

# Suomen Hoivatilat

Sijoitustutkimus

3/2016

inde  
res.

# TÄRKEITÄ TIETOJA LUKIJALLE

Inderes Oy ("Inderes") on laatinut tämän tutkimuksen Suomen Hoivatilat Oyj:stä ("Yhtiö").

Tämä tutkimus on tarkoitettu käytettäväksi ainoastaan taustatietoa varten, eikä sitä tule pitää Yhtiön, sen osakkeiden tai muiden arvopaperien tarjoamisena tai markkinointina Suomessa tai missään muussakaan maassa.

Inderes on laatinut tämän tutkimuksen riippumattomana asiantuntijana. Yhtiö ei ota kantaa tutkimuksen sisältämiin tietoihin eikä ota vastuuta niiden oikeellisuudesta tai mahdollisista puutteista taikka Inderesin niiden perusteella tekemistä johtopäätöksistä.

Tässä tutkimuksessa ei pyritä antamaan kokonaiskuvaa tai sijoitusta varten riittäviä tietoja Yhtiöstä, eikä siinä olevien tietojen perusteella voida tehdä sijoituspäätöksiä. Annettavat tiedot voivat muuttua tai niitä voidaan muuttaa ilman, että lukija saa tästä erillistä ilmoitusta. Mahdollista sijoitusta suunnittelevan tahon on itse selvitettävä ja arvioitava Yhtiöön liittyviä tietoja sekä hankittava omalla kustannuksellaan omat oikeudelliset, taloudelliset, verotukselliset ja muut neuvot mahdollista sijoitusta varten.

Tämä tutkimus sisältää tulevaisuutta koskevia lausumia, arvioita ja laskelmia Yhtiöstä ja markkinoista, joilla Yhtiö toimii. Tällaiset lausumat, arviot ja laskelmat heijastavat niitä varten tehtyjä oletuksia, jotka voivat pitää paikkansa tai osoittautua virheellisiksi. Tulevaisuutta koskevat lausumat, arviot ja laskelmat sisältävät tunnettuja ja tuntemattomia riskejä, epävarmuustekijöitä sekä muita tärkeitä tekijöitä, joiden johdosta Yhtiön todellinen tulos, toiminta ja saavutukset tai toimialan kehitys voivat poiketa olennaisesti tällaisissa tulevaisuutta koskevissa lausumissa, arvioissa ja laskelmissa nimenomaisesti tai välillisesti esitetyistä seikoista. Inderes tai Yhtiö ei anna vakuutuksia tai sitoumuksia tällaisista lausumista, arvioista ja laskelmista.

Vaikka tämä tutkimus on laadittu Yhtiön toimeksiannosta, tutkimus ei ole arvopaperimarkkinalaissa (746/2012) tarkoitettu esite tai markkinointimateriaali. Tutkimus ei sisällä tarjousta, tarjouspyyntöä tai sijoitusneuvoja Yhtiön osakkeiden tai muiden arvopaperien hankkimisesta tai merkitsemisestä. Sovellettavaan lainsäädäntöön saattaa sisältyä tämän tutkimuksen vastaanottamista koskevia rajoituksia. Tutkimuksen vastaanottaja voi saada tiedon tutkimuksesta ja vastaanottaa sen vain sillä ehdolla, että tämä on mahdollista sovellettavan lain mukaan ilman minkäänlaisia viranomaishyväksyntöjä, rekisteröintejä tai muita muodollisuuksia.

Tämä tutkimus ei ole arvopapereiden myyntitarjous Australiassa, Etelä-Afrikassa, Hongkongissa, Japanissa, Kanadassa, Singaporessa, Uudessa-Seelannissa tai Yhdysvalloissa eikä missään Euroopan talusalueen maassa.

Yhtiö ei ole rekisteröinyt, eikä sen tarkoituksena ole rekisteröidä, mitään osaa mahdollisesta tarjouksesta Yhdysvalloissa, eikä sen tarkoituksena ole tarjota arvopapereita yleisölle Yhdysvalloissa. Tarjousta ei tehdä missään sellaisessa maassa, missä joko tarjous tai siihen osallistuminen olisi kiellettyä tai edellyttäisi Suomen lainsäädännön mukaisten toimenpiteiden lisäksi esitteen laatimista, rekisteröintiä tai muita toimenpiteitä.

Tämän tutkimuksen sisältämä tieto ei ole tarkoitettu julkistettavaksi tai levitettäväksi kokonaan tai osittain, suoraan tai välillisesti Australiassa, Etelä-Afrikassa, Hongkongissa, Japanissa, Kanadassa, Singaporessa, Uudessa-Seelannissa tai Yhdysvalloissa tai missään muussa maassa, jossa julkaiseminen tai levittäminen olisi lainvastaista.

# Hoivaa ja tuottoa

Suomen Hoivatilat on vuonna 2008 perustettu päivä- ja hoivakotitilojen tuottamiseen, rakennuttamiseen, omistamiseen ja vuokraamiseen erikoistunut kiinteistöyhtiö. Yhtiö tavoittelee listautumista Helsingin pörssiin ylläpitämälle First North Finland -markkinapaikalle maaliskuussa 2016. Suomen Hoivatilat tavoittelee noin 12-16 MEUR:n oman pääoman keräämistä listautumisannissa.

## Kokonaisvaltainen omistaja ja kiinteistökehittäjä

Suomen Hoivatilat toimii yhteistyössä kuntien ja yksityisten palvelutuottajien kanssa ja tarjoaa valmiit kokonaisratkaisut päivä- ja hoivailoille ”avaimet käteen” -periaatteella. Hoivailojen toimintamalli on sijoittajien näkökulmasta perinteistä kiinteistösijoittamista korkeatuottoisempaa, sillä yhtiö saa omalla kiinteistökehitystoiminnalla osan kehityskatteesta itselleen. Tilojen koko arvoketjun hallitseminen luo myös osaltaan kilpailuetua, sillä se mahdollistaa erilaistamisen ja nopean hanketoteutuksen. Hoivailojen kiinteistöportfolion käypä arvo oli vuoden 2015 lopussa 90 MEUR, minkä lisäksi yhtiöllä on tällä hetkellä rakenteilla ja lupavaiheessa 100 % vuokrattu hankinta-arvoltaan noin 52 MEUR:n suuruinen kiinteistökanta, josta seuraa arviomme mukaan noin 20 % kehityskate, joka tulee nostamaan vuoden 2016 NAV:in noin 3,9 euroon. Vuonna 2015 Hoivailojen nettovuokratuotto käyvälle arvolle oli 7,1 % ja oman pääoman tuotto oli 29 %. Yhtiön kiinteistöt ovat käytännössä uusia, vuokrasopimusten keskipituus on 14 vuotta ja tilojen vuokrasaste on täydet 100 %.

## Korkean tuoton ja matalan riskiprofiilin kiinteistösijoitus

Hoivakiinteistöt ovat mielestämme Suomessa tällä hetkellä sijoittajille poikkeuksellisen mielenkiintoisia, sillä ne tarjoavat arviomme mukaan suhteellisesti erittäin korkean vuokratuoton matalalla riskiprofiililla. KTI:n mukaan hoivakiinteistöjen kokonaistuotot olivat vuonna 2014 keskimäärin 7,9 %. Korkean tuoton ja matalan riskiprofiilin lisäksi hoivakiinteistöt ovat tällä hetkellä Suomessa ainoa tai lähes ainoa kiinteistötyyppi, jonka loppukysyntä on voimakkaassa kasvussa ja jonka toimintaympäristön ajurit ovat myönteisiä.

## Lähivuosikymmeninä voimakkaasti kasvava loppukysyntä

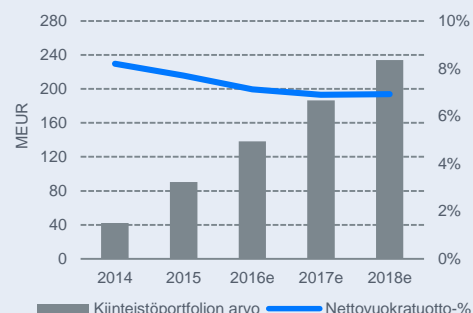
Suomessa on tällä hetkellä nähtävillä ajureita, mitkä tulevat arviomme mukaan merkittävästi lisäämään yksityisten päivä-, ja hoivakiinteistöjen kysyntää vuosina 2016-2040. Nämä toimintaympäristön ajurit ovat: kaupungistuminen ja väestön keskittyminen, ikääntyminen, julkisen sektorin velkaantuminen ja SOTE-uudistus sekä palvelusetelin käytön yleistyminen. Tämänhetkisten arvioiden mukaan Suomeen tarvitaan tulevaisuudessa ainakin 1000 uutta hoivakotia ja satoja uusia päiväkotiteja, mitkä tarkoittavat yhteensä arviolta yli 4 mrd. euron edestä investointeja hoivakiinteistöihin.

## Pidämme premiohinnoittelua NAV:iin todennäköisenä

Inderesin näkemyksen mukaan on todennäköistä ja perusteltua, että Suomen Hoivailojen osaketta tulnaisiin hinnoittelemaan listautumisannin jälkeen pörssissä preemiolla suhteessa vuoden 2015 lopun tiedossa olevaan nettovarallisuuteen (NAV). Pidämme siten osakeannin merkintähintaa 3,20 euroa sijoittajien kannalta houkuttelevana tasona. Perustamme näkemyksemme yhtiön voimakkaasti kasvavaan NAV:iin, matalaan riskiprofiiliin, korkeaan tuottotasoon sekä vahvaan kassavirtaan Helsingin pörssiin muihin kiinteistöyhtiöihin nähden. Arvioimme, että Suomen Hoivailojen tuotto/riski -suhde tulisi laskemaan pörssissä vertailukelpoiseksi muita pörssiin kiinteistöyhtiöitä korkeamman arvostustason kautta.

## Analyttikko

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



## Kohdeyhtiö: Suomen Hoivatilat Oyj

Merkintäaika: 7.3.2016-18.3.2016  
Merkintähinta: 3,20 euroa

www.hoivatilat.fi

## Avainluvut

	2014	2015	2016e
Liikevaihto	1,8	3,8	7,1
-kasvu-%	96 %	114 %	86 %
Käyvän arvon muutokset	8,7	11,6	8,4
Nettotulos	7,4	10,5	9,6
Oper. Tulos (EPRA)	0,4	1,2	2,9
Portfolion käypä arvo	42,1	90,4	138,8
EPRA NAV per osake	2,4	3,2	3,9
Alkutuotto-%	7,6 %	7,1 %	7,1 %
Oman pääoman tuotto-%	37,1 %	28,7 %	19,4 %
Osinkotuotto-% (NAV)	1,7 %	2,2 %	2,3 %
Omavaraisuusaste-%	54 %	46 %	38 %

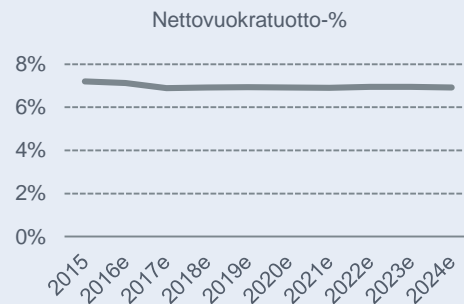
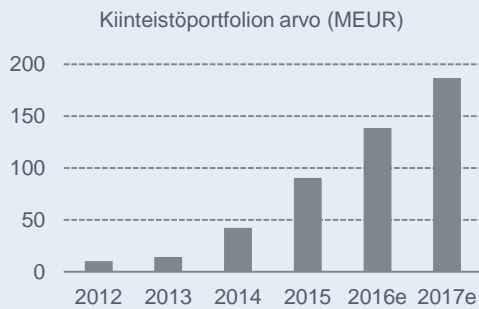
Lähde: Inderes

