ja omistusasuntojen osuuden kasvaessa näkisimme kannattavuustasoissa vielä nousupotentiaalia.

Liiketoiminnan volyymin kehitys erittäin (MEUR)



*Sis. Rakennuttamispalvelut ja Forward Funding ja – Purchase sijoittajahankkeet

Kehittämisen & rakennuttamisen volyymi ja kannattavuus*



*Kannattavuus Inderes arvio. Huom. tarkkoja lukuja ei pysty laskemaan yhtiön raportoinnin perusteella

Ennusteet ja taulukot 3/8

SIJOITUSKIINTEISTÖT JA TASE

Asuntoportfolion ja vuokratuottojen kehitys

Emme odota Toivon kasvattavan nykyistä sijoituskiinteistöportfoliotaan. Asuntojen määrä vuoden 2025 lopussa oli 612 kpl. Investointi- ja myyntiennusteillamme Toivon vuokratuottojen valmiiden asuntojen lukumäärä laskee 502 kappaleeseen vuonna 2029. Emme myöskään odota Toivon jäävän omistamaan yhteiskuntakiinteistöjä. Asuntojen lisäksi Toivolla on taseessa tontteja ja muutama liikekiinteistö.

Näin ollen ennustamme vuokratuottojen olevan tänä vuonna vuoden 2025 tasolla 5,4 MEUR:ssa, mutta laskevan sitten asteittain ja olevan 4,8-5,0 MEUR. Vuokrausasteen ennustamme pysyvän vuonna 2026 Q4'25:n tasolla 93-92 %:ssa ja nousevan vuonna 2029 96 %:iin pääkaupunkiseudun yltäjäntönnän sulaessa. Nettovuokratuottojen ennustamme näin ollen olevan 3,1 MEUR vuonna 2026 ja keskimäärin 2,7 MEUR vuosina 2027-29.

Käyvän arvon muutokset alkavat jälleen tukea tulosta

Toivon sijoituskiinteistöjen tuottovaatimuksen noususta johtuvat käyvän arvon muutokset ovat pitkälti takana, mutta kiinteistömyynneistä aiheutui arviomme mukaan noin -0,9 MEUR luovutustappio vuonna 2025.

Toivon ohjeistus odottaa käyvissä arvoissa neutraalia kehitystä vuonna 2026. Emme odota sijoituskiinteistöjen käyvissä arvoissa muutoksia, mutta ennustamme yhtiön myyvän kiinteistöjä noin 22 MEUR:lla, joista aiheutuu 3 %:n tai -0,7 MEUR:n myyntitappio.

Ammattimaisella asuntosektorilla tuottovaatimukset ovat nyt

asettuneet nykytasolle, ja arvioimme lähivuosina käyvän arvon muutosten ja luovutustappioiden olevan keskimäärin 0,7-1,0 MEUR, kun yhtiö kykenee jälleen korottamaan vuokriaan inflaation mukana.

Rahoitusasema on hyvässä kuosissa

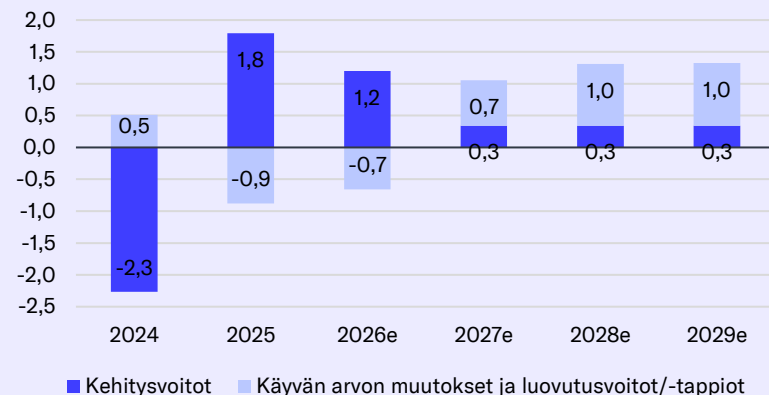
Edellä läpi käytyjen osien summana Toivon sijoituskiinteistöjen arvo laskee ennusteissamme 2029 lopussa noin 96 MEUR:oon (2025: 113 MEUR). Arvioimme vuosittaisen NAV-kasvun olevan keskimäärin 8,2 % vuosina 2026-29.

Luototusaste (LTV) pysyy lähes ennallaan ennusteissamme 2025-29 välillä 42 → 37-40 %. Omavaraisuusaste niin ikään pysyy melko stabiilina ja on keskimäärin 45 %, kuten myös vuonna 2025. Yhtiön tavoitetaso on yli 40 %.

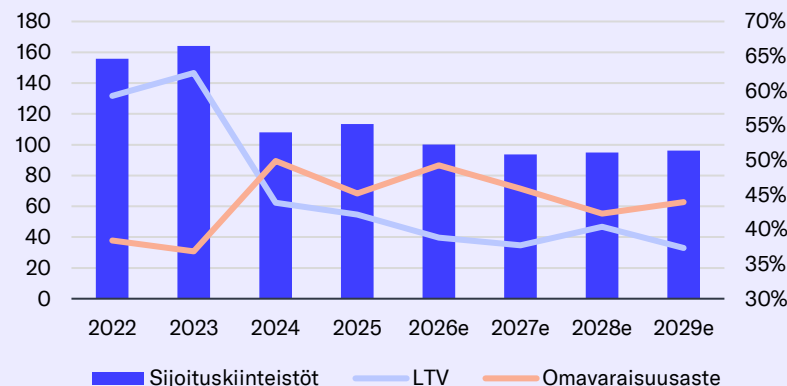
Arvioimme yhtiön maksavan pääomallainat takaisin niiden omistajille asteittain vuosina 2026-2028 noin 6 MEUR kerrallaan. Tämä on mielestämme hyvä asia, sillä se selkeyttää yhtiön pääomarakennetta ja nämä pitää kuitenkin maksaa takaisin jossain vaiheessa. Lainojen korkokulu-% nousee 4 %:iin vuonna 2026, jonka myötä ne eivät ole enää myöskään halpaa lainaa. Toisaalta tämä rajoittaa yhtiön investointikapasiteettia lyhyellä aikavälillä.

Suhteessa ennusteisiimme yhtiö voisi rahoitusasemansa puolesta nähdäksemme tavoitella jonkin verran aggressiivisempaa kasvua niin kuin Toivolla onkin tavoitteena.

Sijoituskiinteistöjen käypien arvojen muutokset (MEUR)



Sijoituskiinteistöt (MEUR), LTV-% ja Omavaraisuusaste



Ennusteet ja taulukot 4/8

KIINTEÄ KULURAKENNE

Kiinteän kulurakenteen ja rahoituskulujen kehitys

Ennustamme Toivon kiinteiden kulujen laskevan 5,9 MEUR:oon vuonna 2026 (2025: 6,2 MEUR), koska viime vuonna kuluja kasvatti päälistasiirron kulut. Tasoa kasvattaa kuitenkin kehitys- ja rakennuttamistoiminnan skaalaus isommaksi rekrytointien kautta. Suhteessa kehittämisen ja rakentamisen + vuokratuottojen volyymiin taso oli 7,3 % viime vuonna ja arvioimme sen laskevan vajaan 7 %:iin lähivuosina. Tässä tasossa on arviomme mukaan jonkin verran skaalautumispotentiaalia. On kuitenkin hyvä tiedostaa, että kiinteiden kulujen osuus riippuu myös hankkeille aktivoitavien kulujen tasosta, mikä on vaihdellut vuodesta toiseen.

