

Laskemme ennusteitamme tulosvaroituksen myötä

Laskemme Orava Asuntorahaston tavoitehintamme 5,0 euroon (aikaisemmin 6,0 euroa) ja toistamme aikaisemman vähennä-suosituksemme perjantain tulosvaroituksen jälkeen. Oravan Q4-tulos on tappiolla ja vuodelta 2016 maksettava osinko on korkeintaan 0,12 euroa per osake. Oravan kiinteistöportfolion arvo laski Q4'16 aikana, eivätkä yhtiön joulukuun hankinnat riittäneet kompensoimaan tätä arvonalaskua. Yhtiön taseperusteinen arvostustaso on alhainen, mutta matala arvostus on mielestämme perusteltu niin kauan kuin osakkeen odotettu tuottotaso on myös alhainen. Ennusteitamme korkeampi tuotto ja arvostuksen korjaantuminen vaatisivat asuntohintojen nousua ja/tai onnistuneita tukkualennuksella tehtäviä kohdehankintoja.

Vuodelta 2016 maksettava osinko on enintään 0,12 euroa per osake

Oravaa julkaisi viime perjantaina illalla negatiivisen tulosvaroituksen ja kertoi Q4'16 tuloksen olevan arviolta noin -0,4 MEUR (Q4'15: 1,3 MEUR) ja koko tilikauden 2016 tuloksen olevan noin 1,6 MEUR (2015: 6,9 MEUR). Tuloskehitystä selittää yhtiön mukaan asuntosalikon negatiivinen arvonnmuutos Q4'16 aikana ja hoito- ja korjauskustannusten lähinnä kausivaihtelusta johtuva nousu. Yhtiön voitonjakokelpoisten varojen arvioidaan olevan noin 1,2 MEUR, minkä perusteella vuodelta 2016 maksettava osinko voi olla korkeintaan 0,12 euroa (vuodelta 2015 maksettu osinko oli 1,08 euroa). Yhtiön osinkotuotto kuluvaan vuonna on siten enintään noin 2,4 % perjantain päätöskurssille.

Laskemme myös lähivuosien ennusteitamme tulosvaroituksen myötä

Odotamme Q4'16 osakekohtaisen tuloksen olleen noin -0,05 euroa (aik. ennuste -0,01 euroa) ja koko vuoden 2016 osakekohtaisen tuloksen 0,18 euroa (aik. ennuste 0,24 euroa). Vuodelta 2016 maksettava osinkoennusteemme laski 0,12 euroon (aik. ennuste 0,22 euroa). Olemme laskeneet myös lähivuosien ennusteitamme tulosvaroituksen myötä, sillä tulosvaroituksen perusteella vaikuttaa mielestämme siltä, että joulukuussa tehty 3,8 MEUR:n asuntohankinta tapahtui suhteellisen pienellä tukkualennuksella (arviomme mukaan alle 10 % kulujen jälkeen). Tukualennukset vaikuttavat laskeneen viimeisen vuoden aikana selvästi, minkä takia Oravan on arviomme mukaan aikaisempaa vaikeampi nostaa tuottotasoaan vuosien 2013-2015 hyvälle tasolle. Vuoden 2017 NAV-ennusteemme laski 10,0 euroon (aikaisemmin 10,8 euroa) ja odotamme yhtiön yltävän nyt keskimäärin 5 %:n kokonaistuottoon lähivuosina (aikaisempi ennuste keskimäärin 6 %:n kokonaistuottoon).

Matalan tuotto-odotuksen takia hyväksyttävä arvostustaso on myös alhainen

Oravan osake arvostetaan perjantain päätöskurssilla noin 49 % alle ennustamamme vuoden 2017 osakekohtaisen NAV:in. Nykyisillä ennusteillamme noin 50 %:n alennus NAV:iin on mielestämme perusteltu arvostustaso osakkeelle huomioiden ennustamamme lähivuosien noin 5 %:n keskimääräinen kokonaistuotto ja asettamamme 10 %:n oman pääoman tuottovaatimus. Osakkeen tuotto voisi ylittää 5 %:n ennusteemme mikäli asuntojen hinnat lähtisivät odotuksiamme voimakkaampaan nousuun (yli 2 %) tai yhtiö saisi kiihdytettyä asuntohankintoja ennustamastamme 17 MEUR:n vuositasosta. 5 %:n tuottotasoon yltäminen on kuitenkin itsessään jo mielestämme epävarmaa ja haluamme siksi yhtiöltä selkeitä näyttöjä nykyisen tulostrendin käänteestä ennen kuin olemme valmiita hyväksymään yhtiölle merkittävästi nykyistä korkeamman arvostustason.