# Suomen Hoivatilat yhteenveto

## Sijoitusnäkemys

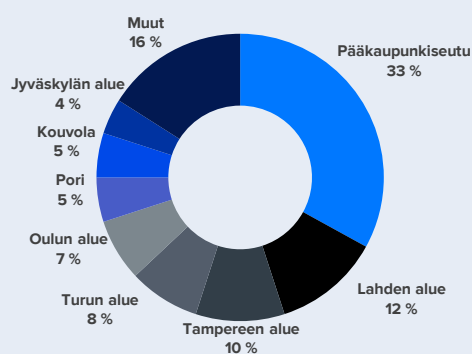
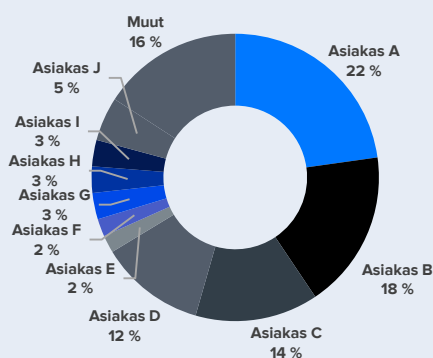
<b>Arvoajurit</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Korkean vuokratuoton ja matalan riskiprofiilin kiinteistösjointus</li> <li>SOTE-uudistuksen, väestön ikääntymisen, kaupungistumisen ja kuntien heikon taloustilanteen takia voimakkaasti kasvava kysyntä hoivakiinteistöille lähivuosikymmeninä</li> <li>Laadukas ja uusi kiinteistöportfolio pitkällä vuokrasopimuksilla sekä 100 % vuokrausasteella</li> </ul>
<b>Riskitekijät</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Yleistaloudellisella suhdanteella vain vähäinen vaikutus hoivakiinteistöjen loppukysyntään</li> <li>Pitkällä aikavälillä kilpailutilanne tulee todennäköisesti kasvamaan ja painamaan tuottotasoa</li> <li>Poliittinen ja lainsäädännöllinen riski suurempia kaupallisiin kiinteistöihin verrattuna</li> </ul>
<b>Arvostus</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Arviomme mukaan Suomen Hoivatilojen tuotto/riski -suhde on hyvin houkutteleva muihin Helsingin pörssin kiinteistösjointusyhtiöihin nähden</li> <li>Pidämme todennäköisenä, että osaketta tultaisiin hinnoittelemaan pörssissä preemiolla</li> <li>Yhtiön voimakas kasvu on skaalautuvaa ja laskee edelleen osakkeen kokonaisriskiprofiilia</li> </ul>

## Liiketoiminnan kehitys



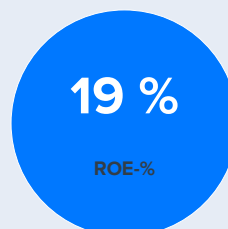
Lähde: Suomen Hoivatilat, ennusteet Inderes

## Kiinteistöportfolio 2.3.2016



Lähde: Suomen Hoivatilat

## Arvostus 2016e



# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja sijoitusprofiili .....	6
Markkinakatsaus .....	13
Toimintaympäristön trendit .....	15
Liiketoimintamalli ja strategia .....	19
Ennusteet ja arvonmäärittäminen .....	22
Tuloslaskelma, tase ja DCF-malli .....	27
Vastuuvapauslauseke .....	29

# Yhtiökuvaus ja sijoitusprofiili

Suomen Hoivatilat on vuonna 2008 perustettu päivä- ja hoivakotien sekä palvelukorttelien tuottamiseen, rakennuttamiseen, omistamiseen ja vuokraamiseen erikoistunut kiinteistöyhtiö. Yhtiö tarjoaa kustannustehokkaita vuokrahoivakiinteistöratkaisuja yksityisille palveluntarjoajille sekä kunnille ja kaupungeille. Suomen Hoivatilojen tuotot muodostuvat omistettujen kiinteistöjen vuokratuotoista, rakennuttamisen kehityskatteista sekä myyntivoitoista. Hoivakiinteistöt ovat mielestämme Suomessa tällä hetkellä sijoittajille hyvin mielenkiintoisia, sillä ne tarjoavat arviomme mukaan suhteellisesti korkean vuokratuoton matalalla riskiprofiililla.

## Yhtiökuvaus

### Hoivakiinteistöihin erikoistunut kiinteistöyhtiö

Hoivatilojen kiinteistöportfolion käypä arvo oli vuoden 2015 lopussa 90 MEUR, minkä lisäksi yhtiöllä on tällä hetkellä lupavaiheessa tai rakenteilla noin 52 MEUR:n arvoinen kiinteistökanta. Yhtiö omisti 2.3.2016 yhteensä 40 päivä- ja hoivakotikiinteistöä, jotka sijaitsevat ympäri Suomea pääosin pääkaupunkiseudulla ja yliopistokaupungeissa. Vuonna 2015 Hoivatilojen nettovuokratuotto (alkutuotto) oli 7,1 % ja oman pääoman tuotto oli 29 %.

Hoivatilojen kiinteistöt on rakennettu vuosina 2012-2016 ja niiden vuokrausaste on täydet 100 %. Strategiansa mukaisesti yhtiö pyrkii tasapainoittamaan portfolion maantieteellistä ja asiakaskohtaista hajautusta ja yhtiö on siten myös myynyt kiinteistöjään. Myyntien ansiosta Hoivatilojen vanhin kiinteistö on rakennettu vuonna 2012. Vuokrasopimusten keskimaturiteetti on hoivakiinteistöille tyypillisen korkea, 14 vuotta. Hoivatilojen vuokralaisriski on arviomme mukaan suhteellisen pieni, sillä yhtiön vuokralaiset ovat pääosin suuria ja vakavaraisia hoiva-alan yrityksiä ja vuokrauksen vakuudet ovat tyypillisesti pitkiä, noin 3-6 kk vuokraa vastaavia. Hoivatiloilla ei ole 8-vuoden historian aikana ollut historiallisten tilinpäätösten perusteella lainkaan luottotappioita, mikä on kiinteistösijoitusyhtiölle mielestämme poikkeuksellista.

### Visio ja missio

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

### Johto

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

## Voitonjakopolitiikka

Suomen Hoivatilojen osingonjakopolitiikan mukainen tavoite on jakaa osinkona vähintään 50 % yhtiön operatiivisesta tuloksesta. Vuodelta 2015 osinko oli tätä korkeampi ja se vastasi noin 83 % operatiivisesta tuloksesta.

Osakekohtainen osinko on ollut nouseva vuodet 2013-2016 ja osingon keskimääräinen vuosikasvu (CAGR-%) on ollut keskimäärin 7,7 %.

### Suomen Hoivatilojen osakekohtainen\* osinko (EUR), 2013-2016



\*18.2.2016 yhtiökokouksessa päätetty split ei huomioitu  
Lähde: Suomen Hoivatilat

## Osakeannissa kerättävien varojen tarkoitus

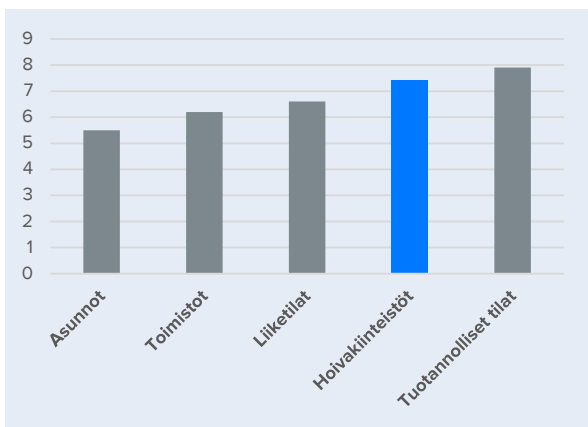
Suomen Hoivatilat tavoittelee listautumista Helsingin pörssin ylläpitämälle First North Finland -markkinapaikalle keväällä 2016. Yhtiö tavoittelee noin 12-16 MEUR:n oman pääoman keräämistä listautumisannissa. Mahdollisessa osakeannissa kerättävä uusi pääoma on tarkoitus käyttää ensisijaisesti yhtiön kasvuhankkeiden rahoittamiseen. Kasvustrategiansa mukaisesti Hoivatilat tavoittelee kiinteistöportfolion käyvän arvon kasvattamista 175-200 MEUR:oon vuoteen 2017 mennessä. Käsityksemme mukaan Suomen Hoivatilojen nykyiset omistajat eivät myy osakkeitaan annissa.

# Sijoitusprofiili

## Korkean vuokratuoton kiinteistösijoitus

Hoivakiinteistöihin luetaan Suomessa yleisesti mm. vanhusten hoivakodit, erityisryhmien palvelutalot, terveysasemat, päiväkodit sekä sosiaali- ja nuorisotoimeen liittyvät kiinteistöt. KTI:n mukaan hoivakiinteistöt tarjoavat tällä hetkellä Suomessa kaikista kiinteistötyypeistä toiseksi korkeimman vuokratuoton. KTI:n kiinteistöindeksin mukaan eri kiinteistötyyppien vuokratuotot olivat 5,5-7,9 % vuonna 2014. Hoivakiinteistöjen nettovuokratuotto oli KTI:n mukaan keskimäärin 7,4 % ja niiden kokonaistuotto oli 7,9 %.

## Kiinteistösijoitusten nettovuokratuotot 2014



Lähde: KTI

## Hoivakiinteistöjen erityispiirteet

Hoivakiinteistöjen erityispiirre kiinteistösijoituksena on se, että niiden riskiprofiili on kaupallisiin kiinteistöihin verrattuna tyypillisesti matala. Tämä johtuu siitä, että hoivakiinteistöjen loppuasiakkaina ovat Suomessa usein kunnat ja julkinen sektori, sekä yksityiset hoiva-alan yritykset eli ns. hoivaoperaattorit, jotka tuottavat näitä lakisääteisiä palveluita. Tämä osaltaan rajoittaa vuokralaisriskiä. Hoivakiinteistöt ovat myös yleensä vähemmän suhdanneherkkiä kaupallisiin kiinteistöihin verrattuna, sillä yleisellä talouskehityksellä ei usein ole merkittävää vaikutusta näiden tilojen loppukysyntään.

Hoivakiinteistöille ovat tyypillistä pitkät, KTI:n mukaan noin 10-15 vuoden vuokrasopimukset. Vertailun vuoksi esimerkiksi toimistokiinteistöillä vuokrasopimukset ovat KTI:n mukaan tyypillisesti 3-5 vuoden mittaisia. Edelleen hoivakiinteistöillä on tyypillisesti vain yksi vuokralainen ja niiden vuokrausaste on siksi usein 100 %. Kaupallisissa kiinteistötyypeissä vuokrausasteet ovat tyypillisesti tätä matalampia, usein 85-95 % välillä. Hoivakiinteistöjen vuokrasopimukset ovat lisäksi usein nettovuokrasopimuksia eli vuokralainen maksaa itse kiinteistöjen hoitokulut. Tämä osaltaan vähentää kiinteistön omistajan riskejä ja vähentää vuokratuoton kausivaihtelua.

Hoivakiinteistöjen tarjonta on osaltaan rajattu, sillä ne ovat usein luvanvaraisia kiinteistöjä. Myös niiden operointiin liittyy usein rajoitteita ja erilaisia säädöksiä. Nämä osaltaan ovat vähentäneet hoivakiinteistöjen tarjontaa ja arviomme mukaan nostaneet hoivakiinteistöjen vuokratasoja Suomessa.

Hoivakiinteistöjen huonona puolena ovat taas usein kiinteistöjen rajattu käyttötarkoitus ja rajattu kysyntä. Esimerkiksi tehostetun palveluasumisen hoivakotia voi olla kallista ja vaikeaa myöhemmin muuttaa muuhun tarkoitukseen, mikäli sillä ei enää ole käyttöä hoivakotina. Hoivakiinteistöjen toimintaan liittyy myös usein muita kiinteistötyyppisiä enemmän lainsäädäntöä ja rajoituksia, mitkä lisäävät osaltaan niiden omistamisen riskiprofiilia. Etenkin Suomessa viranomaiset ovat historiallisesti ennalta arvaamatta muuttaneet hoivakiinteistöjen fyysisiä vaatimuksia.

## Hoivakiinteistörahastot

Suomeen on viime vuosina perustettu useita hoivakiinteistöihin erikoistuneita kiinteistörahastoja. Tämän lisäksi institutionaaliset sijoittajat ovat sijoittaneet suoraan hoivakiinteistöihin. KTI:n arvion perusteella näiden sijoittajien omistamien hoivakiinteistöjen yhteenlaskettu arvo oli noin 750 miljoonaa euroa vuonna 2014.

Suomen Hoivatilojen näkökulmasta muut hoivakiinteistöihin sijoittavat tahot ovat yhtiön kilpailijoita, sillä ne kilpailevat samoista hoivakiinteistöihankkeista. Toisaalta nämä ovat myös asiakkaita Suomen Hoivatiloille, sillä yhtiö on historiansa aikana myynyt vanhoja kiinteistöjään pois hoivakiinteistörahastoille kiinteistösalkkunaan tasapainottamiseksi ja kasvun rahoittamiseksi.

Sijoittajien näkökulmasta hoivakiinteistörahastot ovat olleet pääsääntöisesti ainoa kanava sijoittaa hoivakiinteistöihin. Hoivakiinteistörahastoihin sijoittamisen huonoina puolina Suomessa ovat tällä hetkellä mielestämme suhteellisen korkeat kulut sekä heikko likviditeetti. Piensijoittajille suunnattujen hoivakiinteistörahastojen merkintäpalkkiot olivat helmikuussa 2016 1-2%, hallinnon kulut olivat 2-3 % ja lunastuspalkkiot 0-3 %. Näiden lisäksi rahastot veloittivat tulossidonnaisen palkkion. Piensijoittajille suunnatussa kahdessa hoivakiinteistörahastossa likviditeetti oli heikko, sillä merkintä ja lunastus olivat vahvasti rajoitettuja. Edelleen näiden hoivakiinteistörahastojen velkavivun käyttö oli arviomme mukaan suhteellisen vähäistä ja näiden kiinteistöportfoliossa oli vuonna 2016 suhteellisen paljon vanhoja kohteita, jotka osaltaan lisäävät niiden riskiprofiilia.

