

Kasvuhankkeet pitävät tuotto-odotuksen houkuttelevana

Toistamme Investors Housen (IH) lisää-suosituksemme ja tarkistamme tavoitehintamme 8,0 euroon (aik. 8,50 euroa) ennustemuutostemme myötä. Näkemyksemme mukaan yhtiön tiedossa olevat kasvuhankkeet tulevat kasvattamaan liikevaihtoa ja tulosta huomattavasti lähivuosina ja yhtiö tulee näiden myötä yltämään yli 11 %:n keskimääräiseen oman pääoman tuottoon vuosina 2018-2020. Mielestämme osakkeen tuotto-odotus on riskiprofiiliin nähden houkutteleva ja näemme arvostustasossa nousuvaraa.

Q4-raportti oli vahva ja ennusteitamme parempi

Investors Housen eilinen Q4-raportti oli vahva ja selvästi ennusteitamme parempi. Liikevaihto ja operatiivinen tulos yli kaksinkertaistuivat vertailukaudesta erityisesti Management-liiketoiminnan hyvän kehityksen ja kiinteiden kulujen skaalautumisen takia. Osinkoehdotus 0,21 euroa per osake ylitti myös ennusteemme. Myönteistä Q4-raportissa olivat erityisesti vuositason kiinteistöyhtiöksi vahva oman pääoman tuotto (15 %) sekä vahvistunut tase, sillä IH:n omavaraisuusaste nousi Oravan vaihtotarjouksen myötä 61 %:n erinomaiselle tasolle (Q4'16: 50 %) ja tämä arviomme mukaan mahdollistaa lisää kasvuinvestointeja kuluvaan vuonna ja lähivuosina.

Yhtiöllä on lukuisia kasvuhankkeita käynnissä ja suunnitteilla

IH:lla on käynnissä ja suunnitteilla lukuisia kasvuhankkeita mm. asuntojen hankekehitys Helsingissä ja asemakaavoitus Lappeenrannassa. Näiden lisäksi yhtiö omistaa noin 25 %:n osuuden Orava Asuntorahastosta, jossa on tällä hetkellä strategiaprosessi käynnissä. Management-liiketoiminnan puolella yhtiöllä on kehitteillä digitaalinen alusta sijoitusasuntojen kaupankäynnille ja vuokraamiselle. Edelleen yhtiö kertoi helmikuussa ostavansa enemmistön rahastoyhtiö Dividend Housesta ja IH:n tavoitteena on laajentaa sen rahastovalikoimaa vaihtoehtorahastoihin. Näillä tiedotetuilla hankkeilla IH:n on arviomme mukaan mahdollista moninkertaistaa sen nykyisen Management-liiketoiminnan liikevaihto muutamassa vuodessa ja kasvattaa karkeasti 50 % yhtiön kiinteistöportfolion nykyistä arvoa (Q4'17: 55 MEUR). Sijoittajien kannalta merkittävin hanke saattaa olla Dividend Housen puolelle kehitettävät vaihtoehtorahastot, sillä näemme tässä potentiaalia rakentaa merkittävää skaalautuvaa liiketoimintaa muutaman vuoden tähtäimellä. Rahastoliiketoiminnan kasvu voisi myös painottaa yhtiön liiketoimintaa matalariskisempään ja ennustettavampaan suuntaan, mikä tukisi osakkeen arvostusta.

Näemme arvostustasossa lyhyen tähtäimen nousuvaraa

Edellä mainittujen hankkeiden myötä IH:n liikevaihto ja tulos tulevat kasvamaan huomattavasti lähivuosina ja tähän kasvuun liittyvä riski on arviomme mukaan suhteellisen matala huomioiden IH:n aikaisemmat näytöt kiinteistöjen hankekehityksestä ja yhtiön vahvistunut tase. Ennusteidemme mukaisesti arviomme IH:n yltävän keskimäärin noin 11 %:n vuotuisen oman pääoman tuottoon vuosina 2019-2020 (2017: 15 %). Tällä tuottotasolla ja asettamallamme 11-12 %:n oman pääoman tuottovaatimuksella pidämme noin 10 % alennusta suhteessa 2018 ennustamaamme NAV:iin perusteltuna arvostustasona osakkeelle (arvostus eilisellä päätöskurssilla 17 % alle ennustamamme 2018 NAV:in). Mielestämme osakkeen tuotto-odotus on riskiprofiiliin nähden houkutteleva. Lähivuosien kasvava 3-4 %:n osinkotuotto tukee positiivista näkemystämme. Osakkeessa voi olla arvioimaamme enemmän lyhyen tähtäimen nousuvaraa mikäli yhtiö onnistuu edelleen kasvattamaan suhteellisen matalariskisen ja luonteeltaan jatkuvan Management-liiketoiminnan osuutta liikevaihdosta.