Analyytikko

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



Suositus

Vähennä

Edellinen: Vähennä
Tavoitehintaa 5,00 EUR
Edellinen: 6,00


Lähde: Bloomberg

Edellinen päätös
5,10 EUR
12 kk vaihteluväli
5,00-10,12 EUR
Potentiaali
-2,0 %

Ohjeistus

Yhtiön tarkennettu arvio Q4'16 tuloksesta on noin -0,4 MEUR ja koko tilivuoden tuloksesta noin +1,6 MEUR. Vuonna 2017 maksettavan osingon arvioidaan voivan olla korkeintaan 0,12 euroa osakkeelle.

Ohjeistusmuutos: Laskenut

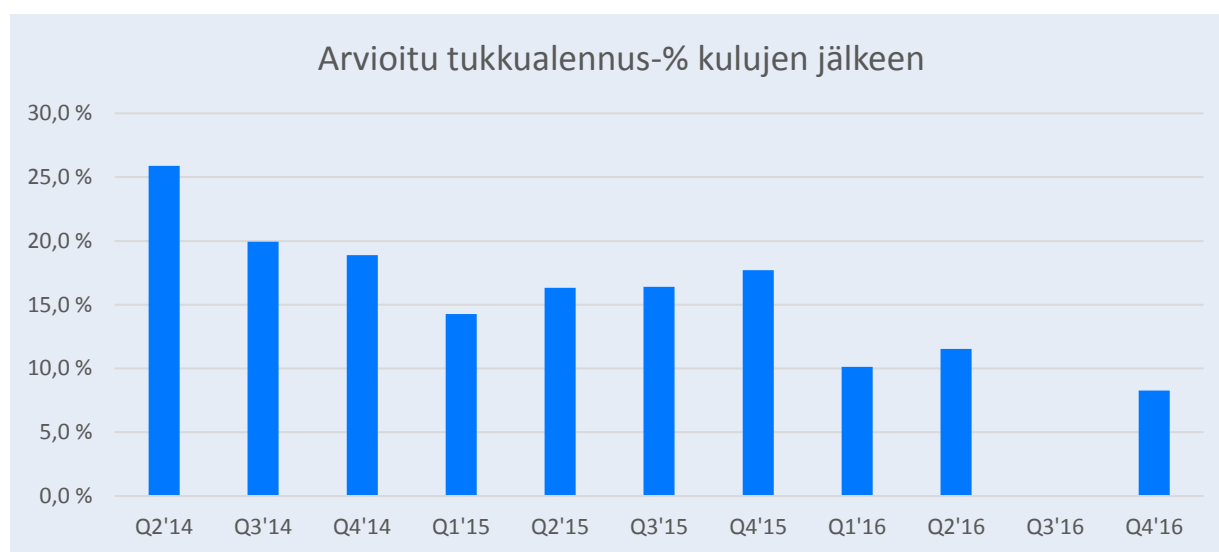
Avainluvut

	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)	(x)	%
2014	15	10	64,6 %	9	1,83	1,20	7,6	11,8	11,8	5,6	11,7 %
2015	18	10	55,6 %	7	0,96	1,08	9,7	17,5	17,5	9,9	11,4 %
2016e	14	5	33,6 %	2	0,18	0,12	10,7	32,0	32,0	28,6	2,4 %
2017e	17	8	43,8 %	4	0,45	0,44	8,9	20,4	20,4	11,4	8,6 %
2018e	19	9	45,8 %	5	0,56	0,56	8,4	18,3	18,3	9,1	11,0 %
Markkina-arvo, MEUR			49	OPO / osake 2016e, EUR			10,40	CAGR EPS, 2015-2018, %			-17 %
Nettovelka 2016e, MEUR			103	P/B 2016e			0,5	CAGR kasvu, 2015-2018, %			2 %
Yritysarvo (EV), MEUR			151	Nettovelkaisuusaste 2016e, %			110,0 %	ROE 2016e, %			1,7 %
Taseen koko 2016e, MEUR			205	Omavaraisuusaste 2016e, %			45,4 %	ROCE 2016e, %			2,4 %

Hankintojen tukkualennukset

Tukkualennukset vaikuttavat laskeneen

Olemme laskeneet kuluvaan vuoteen ja lähivuotien ennusteitamme tulosvaroituksen myötä. Markkinoilla saavutettavissa olevat tukkualennukset vaikuttavat laskeneen viimeisen vuoden aikana, minkä takia Oravan on arvioimme mukaan vaikea ylittää vuosien 2013-2015 tuottotasoon lähivuotina. Arvioimme Oravan saavuttamien kiinteistöhankintojen tukkualennusten laskeneen vuoden 2014 noin 20-25 %:n tasosta noin 10 prosenttiin vuonna 2016. Laskeneilla tukkualennuksilla on merkittävä vaikutus Oravan tuloksentekokykyyn, sillä merkittävä osa yhtiön tuloksesta syntyy tukkualennuksella tehdyillä kohdehankinnoilla.