Arvioimme vuokraportfolion hallinnoinnin olevan hyvin kustannustehokasta. Vertailun vuoksi, Kojamolla ja Satolla hallintokulut olivat vuonna 2025 noin 0,5-0,8 % kiinteistöportfoliosta. Toivolla taso pienentyneellä vuokraportfoliolla on arviomme mukaan noin 1,5 %, mitä selittää yhtiön pienempi koko ja keskittyminen kehittämiseen ja rakentamiseen.

Ennustamme Toivon rahoituskulu-%:n nousevan vuonna 2026 hieman 4,6 %:iin (24-25: 5,2 %-4,0 %) hankevolyymin kasvaessa. Arvioimme rahoituskulujen nousevan hieman reiluun 5,2-5,4 %:iin yhtiön maksaessa pois pääomalainoja sekä kehittämisen ja rakentamisen osuuden kasvaessa edelleen nykyisestä suhteesta kiinteistösijoituksiin.

YHTEENVETO

Ennusteiden yhteenveto ja ennustemuutokset

Kokonaisuudessaan odotamme Toivon liikevaihdon asettuvan

kuluvana vuonna 78 MEUR:oon (ohjeistus 65–85 MEUR) ja liikevoiton ohjeistushaarukan (6-11 MEUR) keskikohtaan 8,2 MEUR:oon ja noin viime vuoden tasolle. Nettotulos on ennusteissamme niin ikään liki viime vuoden tasolla 4,3 MEUR:ssa, mikä vastaa 7 %:n kokonaistuottoa NAV:lle.

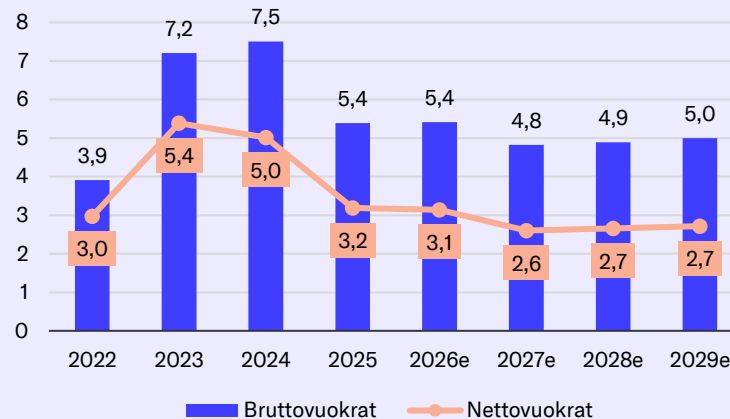
Vuosina 2027-2029 odotamme tulostason jatkavan noususuunnassa asteittain paranevassa markkinatilanteessa erityisesti omistusasuntokohteiden, yhteiskuntakiinteistöjen ja hiljalleen myös sijoittajille tehtävien vuokrakohteiden kasvun ajamana. Omistusasuntojen volyymin kasvu on yhtiön tärkein kannattavuusajuri ennusteissamme.

Näinä vuosina arvioimme liikevaihdon kasvun olevan keskimäärin 9 % vuodessa ja liikevoiton nousevan 10-12 MEUR:oon. Tuloskasvu valuu isommalla vivulla nettotulokseen, jonka ennustamme kasvavan 5,4-7,3 MEUR:oon. Oman pääoman tuoton ennustamme nousevan 10,7 %:iin vuonna 2029, kun pääomalainat on maksettu takaisin.

Osinkoennusteemme ovat melko maltilliset ja arvioimme Toivon jakavan vuosina 2026-2029 osinkoina noin keskimäärin 47 % EPS:stä. Pidämme myös omien osakkeiden ostoja hyvin mahdollisina, mikäli arvostus pysyy nykytasolla, kuten yhtiö onkin jo aloittanut ensimmäisen ohjelman.

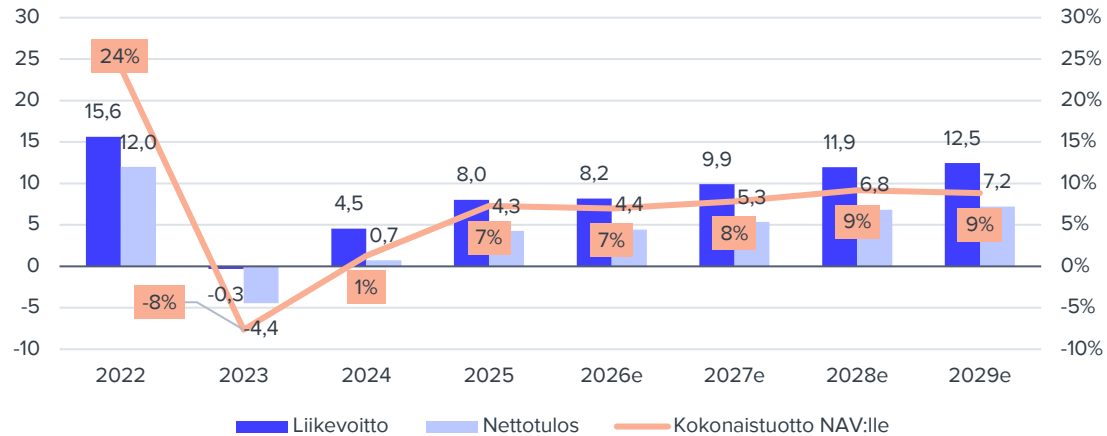
Teimme ennusteisiimme pieniä painopistemuuutoksia vuokratuotoista kehittämiseen ja rakentamiseen. Kokonaisuutena EPS-ennusteemme nousi 3 % ja NAV-ennusteemme 1 % lähivuosille.

Brutto- ja nettovuokratuotot (MEUR)