Analyytikko

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



Suositus

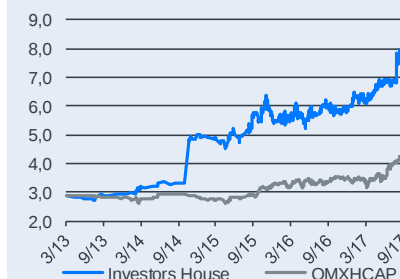
Lisää



Edellinen: Lisää

Tavoitehintaa 8,00 EUR

Edellinen: 8,50



Lähde: Bloomberg

Eiisen päätös 7,30 EUR

12 kk vaihteluväli 6,07-8,06 EUR

Potentiaali 9,6 %

Katso toimitusjohtajan videohaastattelu



Avainluvut

	Liikevaihto	Liikevoitto	Liikevoitto-	Tulos ennen	Tulos/	Osinko/	EV/	EV/	EV/	P/E	Osinko-
	MEUR	(EBIT)	marginaali	veroja (PTP)	osake	osake	Liikevaihto	EBITDA	EBIT	(x)	tuotto
		MEUR	%	MEUR	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)		%
2016	3,1	3,1	100,4 %	4,2	1,12	0,19	11,9	11,9	11,9	5,3	3,2 %
2017	6,4	6,0	92,7 %	5,6	1,20	0,21	10,4	11,2	11,2	6,2	2,8 %
2018e	10,1	7,8	77,7 %	7,0	0,94	0,22	8,2	10,5	10,5	7,8	3,0 %
2019e	13,4	9,3	69,1 %	7,8	1,04	0,26	7,4	10,7	10,7	7,0	3,6 %
2020e	16,4	9,9	60,8 %	8,0	1,07	0,32	6,8	11,2	11,2	6,8	4,4 %
Markkina-arvo, MEUR			44	OPO / osake 2018e, EUR			8,44	CAGR EPS, 2017-2020, %			-4 %
Nettovelka 2018e, MEUR			40	P/B 2018e			0,9	CAGR kasvu, 2017-2020, %			36 %
Yritysarvo (EV), MEUR			82	Nettovelkaisuusaste 2018e, %			78,8 %	ROE 2018e, %			11,6 %
Taseen koko 2018e, MEUR			96	Omavaraisuusaste 2018e, %			52,7 %	ROCE 2018e, %			9,6 %

Q4-raportti oli operatiivisesti vahva ja odotuksiamme parempi

Myönteistä erityisesti korkea oman pääoman tuotto ja vahvistunut tase

Investors Housen (IH) eilinen Q4-raportti oli operatiivisesti vahva ja selvästi ennusteamme parempi. Erityisen positiivista Q4-raportissa olivat mielestämme vuositason vahva 15 %:n oman pääoman tuotto sekä yhtiön vahvistunut tase, joka mahdollistaa huomattavia kasvuinvestointeja vuonna 2018 ja lähivuosina.

Q4-liikevaihto (bruttovuokratuotot ja management-tuotot) nousi noin 2 MEUR:oon (Q4'16: 0,94 MEUR) ja oli lähellä ennustamaamme. Nettotuotto 0,95 MEUR (Q4'16: 0,52 MEUR) ja kassavirrallista tulosta heijastava EPRA operatiivinen tulos 0,714 MEUR (Q4'16: 0,271 MEUR) olivat kuitenkin selvästi ennustamaamme korkeampia. Osakekohtainen EPRA tulos nousi 0,13 euroon, kun ennusteamme oli vain 0,08 euroa. Tähän vaikutti erityisesti yhtiön Management-liiketoiminnan ennusteamme korkeampi kannattavuus. Myös yhtiön kiinteät kulut (myynnin, markkinoinnin ja hallinnon kulut) olivat selvästi ennustamaamme matalampia ja laskivat vertailukaudesta liikevaihdon kaksinkertaistumisesta huolimatta. Yhtiön kulujen skaalautuvuus oli siis huomattavasti ennakoimaamme vahvempaa. Olimme itse ennustaneet kiinteiden kulujen nousevan viime vuoden Oravan vaihtotarjouksen takia.

Osinkoehdotus ennustamaamme korkeampi

Q4-raportoitu tulos 1,4 MEUR laski vertailukaudesta, mutta oli omaa 0,9 MEUR:n ennustettamme korkeampi. Lasku vertailukaudesta johtui siitä että vertailukaudesta tuloutui huomattava kertaluontoinen erä. Vuositason katsottuna IH:n raportoitu tulos parani noin 37 %. Hallituksen osinkoehdotus 0,21 euroa per osake (2016: 0,19 euroa) oli myös aavistuksen ennustamaamme korkeampi. Osinkotuotoksi muodostuu eilisellä päätöskurssilla noin 2,9 %.

Myönteistä Q4-raportissa olivat erityisesti vuositason mitattuna korkea oman pääoman tuotto 15 % sekä yhtiön vahvistunut tase. Omavaraisuusaste parani 61 %:n suhteellisen vahvalle tasolle Oravan vaihtotarjouksen myötä (Q4'16: 49,8 %). Myönteistä Q4-raportissa olivat myös huoneistomyyntit, jotka tapahtuivat yli tasearvon. Tämä mielestämme heijastelee yhtiön tasearvojen kurannttiutta.