Lähde: Inderes

Ennustemuutokset

Laskemme lähivuotien ennusteitamme

Ennustamme Oravan kokonaistuoton jäävän lähivuotina keskimäärin 5 %:n tasolle (aik. ennuste 6 %). 2017 NAV-ennusteemme laski 10,0 euroon (aik. 10,8 euroa). Ennusteemme perustuvat noin 1,5 % asuntohintojen nousuun vuonna 2017 ja noin 17 MEUR:n tukkualennuksella tehtyihin asuntohankintoihin. Ennustemallimme on esitetty tarkemmin seuraavalla sivulla.

Ennustemuutokset	2016e	2016e	Muutos	2017e	2017e	Muutos	2018e	2018e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	14,4	14,1	-2 %	17,6	17,2	0,0	18,9	18,8	-1 %
Käyttökate	5,0	4,7	-6 %	8,3	7,5	-9 %	9,3	8,6	-7 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	5,0	4,7	-6 %	8,3	7,5	-9 %	9,3	8,6	-7 %
Liikevoitto	5,0	4,7	-6 %	8,3	7,5	-9 %	9,3	8,6	-7 %
Tulos ennen veroja	2,0	1,7	-17 %	5,3	4,3	-18 %	6,1	5,4	-12 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,24	0,18	-26 %	0,59	0,45	-24 %	0,68	0,56	-18 %
Osakekohtainen osinko	0,22	0,12	-45 %	0,59	0,44	-26 %	0,68	0,56	-18 %