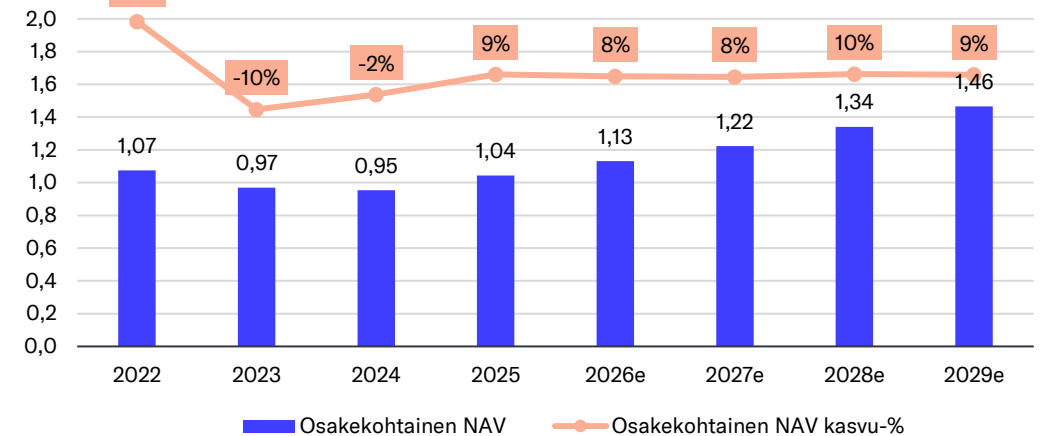


Ennusteet ja taulukot 5/8

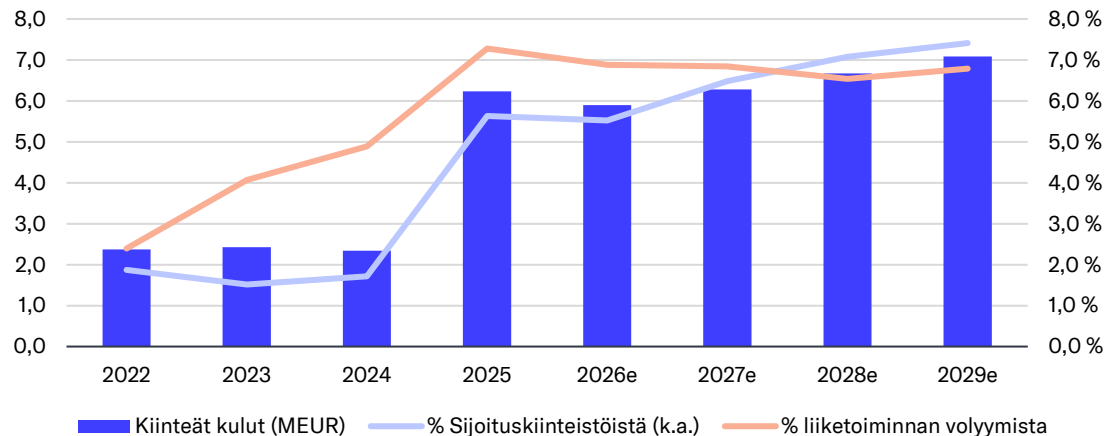
Kannattavuus ja kokonaistuotto NAV:lle



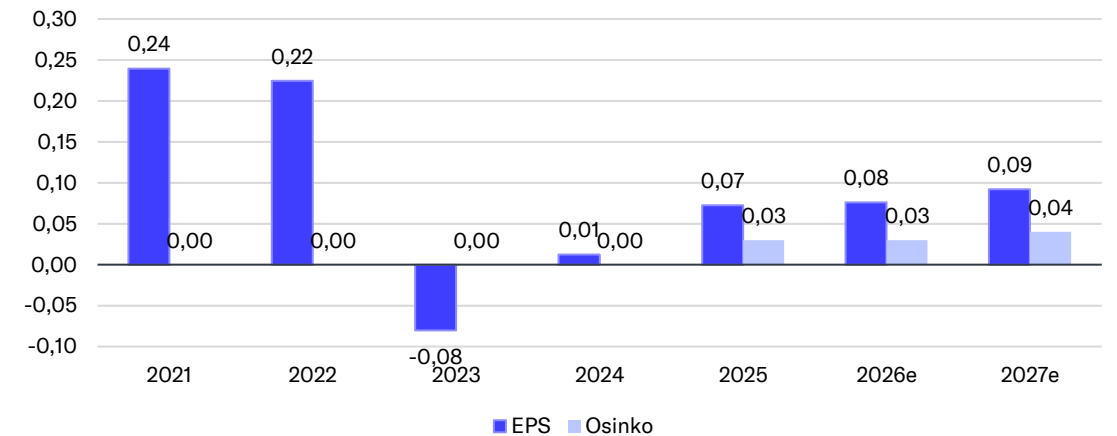
Osakekohtainen NAV ja sen kasvu-%



Kiinteän kulurakenteen kehitys



EPS ja osinko per osake



Ennusteet ja taulukot 6/8

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26e	Q2'26e	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihto	20,3	43,7	39,8	11,5	11,6	13,8	24,7	61,7	14,4	19,5	19,8	24,1	77,8	88,7	98,8	101
Sijoituskiinteistöjen käyppien arvojen muutokset	12,4	-7,1	-1,8	1,3	-0,8	0,4	0,8	1,8	0,3	0,3	-0,4	0,3	0,5	1,1	1,3	1,3
Liiketoiminnan muut tuotot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Materiaalit ja palvelut	-13,7	-32,6	-28,6	-9,2	-8,5	-10,9	-17,5	-46,1	-11,4	-15,5	-15,8	-19,2	-61,9	-71,2	-79,1	-80,4
Henkilöstökulut	-1,1	-1,2	-1,0	-0,6	0,0	-0,2	-3,2	-4,0	-1,1	-1,1	-1,0	-1,1	-4,1	-4,4	-4,7	-5,0
Poistot ja arvonalentumiset	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Liiketoiminnan muut kulut	-2,2	-3,0	-3,8	-1,0	-0,9	-1,5	-1,9	-5,2	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-4,1	-4,1	-4,2	-4,4
Liikevoitto	15,6	-0,3	4,5	2,0	1,5	1,6	3,0	8,0	1,2	2,2	1,7	3,1	8,2	9,9	11,9	12,5
Rahoitustuotot	0,4	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,2	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,5	0,0	0,0	0,0
Rahoituskulut	-1,2	-3,9	-4,3	-0,7	-0,5	-0,7	-0,8	-2,6	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	-3,0	-3,3	-3,5	-3,6
Tulos ennen veroja	14,8	-4,2	0,3	1,4	1,1	1,0	2,4	5,8	0,6	1,6	1,0	2,4	5,7	6,7	8,5	8,9
Tilikauden verot	-0,1	-1,3	-1,1	-0,2	0,0	-0,5	-0,3	-0,9	-0,1	-0,3	-0,3	-0,4	-1,0	-1,0	-1,3	-1,4
Laskennallisten verojen muutos	-2,6	1,1	1,5	-0,3	-0,3	-0,3	0,3	-0,6	-0,1	-0,1	0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,3
Katsauskauden tulos	12,1	-4,4	0,7	0,9	0,7	0,3	2,4	4,3	0,5	1,3	0,8	1,9	4,5	5,4	6,9	7,3
Vähemmistöt	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Katsauskauden tulos emoyhtiön omistajille	12,0	-4,4	0,7	0,9	0,7	0,3	2,4	4,3	0,5	1,3	0,8	1,9	4,4	5,3	6,8	7,2
EPS	0,22	-0,08	0,01	0,01	0,01	0,00	0,04	0,07	0,01	0,02	0,01	0,03	0,08	0,09	0,12	0,12

Ennustemuutokset	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos	2028e	2028e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	76,6	77,8	2 %	88,3	88,7	0 %	98,3	98,8	0 %
Nettovuokratuotot	3,3	3,1	-6 %	3,1	2,6	-15 %	3,1	2,7	-15 %
Liikevoitto (oik.)*	8,1	8,2	1 %	9,0	8,9	-1 %	11,0	10,9	-1 %
Käyvän arvon muutokset	1,2	0,5	-55 %	1,1	1,1	0 %	1,3	1,3	0 %
Liikevoitto	8,1	8,2	1 %	10,0	9,9	-1 %	12,0	11,9	-1 %
Osinko per osake	0,03	0,03	0 %	0,04	0,04	0 %	0,06	0,06	0 %
EPS (raportoitu)	0,07	0,08	3 %	0,09	0,09	3 %	0,11	0,12	3 %
NAV/osake	1,12	1,13	1 %	1,21	1,22	1 %	1,33	1,34	1 %