Uusi ohjeistus vuoteen 2018

IH antoi uuden ohjeistuksen vuodelle 2018 ja arvioi, että on olemassa edellytykset vuoden 2018 operatiivisen tuloksen (EPRA) säilymiselle vähintään vuoden 2017 tasolla. Olimme odottaneet laveaa ohjeistusta, koska IH on kovassa kasvuvaiheessa ja tarkan numeerisen ohjeistuksen antaminen voisi siksi olla epätarkoituksenmukaista. Yhtiön on historiallisesti ollut konservatiivinen ohjeistaja.

Ennustetaulukko	Q4'16	Q4'17	Q4'17e	Q4'17e	Konsensus		Erotus (%)	2018e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. Inderes	Inderes
Liikevaihto	0,94	1,96	1,99				-2 %	10,1
Nettotuotto	0,52	0,95	0,82				17 %	4,5
Liikevoitto (raportoitu)	1,93	1,85	1,21				53 %	7,8
Oper. tulos (EPRA)	0,27	0,71	0,44				63 %	2,5
EPRA EPS	0,08	0,13	0,08				60 %	0,42
Osinko/osake	0,19	0,21	0,20				5 %	0,22
Liikevaihdon kasvu-%	48,8 %	107,9 %	111,3 %				-3,4 %-yks.	56,1 %
Liikevoitto-%	204,9 %	94,2 %	60,6 %				-3302,9 %	77,7 %

Lähde: Inderes

Ennustamme edelleen vahvaa kannattavaa kasvua lähivuodet

Ennusteet kuitenkin aikaisempaa varovaisempia

Olemme päivittäneet IH:n kuluvan vuoden ja lähivuosien ennusteemme. Kokonaisuutena ennusteet laskivat aikaisemmasta tasosta varovaisemmiksi, mutta ennustamme yhtiölle edelleen huomattavaa kannattavaa kasvua lähivuosina. Kasvuajurina toimivat yhtiön jo tiedossa olevat kasvuhankkeet eli asuntojen hankekehitys, Dividend House-yrityskauppa, Orava Asuntorahaston saneeraus, OVV:n kasvu ja vuonna 2018 avattava digitaalinen kauppapaikka sijoitusasunnoille.

Kiinteistöportfolio kasvaa lähivuosina

Vuosien 2018-2020 ennusteemme perustuvat oletukseen, jonka mukaan yhtiö pystyy investoimaan noin 15-20 MEUR bruttona vuosittain uusiin kasvuhankkeisiin ja saavuttamaan näistä noin 12 %:n kehityskatteen. Yhtiöllä on tällä hetkellä rakenteilla 21 asunnon kohde Helsingin Alppikylässä, mikä valmistuu kesään 2018 mennessä. Tämän lisäksi uusia asuntohankkeita on suunnitteilla Helsingissä Malmille sekä Viikkiin ja näiden lisäksi Lappeenrantaan. Näiden hankkeiden arvo IH:lle valmistuttua on karkean arviomme mukaan noin 26 MEUR eli ne ovat huomattavia suhteessa IH:n nykyiseen sijoituskiinteistöjen arvoon (Q4'17: 55 MEUR). Näiden hankkeiden tarkkaan valmistumisajankohtaan liittyy epävarmuutta, mutta niiden suunnitelmat ovat käsityksemme mukaan pitkällä ja odotamme niiden toteutuvan 2019-2020 aikana. Näiden suunniteltujen hankkeiden lisäksi odotamme IH:n toteuttavan myös muita kehityshankkeita ja pidämme myös valmiiden kiinteistöjen ostoja mahdollisena IH:lle kaupallisten kiinteistöjen osalta.

Managementin liikevaihto moninkertaistuu

Ennustamme IH:n Management-liiketoiminnan kasvavan voimakkaasti lähivuosina pääasiassa Dividend House-yrityskaupan ajamana. IH tiedotti aikaisemmin helmikuussa ostavansa enemmistön rahastoyhtiö Dividend Housesta (DH) enintään 1,8 MEUR:lla. Kauppa on IH:lle strateginen. Se luo alustan tulevaa kasvua varten sekä mahdollista tuotteiden ristiinmyynnin DH:n ja IH:n välillä. Lisäksi IH pystyy luomaan uusia kiinteistöpohjaisia sijoitustuotteita ja sen tarkoitus on laajentaa Dividend Housen rahastoalikoimaa vaihtoehtorahastoihin.