Lähde: Inderes

Ennustemalli

Oletukset	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Bruttovuokratuotto-% (k.a. portfolio)	6,2 %	6,1 %	6,3 %	6,3 %	6,3 %	6,3 %	6,3 %	6,3 %	6,3 %	6,3 %	6,3 %	6,3 %
Arvonmuutos-% (k.a. portfolio)	-2,9 %	-2,3 %	0,1 %	1,5 %	2,0 %	2,3 %	2,4 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %
Tukkuualennus-% (hankintojen käyvistä arvosta kuluja jälkeä)	20 %	15 %	10 %	10 %	12 %	15 %	15 %	15 %	15 %	15 %	15 %	15 %
Korkokulu-% (vieraasta pääomasta)	-2,8 %	-3,4 %	-3,2 %	-3,2 %	-3,0 %	-3,0 %	-3,0 %	-3,0 %	-3,0 %	-3,0 %	-3,0 %	-3,0 %
Hoito- ja korjauskulut-% (k.a. portfolio)	-2,7 %	-3,1 %	-3,1 %	-3,1 %	-3,2 %	-3,2 %	-3,3 %	-3,4 %	-3,5 %	-3,6 %	-3,6 %	-3,6 %
Liiketoiminnan muut kulut-% (k.a. portfolio)	-1,6 %	-1,6 %	-1,6 %	-1,6 %	-1,6 %	-1,3 %	-1,3 %	-1,3 %	-1,3 %	-1,3 %	-1,3 %	-1,3 %
Tulospalkkio-% (k.a. portfolio)	-0,8 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Verot-% (tuloksesta)	-1,1 %	-2,3 %	-0,1 %	-0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Myyntit-% (ed. kauden lopun taseesta)	7,2 %	4,7 %	5,6 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %
Transaktiokulut-%, alennus tasearvoon	-	-	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %
Osingonjako-%	101 %	130 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %
Hankintoja vuodessa (MEUR)	46,8	64,6	16,3	17,0	15,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
Myyntejä vuodessa (brutto)	5,7	6,1	11,0	14,2	14,7	15,1	15,1	15,2	15,3	15,4	15,4	15,5
Arvonmuutos (Inderesin arvio)	-3,1	-3,7	-0,3	2,4	3,4	4,0	4,4	4,6	4,6	4,7	4,7	4,7
Portfolion arvo (kauden lopussa)	130,6	195,9	202,7	209,8	215,5	216,2	217,2	218,4	219,5	220,5	221,5	222,5
Portfolion arvo (k.a)	104,9	164,8	199,3	206,2	212,6	215,9	216,7	217,8	218,9	220,0	221,0	222,0
Vieras pääoma (kauden lopussa)	59,4	95,8	97,2	104,9	111,4	112,9	114,6	116,6	118,4	120,3	122,0	123,7
Vieras pääoma (k.a)	48,4	77,6	96,5	101,0	108,2	112,1	113,8	115,6	117,5	119,3	121,1	122,9
Omaa pääomaa hankintoihin	-	-	14,9	9,2	8,5	8,5	8,2	8,1	8,1	8,2	8,2	8,3
Vieraan pääoman lisäys vuodessa	-	-	1,4	7,8	6,5	1,5	1,8	1,9	1,9	1,8	1,8	1,7
EPRA NAV vuoden lopussa	70,4	94,3	93,0	96,0	97,1	98,1	98,3	98,2	97,9	97,7	97,7	97,6
LTV-% (k.a)	46 %	47 %	48 %	49 %	51 %	52 %	52 %	53 %	54 %	54 %	55 %	55 %
Osakemäärä vuoden lopussa (miljoonaa kpl)	5,8	8,1	9,6	9,6	9,6	9,6	9,6	9,6	9,6	9,6	9,6	9,6
Osakeannit (MEUR)	-	24,5	6,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Osakekurssi annissa (euroa)	-	-	7,0	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5
Osakemäärän lisäys annissa (miljoonaa kpl)	-	-	1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EPRA NAV/osake vuoden lopussa	12,1	11,6	9,7	10,0	10,1	10,2	10,2	10,2	10,2	10,2	10,2	10,2
Tuloslaskelma (MEUR)	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Bruttovuokratuotto	6,5	10,1	12,6	13,0	13,4	13,6	13,7	13,7	13,8	13,9	13,9	14,0
Arvonmuutos (Inderesin arvio)	-3,1	-3,7	-0,3	2,4	3,4	4,0	4,4	4,6	4,6	4,7	4,7	4,7
Tukkuualennuksen vaikutus (Inderesin arvio)	11,9	11,2	1,8	1,9	2,0	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
Korkokulut	-1,4	-2,6	-3,0	-3,2	-3,2	-3,4	-3,4	-3,5	-3,5	-3,6	-3,6	-3,7
Hoito- ja korjauskulut	-2,8	-5,1	-6,2	-6,4	-6,8	-6,9	-7,0	-7,4	-7,7	-7,9	-8,0	-8,0
Hallinnon kulut	-1,7	-2,7	-3,2	-3,3	-3,4	-2,8	-2,8	-2,8	-2,8	-2,9	-2,9	-2,9
Tulospalkkio	-0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verot	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tilikauden tulos	8,5	6,9	1,6	4,2	5,4	6,3	6,5	6,4	6,2	5,9	5,9	5,9
Osingonmaksu	-8,5	-9,0	-1,2	-4,2	-5,4	-6,3	-6,5	-6,4	-6,2	-5,9	-5,9	-5,9
Tulos osinkojen jälkeen	-0,1	-2,1	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Osinkotuotto-% NAV:ille	9,9 %	9,3 %	1,3 %	4,4 %	5,5 %	6,4 %	6,6 %	6,5 %	6,3 %	6,1 %	6,0 %	6,0 %
Kokonaistuotto-% NAV:ille	13,9 %	6,8 %	-7,5 %	4,5 %	5,6 %	6,5 %	6,6 %	6,5 %	6,3 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %

Arvostuskertoimet

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		MEUR	MEUR	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e
Home Investment Belgium	95,97	303	456	32,2	27,1	40,0	33,0	23,7	19,7	35,8	30,3	4,4	4,5	1,4
Empiric Student Property	107,50	625	611	12,5	10,9	14,6	12,1	8,7	7,5	18,9	16,5	0,1	0,1	
Aedificia	71,29	1025	1504	23,5	19,7	24,0	20,6	18,8	15,8	23,0	20,4	3,2	3,7	1,5
Gecina SA	118,50	7517	12198	27,9	29,1	27,6	29,1	22,3	23,4	21,3	22,4	4,2	4,3	0,9
Grivalia Properties	7,90	800	771	11,7	10,2	12,6	11,5	11,8	10,9	17,4	15,6	3,4	4,4	1,3
Fonciere des regions	77,03	5687	17434	36,2	35,5	36,1	35,5	30,3	29,7	14,8	14,8	5,7	5,7	1,1
Hamborner REIT Ag	9,00	717	1107	34,7	31,7	21,2	18,6	17,0	15,1	29,3	27,5	4,7	4,9	1,3
NSI NV	3,84	550	999	14,4	15,1	15,5	15,0	10,1	10,5	11,8	11,4	6,7	6,9	0,8
Orava Asuntorahasto (Inderes)	5,10	49	151	32,0	20,4	32,0	20,4	10,7	8,9	28,6	11,4	2,4	8,6	0,5
Keskiarvo				24,1	22,4	23,9	21,9	17,8	16,6	21,5	19,9	4,0	4,3	1,2
Mediaani				25,7	23,4	22,6	19,6	17,9	15,4	20,1	18,4	4,3	4,4	1,3
Erotus-% vrt. mediaani				25 %	-13 %	42 %	4 %	-40 %	-42 %	42 %	-38 %	-45 %	93 %	-60 %