## Suomen Hoivatilojen sijoitusnäkemys

Arviomme mukaan Suomen Hoivatilojen osake tulisi mahdollisen pörssilistautumisen jälkeen herättämään sijoittajien mielenkiinnon, sillä Pohjoismaissa ei ole tällä hetkellä tietäksemme ainuttakaan pelkästään Hoivakiinteistöihin keskittyntä listayhtiötä ja Euroopan tasollakin on vain muutama alan listattu yhtiö. Arviomme

mukaan osake on yksityissijoittajien lisäksi myös institutionaalisille sijoittajille houkutteleva, sillä nykyiset Suomessa toimivat hoivakiinteistörahasot eivät välttämättä ole olleet suhteellisen pienen kokonsa ja korkeahkon kulurakenteensa takia houkuttelevia sijoituksia instituutioille.

Hoivakiinteistörahasoihin verrattuna Suomen Hoivatilat tarjoaa useita etuja. Ensinnäkin, Suomen Hoivatilat ylittää lähtökohtaisesti hoivakiinteistörahasoja korkeampaan tuottoon yhtiön oman rakennuttamis- ja kehitystoimintansa sekä kevyemmän kulurakenteensa ansiosta. Suomen Hoivatilojen kulurakenne on arviomme mukaan selvästi hoivakiinteistörahasoja matalampi, sillä yhtiön vuosittaiset kiinteät kulut ovat vain noin 3,2 % NAV:ista eikä yhtiö veloita tulossidonnaisia palkkioita. Näiden lisäksi Suomen Hoivatilojen kasvu on skaalautuvaa, sillä sen kulut eivät kasva samassa suhteessa NAV:in kasvun kanssa kuten hoivakiinteistörahasoilla. Kolmanneksi, Suomen Hoivatiloilla ei ole kiinteistöjen pakkorealisoimisen riskiä sijoittajien irtautuessa. Viimeiseksi, sijoituksen likviditeetti olisi mahdollisen pörssilistautumisen jälkeen hyvä.

### Kiinteistösijoituksena houkutteleva

Hoivakiinteistöt ovat tällä hetkellä muihin kiinteistösijoituksiin nähden mielestämme houkuttelevia, sillä ne tarjoavat arviomme mukaan suhteellisesti korkean vuokratuoton matalalla riskiprofiililla. Tämän lisäksi hoivakiinteistöt ovat tällä hetkellä Suomessa ainoa tai lähes ainoa kiinteistötyyppi, jonka loppukysyntä on kasvussa ja jonka toimintaympäristön ajurit ovat myönteisiä. Esimerkiksi Suomen toimistokiinteistömarkkina kärsii tällä hetkellä ylitarjonnan aiheuttamista rakenteellisista ongelmista ja laskevasta loppukysynnästä. Edelleen liiketilakiinteistöjen ja tuotannollisten tilojen käyttöasteet ja vuokratasot ovat laskussa. Myös asuntojen hinnat ovat viime vuosina laskeneet Suomessa ja niiden keskimääräiset tuottotasot ovat myös laskeneet.

Hoivakiinteistöt ovat yleisesti huomattavasti vähemmän herkkiä yleistoloudelliselle suhdanteelle kuin muut kiinteistötyypit. Suomen nykyisessä epävarmassa yleistoloudellisessa tilanteessa hoivakiinteistöt ovat arviomme mukaan suhteellisen matalan riskin sijoitus ja uskomme sijoittajien arvostavan nykyisessä markkinatilanteessa tätä defensiivisyyttä. Suomen Hoivatilojen riskiprofiili on arviomme mukaan hoivakiinteistöyhtiöksi poikkeuksellisen pieni, sillä yhtiön kiinteistöt ovat kaikki käytännössä uusia, vuokrasopimukset ovat määräaikaista 12-15 -vuoden mittaisia, vuokrausaste on täydet 100 % ja yhtiön vuokralaiset ovat pääasiassa suuria ja vakavaraisia hoiva-alan yrityksiä. Edelleen Suomen Hoivatilojen vuokratuotto on selvästi alan keskiarvoa korkeampia, sillä yhtiön vuokrattujen tilojen vuokratuotto (alkutuotto) oli vuonna 2014 7,6% kun toimialan keskiarvo oli KTI:n mukaan 7,4%. Lisäksi Hoivatilojen kiinteistöportfolion maantieteellinen ja asiakaskohtainen hajautus on mielestämme hyvällä tasolla ja kiinteistöportfolion koko on riittävän suuri (90 MEUR) mittakaavaetujen saavuttamiseksi.

### Vahva track-record ja uskottava johto

Suomen Hoivatilojen tähänastiset näytöt ovat mielestämme vakuuttavia ja yhtiön taustalla on mielestämme osaava ja uskottava johto. Yhtiön hallituksen puheenjohtajana toimii pörssi-yhtiö Technopoliksen pitkäaikainen toimitusjohtaja ja hallituksen puheenjohtaja Pertti Huuskonen, jonka näytöt kiinteistöyhtiön omistaja-arvon kasvattamisessa ovat mielestämme erinomaiset. Myös Technopoliksen nykyinen talousjohtaja ja varatoimitusjohtaja Reijo Tauriainen istuu yhtiön hallituksessa. Edelleen toimialaosasta yhtiön hallituksessa tarjoavat Suomen suurimpiin hoivayhtiöihin kuuluvan Mainio Vire Oy:n entinen toimitusjohtaja Kristiina Hautakangas, Pilke päiväkotien hallituksen entinen puheenjohtaja ja Espero Caren entinen hallituksen jäsen Mammu Kaario sekä Rakennusliike Lapti Oy:n toimitusjohtaja Timo Pekkarinen.

### Johdolla kannustin kasvattaa omistaja-arvoa

Suomen Hoivatilojen johdolla on arviomme mukaan vahva kannuste kehittää yhtiön omistaja-arvoa pitkäjänteisesti. Osakeluettelon mukaan yhtiön hallitus ja johto omistavat henkilökohtaisesti noin 10 % yhtiöstä. Tämä arviomme mukaan turvaa osaltaan ulkopuolisen sijoittajan asemaa yhtiössä.

### Pidämme preemiohinnoittelua perusteltuna

Inderesin näkemyksen mukaan on todennäköistä, että Suomen Hoivatilojen osaketta tulnaisiin hinnoittelemaa listautumisannin jälkeen pörssissä preemiolla suhteessa vuoden 2015 lopun nettovarallisuuteen (NAV). Perustamme näkemyksemme yhtiön voimakkaasti kasvavaan NAV:iin, matalaan riskiprofiiliin, korkeaan tuottotasoon sekä vahvaan kassavirtaan Helsingin pörssiin muihin kiinteistöyhtiöihin verrattuna.

### Suomen Hoivatilojen sijoitusprofiili



Lähde: Inderes



## Riskit

Käsitlemme ohessa mielestämme keskeisimpiä riskejä, jotka liittyvät Suomen Hoivatiloihin sijoituskohteena.

Arviomme mukaan yleisellä taloussuhdanteella on vain vähäinen vaikutus hoivakiinteistöjen loppukysyntään ja merkittävimmät riskit liittyvät toimialan kilpailuun, maineriskiin ja pitkän aikavälin kysyntäteknisiin. Näkemyksemme mukaan Suomen Hoivatiloihin sijoittavan tulisi huomioida ainakin seuraavat riskit:

- **Toimialan kilpailun kiristyminen** on arviomme mukaan tulevaisuudessa väistämätöntä. Hoivakiinteistöjen vuokratuotot ovat tällä hetkellä Suomessa poikkeuksellisen korkeita muihin kiinteistötyyppeihin verrattuna, etenkin huomioiden hoivakiinteistöjen suhteellisen matala riskiprofiili. Korkea tuotto tulee todennäköisesti houkuttelemaan lisää toimijoita ja kilpailua alalle ja hoivakiinteistöjen rakennuttamisen kehityskatteet sekä uusien vuokrasopimusten vuokratasot saattavat tulevaisuudessa pitkällä aikavälillä laskea. Kilpailun kiristyminen laskee kuitenkin osaltaan hoivakiinteistöjen tuottovaatimuksia, mikä osaltaan kasvattaisi Suomen Hoivatilojen olemassa olevan kiinteistöportfolion arvoa. Lisäksi yhtiön vanhojen pitkäaikaisten sopimusten tuottotasot eivät laske vaan päinvastoin voivat nousta vuotuisten indeksitarkastusten myötä. Suomen Hoivatilojen vuokrasopimusten keskimaturiteetti oli vuoden 2015 lopussa noin 14, vuotta ja mahdollinen vuokratuottojen lasku tapahtuisi arviomme mukaan merkittävästi määrin vasta noin 10-vuoden päästä, kun näitä sopimuksia neuvotellaan uudestaan.
- **Hoivakiinteistöjen kysynnän lasku** on mielestämme riskitekijä pitkällä aikavälillä. Lähivuosisikymmeninä hoivakiinteistöihin kohdistuu voimistuvaa kysyntää mm. suurten ikäluokkien ikääntymisen ja nykyisen kaupungistumiskehityksen takia. Pitkällä aikavälillä, 25-40 -vuoden ajanjaksolla hoivakiinteistöjen kysyntä saattaa kuitenkin laskea nykyisestä.
- **Poliittinen ja lainsäädännöllinen riski** ovat arviomme mukaan merkittäviä hoivakiinteistöihin liittyviä riskitekijöitä. Laki säätelee usein tarkasti hoivakiinteistöjä sekä niiden toimintaa ja muutokset esimerkiksi hoivakotirakennusten vaatimuksissa voisivat aiheuttaa lisäkustannuksia näiden tilojen omistajille. Historiallisesti viranomaiset ovat Suomessa ennalta arvaamatta muuttaneet mm. hoivakotien huonelukumääriä ja wc-tilojen määrää koskevia vaatimuksia. Inderesin arvion mukaan Suomen Hoivatilat on kuitenkin onnistunut rajoittamaan lainsäädännöllistä ja poliittista riskiä sopimusteknisillä toimenpiteillä.
- **Vuokralaisten toimintaedellytysten heikentyminen** on arviomme mukaan mahdollista etenkin pitkällä aikavälillä. Suomen Hoivatilojen vuokralaiset ovat pääosin suuria ja vakavaraisia hoiva-alan yrityksiä. Toimiala on kuitenkin Suomessa vahvasti keskittyvä ja kiristynyt kilpailu saattaa tulevaisuudessa laskea alan yritysten kannattavuutta. Tämä voisi pitkällä aikavälillä heikentää Suomen Hoivatilojen vuokralaisten vuokranmaksukykyä. Yhtiö osaltaan lieventää tätä riskiä keräämällä vuokralaisilta suhteellisen korkeita, 3-6 kk vuokraa vastaavia vakuuksia.
- **Korkotason muutokset** vaikuttavat yhtiöön kahdella tavalla. Ensiksi, ne vaikuttavat markkinoilta saatavan lainarahoituksen hintaan ja yhtiön vaihtuvakorkoisten lainojen korkoihin. Toiseksi, yhtiö suojaaa osittain koronvaihtosopimuksilla vaihtuvakorkoiset lainansa. Tämän johdosta korkotason muutokset aiheuttavat yhtiön tulokseen laskennallisia eriä, mitkä vaikuttavat NAV:iin. Suomen Hoivatilat on pieneltä osin suojautunut korkojen nousulta, sillä yhtiön korollisten velkojen suojausaste oli vuoden 2015 lopussa noin 35 %.
- **Maineriski ja kiinteistöjen taloudellinen riski.** Hoivakiinteistöt ovat niitä operoiville yrityksille ja tahoille usein erittäin tärkeitä, mikä osaltaan nostaa näiden tilojen riskiprofiilia. Mahdollinen rakennusvirhe tai muu odottamaton ongelma kiinteistössä voisi heikentää Suomen Hoivatilojen mainetta luotettavana toimijana ja vaikeuttaa uusien asiakkaiden hankkimista. Toiseksi, mahdollinen rakennusvirhe, (esimerkiksi sisäilmaongelma kiinteistössä) saattaisi johtaa korvausvaateeseen ja aiheuttaa taloudellisia menetyksiä yhtiölle. Suomen Hoivatilat pyrkii vähentämään näitä riskejä vakuutuksilla. Arviomme mukaan kiinteistöihin liittyvät riskit ovat Suomen Hoivatilaille tällä hetkellä suhteellisen pieniä, sillä yhtiön kiinteistöt ovat käytännössä uusia ja yhtiö on myös itse rakennuttanut kiinteistönsä, minkä johdosta se on pystynyt tehokkaasti valvomaan näiden rakentamista ja pyrkinyt minimoimaan rakennusvirheet.
- **Osakkeen kurssikehitys sekä volatiliteetti pörssissä** saattavat poiketa oleellisesti siitä, mikä on yhtiön kiinteistöportfolion todellinen arvonkehitys ja volatiliteetti. Tällöin sijoittajat kantavat korkeampaa riskiä ja osakkeesta irtautuva sijoittaja voi joutua myymään omistuksensa alemmalla osakekurssilla suhteessa NAV:iin kuin alkuperäisessä sijoituksessa. On myös mahdollista, että osaketta hinnoitellaan alle NAV:n pörssissä, jolloin osakkeenomistaja ei myyntihetkellä saa osakkeen kiinteistöportfolion arvoa vastaavaa summaa.