Kauppa edellyttää finanssivalvonnan hyväksyntää, minkä lisäksi Dividend House hakee AIFM-toimilupaa. Hyväksynnän ja luvan saaminen voi arviomme mukaan kestää yhteensä jopa yli puoli vuotta, joten emme odota vaihtoehtorahastoista vielä tulosvaikutusta vuonna 2018. Ennusteessamme Management-liiketoiminnan liikevaihto kasvaa DH:n liiketoimintojen myötä vuonna 2018 noin 64 % noin 2,3 MEUR:oon (2017: 1,4 MEUR) ja Managementin nettotuotto-% kasvaa 0,9 MEUR:oon (2017: 0,5 MEUR). Tämä jälkeen vuonna 2019 Managementin kasvu on ennusteessamme 40 % ja kannattavuus asettuu vuoden 2018 tasolle 40 %:iin. Kasvua ja kannattavuutta tukevat DH:n lisäksi myös H1'18 aikana avattava IH:n digitaalinen kauppapaikka sijoitusasunnoille sekä OVV-keijun ennustamamme kasvu.

Pidemmällä aikavälillä näemme vaihtoehtorahastoissa huomattavaa potentiaalia IH:lle. Yhtiö on historiansa aikana tietojemme mukaan kehittänyt 7 liiketila- ja asuntosijoitushanketta "avaimet käteen" -periaatteella alkaen

tontin hankinnasta, rahoituksen keräämisestä ja rakennuttamisesta päätyen täysin valmiiseen kiinteistöön ja sen vuokralaishallinnointiin asti. Rahastoliiketoiminta on yhtiölle skaalautuvaa ja sen tuottopotentiaali on huomattava. Rahastoliiketoiminnan kasvu voisi toteutuessaan myös muuttaa IH:n liiketoimintaa matalariskisempään ja ennustettavampaan suuntaan, mikä tukisi osakkeen arvostusta.

Odotamme Oravan arvostuksen korjaantuvan

IH kirjasi Orava Asuntorahaston omistuksensa tilinpäätöksessään käytännössä hankintahintaan eli noin 5,6 euroon per osake. Arviomme mukaan Oravassa on IH:lle selvää tuottopotentiaalia, sillä Oravan osakkeen käypä arvo on näkemyksemme mukaan tätä korkeampi ja odotamme Oravan arvostuksen korjaantuvan vuoden 2018 aikana saneerauksen myötä.

Ennustamme edelleen, että IH pystyy ajamaan 25,2 %:n omistuksensa kanssa muutoksia Orava Asuntorahastossa, joiden myötä Oravan operatiivinen tulos nousee vuositasolla noin 1,5 MEUR:lla vuodesta 2019 eteenpäin ja Oravan osakkeen taseperusteisesti matala arvostustaso tätä ennakoiden nousee tavoitehintaamme 6,0 euroon vuoden 2018 loppuun mennessä. 1,5 MEUR:n arviomme perustuu Oravan myyntiportfolion lakkauttamiseen, hallinnon kulujen alentamiseen sekä rahoituksen uudelleenjärjestelyyn. Tarkemmat perustelut 1,5 MEUR:n operatiivisen tuloksen kasvun taustalle on esitetty Oravan Asuntorahaston päivitysraporteissamme. Oravan osakkeen ennustamamme kurssinousu 6,0 euron tasolle tuo IH:lle noin yhden miljoonan euron kertaluontoisen tulon vuonna 2018. Tämä erä, sekä arvioimamme Oravan vuoden 2018 operatiivisen tuloksen 25,2 %:n osuus näkyy IH:n ennusteessamme "osuus osakkuusyhtiöistä"-rivillä.

2018 osakekohtainen NAV kasvaa 8,8 euroon

Edellisten oletusten pohjalta IH:n osakekohtainen nettovarallisuus (NAV) kasvaa vuoden 2018 loppuun mennessä noin 8,8 euroon (Q4'17: 7,92 euroa). Tämän jälkeen vuosina 2019-2020 IH:n oman pääoman tuotto asettuu ennusteessamme keskimäärin noin 11 prosenttiin (2017: 15 %). Tähän ennustamaamme tuottotasoon liittyvä riski on arviomme mukaan kokonaisuutena suhteellisen pieni, sillä tähän vaadittavat kasvuinvestoinnit ovat jo suurelta osin jo tiedossa ja IH pystyy arviomme mukaan vahventuneen taseensa turvin nämä myös rahoittamaan. Lisäksi tarvittavat toimenpiteet Oravan kannattavuuden kääntämiseksi ovat tiedossa ja saneeraus on jo aloitettu.

Vaihtoehtorahastojen potentiaali ei ole merkittävässä osin vielä ennusteissamme ja mikäli yhtiö onnistuu rakentamaan näistä itselleen merkittävää liiketoimintaa, on ennusteissamme nousupaineita ylöspäin.