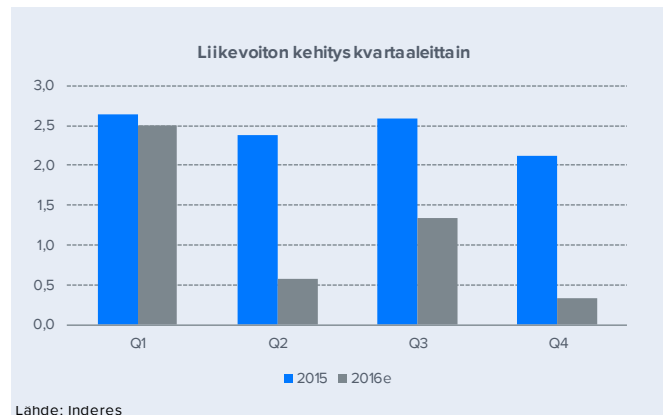
Lähde: Bloomberg / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2014	Q1'15	Q2'15	Q3'15	Q4'15	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16e	2016e	2017e	2018e
Liikevaihto	15,3	4,6	4,7	3,7	4,5	17,5	4,8	2,9	3,5	2,8	14,1	17,2	18,8
Orava	15,3	4,6	4,7	3,7	4,5	17,5	4,8	2,9	3,5	2,8	14,1	17,2	18,8
Käyttökate	9,9	2,6	2,4	2,6	2,1	9,7	2,5	0,6	1,3	0,3	4,7	7,5	8,6
Poistot ja arvonalennukset	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
Liikevoitto ilman kertaeriä	9,9	2,6	2,4	2,6	2,1	9,7	2,5	0,6	1,3	0,3	4,7	7,5	8,6
Liikevoitto	9,9	2,6	2,4	2,6	2,1	9,7	2,5	0,6	1,3	0,3	4,7	7,5	8,6
Orava	9,9	2,6	2,4	2,6	2,1	9,7	2,5	0,6	1,3	0,3	4,7	7,5	8,6
Nettorahoituskulut	-1,4	-0,3	-1,0	-0,7	-0,7	-2,6	-0,6	-0,9	-0,8	-0,8	-3,0	-3,2	-3,2
Tulos ennen veroja	8,5	2,3	1,4	1,9	1,5	7,1	1,9	-0,3	0,6	-0,4	1,7	4,3	5,4
Verot	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0
Vähemmistöosuudet	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
Nettotulos	8,5	2,3	1,4	2,0	1,3	6,9	1,9	-0,3	0,5	-0,4	1,6	4,3	5,4
EPS (oikaistu)	1,83	0,50	0,19	0,25	0,16	0,96	0,23	-0,04	0,06	-0,05	0,18	0,45	0,56

Tunnusluvut	2014	Q1'15	Q2'15	Q3'15	Q4'15	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16e	2016e	2017e	2018e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	58,3 %	9,0 %	12,8 %	-15,3 %	76,6 %	14,3 %	4,7 %	-37,5 %	-5,8 %	-36,9 %	-19,5 %	22,2 %	9,2 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	33,1 %	-7,6 %	-17,2 %	4,7 %	24,5 %	-1,7 %	-5,3 %	-75,9 %	-48,7 %	-84,4 %	-51,4 %	59,3 %	14,2 %
<i>Käyttökate-%</i>	64,6 %	57,1 %	50,9 %	69,6 %	47,1 %	55,6 %	51,7 %	19,7 %	37,9 %	11,7 %	33,6 %	43,8 %	45,8 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	64,6 %	57,1 %	50,9 %	69,6 %	47,1 %	55,6 %	51,7 %	19,7 %	37,9 %	11,7 %	33,6 %	43,8 %	45,8 %
<i>Nettotulos-%</i>	55,1 %	49,6 %	29,3 %	52,7 %	29,1 %	39,6 %	38,5 %	-11,8 %	14,2 %	-14,7 %	11,3 %	25,0 %	28,5 %