# Vertailu hoivakiinteistörahastoihin

Oheisessa taulukossa on esitetty vertailu sijoittajan kannalta keskeisistä tekijöistä Suomen Hoivatilojen ja kahden Suomessa piensijoittajille tällä hetkellä avoimen hoivakiinteistörahaston välillä.

## Suomen Hoivatilojen vertailu hoivakiinteistörahastoihin

	Suomen Hoivatilat*	eQ Hoivakiinteistöt	Titanium Hoivakiinteistöt
			
<b>Keskeisimmät edut</b>	Korkea tuotto, matalat kulut, voimakas kasvu, skaalautuva liiketoimintamalli	Portfolio hajautettu myös mm. sairaala- ja terveysasemakiinteistöihin	Portfolio hajautettu myös mm. lääkärikeskuksiin
<b>Minimisijoitus</b>	1 pörssiosake (listautumisannissa minimimerkintä 200 osaketta)	-	20 000e
<b>Merkintä</b>	Jatkuva kaupankäynti pörssissä	Merkintä 4 kertaa vuodessa. Merkintäpalkkio 2,0%	Merkintä kerran kuukaudessa. Merkintäpalkkio 1,0 %
<b>Lunastus</b>	Jatkuva kaupankäynti pörssissä.	Lunastus 2 kertaa vuodessa. Lunastuspalkkio 0-2 %.	Lunastus 4 kertaa vuodessa. Lunastuspalkkio 1-3 %.
<b>Hallinnointikulu NAV:ista</b>	Hallinnoinnin kulut kiinteitä kuluja, skaalautuvat. Vuonna 2015 olivat noin 3,2 %	2,04 % vuodessa + kiinteistöjen ylläpitokustannukset	2,95 % vuodessa + kohteenhankintapalkkio + kiinteistöjen ylläpitokustannus
<b>Tulossidonnainen palkkio</b>	Ei	20 % yli 7 % tuotosta	20 % yli 7 % tuotosta
<b>Tuotto-odotus</b>	15 % vuodessa (Inderesin arvio). 2015 nettovuokratuotto 7,1%	Referenssituotto 7 %	Referenssituotto 7 %
<b>Tuotonmuodostus</b>	Vuokratuotot, rakennuttamisen kehityskate	Keskeisesti vuokratuotot	Pääosin vuokratuotot ja arvonnousu
<b>2015 oman pääoman tuotto</b>	29 %	8,2 %	8,4 %
<b>Kiinteistöjen rakennusvuodet</b>	2012-2016	-	1941- 2015
<b>Vuokrasopimusten keskimääräinen pituus</b>	14 vuotta	Yli 11 vuotta	11,5 vuotta**
<b>Vuokrausaste</b>	100 %	-	-
<b>Vero</b>	Yhteisövero ja listayhtiöiden pääomatulovero	Pääomatulovero	Pääomatulovero
<b>Muuta</b>	Potentiaalinen alennus pörssissä suhteessa tasearvoon (NAV)	Rahastolla pakkorealisoinnin riski, mikäli sijoittajat myyvät osuuksiaan	Rahastolla pakkorealisoinnin riski, mikäli sijoittajat myyvät osuuksiaan

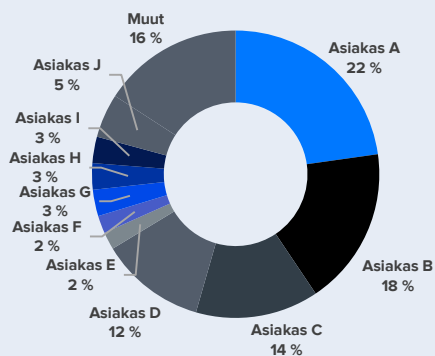
\*Oletuksena Suomen Hoivatilojen tilanne mahdollisen pörssilistautumisen jälkeen

\*\*Inderesin arvio

Lähde: Inderes, Titanium Rahastoyhtiöt, eQ, Suomen Hoivatilat. Tiedot kerätty 2/2016

# Suomen Hoivatilojen kiinteistöportfolio 2.3.2016

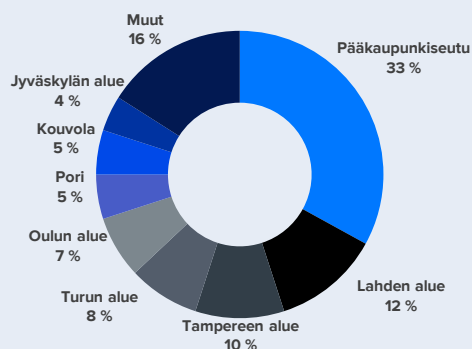
## Portfolion asiakasjakauma



## Portfolion maantieteellinen jakauma



## Maantieteellinen jakauma



# Kiinteistöportfolion avainluvut 2.3.2016

## Avainluvut

Kiinteistöportfolion käypä arvo:

**90 MEUR**

Valmiita kiinteistöjä:

**40 kpl**

Rakenteilla tai lupavaiheessa:

**24 kpl**

Kiinteistöjen rakennusvuodet:

**2012-2016**

Alkutuotto-% 2015:

**7 %**

Oman pääoman tuotto-% 2015:

**29 %**

Taloudellinen vuokrausaste-%:

**100 %**

Vuokrasopimusten keskimaturiteetti:

**14 vuotta**

Sopimuksenalainen tuleva vuokraliikevaihto:

**166,2 MEUR**

Lähde: Suomen Hoivatilat

# Hoivatiilojen historia ja tärkeimmät virstanpylväät

## 2008-2010 Toiminnan perustaminen

- Lapti-Invest Oy perustetaan marraskuussa 2008. Perustajina 4 yksityishenkilöä ja Rakennusliike Lapti Oy.
- Vuoden 2010 lopussa omistuksessa 6 päiväkotia Oulun seudulta.
- Oma pääoma noin 2 MEUR vuoden 2010 lopussa.

## 2011-2012 Ensimmäiset hoivakotihankkeet

- Ensimmäiset hoivakotihankkeet vuonna 2011.
- Kesäkuussa 2012 suoritettun osakeannin jälkeen 13 uutta osakasta.
- Lokakuussa 2012 yhtiön nimi muutetaan Suomen Hoivatiilat Oy:ksi.
- Kiinteistöportfolion käypä arvo n. 10 MEUR vuoden 2012 lopussa.

## 2013 Portfolion käypä arvo ylittää 10 MEUR

- Maaliskuussa 2013 5 MEUR:n osakeanti.
- Rakennusliike Lapti Oy irtautuu lopullisesti yhtiöstä vuonna 2013.
- Kiinteistöportfolion käypä arvo vuoden 2013 lopussa noin 14 MEUR.

## 2014-2015 Kasvu osakeanneilla

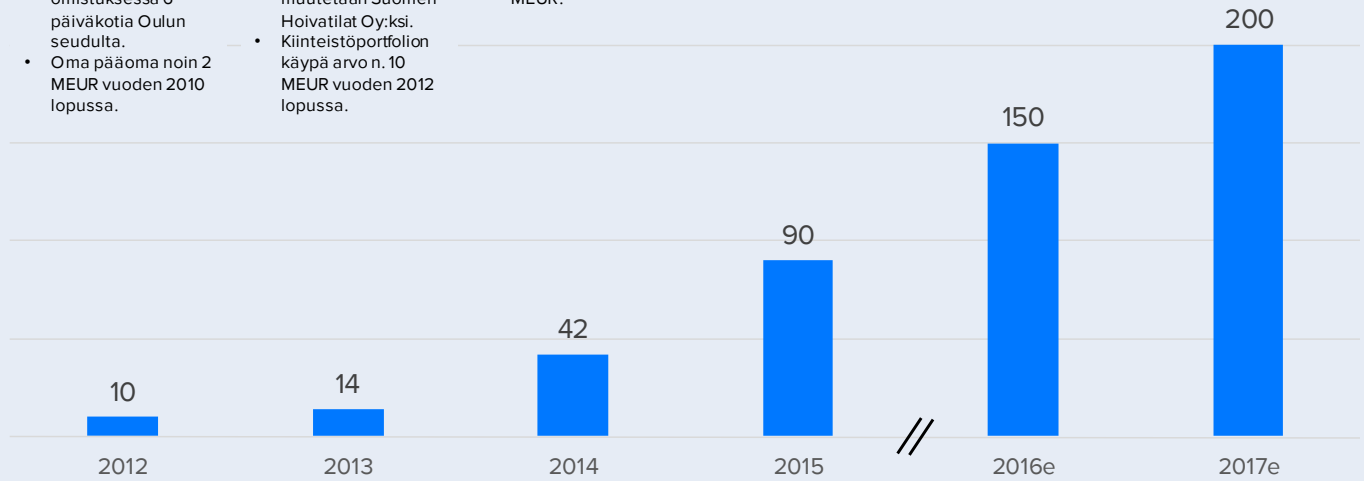
- Hoivatiilat kerää pääomaa 9,3 MEUR vuonna 2014 ja 7,1 MEUR vuonna 2015.
- Kiinteistöportfolion käypä arvo saavuttaa 90 MEUR vuonna 2015.

## 2016 Mahdollinen listautuminen pörssiin

- Mahdollinen listautuminen pörssiin keväällä 2016.
- Kiinteistöportfolion käypä arvo arviolta 130-150 MEUR vuonna 2016.

## 2017- kasvun kiihdyttäminen

- Tavoitteena kasvattaa kiinteistöportfolion käypä arvo 175-200 miljoonaan euroon vuoteen 2017 mennessä.



Lähde: Suomen Hoivatiilat

# Markkinakatsaus

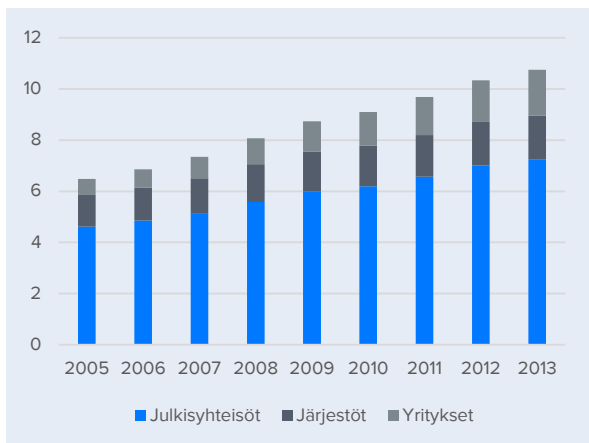
Suomen Hoivatilat on keskittynyt päivä- ja hoivakotiinenteistöihin, joiden loppukysyntä ei ole merkittävästi riippuvainen yleistoloudellisesta suhdanteesta, vaan julkisen sektorin ostoista ja yksityisten sosiaalipalveluiden markkinaosuuden kasvusta. Suomen Hoivatiloille olennaisen palvelutalo- ja asumispalveluiden markkinan koko on arviomme mukaan yli 2 miljardia euroa ja päiväkotimarkkinan koko on noin 2,6 miljardia euroa. Koko sosiaalipalvelumarkkinan vuotuinen kasvuvauhti on viime vuosina ollut noin 6,5 % ja yksityisten yritysten sosiaalipalvelumarkkinan vuotuinen kasvuvauhti noin 14 %.

## Sosiaalipalveluiden tuotos

### Toimialan koko noin 5 miljardia euroa

Sosiaalihuollon palvelujen tuottaminen on Suomessa kuntien lakisääteinen velvoite ja niitä tuottavat julkinen sektori, säätiöt sekä yksityiset yritykset. Sosiaalipalveluiden tuotos, johon kuuluvat avohuollon ja asumisen sisältävät palvelut kokonaisuudessaan on kasvanut keskimäärin 6,5 % vuodessa vuosien 2005 ja 2013 välillä ja ne olivat noin 10,8 miljardia euroa vuonna 2013. Näistä avohuollon palveluita ovat mm. lasten päivähoito ja asumisen palveluita ovat mm. vanhusten ja vammaisten hoitolaitokset sekä palvelutalot. Sosiaalipalveluiden tuotoksesta päiväkotitoiminnan osuus on arviomme mukaan noin 2,6 miljardia euroa ja Suomen Hoivatiloille olennainen palvelutalo- ja asumispalveluiden osuus on noin 2 miljardia euroa.