Ennustemalli

	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Bruttovuokratuotto-% k.a	-	7,8 %	10,7 %	11,4 %	11,4 %	11,4 %
Nettovuokratuotto-% k.a	-	5,0 %	5,6 %	5,2 %	5,2 %	5,2 %
Management-liikevaihdon kasvu-%	-	383 %	162 %	64 %	40,0 %	20,0 %
Managementin liikevoitto-%	-	59 %	34 %	40 %	40 %	40 %
Kiinteiden kulujen kasvu	-	64,3 %	31,1 %	5,0 %	10,0 %	5,0 %
Rahoituskulut	-	1,9 %	1,9 %	2,4 %	3,0 %	3,0 %
Tukkuualennus	-	13 %	10 %	12 %	12 %	12 %
Investoinnit	-	20,9	32,6	20,0	20,0	15,0
Vero-%	-	-	-	20 %	20 %	20 %
Efekttiivinen vero-%	-	-	-	10 %	10 %	10 %
Bruttovuokratuotot	1,3	2,6	5,2	7,7	10,2	12,5
Management-liikevaihto	0,1	0,5	1,4	2,3	3,3	3,9
Liikevaihto yhteensä	1,4	3,1	6,4	10,1	13,4	16,4
Kiinteistöjen hoitokulut	-0,5	-0,9	-2,5	-4,2	-5,5	-6,8
Managementin välittömät kulut	0,0	-0,2	-0,9	-1,4	-2,0	-2,3
Nettotuotto	1,0	2,0	3,2	4,5	5,9	7,2
Käyvän arvon muutos	3,5	1,8	2,6	2,8	2,7	2,0
Kiinteät kulut	-0,4	-0,6	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0
Muut tuotot	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Osuus osakkuusyhtiöistä	-	1,4	1,1	1,4	1,6	1,7
Liikevoitto	4,3	4,5	6,0	7,8	9,3	9,9
Rahoituskulut	0,0	-0,3	-0,4	-0,8	-1,5	-1,9
Tulos ennen veroja	4,4	4,2	5,6	7,0	7,8	8,0
Verot	-0,9	-0,5	-0,5	-1,4	-1,6	-1,6
Muut erät	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	3,5	3,7	5,0	5,6	6,2	6,4
Operatiivinen tulos (EPRA)	0,7	1,0	1,9	2,5	3,1	3,9
Oikaistu oman pääoman tuotto-%	18 %	16 %	11 %	11 %	11 %	10 %
NAV per osake	5,9	7,0	7,9	8,8	9,7	10,6
EPS	1,79	1,12	1,20	0,94	1,04	1,07
Operatiivinen EPS (EPRA)	0,37	0,31	0,46	0,42	0,52	0,65
Osinko per osake	0,17	0,19	0,21	0,22	0,26	0,32
Osinkotuotto NAV:ille	2,9 %	2,7 %	2,8 %	2,5 %	2,7 %	3,1 %

Ennustemuutokset

Ennustemuutokset	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos	2020e	2020e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	10,1	10,1	0 %	13,3	13,4	1 %	15,7	16,4	4 %
Käyttökate	12,6	7,8	-38 %	11,2	9,3	-17 %	10,9	9,9	-9 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	12,6	7,8	-38 %	11,2	9,3	-17 %	10,9	9,9	-9 %
Liikevoitto	12,6	7,8	-38 %	11,2	9,3	-17 %	10,9	9,9	-9 %
Tulos ennen veroja	11,7	7,0	-40 %	9,6	7,8	-19 %	8,9	8,0	-10 %
EPS (ilman kertaeriä)	1,56	0,94	-40 %	1,48	1,04	-29 %	1,19	1,07	-10 %
Osakekohtainen osinko	0,26	0,22	-15 %	0,35	0,26	-26 %	0,42	0,32	-24 %

Lähde: Inderes

Näemme arvostustasossa nousuvaraa

Pidämme noin 10 %:n NAV-alennusta perusteltuna

Huomioiden Investors Housen kokonaisriskiprofiili ja arvioimamme tuottovaatimus, pidämme noin 10 %:n NAV-alennusta vuoden 2018 lopun ennustamaamme NAV:iin (8,8 euroa) tällä hetkellä perusteltuna arvostustasona osakkeelle. Perustamme 8,0 euron tavoitehintamme tähän näkemykseen. Näkemyksemme perustuu osakkeen vuosien 2019-2020 noin 11 %:n keskimääräiseen vuotuisen odotettuun kokonaistuottoon ja noin 11-12 %:n oman pääoman tuottovaatimukseen.

Management-liiketoiminnan kasvu tukisi arvostusta

Osakkeessa voi olla arvioimaamme enemmän lyhyen tähtäimen nousuvaraa mikäli yhtiö onnistuu merkittävästi kasvattamaan suhteellisen matalariskisen ja luonteeltaan jatkuvan Management-palveluliiketoiminnan osuutta liikevaihdosta. Toteutuessaan tämä painottaisi yhtiön liiketoimintaa ja koko sijoitusprofiilia ennustettavampaan ja matalariskisempään suuntaan ja osakkeelle voitaisiin tällöin mielestämme hyväksyä korkeammat arvostuskertoimet. Kiinteistöyhtiönä IH:ta arvioidaan markkinoilla perustuen sen NAV:iin, mutta rahastoyhtiönä tai palveluyhtiönä sen arvostustapa voisi kääntyä tulospohjaisiin kertoiimiin kuten P/E-lukuun.