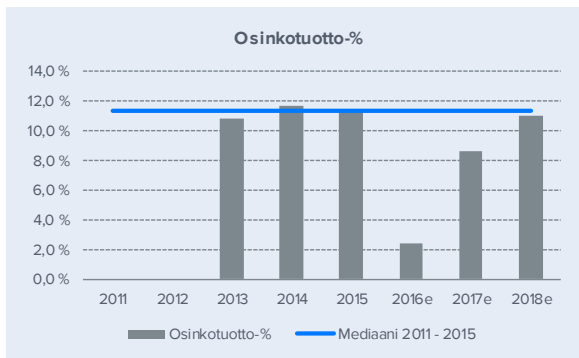
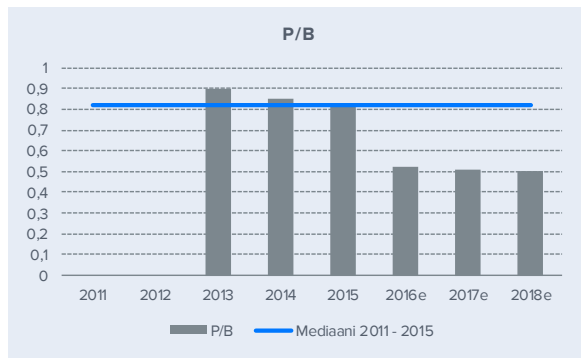
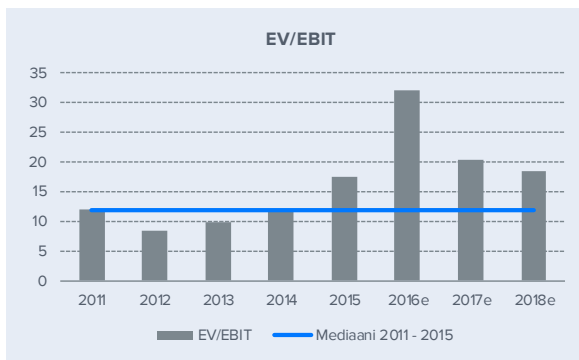
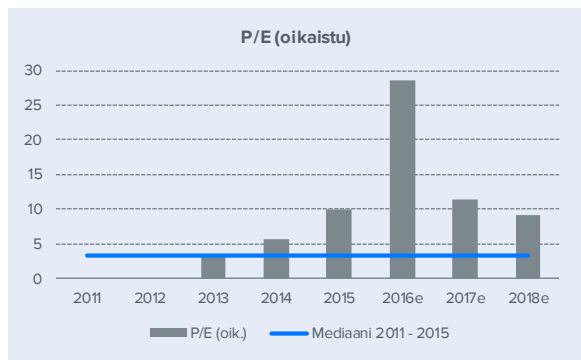
Lähde: Inderes



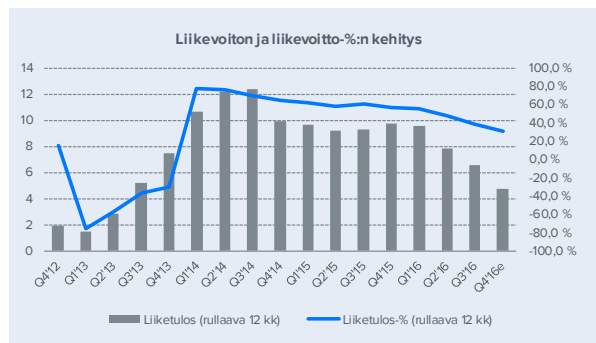
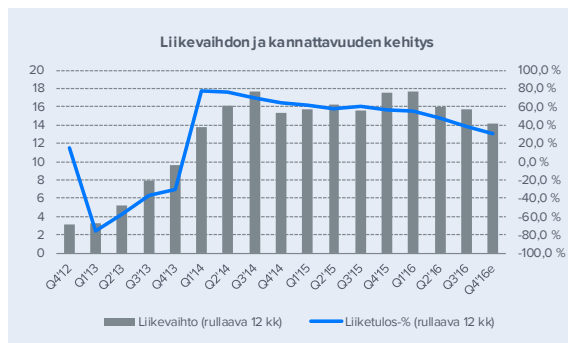
Arvostus

Arvostustaso	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Osakekurssi			10,34	10,25	9,50	5,10	5,10	5,10
Markkina-arvo			45	60	77	49	49	49
Yritysarvo (EV)	8	16	73	117	170	151	154	158
P/E (oik.)	0,0	0,0	3,2	5,6	9,9	28,6	11,4	9,1
P/E	0,0	0,0	3,2	5,6	9,9	28,6	11,4	9,1
P/Kassavirta	0,0	0,0	-3,0	-1,7	-1,5	-13,1	25,8	13,6
P/B	0,0	0,0	0,9	0,8	0,8	0,5	0,5	0,5
P/S	0,0	0,0	4,6	3,9	4,4	3,5	2,8	2,6
EV/Liikevaihto	6,0	5,0	7,5	7,6	9,7	10,7	8,9	8,4
EV/EBITDA	12,0	8,5	9,8	11,8	17,5	32,0	20,4	18,3
EV/EBIT	12,0	8,5	9,8	11,8	17,5	32,0	20,4	18,3
Osinko/tulos (%)	63,5 %	94,5 %	71,6 %	82,5 %	126,3 %	72,0 %	97,6 %	100,0 %
Osinkotuotto-%			10,8 %	11,7 %	11,4 %	2,4 %	8,6 %	11,0 %