### Sosiaalipalveluiden tuotos Suomessa, 2005-2013 (mrd. EUR)



Lähde: Tilastokeskus

Yksityisen sektorin rooli sosiaalipalveluiden tuottajana on vahvistunut viime aikoina ja vuonna 2013 se vastasi lähes 17 prosentista koko tuotoksesta, kun vuonna 2005 vastaava osuus oli 10 %. Yritysten tuottama sosiaalipalveluiden tuotos on kasvanut keskimäärin 14 % vuodessa vuosien 2005 ja 2013 välillä.

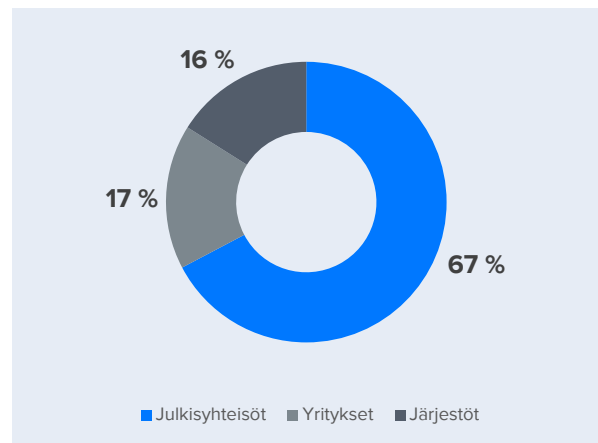
### Markkinan erityispiirteet

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

Palvelutalo- ja asumispalvelutoiminnassa suurten yritysten (yli 250 henkilö) markkinaosuus oli vuonna 2011 työ- ja elinkeinoministeriön mukaan noin 50 %. Avohuollossa, johon mm. lasten päivähoito luetaan, suurten yhtiöiden osuus oli vain 10 %. Lasten päivähoitossa on kuitenkin viime vuosina myös nähty keskittymistä ja suurten yhtiöiden markkinaosuuden kasvua. Esimerkiksi toukokuussa 2014 norjalainen Norlandia Group-konserni osti yksityisen Tenava-päivähoitoketjun.

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

### Sosiaalipalveluiden tuotos 2013 (mrd. EUR)



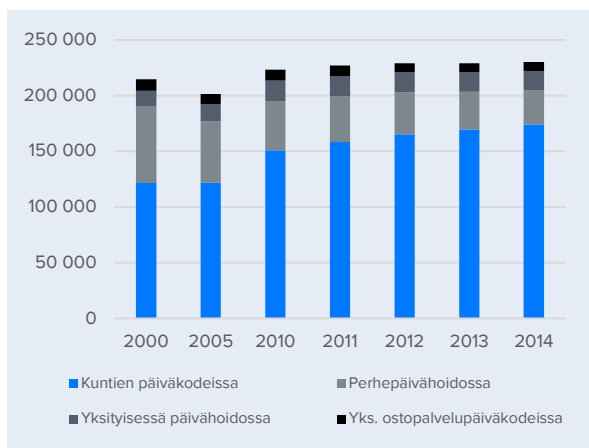
Lähde: Tilastokeskus

## Päivähoitomarkkina

### Yksityisten osuus on toistaiseksi pieni

Päiväkotitoiminta on Suomessa kuntien lakisääteinen velvoite ja siihen käytetään arviolta yli 2,6 miljardia euroa vuosittain. THL:n arvion mukaan Suomessa oli noin 4000 päiväkotia, joissa oli kaikkiaan 230 000 lasta päivähoidossa vuonna 2014. Yksityisten päiväkotien osuus on kasvanut vuoden 1997 noin 4 prosentista noin 8 prosenttiin vuoteen 2014 mennessä. Osuus kuitenkin vaihtelee kunnittain ja kaupungeittain. Esimerkiksi Oulussa yksityisten päiväkotien osuus nousi 27 prosenttiin vuonna 2014.

### Päivähoidon rakenne Suomessa (1-6 vuotiaat)



Lähde: THL

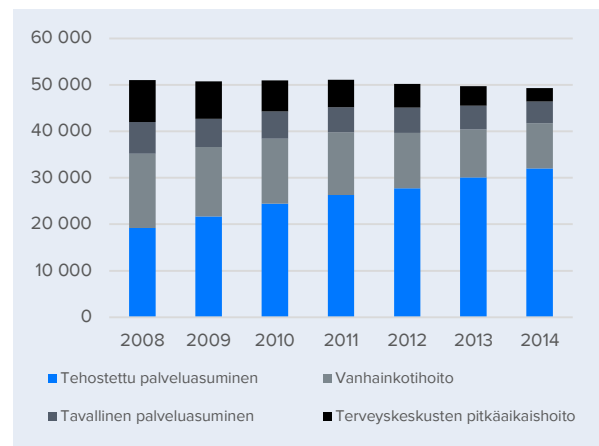
Odotamme yksityisten päiväkotien yleistyvän merkittävästi lähivuosikymmeninä, sillä yksityisten päiväkotien penetraatioaste on Suomessa suhteellisen pieni ja ala tarjoaa siksi merkittäviä kasvumahdollisuuksia suurille hoiva-alan yrityksille. Suomessa on myös kasvava tarve uusille päiväkodeille kaupungistumiskehityksen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

## Hoivakiinteistömarkkina

### Tehostettu palveluasuminen merkittävin

Kuntien ostot yksityisissä palvelutalo- ja asumispalveluissa olivat TEM:n mukaan hieman yli miljardi euroa vuonna 2013 ja markkinan suuruus oli kokonaisuudessa arviomme mukaan noin 2 miljardia euroa. Ikääntyneiden laitos- ja asumispalveluja sai THL:n mukaan Suomessa vuoden 2014 lopussa noin 22 prosenttia 75 vuotta täyttäneistä eli noin 105 000 henkilöä. Asiakasmäärät ovat kasvaneet 2000-luvulla tasaisesti. Yli 75-vuotiaiden laitos- ja asumispalveluiden kokonaisasiakasmäärä nousi vuodesta 2000 vuoteen 2014 noin 17 %. Yksityiset palveluntuottajat tuottavat ikääntyneiden palveluasumisesta merkittävän osan. Merkittävimmissä ikääntyneiden palveluasumisissa eli tehostetussa palveluasumisessa yksityisten palveluntuottajien osuus oli vuonna 2014 THL:n mukaan noin 47 prosenttia.

### Hoivapalveluiden rakenne Suomessa (yli 75-vuotiaat)



Lähde: THL

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

# Toimintaympäristön trendit

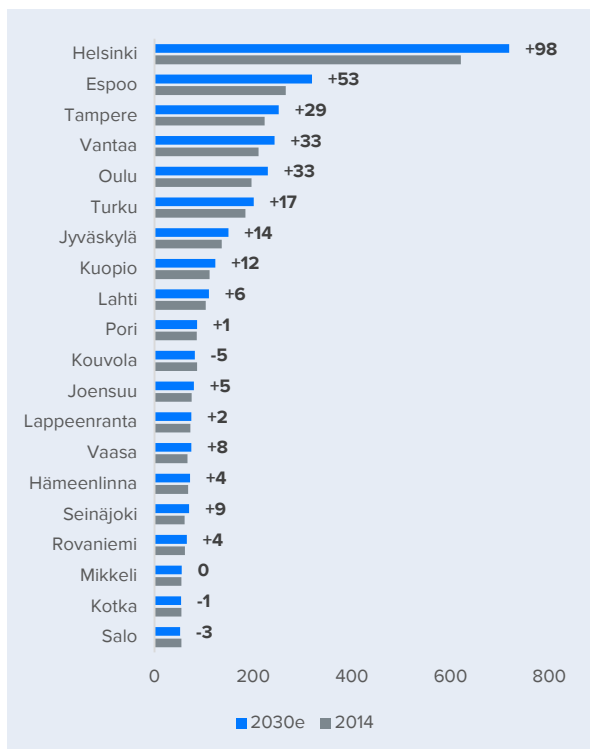
Suomessa on tällä hetkellä nähtävillä ajureita, mitkä tulevat arviomme mukaan merkittävästi lisäämään yksityisten päiväkotien ja hoivakiinteistöjen kysyntää vuosina 2016-2040. Nämä toimintaympäristön ajurit ovat: kaupungistuminen ja väestön keskittyminen, ikääntyminen, julkisen sektorin velkaantuminen ja SOTE-uudistus. Tämänhetkisten arvioiden mukaan Suomeen tarvitaan tulevaisuudessa ainakin 1000 uutta hoivakotia ja satoja uusia päiväkoteja, mitkä tarkoittavat yhteensä arviolta yli 4 miljardin euron investointeja.

## Kasvuajurit

### Kaupungistuminen ja väestön keskittyminen

Suomessa on tällä hetkellä käynnissä historiallisen nopea muuttoliike maalta kaupunkiin. Esimerkiksi pääkaupunkiseudun asukasmäärä kasvoi vuonna 2014 18 000 asukkaalla eli noin 1,4 %. Taustalla on erityisesti ihmisten muuttaminen työpaikkojen perässä kasvukeskuksiin ja kaupunkiin. Odotamme tämän kehityksen jatkuvan, sillä Suomen kaupungistumisaste on arviomme mukaan selvästi muita teollistuneita maita ja esimerkiksi Ruotsia jäljessä. VTT:n vuoden 2016 ennusteen perusteella yli 620 000 henkilöä voi Suomessa muuttaa edelleen kaupunkiseuduille vuoteen 2040 mennessä kaupungistumiskehityksen takia. Väestön keskittyminen luo arviomme mukaan vahvan kysynnän ja tarpeen päivä-, ja hoivakodeille seuraavan 25-vuoden aikana.

### Väestönkasvu Suomen 20 suurimmassa kaupungissa, 2014-2030e (tuhatta henkilöä)

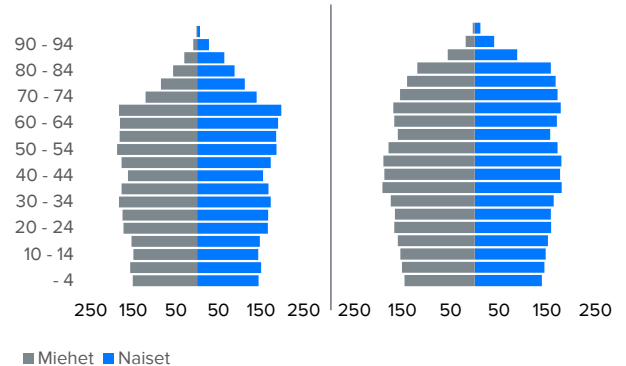


Lähde: Tilastokeskus

### Väestön ikääntyminen

Suomen väestö on yksi Euroopan nopeimmin ikääntyvistä. Tilastokeskuksen mukaan yli 75-vuotiaiden määrän odotetaan yli kaksinkertaistuvan vuodesta 2011 vuoteen 2035 mennessä. Ikääntymisen taustalla ovat toisen maailmansodan jälkeen syntyneet suuret ikäluokat, sekä vanhusten parantunut terveys ja sen tuoma eliniänodotteen voimakas kasvu. Ikääntyneiden määrän kasvu tulee aiheuttamaan merkittävää kasvua vanhusten sosiaali- ja terveystalouden, kuten vanhusten hoivatilojen kysynnälle tulevaisuudessa.

### Väestön ikärakenne 2015 ja 2030e

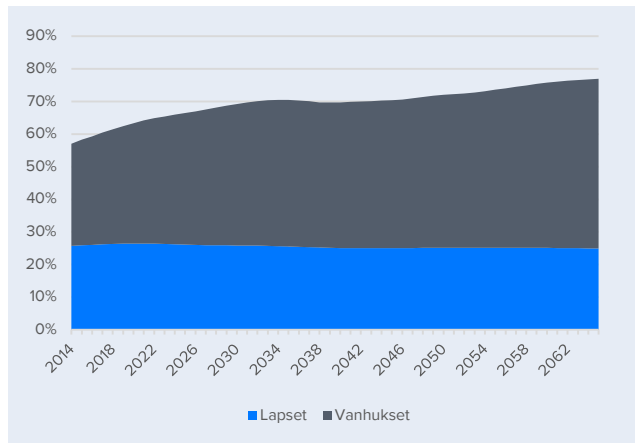


Lähde: Tilastokeskus

### Julkisen sektorin velkaantuminen

Ikääntyminen tulee aiheuttamaan merkittäviä haasteita Suomen julkisen sektorin taloudelle tulevaisuudessa. Väestöllisen huoltosuhteen eli alle 15-vuotiaiden lasten ja yli 65-vuotiaiden vanhusten määrän suhteessa työikäisiin ennustetaan kasvavan merkittävästi. Tilastokeskuksen mukaan huoltosuhte kasvaa vuoden 2014 noin 57 prosentista 77 prosenttiin vuoteen 2065 mennessä. Tämä tarkoittaa työikäisen väestön pienentymistä nykyisestä noin 64 prosentista noin 57 prosenttiin. Käytännössä julkisen sektorin menot kasvavat eläkkeiden sekä sosiaali- ja terveystalouden kasvamisen myötä, samalla kun verotulot laskevat työvoiman vähentyessä.