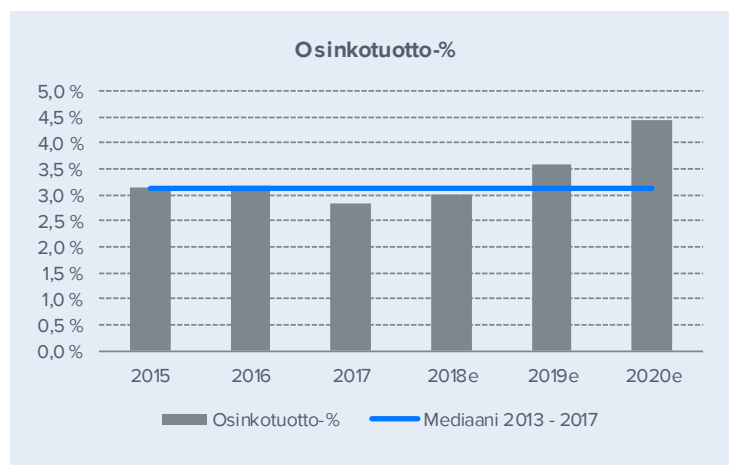
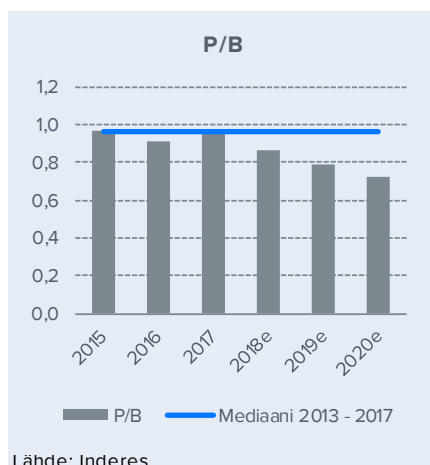
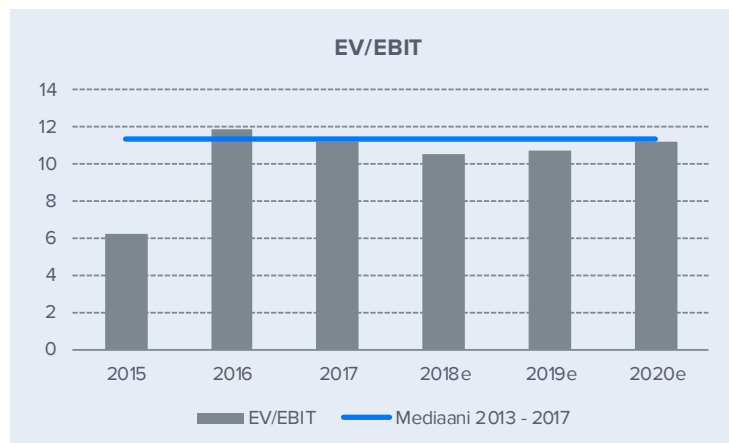
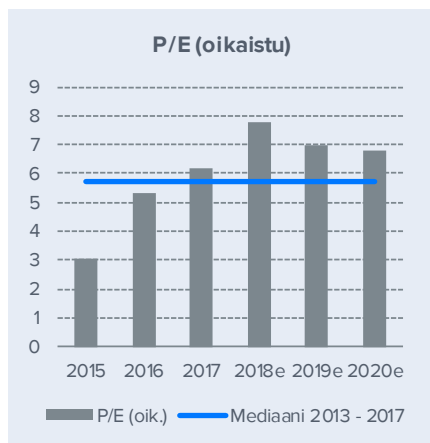
Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		MEUR	MEUR	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e
Orava Asuntotahasto	4,96	48	150		15,3		15,3	11,0	10,6	26,1	7,5	1,8	7,9	0,5
Home Invest	84,20	266	473							25,5	23,7	5,5	5,7	1,1
Empiric Student	83,60	565	873	5,6	4,7	5,7	4,8	3,0	2,6	19,9	16,4	5,8	5,8	
Aedifica	75,20	1352	2063		26,1	28,5	26,0	23,7	21,8	22,4	19,6	3,2	3,8	1,4
Gecina	141,00	10626	19007	31,8	30,0	31,5	29,9	25,7	24,0	24,3	22,1	3,8	4,0	0,9
Grivalia Properties	9,17	929	1013	11,5	10,7	17,0	15,6	13,7	12,8	20,7	18,7	3,7	4,0	
Fonciere	86,35	6464	19091	20,7	21,2	25,4	24,4	21,5	20,7	16,5	15,8	5,4	5,5	1,0
Hambornet REIT	9,13	728	1239	40,8	39,6	20,9	20,5	16,7	16,3	39,7	36,5	4,9	5,3	1,3
Insight	NULL	1023	1190	6,6	5,5	5,6	4,6	0,2	0,2					
Investors House (Inderes)	7,30	44	82	10,5	10,7	10,5	10,7	8,2	7,4	7,8	7,0	2,9	3,6	0,9
Keskiarvo				19,5	19,1	19,2	17,6	14,4	13,6	24,4	20,0	4,3	5,3	1,0
Mediaani				16,1	18,3	20,9	18,1	15,2	14,5	23,4	19,2	4,4	5,4	1,0
Erotus-% vrt. mediaani				-35 %	-41 %	-50 %	-41 %	-46 %	-49 %	-67 %	-64 %	-35 %	-34 %	-17 %