Ennusteet ja taulukot 7/8

Avainluvut

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihto	3,1	4,3	13,6	20,3	43,7	39,8	61,7	77,8	88,7	98,8	101,0
Kehittämisen ja rakentamisen volyymi			66,3	95,3	52,4	40,4	80,3	80,4	86,9	97,2	99,3
Käyvän arvon muutokset	2,9	5,6	13,3	12,4	-7,1	-1,8	1,8	0,5	1,1	1,3	1,3
Liikevoitto	4,2	7,2	15,8	15,6	-0,3	4,5	8,0	8,2	9,9	11,9	12,5
Liikevoitto ilman käypien arvojen muutoksia	-	7,2	15,8	22,0	10,5	4,2	8,3	8,2	8,9	10,9	11,4
EPS	0,07	0,11	0,24	0,22	-0,08	0,01	0,07	0,08	0,09	0,12	0,124
Osinko per osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,03	0,03	0,04	0,06	0,07

Tase	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Kiinteistöomaisuus	56	57	98	156	164	108	113	100	94	95	96
Nettovelat	35	24	40	92	103	47	48	39	35	38	36
LTV-%	63 %	42 %	41 %	59 %	63 %	44 %	42 %	39 %	38 %	40 %	37 %
Omavaraisuusaste	30 %	43 %	45 %	38 %	37 %	50 %	45 %	49 %	46 %	42 %	44 %
Oman pääoman tuotto-%	0,0 %	22,2 %	29,2 %	19,4 %	-6,4 %	1,0 %	6,0 %	6,3 %	7,8 %	10,3 %	10,7 %
Kokonaistuotto NAV:lle		47,0 %	43,6 %	23,9 %	-7,6 %	1,3 %	7,3 %	7,0 %	7,8 %	9,2 %	8,8 %

Nettovarallisuus	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Emoyhtiön omistajien oma pääoma	18	27	54	70	69	69	74	78	83	90	97
- Pääomalainat	-11	-16	-17	-17	-17	-17	-17	-11	-5	0	0
+ Laskennallinen verovelka	1	2	4	7	6	4	5	5	5	6	6
- Laskennalliset verosaamiset	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
= Pitkäaikainen nettovarallisuus (NAV)	8	13	41	59	57	56	61	66	71	78	85
Osakkeiden lkm katsauskauden lopussa	45,0	45,0	53,1	55,0	58,5	58,8	58,7	58,1	58,1	58,1	58,1
NAV/osake	0,17	0,30	0,78	1,07	0,97	0,95	1,04	1,13	1,22	1,34	1,46
NAV/ osake kasvu	-	75 %	159 %	39 %	-10 %	-2 %	9 %	8 %	8 %	10 %	9 %

Portfolio ja hankekehitys	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Kiinteistöportfolion arvo	56	57	98	156	164	108	113	100	94	95	96
Bruttovuokratuotot	1,7	3,2	2,7	3,9	7,2	7,5	5,4	5,4	4,8	4,9	5,0
Nettovuokratuotot	1,3	2,4	2,0	3,0	5,4	5,0	3,2	3,1	2,6	2,7	2,7
Investoinnit sijoituskiinteistöihin	14	18	34	47	20	7	24	8	2	2	2
Kehittämisen ja rakentamisen volyymi		35	66	95	52	50	86	86	91	101	103

Ennusteet ja taulukot 8/8

Tase

Vastaavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Pysyvät vastaavat	111	114	101	94	95
Liikearvo	0	0	0	0	0
Aineettomat hyödykkeet	0	0	0	0	0
Käyttöomaisuus	108	113	100	93	95
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	2	0	0	0	0
Muut sijoitukset	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	0	0	0	0	0
Laskennalliset verosaamiset	0	0	0	0	0
Vaihtuvat vastaavat	34	54	48	54	61
Vaihto-omaisuus	11	26	12	13	15
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0	0
Myyntisaamiset	12	15	19	22	25
Likvidit varat	12	13	17	19	21
Taseen loppusumma	144	169	149	149	156

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Oma pääoma	69	74	71	68	66
Osakepääoma	1	1	1	1	1
Kertyneet voittovarot	30	35	37	41	46
Oman pääoman ehtoiset lainat	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	38	38	32	26	19
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	61	69	56	56	63
Laskennalliset verovelat	4	5	5	5	6
Varaukset	0	0	0	1	2
Korolliset velat	56	63	51	50	54
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	1
Muut pitkäaikaiset velat	0	0	0	0	0
Lyhytaikaiset velat	14	26	22	24	27
Korolliset velat	3	6	5	5	5
Lyhytaikaiset korottomat velat	12	20	17	20	22
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0	0	0
Taseen loppusumma	144	169	149	149	156

Arvonmääritys 1/4

Yhteenveto arvostuksesta

Olemme tarkastelleet Toivon arvotusta osien summa -laskelman, verrokkien arvostuskertoimien sekä NAV:n ja arvioimamme hankesalkun kehityspotentiaalin kautta. Eri arvonnäytösten menetelmät antavat osakkeen arvoksi 0,84-1,38 euroa. Arvostusmenetelmien vaihteluväli on leveä ja se heijastelee osaltaan rakennuttamistoiminnan matalia verrokkiarvostuksia, rakennuttamisen potentiaalia sekä liiketoiminnassa käytettävää velkavipua.

Arvostus on mielestämme aiempaa houkuttelevampi, kun voimme nojata nyt myös toteutuneeseen tulostasoon (2025 PE 13,8x). Nykykurssi ei anna juuri lainkaan arvoa yhtiön hankekannan pidemmän aikavälin kehityspotentiaalille tai asuntomarkkinatilanteen piristymiselle. Toistamme lisää-suosituksemme ja 1,20 euron tavoitehintamme.

Osien summa –laskelma huomioi mielestämme parhaiten yhtiön liiketoimintojen selvästi toisistaan poikkeavat tuotto/riski-profiilit. Osien summa -laskelmamme indikoi Toivon osakkeen arvoksi noin 1,38 euroa osakkeelta. Osien summa tarjoaa nykykurssiin peilattuna selvää nousuvaraa, ja mielestämme osakkeen tuottopotentiaali on houkutteleva. Paranevassa syklissä yhtiön koneistossa on nykytasoon verrattuna ulosmitattavaa potentiaalia, joka nostaa lähivuosien tuotto-odotusta.

Näkemyksemme mukaan osakkeen selkeimmät positiiviset ajurit ovat hyvän hankevirrän jatkuminen ja jatkuvat näytöt kasvavasta tuloksentekokyvystä nykymarkkinassa. Arvioimme osakekurssin reagoivan positiivisesti kunhan yhtiö pystyy jälleen osoittamaan kykenevänsä hyvin kannattavuustasoihin nykyisellä hankekannalla. Vastaavasti keskeisimmät riskit liittyvät näkemyksemme mukaan rakennuttamisen lähivuosien

tulostasoon, yleiseen taloustilanteeseen ja asuntomarkkinan kehitykseen. Iranin sota on myös nostanut korkoja lyhyellä aikavälillä, mikä nostaa kiinteistömarkkinaan kohdistuvaa epävarmuutta. Se uhkaa myös kiihdyttää inflaatiota, joka olisi myrkyä rakennusmarkkinalle.