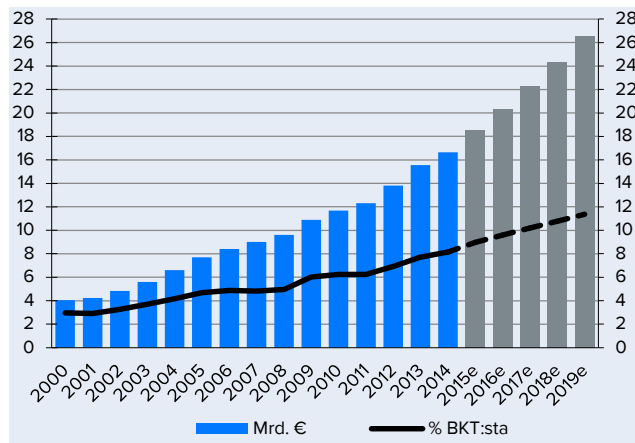
## Väestöllinen huoltosuhde 2014-2065e



Lähde: Tilastokeskus

Väestön ikääntyminen ja heikentävä huoltosuhde tulevat aiheuttamaan merkittäviä haasteita erityisesti nykyiseltään velkaantuneelle kuntasektorille. Viimeisen 10 vuoden aikana kuntien lainakanta on kaksinkertaistunut, ja sen arvioitiin olevan 16,6 miljardia euroa eli 8 % BKT:sta vuonna 2014.

## Kuntien lainakanta 2000-2019e



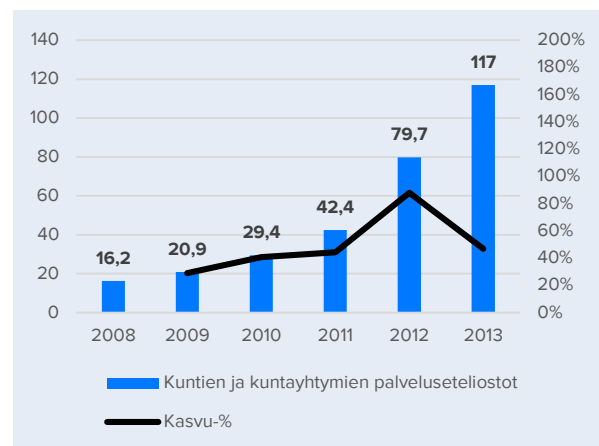
Lähde: Tilastokeskus

Julkisen talouden pitkän aikavälin rahoitusasemaa mitataan kestävyysvajeella, mikä tarkoittaa tulevien julkisen talouden alijäämien nykyarvoa. Valtiovarainministeriön arvion mukaan kestävyysvaje on tällä hetkellä noin 5 % suhteessa vuoden 2019 BKT:hen eli noin 10 miljardia euroa. Sosiaali- ja terveydenhuolto muodostavat suurimman yksittäisen erän paikallishallinnon menoista, joten niiden hillitseminen on olennaista kuntien pyrkiessä tasapainoittamaan talouttaan. Kunnat hakevatkin yhä aktiivisemmin yksityisiä toimijoita tuottamaan sosiaali- ja terveydenhuollon palveluita, koska tämä vähentää kuntien velkataakkaa. Odotamme tämän kehityksen jatkuvan ja uskomme siten Hoivatilojen kaltaisen yksityisten palveluntuottajien kysynnän kasvavan merkittävästi tulevaisuudessa.

## Palvelusetelit ja SOTE-uudistus

Odotamme palvelusetelien käytön jatkavan kasvuaan ja lisäävän merkittävästi kysyntää yksityisille päivä- ja hoivakotikiinteistöille. Palvelusetelin idea on, että kunta voi antaa palvelusetelin henkilölle, joka tarvitsee jotain kunnallista palvelua. Setelillä henkilö voi itse valita ja ostaa tarvitsemansa palvelun yksityiseltä palveluntuottajalta. Vuonna 2009 palvelusetelien käyttö laajennettiin kaikkiin sosiaali- ja terveyspalveluihin. Palvelusetelien käyttö on tämän jälkeen lisääntynyt tasaisesti sosiaali- ja terveydenhuollossa sekä päivähoitossa. Esimerkiksi palveluasumisessa palveluseteliostot kasvoivat vuonna 2013 59 % noin 42 miljoonaan euroon.

## Kuntien palveluseteliostot, miljardia euroa



Lähde: Kuntaliitto

Marraskuussa 2015 Suomen hallitus päätti SOTE-uudistuksen tekemisestä. Osana uudistusta hallitus aikoo säätää uuden valinnanvapauslainsäädännön, jonka myötä käyttäjä voi tulevaisuudessa itse valita palveluiden julkisen, yksityisen tai kolmannen sektorin tuottajan. Lainsäädäntö on tarkoitus saada voimaan 1.1.2019. Käytännössä laki tarkoittaa laajamittaista yksityistämistä ja odotamme sen lisäävän yksityisten päiväkotien ja hoivakotien kysyntää merkittävästi tulevaisuudessa. Yksityistämässä on selvää kasvuvaraa nykyisestä, sillä päivähoitossa yksityisen sektorin osuus on THL:n mukaan noin 8 % ja palveluasumisessa noin 50 %.

## Merkittävä kysynnän kasvu

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

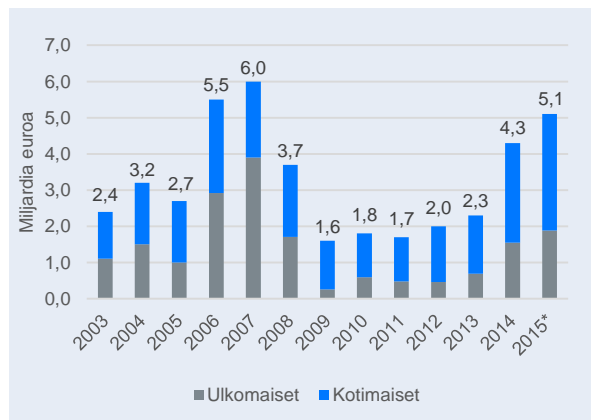


## Sijoittajakysyntä

### Voimistuva sijoittajakysyntä

Kiinteistökaupparamarkkinat käyvät tällä hetkellä erittäin vilkkaana Suomessa. KTI:n joulukuun tilastojen perusteella kiinteistöjen transaktiovolyymi nousi vuonna 2015 lähes 20 % noin 5,1 miljardiin euroon, mikä on korkein taso sitten vuoden 2007. Transaktiovolyymit ovatkin lähellä vuosien 2006-2007 kiinteistöbuumi-ajan tasoa. Odotamme kiinteistösijoitusten investointikysynnän edelleen voimistuvan Suomessa lyhyellä aikavälillä ja odotamme tämän kehityksen heijastuvan myös hoivakiinteistöihin. Odotamme hoivakiinteistöjen tuottovaatimusten laskevan, mikä osaltaan nostaa näiden kiinteistöjen arvostustasoa. Odotamme myös voimistuvan sijoittajakysynnän lisäävän kilpailua hoivakiinteistöjen rakentamisessa, mikä saattaa pitkällä aikavälillä hieman laskea Suomen Hoivatilojen rakentamisen kehityskatteita.

### Kiinteistöjen transaktiovolyymi Suomessa, 2003-2015\*



Lähde: Catella ja KTI

\*KTI arvio 21.12.2015

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

## Arvoajurit

### Toimintaympäristön positiiviset ajurit tukevat osaketta

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

Nykyinen historiallisen matala korkotaso tukee osaltaan kiinteistösijoitusyhtiöitä ja pitää näiden korkokulut pieninä. Euroopan keskuspankki laski vuoden 2014 syyskuussa ohjauskorkonsa ennätysalhaalle 0,05 prosenttiin tukeakseen euroalueen elpymistä ja torjuakseen deflaatiota. Viime vuoden maaliskuussa keskuspankki aloitti merkittävän 60 miljardin euron kuukausittaisen elvytysohjelman lisätäkseen rahan tarjontaa euroalueella. Joulukuussa 2015 keskuspankki päätti pidentää tätä velkakirjojen osto-ohjelmaa vähintään maaliskuuhun 2017 asti. Tuoreimpien ennusteiden valossa markkinoilla odotetaan EKP:n pitävän ohjauskoron alhaalla vielä vuosia.

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

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

# Toimintaympäristön kasvuajurit yhteenveto

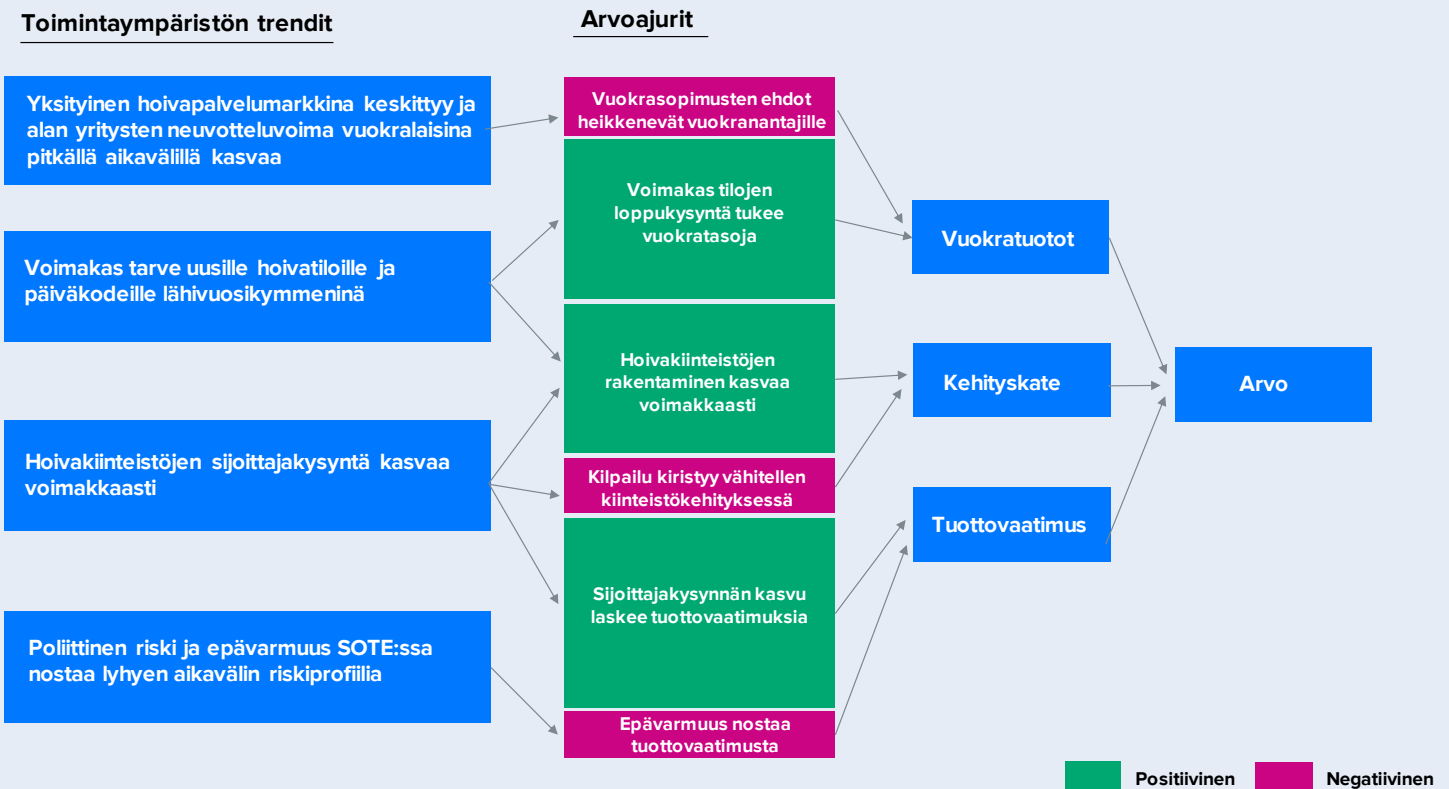
Kasvuajuri	Vaikutus
Väestön keskittyminen	<ul style="list-style-type: none"> <li>Vahva kysyntä ja tarve sadoille päiväkodeille ja myös hoivakiinteistöille.</li> </ul>
Väestön ikääntyminen	<ul style="list-style-type: none"> <li>Tarvitaan 30 000-40 000 uutta hoivakotia, mikä tarkoittaa 3-4 miljardin euron investointeja.</li> </ul>
Julkisen sektorin velkaantuminen	<ul style="list-style-type: none"> <li>Kunnat hakevat aktiivisemmin yksityisiä sijoittajia ja tulevat mielellään itse vuokratiloihin, jotka eivät kasvata kuntien velkataakkaa.</li> </ul>
SOTE -uudistus ja palvelusetelin yleistyminen	<ul style="list-style-type: none"> <li>Valinnanvapaus tulee lisääntymään etenkin päivähoidossa, missä yksityisen sektorin osuus on vasta noin 8 %.</li> </ul>