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

Arvostus

Arvostustaso	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi	5,43	5,97	7,40	7,30	7,30	7,30
Markkina-arvo	17	20	44	44	44	44
Yritysarvo (EV)	27	37	67	82	99	111
P/E (oik.)	3,0	5,3	6,2	7,8	7,0	6,8
P/E	3,0	5,3	6,2	7,8	7,0	6,8
P/Kassavirta	-1,0	-2,2	3,5	-3,2	-3,0	-5,1
P/B	1,0	0,9	1,0	0,9	0,8	0,7
P/S	12,0	6,3	6,9	4,3	3,3	2,7
EV/Liikevaihto	18,6	11,9	10,4	8,2	7,4	6,8
EV/EBITDA	6,2	11,9	11,2	10,5	10,7	11,2
EV/EBIT	6,2	11,9	11,2	10,5	10,7	11,2
Osinko/tulos (%)	15,6 %	17,0 %	24,9 %	23,5 %	25,1 %	30,1 %
Osinkotuotto-%	3,1 %	3,2 %	2,8 %	3,0 %	3,6 %	4,4 %

Lähde: Inderes



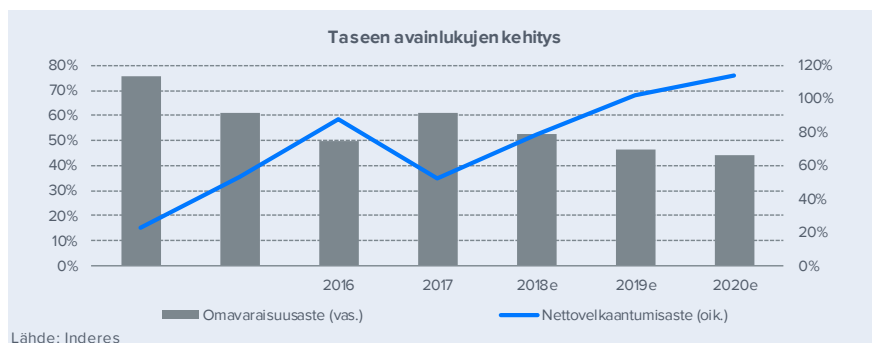
Lähde: Inderes

Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2016	2017	2018e	2019e
Pysyvät vastaavat	39,4	70,0	92,6	115,3
Liikearvo	1,4	1,4	1,4	1,4
Aineettomat oikeudet	0,0	0,0	0,0	0,0
Kiinteistöjen käypä arvo	35,7	54,8	77,6	100,3
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	1,8	13,6	13,6	13,6
Muut sijoitukset	0,5	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,2	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	4,2	5,7	3,2	4,2
Varastot	2,8	3,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	0,8	1,2	2,7	3,5
Likvidit varat	0,5	1,5	0,5	0,7
Taseen loppusumma	43,6	75,7	95,7	119,5

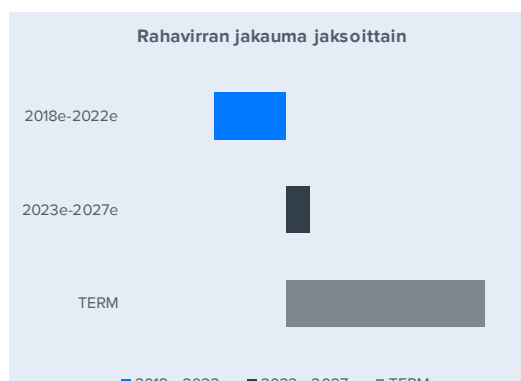
Vastattavaa (MEUR)	2016	2017	2018e	2019e
Oma pääoma	21,7	46,1	50,5	55,5
Osakepääoma	2,6	2,6	2,6	2,6
Kertyneet voittovarot	0,0	0,0	4,4	9,4
Omat osakkeet	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	19,1	43,6	43,6	43,6
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	19,7	22,9	40,3	57,3
Laskennalliset verovelat	1,5	1,5	2,1	2,6
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	18,3	21,4	38,3	54,7
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	2,2	6,6	4,9	6,7
Lainat rahoituslaitoksilta	1,3	4,3	2,0	2,9
Lyhytaikaiset korottomat velat	0,9	2,3	2,9	3,8
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	43,6	75,7	95,7	119,5