Hyväksyttävään arvostukseen vaikuttavia tekijöitä

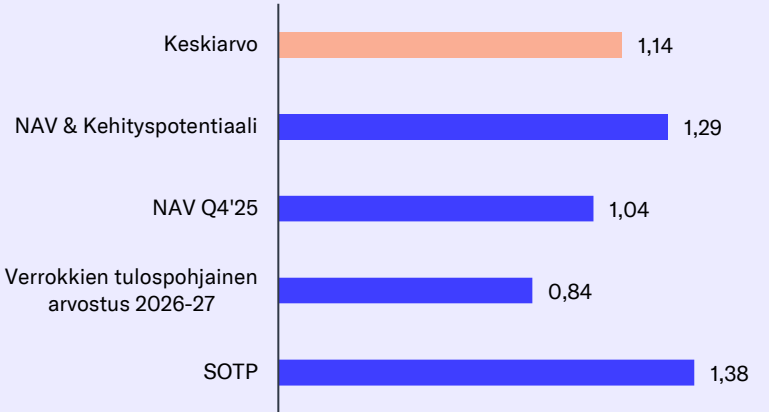
Toivon osakkeen arvostukseen positiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat näkemyksemme mukaan:

- Historialliset hyvät näytöt kannattavasta kasvusta
- Rakennuttamistoiminnan korkea historiallinen kannattavuus
- Moderni ja hyville sijainneille keskittynyt kiinteistösalkku sekä hankekanta
- Markkinaosuuksien voitto vaikeassa rakentamisen syklissä
- Kevyt, tehokas ja muuntautumiskykyinen organisaatio

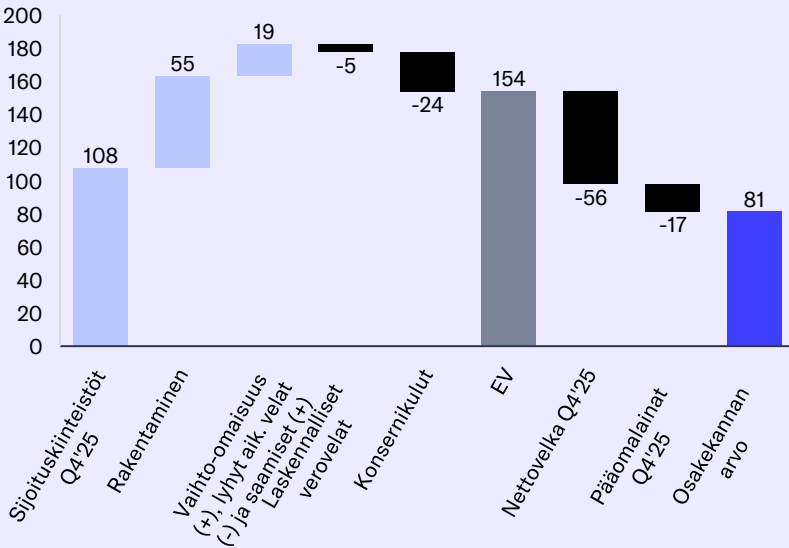
Arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat mielestämme puolestaan:

- Korkeamman riskiprofiilin kiinteistökehitystoiminta nostaa vaadittavaa tuottovaatimusta ja laskee hyväksyttäviä arvostuskertoimia
- Rakennuttamisen kannattavuus hyvin heikko markkinatilanteelle
- Suuriin rakennusliikkeisiin nähden pieni koko ja ohut hankekanta
- Korkea riippuvuus avainhenkilöistä
- Suomen heikko taloustilanne

Arvostuksen yhteenveto (EUR/osake)



Osien summa (MEUR)



Arvonmääritys 2/4

Osien summa -laskelma

Annamme Toivon arvonmäärityksessä painoa osien summa -laskelmalle. Vaikka laskelma on yhtiön tapauksessa tietyiltä osin keinotekoinen (mm. rakennuttamistoiminnan irrottaminen konsernista tuskin käytännössä mahdollista), havainnollistaa se mielestämme hyvin yhtiön arvon muodostumista ja tuo esiin liiketoimintojen erilaiset riskiprofiilit. Jaamme osien summa -laskelmassa Toivon arvon seuraaviin komponentteihin: 1) sijoituskiinteistöt, 2) rakennuttaminen, 3) vaihto-omaisuus ja korottomat lyhytaikaiset saamiset ja velat 4) konsernikulut, 5) nettovelat sekä 6) pääomalainat.

Olemme arvostaneet osien summa -laskelmassa Toivon sijoituskiinteistöt Q4'25:n mukaisesti 113 MEUR:oon, johon sovellamme 5 %:n alennusta. Alennus on mielestämme melko linjassa yhtiön toteutuneiden myyntihintojen kanssa.

Rakennuttamistoiminnan arvostamme osien summa -laskelmassa 55 MEUR:oon ja arvostus perustuu EV/EBITDA-kertoimeen 7x sekä rakennuttamistoiminnan ennustamaamme

vuosien 2025-2026 keskimääräiseen tulostasoon (7,9 MEUR). Huomautamme, että rakennuttamisen arvo on vahvasti riippuvainen rakennuttamisen kannattavuustasosta sekä yhtiön investointikyvystä. Arviomme on mielestämme aiempaa tukevammalla pohjalla, sillä se tukeutuu nyt vuoden 2025 toteutuneeseen tulokseen ja yhtiön hankevirta on jatkunut hyvällä tasolla.

Olemme hakeneet Toivon rakennuttamistoiminnan arvostukselle viitekehystä pohjoismaisista rakennusyhtiöistä, joita hinnoitellaan tällä hetkellä mediaanina Tikr:n seuraavan 12 kk:n konsensusennusteilla EV/EBIT-kertoimella 11-12x. Toivon arvostusta suhteessa verrokkiryhmään tukee näkemyksemme mukaan rakennuttamistoiminnan vahva historiallinen kannattavuus ja hyvä viime vuosi, mutta vastaavasti näemme yhtiön pienemmän koon ja selvästi ohuemman hankekannan painavan hyväksyttävää arvostusta. Koko verrokkiryhmämme mediaani 2026 EV/EBITDA on 9,0x, johon soveltamamme EV/EBITDA-kerroin 7x vastaa noin 22 % alennusta.

Lyhytaikaiset velat ja saamiset, sekä vaihto-omaisuus kuvaavat

Q4'25-lopun tilannetta. Vaihto-omaisuus koostuu rakenteilla olevista ja valmistuneista myytävistä kiinteistöistä. Mielestämme vaihto-omaisuuden huomiointi erillisenä on perusteltua, sillä erikseen laskemamme rakennuttamisen arvo kuvaa näkemäämme liiketoiminnan tuloksentekokykyä tästä eteenpäin, kun taas vaihto-omaisuus koostuu jo investoidusta pääomasta.

Olemme käsitelleet Toivon rakennuttamistoiminnalle kohdistamattomat kiinteät kulut laskelmassamme konsernikuluina (30 % kiinteistä kuluista). Arvioimme näiden kulujen olevan noin 1,9 MEUR vuodessa ja olemme diskontanneet tämän kulumassan 10 %:n WACC:lla ja 2,0 %:n kasvuoletuksella. Konsernikulujen nykyarvo on siten laskelmassamme noin -24 MEUR.

Toivon korolliset nettovelat olivat vuoden 2025 lopussa 56 MEUR ja näiden lisäksi yhtiöllä on pääomalainoja 17 MEUR:n edestä. Kun vähennämme nämä arvioimastamme 154 MEUR:n yrittärsarvosta (EV), muodostuu Toivon osakekannan arvoksi 81 MEUR eli 1,38 euroa osakkeelta.