” Päivä- ja hoivakotien tilatarpeet kasvavat voimakkaasti lähivuosina. Roolinamme tässä kehityksessä on toimia kasvun ratkaisijana - sekä kasvukunnille että Hoivatilojen yritysasiakkaille

-Jussi Karjula

Lähde: Inderes ja Suomen Hoivatilat

# Toimintaympäristön trendit ja arvoajurit yhteenveto



Lähde: Inderes

# Liiketoimintamalli ja strategia

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

## Liiketoimintamalli

### Kokonaisvaltainen palveluntuottaja

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

### Proaktiivinen toimintamalli

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

### Kehitystoiminta luo kilpailuetua

Sijoittajien näkökulmasta Hoivatiilojen toimintamalli on perinteistä kiinteistösiioittamista korkeatuottoisempaa, sillä yhtiö saa omalla kiinteistökehitystoiminnallaan osan kehityskatteesta itselleen, mikä on Inderesin arvion mukaan noin 10-20 % hankkeen arvosta. Tilojen koko arvoketjun hallitseminen luo myös osaltaan kilpailuetua, sillä se mahdollistaa erilaistamisen, nopean hanketoteutuksen ja asiakkaan näkökulmasta helpon kokonaisratkaisun toimittamisen. Arvoketjun hallinta vähentää myös osaltaan kiinteistöjen omistamiseen liittyvää riskiä, sillä yhtiö pystyy tällöin itse vaikuttamaan mm. tonttien vuokrasopimusten ehtoihin, viranomaislupiin ja itse rakennusten suunnitteluun.

### Omat päiväkoti- ja hoivakotimallit

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

tehokkuutta ja mahdollistaa pienet mittakaavaedut rakentamisvaiheessa.

### Päivä- ja hoivakotimallisto



**HOIVAKOTI 15**  
Tilat 15 asukkaalle  
Toteutetaan usein T- tai L-muotoon (tonttivaraus)



**HOIVAKOTI 60**  
Tilat 60 asukkaalle  
Toteutetaan usein L-muotoon kahteen kerrakseen



**HOIVAKOTI 30**  
Tilat 30-40 asukkaalle  
Toteutetaan usein T- tai H-muotoon yhteen kerrakseen



**PÄIVÄKOTI AARRE 72**  
Muunneltavat tilat  
4 lapsiryhmälle



**PÄIVÄKOTI SATU 108**  
Muunneltavat tilat  
5-6 lapsiryhmälle



**PÄIVÄKOTI ONNI 144**  
Muunneltavat tilat 8 lapsiryhmälle  
Voidaan toteuttaa vaiheittain

Lähde: Suomen Hoivatiilat

### Erikoistuminen ja räätälöidyt ratkaisut

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

### Tavoitteena vakaa osingonmaksu

Hoivatiilojen tuotot koostuvat omistettujen kiinteistöjen vuokratuotoista, rakennuttamisen kehityskatteista sekä kiinteistöjen myyntivoitoista. Yhtiön omistamien tilojen vuokratuotot ovat Inderesin arvion mukaan 7-10 % ja myyttyjen kiinteistöjen myyntivoitot ovat olleet Inderesin arvion mukaan historiallisesti noin 15-25 % perustuen yhtiön vanhoihin tilinpäätöksiin. Myynteillä ja vuokratuotoilla yhtiö tavoittelee vakaata kassavirtaa ja tasaista osinkoa. Kiinteistömyynneillä Hoivatiilat varmistaa kiinteistöportfolion tasapainon sekä hyvän hajautuksen. Yhtiö on myynyt viimeisen 4-vuoden aikana 15 kohdetta, minkä ansiosta yhtiön vanhin kiinteistö on rakennettu vuonna 2012.

## Strategia

### Tavoitteena voimakas kasvu

Suomen Hoivatilojen tavoitteena on olla pitkäjänteinen kiinteistöjen omistaja ja vuokranantaja. Yhtiön toiminnan keskeisenä tavoitteena lähivuosille on kiinteistöomaisuuden merkittävä kasvattaminen. Hoivatilojen tavoitteena on kasvattaa kiinteistöportfolion koko vuoden 2015 noin 90 MEUR:sta 175-200 MEUR:oon vuoteen 2017 mennessä. Hoivatilojen tavoitteen mukaan kasvun tulee olla myös hallittua ja kannattavaa. Käytännössä tavoite vaatii noin 100 MEUR:n arvoisten kohteiden rakentamisen vuosina 2016-2017, mikä on mielestämme realistinen taso huomioiden yhtiön historiallinen kasvuvauhti ja tämänhetkinen rakenteilla ja lupavaiheessa oleva kiinteistökanta noin 52 MEUR.

### Painopisteenä kasvukeskukset

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

### Kohderyhmänä suuret päivä- ja hoivakotiketjut

Yhtiön strategisena tavoitteena on, että merkittävä osa yhtiön kiinteistökohteista on vuokrattu Suomen suurimmille ja tunnetuimmille päivähoito- ja hoivaketjuille, joiden taloudelliset voimavarat riittävät vuokranmaksuvelvoitteista huolehtimiseen. Pienemmille toimijoille toteutettavien kiinteistöhankeiden osalta varmistetaan jo ennen hankkeen aloitusta, että kiinteistön käyttäjän taloudelliset resurssit riittävät vuokrasopimusten hoitamiseen. Lisäksi kiinteistökohteiden vuokrasopimukset hajautetaan siten, että minkään yksittäisen vuokralaisen osuus vuokraliikevaihdosta kokonaisuutena ei kasva liian suureksi.

### Pitkät vuokrasopimukset ja vakaa tulovirta

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

## Kilpailu ja kilpailuedut

### Kilpailijoina etenkin kiinteistörahastot

Suomen Hoivatilojen kilpailijoita ovat muut päivä- ja hoivakoteja rakentavat ja vuokraavat tahot Suomessa. Rakennusliikkeet kilpailevat Suomen Hoivatilojen kanssa hoivakiinteistöjen rakentamisen kehityskatteista ja hoivakiinteistöjä omistavat instituutiosijoittajat sekä hoivakiinteistörahastot kilpailevat vuokraustoiminnassa. Arviomme mukaan hoivakiinteistöjen vuokrauksen kilpailun taso Suomessa on toistaiseksi vielä vähäistä, koska alan vuokratuotot ovat suhteellisen korkeita. Hoivakiinteistöjen rakennuttamisen kilpailutilanne ei arviomme mukaan ainakaan historiallisesti ole myöskään ollut korkea ja Suomen Hoivatilat on pystynyt saavuttamaan terveitä katteita kiinteistökehitystoiminnassaan.

Suuret rakennusliikkeet eivät arviomme mukaan muodostu merkittävää kilpailun uhkaa Suomen Hoivatilojen rakennuttamistoiminnalle, sillä tyypillisesti hoivakiinteistöhankeet ovat yksittäisiä ja vain muutaman miljoonan euron kokoisia ja siten hankkeet ovat usein liian pieniä herättääkseen suurten rakennusyhtiöiden mielenkiintoa. Pienet ja keskisuuret rakennusyhtiöt ovat arviomme mukaan Suomen Hoivatilojen pääkilpailijoita rakennuttamisessa. Hoivatilat on pystynyt saavuttamaan Inderesin arvion mukaan suhteellisen korkeita, 10-20 % kehityskatteita rakennuttamisessa, kun Suomessa keskimääräinen taso uudisrakentamisessa on tällä hetkellä selvästi tätä alempi, tyypillisesti vain noin 10 %. Arviomme mukaan kilpailu rakennuttamisessa tulee pitkällä aikavälillä väistämättä kiristymään ja kehityskatteet siten laskemaan nykyisestä lähemmäksi muun uudisrakentamisen tasoa.

Suomen Hoivatilojen kanssa hoivakiinteistöjen vuokraustoiminnassa kilpailevat hoivakiinteistörahastot ja muut hoivakiinteistöjä omistavat ja vuokraavat tahot. Tällä hetkellä Inderesin tietojen perusteella Suomessa toimii vain puolikymmentä hoivakiinteistörahastoa (Hemsö, Titanium, Trevian, eQ, Northern Horizon Capital ja GapNovus) ja näiden muodostama kilpailupaine on arviomme mukaan tällä hetkellä suhteellisen pieni. Hoivakiinteistöjen vuokratuotot ovat Suomessa tällä hetkellä suhteellisen korkealla, keskimäärin 7,4 % tasolla, mikä heijastelee mielestämme tämänhetkistä vähäistä kilpailutilannetta. Arviomme mukaan tällä tasolla olevat tuotot eivät kuitenkaan ole pitkällä aikavälillä kestäviä, vaan vuokratuotot tulevat keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä väistämättä laskemaan muiden kiinteistötyyppien tuottotasoa lähemmäksi. Arviomme tuottotasojen painuvan keskipitkällä aikavälille lähelle 6,5 % tasoa. Suomen Hoivatilojen vuokrasopimukset ovat keskimäärin 14 vuoden pituisia ja vuokratuottojen lasku tapahtuu arviomme mukaan merkittävässä määrin vasta tämän ajanjakson jälkeen sekä uusiin tulevaisuudessa solmittaviin sopimuksiin.

## Tärkeimmät kilpailuedut

Arviomme mukaan Suomen Hoivatiilojen tärkeimmät operatiiviset kilpailuedut ovat seuraavat:

- **Kokonaisvaltaisuus ja helppous asiakkaalle:** Yhteistyö Suomen Hoivatiilojen kanssa on kunnille ja hoivaoperaattoreille helppoa, sillä yhtiö tarjoaa valmiin kokonaisratkaisun päivä- ja hoivakotiinrakennuksille ”avaimet käteen” -periaatteella. Asiakkaan ei tarvitse erikseen hankkia tonttia, suunnitella rakennusta, rakennuttaa tai sopia rahoituksesta, sillä Hoivatiilat hoitaa tarvittaessa koko prosessin kokonaispalveluna asiakkaalle.
- **Nopeus ja tehokkuus:** Koko arvoketjun hallinta ja yhtiön omat valmiit päivä- ja hoivakotimallit sekä rakennuttajakumppani-verkosto mahdollistavat arviomme mukaan useita kilpailijoita tehokkaamman ja nopeamman hankintaprosessin. Hoivatiilojen arvolupauksen mukaan yhtiö pystyy toteuttamaan hoivakiinteistö jopa alle vuodessa, kun usein hoivakiinteistöhanke saattaa kestää jopa 36kk.
- **Skaalautuvuus ja kustannustehokkuus:** Suomen Hoivatiilojen kulurakenne on pääosin kiinteä ja yhtiö hoitaa rakennuttamisen ja muut prosessit pääosin omalla henkilöstöllä. Yhtiön kasvu on siten skaalautuvaa, sillä sen kulut eivät kasva samassa suhteessa toiminnan kasvun kanssa kuten tärkeimmillä kilpailijoilla eli hoivakiinteistörahastoilla. Tämä mahdollistaa pitkällä aikavälillä kilpailijoita matalamman hinnoittelun ja auttaa hoivakiinteistöhankeiden voittamisessa kuntien tarjouskilpailuissa.
- **Proaktiivisuus:** Hoivatiilojen toiminta on proaktiivista ja ennakoivaa ja yhtiö pyrkii tällä toiminnalla voittamaan päivä- ja hoivakotihankkeet itselleen ennen kilpailijoita. Yhtiö kiertää aktiivisesti kuntia ja on jatkuvasti yhteyksissä kaupunkien mahdollisista uusista hoivakiinteistöhankeista. Arviomme mukaan strategia on ainakin historiallisesti ollut menestyksellinen, sillä yhtiö on tähän mennessä voittanut yli 60 hankkeen rakennuttamisen itselleen.
- **Hioutunut konsepti:** Suomen Hoivatiilat on toiminut hoivakiinteistömarkkinoilla vuodesta 2008 alkaen ja toteuttanut jo yli 60 hoivakiinteistöhankeita. Arviomme mukaan yhtiön konsepti on hioutunut suhteellisen tehokkaaksi. Tätä heijastelee mm. yhtiön korkeat vuokratuotot, jotka ovat arviomme mukaan selvästi markkinakeskiarvon yläpuolella.
- **Sitoutettu henkilöstö:** Suomen Hoivatiilojen hallitus ja henkilöstö omistavat osakeluettelon mukaan henkilökohtaisesti noin 10 % yhtiöstä ja heillä on siten vahva kannustin kehittää yhtiön omistaja-arvoa pitkäjänteisesti. Tämä arviomme mukaan turvaa myös ulkopuolisen sijoittajan asemaa yhtiössä.
- **Osaaminen ja johto:** Suomen Hoivatiilojen tähänastiset näytöt ovat mielestämme vakuuttavia ja yhtiön taustalla on mielestämme osaava ja uskottava johto. Yhtiön hallituksen puheenjohtajana toimii pörssi-yhtiö Technopoliksen pitkäaikainen toimitusjohtaja ja hallituksen puheenjohtaja Pertti Huuskonen, jonka näytöt kiinteistöyhtiön omistaja-arvon kasvattamisessa ovat mielestämme erinomaiset. Myös Technopoliksen nykyinen talousjohtaja ja varatoimitusjohtaja Reijo Tauriainen istuu yhtiön hallituksessa. Edelleen toimialaosuamista yhtiön hallituksessa tarjoavat Suomen suurimpiin hoivayhtiöihin kuuluvan Mainio Vire Oy:n entinen toimitusjohtaja Kristiina Hautakangas, Pilke päiväkotien entinen hallituksen puheenjohtaja ja Espero Caren entinen hallituksen jäsen Mammu Kaario, sekä Rakennusliike Lapti Oy:n toimitusjohtaja Timo Pekkarinen.