Lähde: Inderes



Tulostrendi (rullaava 12 kk)

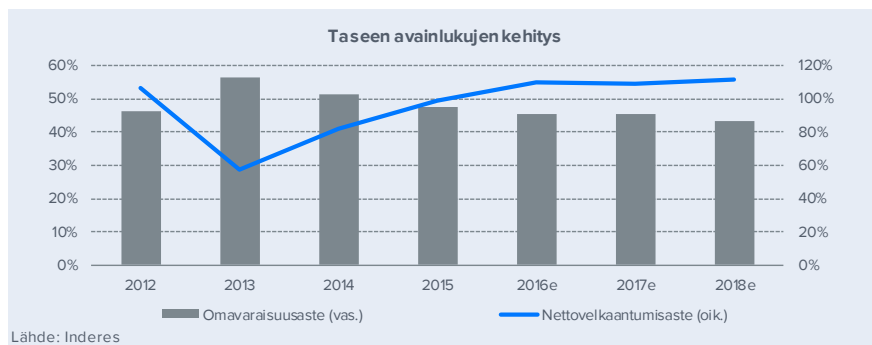


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e
Pysyvät vastaavat	79	131	196	203	210
Liikearvo	0	0	0	0	0
Aineettomat oikeudet	0	0	0	0	0
Käyttöomaisuus	79	131	196	203	210
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0	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	9	6	3	3	3
Varastot	0	0	0	0	0
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0	0
Myyntisaamiset	0	4	1	1	1
Likvidit varat	9	2	3	2	3
Taseen loppusumma	89	137	199	205	213

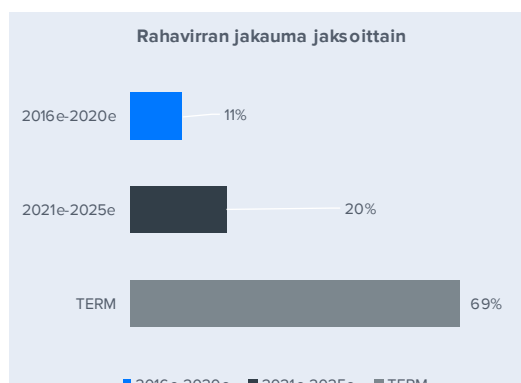
Vastattavaa (MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e
Oma pääoma	50	70	94	93	96
Osakepääoma	43	50	72	78	78
Kertyneet voittovarot	7	10	9	1	5
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	0	9	14	14	14
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	36	58	92	102	105
Laskennalliset verovelat	0	0	0	0	0
Varaukset	0	0	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	36	58	92	101	105
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	0	0	1	1	1
Lyhytaikaiset velat	3	8	13	11	12
Lainat rahoituslaitoksilta	2	2	4	4	3
Lyhytaikaiset korottomat velat	1	7	9	7	8
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0	0	0
Taseen loppusumma	89	137	199	205	213



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TERM
Liikevoitto	4,7	7,5	8,6	9,7	9,9	9,9	9,7	9,5	9,5	9,8	
- Käyvän arvon muutokset	-1,5	-4,2	-5,4	-5,8	-6,1	-6,4	-6,4	-6,4	-6,4	-6,5	
- Maksetut verot	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitusluotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-1,5	1,4	0,7	0,3	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	
Operatiivinen kassavirta	1,6	4,7	3,9	4,1	4,0	3,6	3,3	3,1	3,1	3,3	
+ Huoneistomyyntit	1,5	4,2	5,4	5,8	6,1	6,4	6,4	6,4	6,4	6,5	
+ 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	
- Bruttoinvestoinnit	-6,9	-7,1	-5,7	-0,7	-1,0	-1,2	-1,1	-1,1	-1,0	1,0	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-3,7	1,9	3,6	9,2	9,1	8,8	8,6	8,5	8,6	10,8	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-3,7	1,9	3,6	9,2	9,1	8,8	8,6	8,5	8,6	10,8	173,6
Diskontattu vapaa kassavirta	-3,8	1,8	3,2	7,8	7,2	6,6	6,0	5,6	5,3	6,3	101,6
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	147,7	151,4	149,6	146,4	138,7	131,5	124,9	118,9	113,3	107,9	101,6
Velaton arvo DCF	147,7										
- Korolliset velat	-95,8										
+ Rahavarat	2,8										
- Vähemmistöosuus	0,0										
- Osinko/pääomapalautus	-8,8										
Oman pääoman arvo DCF	45,9										
Oman pääoman arvo DCF per osake	4,79										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	0,0 %
Tavoitettu velkaantumisaste D/(D+E)	45,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,1 %
Yrityksen Beta	0,75
Markkinoiden riski-premio	4,80 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskitön korko	3,5 %
Oman pääoman kustannus	7,1 %