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
Liikevoitto	6,0	7,8	9,3	9,9	9,9	10,1	10,5	10,8	11,2	13,1	13,5	
+ Kokonaispoistot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Maksetut verot	-0,7	-0,6	-1,0	-1,2	-1,3	-1,5	-1,5	-1,6	-1,6	-1,9	-2,0	
- verot rahoituskuluista	0,0	-0,2	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	0,8	2,2	0,1	0,1	0,1	-0,1	0,5	0,5	0,4	0,1	0,0	
- Käyvän arvon muutokset	0,0	0,0	0,0	-2,8	-2,7	-2,0	-1,1	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	
Operatiivinen kassavirta	6,1	9,2	8,0	5,6	5,5	6,1	7,8	8,7	8,9	10,3	10,5	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-18,6	-22,8	-22,7	-14,2	-8,4	-3,5	-4,4	-5,0	-5,0	-10,6	-0,3	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-12,5	-13,6	-14,7	-8,6	-2,9	2,6	3,4	3,7	3,9	-0,3	10,2	
+/- Muut	25,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	12,6	-13,6	-14,7	-8,6	-2,9	2,6	3,4	3,7	3,9	-0,3	10,2	195,3
Diskontattu vapaa kassavirta	-12,8	-12,8	-7,0	-2,2	1,8	2,2	2,2	2,1	-0,1	4,9	92,8	
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	71,1	83,9	96,7	103,7	105,8	104,0	101,9	99,6	97,5	97,6	92,8	
Velaton arvo DCF	71,1											
- Korolliset velat		-25,7										
+ Rahavarat		1,5										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautuksen oikaisu		0,0										
Oman pääoman arvo DCF	48,2											
Oman pääoman arvo DCF per osake	8,06											

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	40,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,00
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	2,70 %
Riskiton korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	10,5 %



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2016	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	3,1	6,4	10,1	13,4
EBITDA	3,1	6,0	7,8	9,3
EBITDA-marginaali (%)	100,4	92,7	77,7	69,1
EBIT	3,1	6,0	7,8	9,3
Voitto ennen veroja	4,2	5,6	7,0	7,8
Nettovoitto	3,7	5,0	5,6	6,2
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2016	2017	2018e	2019e
Taseen loppusumma	43,6	75,7	95,7	119,5
Oma pääoma	21,7	46,1	50,5	55,4
Liikearvo	1,4	1,4	1,4	1,4
Korolliset velat	19,5	25,7	40,3	57,6

Kassavirta	2016	2017	2018e	2019e
EBITDA	3,1	6,0	7,8	9,3
Nettokäyttöpääoman muutos	-1,6	0,8	2,2	0,1
Operatiivinen kassavirta	1,4	6,1	9,2	8,0
Vapaa kassavirta	-8,9	12,6	-13,6	-14,7

Osakekohtaiset luvut	2016	2017	2018e	2019e
EPS	1,12	1,20	0,94	1,04
Operatiivinen EPS (EPRA)	0,31	0,46	0,42	0,52
Operat. kassavirta per osake	0,43	1,45	1,54	1,34
Tasearvo per osake	6,56	7,72	8,44	9,26
Osinko per osake	0,19	0,21	0,19	0,21
Voitonjako, %	17	25	23	25
Osinkotuotto, %	2 %	3 %	3 %	3 %

Tunnusluvut	2016	2017	2018e	2019e
P/E	5,3	8,8	7,8	7,0
P/B	0,9	1,0	0,9	0,8
P/Liikevaihto	6,3	6,9	4,3	3,3
P/CF	13,9	7,3	4,8	5,4
EV/Liikevaihto	11,9	10,4	8,2	7,4
EV/EBITDA	11,9	11,2	10,5	10,7
EV/EBIT	11,9	11,2	10,5	10,7

Suositus historia

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
1.3.2016	Lisää	5,85 €	5,49 €
29.4.2016	Lisää	5,90 €	5,63 €
26.8.2016	Vähennä	6,10 €	6,20 €
22.9.2016	Lisää	6,10 €	5,76 €
3.11.2016	Lisää	6,10 €	5,80 €
23.11.2016	Lisää	6,30 €	5,99 €
10.1.2017	Lisää	6,70 €	6,34 €
13.2.2017	Lisää	7,00 €	6,44 €
13.3.2017	Lisää	7,00 €	6,18 €
8.5.2017	Lisää	7,10 €	6,70 €
30.5.2017	Lisää	7,20 €	6,85 €
14.8.2017	Vähennä	7,20 €	7,51 €
21.8.2017	Lisää	8,40 €	7,89 €
17.10.2017	Lisää	8,50 €	7,85 €
7.11.2017	Lisää	8,50 €	7,63 €
6.3.2018	Lisää	8,00 €	7,30 €

Vastuuvapauslauseke

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

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

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

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

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

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

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

Suositus	Nousuvara 12-kk tavoitehintaan
Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä -	5-5 %
Myy	< -5 %

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

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen. Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>