Osien summa -laskelma

Sijoituskiinteistöt Q4'25	108
Rakentaminen	55
Vaihto-omaisuus (+), lyhyt aik. velat (-) ja saamiset (+)	19
Laskennalliset verovelat	-5
Konsernikulut	-24
EV	154
Nettovelka Q4'25	-56
Pääomalainat Q4'25	-17
Osakekannan arvo	81
Per osake	1,38
	38 %

Huomiot

Q4'25, 5 % alennus
Perustuu EV/EBITDA-kertoimeen 7x ja arvioituun rakennuttamisen 2025-2026 keskimääräiseen tulostasoon. Ei enää diskontattu, koska perustuu toteutuneeseen tulokseen.
Q4'25
Q4'25, netto
Nykyarvo 10 % tuottovaateella
Q4'25
Q4'25

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	1,00	1,00	1,00
Markkina-arvo	58	58	58
Nettovelat	48	39	35
Pääomalainat	17	11	5
EV	122	107	98
P/E	13	11	8,4
P/NAV	0,90	0,88	0,82
P/B	0,83	0,85	0,88
EV/EBITDA	13,7	10,4	8,5
EV/EBIT	13,9	10,5	8,5
Osinko/tulos (%)	38,5 %	43,2 %	50,6 %
Osinkotuotto-%	3,0 %	4,0 %	6,0 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 3/4

Verrokkien valossa arvostus on neutraali

Toivon tulospohjaista arvostusta on mielestämme perustelluinta verrata rakennusliikkeisiin yhtiön nykystrategian myötä. Rakennusliikkeisiin nähden Toivon suhteellinen tulospohjainen arvostus on mielestämme melko neutraali. Toivoa arvostetaan kuluvin vuoden tuloksella (2026e PE 13x ja EV/EBIT 14x) preemiolla/neutraalisti kohtuullista tulosta tekeviin yhtiöihin nähden. Ensi vuoden kertoimia katsottaessa (2026 PE 11x ja EV/EBIT 11x) Toivoa taas arvostetaan neutraalisti moniin verrokkeihin nähden. Verrokkien lähivuosien ennusteissa on varsin selviä tulosparannuksia sisällä, ja mielestämme markkinat arvostavat tällä hetkellä rakennusyhtiöiden kohdalla enemmän lyhyen aikavälin kassavirtoja. Toivon arvostustaso saakin mielestämme selvästi tukea hyvästä vuodesta 2025. Rakennussektorin verrokkeihin vertailtaessa on mielestämme syytä ottaa huomioon Toivon edelleen merkittävän kokoinen asuntoportfolio, jonka tuottovaatimus on selvästi rakennuttamistoimintaa matalampi ja tätä kautta hyväksytty arvostustaso selvästi korkeampi.

Suomalaisista kiinteistöyhtiöistä asuntosektorin verrokkien Kojamon (2025 P/B 0,60x) ja Asuntosalkun (0,67x) matalat tasepohjaiset arvostukset rajaavat mielestämme myös Toivon osakkeen nousuvaraa lyhyellä aikavälillä. Toivo arvostetaan, näihin verrattuna, mielestämme perustellusti, preemiolla tasepohjaisesti (P/NAV 0,96x) sen matalan tulospohjaisen arvostuksen ja paremman tuloskasvunäkymän ansiosta.

Hankesalkun kehityspotentiaali

Toivon arvostusta on mahdollista haarukoida myös arvioimalla hankesalkun kehityspotentiaalia karkean nykyarvolaskelman kautta.

Toivo on antanut sen hankesalkun Q4-lopun tilanteesta seuraavat tiedot:

- Hankesalkun arvioitu käypä arvo 291 MEUR
- Asuinhuoneistojen lukumäärä noin 1300 kpl
- Keskiarvostus noin 224 TEUR per asuinhuoneisto

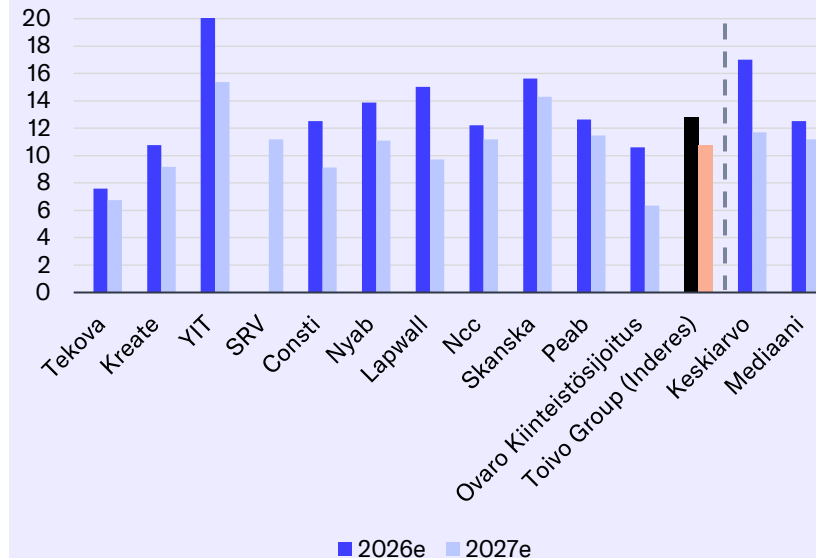
Hankesalkun kehityspotentiaalin teoreettinen nykyarvo 0,25 euroa per osake

Olemme pyrkineet hahmottelemaan Toivon hankesalkun kehityspotentiaalin arvoa sijoittajille karkean nykyarvolaskeman kautta (seuraavalla sivulla). Olemme arvioineet, että hankesalkun vielä tulouttamatta oleva, ja taseeseen heijastumaton osa (291 MEUR) rakennutetaan tasaisesti seuraavan seitsemän vuoden aikana. Näin ollen vuotuiset valmistumiset olisivat käyvin arvoin noin 42 MEUR, mikä on selvästi yhtiön tavoittelemaa 20 %:n liikevaihdon kasvua matalampi taso. Tämä kuvaa mielestämme yhtiön selkeää potentiaalia nykyhetkessä.

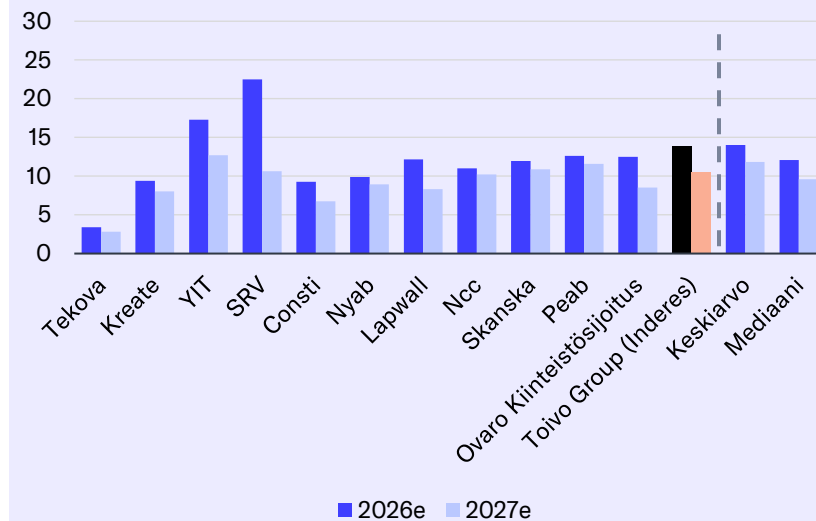
Olemme laskelmassamme olettaneet, että yhtiö kykenee rakennuttamaan nämä hankkeet 15 % kehitysmarginaalilla. Rakennuttamisen kiinteiden kustannusten olemme olettaneet olevan noin 1,4 MEUR vuosittain. Vastaavasti rahoituskustannusten olemme olettaneet olevan noin 1,0 MEUR vuosittain. Rahoituskulut perustuvat oletukseen lainojen 4,5 % keskikoroista ja siitä, että korollisen vieraan pääoman määrä on noin 55 % vuosittain valmistuvan tuotannon käyvästä arvosta.