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2013	2014	2015	2016e	2017e
Liikevaihto	9,7	15,3	17,5	14,1	17,2
EBITDA	7,4	9,9	9,7	4,7	7,5
EBITDA-marginaali (%)	76,8	64,6	55,6	33,6	43,8
EBIT	7,4	9,9	9,7	4,7	7,5
Voitto ennen veroja	6,8	8,5	7,1	1,7	4,3
Nettovoitto	6,8	8,5	6,9	1,6	4,3
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2013	2014	2015	2016e	2017e
Taseen loppusumma	88,5	136,8	199,3	205,5	213,2
Oma pääoma	49,8	70,1	94,3	93,2	96,3
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	37,5	59,4	95,8	104,8	107,7

Kassavirta	2013	2014	2015	2016e	2017e
EBITDA	7,4	9,9	9,7	4,7	7,5
Nettokäyttöpääoman muutos	0,0	1,6	5,3	-1,5	1,4
Operatiivinen kassavirta	7,4	11,4	14,8	3,1	8,9
Vapaa kassavirta	-14,8	-34,5	-50,3	-3,7	1,9

Osakekohtaiset luvut	2013	2014	2015	2016e	2017e
EPS	3,19	1,83	0,96	0,18	0,45
EPS oikaistu	3,19	1,83	0,96	0,18	0,45
Operat. kassavirta per osake	3,48	2,46	2,06	0,35	0,93
Tasearvo per osake	23,50	15,17	13,08	10,40	10,04
Osinko per osake	1,12	1,20	1,08	0,12	0,44
Voitonjako, %	72	83	126	72	98
Osinkotuotto, %	10,8	11,7	11,4	2,4	8,6

Tunnusluvut	2013	2014	2015	2016e	2017e
P/E	6,6	7,0	11,1	30,6	11,4
P/B	0,9	0,8	0,8	0,5	0,5
P/Liikevaihto	4,6	3,9	4,4	3,5	2,8
P/CF	6,0	5,2	5,2	15,7	5,5
EV/Liikevaihto	7,5	7,6	9,7	10,7	8,9
EV/EBITDA	9,8	11,8	17,5	32,0	20,4
EV/EBIT	9,8	11,8	17,5	32,0	20,4

Suositus historia

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
15.10.2013	Lisää	-	10,30 €
7.11.2013	Lisää	-	10,30 €
11.2.2014	Lisää	-	11,23 €
7.4.2014	Vähennä	-	13,64 €
12.5.2014	Vähennä	-	15,08 €
20.5.2014	Myy	-	15,70 €
27.5.2014	Vähennä	-	14,10 €
7.7.2014	Lisää	-	13,41 €
8.10.2014	Vähennä	-	13,80 €
10.11.2014	Vähennä	-	12,40 €
20.1.2015	Vähennä	-	11,92 €
16.2.2015	Vähennä	-	12,38 €
18.3.2015	Vähennä	12,70 €	12,77 €
15.5.2015	Vähennä	12,70 €	12,30 €
3.7.2015	Lisää	12,70 €	11,60 €
17.8.2015	Vähennä	11,40 €	11,09 €
2.10.2015	Vähennä	10,60 €	10,07 €
16.11.2015	Lisää	10,60 €	10,02 €
4.1.2016	Lisää	10,00 €	9,50 €
22.2.2016	Lisää	10,00 €	9,47 €
21.3.2016	Vähennä	10,00 €	10,04 €
20.5.2016	Vähennä	9,40 €	8,98 €
19.8.2016	Vähennä	8,20 €	8,51 €
14.11.2016	Lisää	6,60 €	6,20 €
18.11.2016	Vähennä	6,30 €	6,13 €
7.12.2016	Vähennä	6,00 €	5,73 €
5.1.2017	Vähennä	6,00 €	5,74 €
6.2.2017	Vähennä	5,00 €	5,10 €

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 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 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 omistuosuuksia 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/>