Edellisiä oletuksia soveltamalla hankekannan kumulatiiviseksi vapaaksi kassavirraksi muodostuisi noin 20 MEUR. Kun sovellamme nykyarvolaskelmassa Toivolle soveltamaamme oman pääoman tuottovaatimusta (12,4 %), saamme hankekannan kehityspotentiaalin nykyarvoksi noin 15 MEUR eli noin 0,25 euroa osakkeelta.

Rakennussektorin verrokkit (P/E)



Rakennussektorin verrokkit (EV/EBIT)



Arvonmääritys 4/4

Kun sisällytämme Toivon hankesalkun kehityspotentiaalin nykyarvon Toivon ennustamaamme 2025 lopun NAV:iin (1,04 euroa/osake), saamme osakkeen teoreettiseksi arvoksi noin 1,29 euroa osakkeelta. Laskelman perusteella tulevia kehityshankkeiden onnistumisia ei ole juurikaan hinnoiteltu vielä osakkeeseen. Tämä on mielestämme osin luonnollista nykyisessä uudisasuntomarkkinan erittäin vaikeassa tilanteessa, mutta menetelmä kuvaa mielestämme selkeästi yhtiön potentiaalia nykytilanteessa.

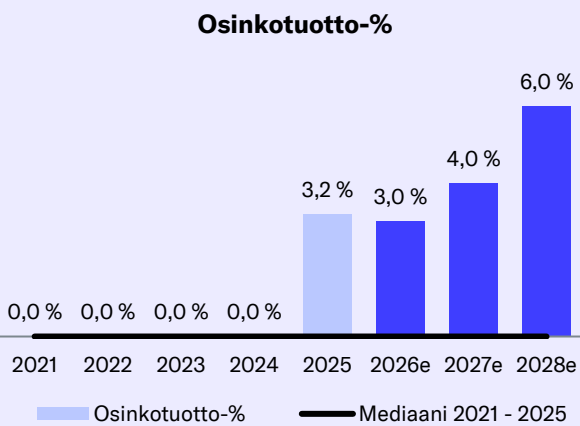
Huomautamme, että edellä esitetty nykyarvolaskelmamme rakentuu lukuisten olettamien varaan ja sen tarkoituksena on kuvata lähinnä tehtyjen oletusten kautta hankesalkun rakennusoikeuksien teoreettista arvoa Toivon osakkeenomistajille. Hankeputken tarkka mallintaminen on saatavissa olevilla tiedoilla mahdotonta, emmekä ole laskelmassa ottaneet kantaa esimerkiksi hankkeiden toteutumistodennäköisyyteen tai toteuttamistapaan. Huomionarvoista myös on, ettei laskelma käsittele Toivon rakennuttamistoimintaa jatkuvana liiketoimintana, sillä

laskelmassa rakennuttamisen arvo perustuu vain nykyisen hankesalkun kehityspotentiaaliin (ei huomioi kehitystoimintaa vuoden 7. jälkeen). Toivo tavoittelee 1 miljardin hankesalkkua pidemmällä aikavälillä, johon suhteessa (perustellusti nykyhetkessä) tämän hetkinen laskelmamme on hyvin konservatiivinen.

Arvostus NAV:n kautta tarkasteltuna

Toivon osakekohtainen nettovarallisuus (NAV) oli Q4'25 lopussa 1,04 euroa. Tämä taso tuo mielestämme osakkeelle hyvää tukea, erityisesti kun tuloksentekokyky on noussut jälleen hyvälle tasolle.

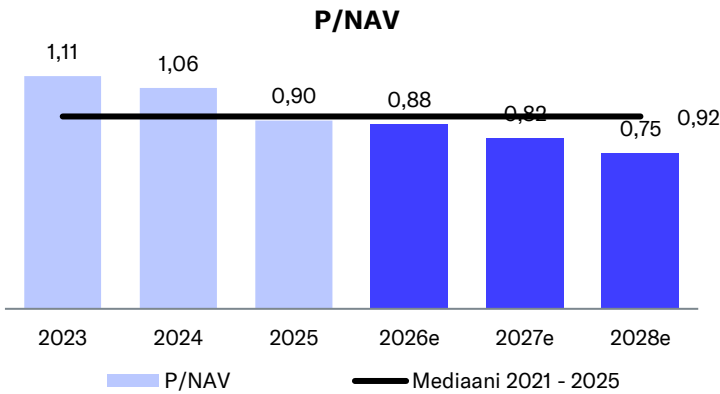
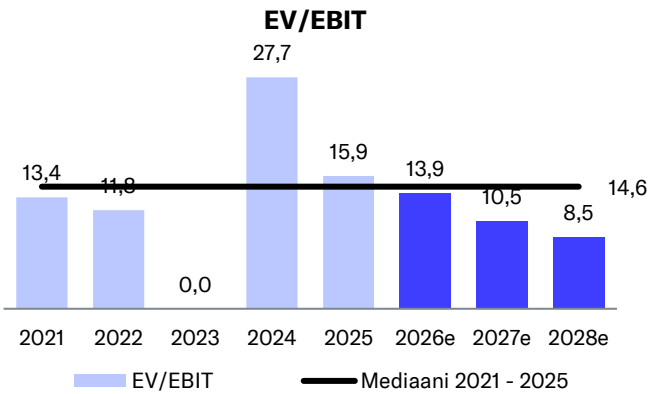
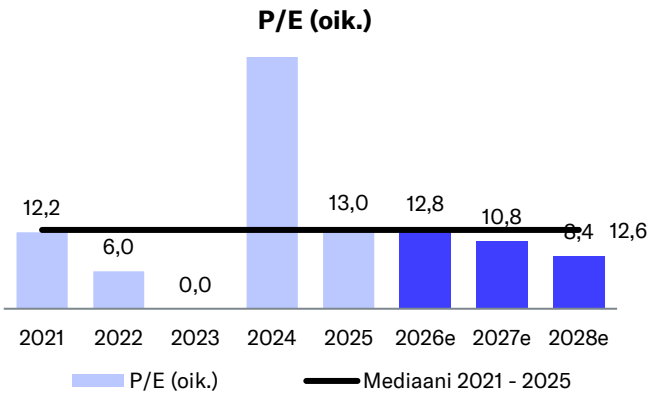
Rakennusoikeuksien teoreettinen nykyarvo	1	2	3	4	5	6	7	Kumulat.
Valmistumiset velattomin hinnoin (MEUR)	42	42	42	42	42	42	42	291
Investointikustannus (MEUR)	-36	-36	-36	-36	-36	-36	-36	-254
Kehitysvoitto (MEUR)	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	37
Kehitysmarginaali	14,6 %	15 %	15 %	15 %	15 %	15 %	15 %	
Kiinteät kulut (MEUR)	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-10
Korkokulut (MEUR)	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-7
Vapaa kassavirta (MEUR)	3	3	3	3	3	3	3	20
Nykyarvo	3	2	2	2	2	2	2	
Nykyarvo yhteensä	15							
Osakkeita	59,0							
Per osake	0,25							
						NAV & kehityspotentiaali		
						MEUR	EUR	
						NAV Q4'25	1,04	
						Kehityspotentiaali (NPV)	0,25	
						Yhteensä	1,29	



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Osakekurssi	2,92	1,30	1,08	1,01	0,94	1,00	1,00	1,00	1,00
Osakemäärä, milj. kpl	49,8	55,7	58,5	58,8	58,7	58,1	58,1	58,1	58,1
Markkina-arvo	155	76	63	59	55	58	58	58	58
Yritysarvo (EV)	211	185	183	126	128	113	104	102	95
P/E (oik.)	12,2	6,0	neg.	82,7	13,0	12,8	10,8	8,4	8,0
P/E	12,2	6,0	neg.	82,7	13,0	12,8	10,8	8,4	8,0
P/NAV	3,8	1,2	1,1	1,06	0,90	0,88	0,82	0,75	0,68
P/B	2,9	1,1	0,9	0,86	0,75	0,83	0,85	0,88	0,84
EV/EBITDA	13,2	11,8	neg.	27,1	15,7	13,7	10,4	8,5	7,5
EV/EBIT	13,4	11,8	neg.	27,7	15,9	13,9	10,5	8,5	7,6
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	41,2 %	38,5 %	43,2 %	50,6 %	56,2 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	3,2 %	3,0 %	4,0 %	6,0 %	7,0 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	P/E		EV/EBITDA		EV/EBIT		Osinkotuotto-%		P/B 2026e
			2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	
Tekova	54	31	7,6	6,8	3,3	2,8	3,4	2,8	7,2	8,0	2,4
Kreate	120	157	10,8	9,2	5,9	5,5	9,4	8,0	5,4	5,7	2,4
YIT	625	1417	53,8	15,4	13,1	10,4	17,3	12,7			0,9
SRV	88	191		11,2	13,7	8,1	22,5	10,6		2,9	0,8
Consti	93	88	12,5	9,1	6,5	5,2	9,3	6,8	6,4	6,6	2,0
Nyab	396	380	13,9	11,1	8,4	7,8	9,9	8,9	2,7	3,6	1,8
Lapwall	58	69	15,0	9,7	9,8	6,2	12,2	8,3	5,0	6,9	3,0
Ncc	1983	2205	12,2	11,2	7,0	6,7	11,0	10,2	4,9	5,3	2,3
Skanska	10277	9165	15,6	14,3	9,2	8,5	12,0	10,9	3,7	4,0	1,7
Peab	2794	3592	12,6	11,5	8,3	7,8	12,6	11,6	4,0	4,4	1,6
Investors House	26	38	32,7	24,9	28,2	22,9	28,2	22,9	2,9	3,6	1,4
Ovaro Kiinteistösijoitus	26	51	10,6	6,4	12,5	9,1	12,5	8,5	4,3	4,6	0,6
Toivo Group (Inderes)	58	113	12,8	10,8	13,7	10,4	13,9	10,5	3,0	4,0	0,8
Keskiarvo			17,0	11,7	11,4	10,2	14,0	11,8	4,7	5,1	1,6
Mediaani			12,5	11,2	9,0	7,8	12,1	9,6	4,6	4,6	1,7
Erotus-% vrt. mediaani			3 %	-3 %	52 %	33 %	15 %	9 %	-35 %	-14 %	-50 %

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

Arvostus	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Osakekurssi	2,10	2,10	2,92	1,30	1,08	1,01	0,94	1,00	1,00	1,00	1,00
Markkina-arvo	95	95	155	76	63	59	55	58	58	58	58
Nettovelat	35	24	40	92	103	47	48	39	35	38	36
Pääomallainat	11	16	17	17	17	17	17	11	5	0	0
EV	140	134	212	185	183	124	120	108	98	96	94
P/NAV	12,3	7,0	3,8	1,2	1,11	1,06	0,90	0,88	0,82	0,75	0,68
P/B	5,32	3,47	2,86	1,08	0,92	0,86	0,75	0,74	0,70	0,64	0,60
P/E	29,3	19,0	12,2	5,8	-13,5	82,5	13,0	13,1	10,9	8,5	8,1
EV/EBIT	33,6	18,7	13,4	11,8	-601	27,3	14,9	13,2	9,9	8,1	7,5

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

Osta Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva

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

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

Inderesin tutkimusta latineilla analytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin latineen analytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj: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 sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n mallisalkussa.

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

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
14/06/2021	Myy	2,20 €	2,55 €
09/08/2021	Myy	2,30 €	3,25 €
13/08/2021	Myy	2,30 €	3,07 €
11/11/2021	Vähennä	2,90 €	3,10 €
16/02/2022	Vähennä	2,50 €	2,85 €
21/02/2022	Vähennä	2,90 €	2,81 €
12/05/2022	Vähennä	2,60 €	2,49 €
11/08/2022	Vähennä	2,30 €	2,25 €
10/11/2022	Myy	1,50 €	1,88 €
28/11/2022	Vähennä	1,50 €	1,51 €
12/12/2022	Vähennä	1,50 €	1,41 €
01/03/2023	Vähennä	1,50 €	1,35 €
15/05/2023	Lisää	1,25 €	1,10 €
10/08/2023	Lisää	1,10 €	0,94 €
25/09/2023	Osta	1,10 €	0,83 €
Analyytikko vaihtuu			
09/11/2023	Lisää	1,10 €	0,88 €
03/01/2023	Vähennä	1,30 €	1,22 €
26/01/2024	Lisää	1,25 €	1,08 €
29/02/2024	Lisää	1,20 €	1,05 €
15/05/2024	Lisää	1,20 €	0,99 €
07/08/2024	Lisää	1,25 €	1,12 €
01/10/2024	Lisää	1,30 €	1,07 €
27/10/2024	Lisää	1,30 €	1,11 €
07/11/2024	Lisää	1,25 €	1,09 €
25/02/2025	Lisää	1,25 €	1,05 €
27/02/2025	Lisää	1,25 €	1,05 €
08/05/2025	Lisää	1,20 €	0,98 €
07/08/2025	Lisää	1,20 €	1,05 €
30/10/2025	Lisää	1,20 €	0,95 €
26/02/2026	Lisää	1,20 €	0,98 €
13/03/2026	Lisää	1,20 €	1,00 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderesin yhdistää sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyhtiötä, jotka haluavat palvella omistajiaan ja sijoittajayhteisöä tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Sijoittajayhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista osakesijoittamisesta kiinnostunutta jäsentä.

Inderesin yhteiskunnallisena tavoitteena on demokratisoida sijoittajatieta. Uskomme sijoittajien yhtäläisiin mahdollisuuksiin saada tietoa, jonka avulla säästää ja sijoittaa tulevaisuuteensa.

Pörssiyhtiöille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyhtiön sijoittajaviestinnän tarvitsemat ratkaisut. Päätuotteitamme ovat osakeanalyysi, IR-tapahtumat, IR-ohjelmistot ja yhtiökokoukset.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla yhteisön jäsenet voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi, verkostoitua muiden sijoittajien kanssa sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North -markkinapaikalle ja se toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

Vattugatan 17, 5tr
Stockholm
+46 8 411 43 80

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

inderes.se

**inde
res.**