# Ennusteet ja arvonmääritys

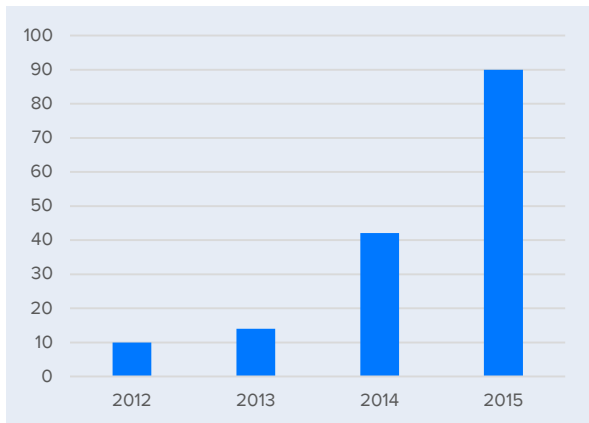
Suomen Hoivatilojen lyhyen aikavälin ennusteemme perustuvat yhtiön nykyisen kiinteistöportfolion vuokrasopimuksiin sekä tiedossa oleviin, jo sovittuihin ja vuokrattuihin kiinteistökehityshankkeisiin. Inderesin näkemyksen mukaan on todennäköistä, että Suomen Hoivatilojen osaketta tultaisiin hinnoittelemaan pörssissä preemiolla suhteessa vuoden 2015 lopun tiedossa olevaan NAV:iin. Näkemyksemme perustuu osakkeen suhteellisen matalaan riskiprofiiliin, voimakkaasti kasvavaan NAV:iin korkeaan tuottotasoon sekä vahvaan kassavirtaan Helsingin pörssin muihin kiinteistöyhtiöihin nähden.

## Historiallinen suorituskyky

### Liiketoiminta

Vuodet 2008-2013 olivat Suomen Hoivatiloilla toiminnan ylösajon aikaa. Yhtiön kirjanpitoikäytännöt näiltä vuosilta eivät ole vertailukelpoisia vuosien 2014-2015 kanssa eivätkä ne mielestämme anna oikeaa kuvaa yhtiön täydestä tulospotentiaalista. Vuonna 2014 yhtiön liiketoiminta saavutti näkemyksemme mukaan kiinteistöportfolion koon suhteen (42 MEUR) kriittisen massan ja siten vuoden 2015 tilinpäätösluvut ovat mielestämme aikaisiin lähtökohta arvioitaessa yhtiön operatiivista suorituskykyä. Vuonna 2015 Suomen Hoivatilojen oman pääoman tuotto oli 29 % ja nettovuokratuotto oli 7,1 %. 2015 osinkotuotto split-korjatulla 0,07 euron osingolla vuoden 2015 NAV:lle oli 2 %.

### Kiinteistöportfolio, 2012-2015 (MEUR)



Lähde: Inderes

## Ennusteet

### Lyhyen aikavälin ennusteet

Suomen Hoivatilojen lyhyen aikavälin ennusteemme perustuvat yhtiön nykyisen kiinteistöportfolion vuokrasopimuksiin sekä tiedossa oleviin valmistuviin kiinteistökehityshankkeisiin. Hoivatilojen kiinteistöportfolion käypä arvo oli vuoden 2015 lopussa 90 MEUR ja tilojen

nettovuokratuotto käypään arvoon oli 7,1 %. Vuokratuotot ovat hyvin ennustettavia, sillä kiinteistöjen taloudellinen vuokrausaste oli täydet 100 % ja tämänhetkiset vuokrasopimukset ovat 12-15 vuoden mittaisia. Yhtiöllä oli lisäksi tällä hetkellä rakenteilla kiinteistöjä yhteensä noin 52 MEUR:n edestä, jotka alkavat tuottaa kassavirtaa aviomme mukaan vuosien 2016-2017 aikana. Oletamme Hoivatilojen saavuttavan näistä tiloista keskimäärin 20 % kehityskatteen näiden hankkeiden valmistuttua.

### Hoivatilojen kiinteistöhankekanta 2.3.2016

	Nykyinen	Keskeneräiset	Aloittamattomat
Hankkeet, kpl	40	12	12
Vuokrattava pinta-ala (m <sup>2</sup> )	33 192	9 785	13 609
Hankintameno (MEUR)	68,4	20,5	31,7
Vuosivuokrat (MEUR)	7	1,9	2,7

Lähde: Suomen Hoivatilat

### Vuokratuotot ja kehityskatteet

Suomen Hoivatiloilla oli 2.3.2016 käynnissä 12 rakennusluvan omaavaa kiinteistökehityshankkeita yhteensä noin 21 MEUR:n edestä. Tämän lisäksi yhtiöllä oli sopimukset koskien 12 lupavaiheessa olevaa kiinteistöä, joiden yhteenlaskettu hankina-arvo on noin 32 MEUR. Yhtiön kokonaishankekanta on siten tällä hetkellä noin 52 MEUR. Kaikista näistä hankkeista on allekirjoitettu sitovat vuokrasopimukset ja niiden vuokrausaste on täydet 100 %. Tämä hankekanta rakennutetaan vuokralaisten käyttöön yhtiön mukaan vuoden 2016 ja alkuvuoden 2017 aikana. Yhtiön mukaan kyseisten hankkeiden toteuttaminen valmiiksi saakka edellyttää vielä ainakin noin 37,3 MEUR:n lisärahoituksen järjestämistä. Arviomme mukaan Hoivatilojen edellytykset tämän rahoituksen järjestämiseen ovat hyvät huomioiden yhtiön tähän tarkoitukseen saamat lainatarjoukset rahoituslaitoksilta, jotka ovat n. 30,3 MEUR.

Inderes arvioi näiden sitovien sopimusten ja nykyisen kiinteistöportfolion sovittujen indeksikorotusten nostavan vuoden 2016 vuokratuotot noin 7 MEUR:oon ja vuoden 2017 vuokratuotot noin 11 MEUR:oon. Inderesin arvion mukaan kiinteistöportfolion käypä arvo tulee nousemaan 138 MEUR:oon vuonna 2016 ja 186 MEUR:oon vuoden 2017 lopussa. Arviomme mukaan yhtiö tulee saavuttamaan noin 20 % kehityskatteen 52 MEUR:n investoinneistaan, joista 40

MEUR ehditään toteuttamaan vuoden 2016 aikana. Vuoden 2016 kehitysvoitto tulee siten arviomme mukaan olemaan noin 8 MEUR.

## Kiinteistöjen hoitokulut

Suomen Hoivatilojen kiinteistöjen vuokrasopimukset ovat nettovuokrasopimuksia ja vuokralaiset pääsääntöisesti maksavat kaikki kiinteistöjen hoitokulut. Yhtiölle tulee kuitenkin maksettavaksi tiettyjä hoitokuluja osassa kohteita, kuten esimerkiksi kiinteistöjen vakuutukset, kiinteistövero ja tonttivuokrat. Nämä olivat yhteensä 0,42 MEUR vuonna 2015 eli noin 0,5 % kiinteistöjen käyvästä arvosta. Odotamme hoitokulujen säilyvän tällä suhteellisella tasolla lyhyellä ja pitkällä aikavälillä ennusteissamme.

## Kiinteät kulut

Suomen Hoivatilojen vuoden 2015 henkilöstökulut olivat 0,74 MEUR ja liiketoiminnan muut kulut olivat yhteensä 0,48 MEUR. Inderesin arvion mukaan yhtiön henkilöstömäärä on kasvanut selvästi vuonna 2016 ja myös muihin kiinteisiin kuluihin kohdistuu lieviä kasvupaineita kuluvana vuonna. Oletamme henkilöstökulujen olevan 1,1 MEUR ja muiden kiinteiden kulujen yhteensä 0,9 MEUR vuonna 2016.

## Rahoituskulut

Suomen Hoivatiloilla oli korollista velkaa 31.12.2015 taseessa yhteensä 45,8 MEUR, mikä koostui 42,6 MEUR:n pitkäaikaisista korollisista veloista ja 3,2 MEUR:n lyhytaikaisista korollisista veloista. Korolliset velat muodostuivat kokonaisuudessaan kiinteistöyhtiöiden taseessa olevista rahoituslainoista. Lisäksi yhtiöllä oli käytettävissä luottolimiittejä 4 MEUR:n edestä. Lainojen keskiporko on 2015 tilinpäätöksen perusteella noin 1,8 %, mikä on arviomme mukaan poikkeuksellisen alhainen keskiporko kiinteistöyhtiölle. Lainojen maturiteetti on arviomme mukaan pitkä ja niiden kovenanttiehdot ovat tavanomaisia. Yhtiö on suojautunut korkoriskiltä koronvaihtosopimuksilla, joiden pääoma oli vuoden 2015 lopussa yhteensä 16 MEUR. Sopimukset ovat voimassa vuoteen 2020 asti.

Arviomme yhtiön rahoittavan 40 MEUR:n kehitysinvestointinsa noin 70 % vieraalla pääomalla, jolloin korolliset nettovelat nousee vuoden 2016 lopussa ennustemallissamme noin 76 MEUR:oon. Arviomme yhtiön keskiporkon olevan koronvaihtosopimukset ja lainojen järjestelykulut huomioiden noin 2 % ja korkokulut ovat siten noin 1,1 MEUR vuonna 2016.

## Verot

Sijoittajien on tärkeä huomioida, että vaikka yhtiö maksaa normaalin yhteisöveron (20 %), sen efektiivinen veroprosentti on huomattavasti tätä alhaisempi. Tämä johtuu siitä, että kiinteistöjen käyvän arvon muutoksista syntyvä verovelka kertyy taseeseen laskennalliseksi verovelaksi, mikä realisoituu vasta sitten, jos kiinteistö myydään. Yhtiö maksaa verovuonna yhteisöveron pääsääntöisesti vain

myyntivoitoistaan ja vuokratuloistaan. Tämän takia efektiivinen veroprosentti oli vuonna 2015 vain alle 2 %. Ennustemallissamme oletamme, ettei yhtiö myy kiinteistöjään lainkaan ja laskennallinen vero ei siten lainkaan realisoidu.

## NAV nousee 4 euroon vuonna 2017

Edelliset oletukset huomioiden Suomen Hoivatilojen vuoden 2016 liikevaihto saavuttaa 7 MEUR, liikevoitto on 13 MEUR ja nettotulos on noin 10 MEUR. Oletuksillamme vuoden 2016 kiinteistöportfolion käypä arvo saavuttaa 138 MEUR ja NAV kasvaa vuoden 2015 noin 50 MEUR:sta 60 MEUR:oon. Osakekohtainen NAV kasvaa oletuksissamme vuoden 2015 3,2 eurosta noin 3,9 euroon vuoden 2016 loppuun mennessä ja vuoden 2017 alussa valmistuvien kehityshankkeiden ansiosta noin 4,0 euroon. Painotamme, että ennusteemme eivät sisällä lainkaan oletusta osakeannista vuoden 2016 aikana.

## Pitkän aikavälin ennusteet

Pitkän aikavälillä ennustamme Hoivatilojen nettovuokratuoton hieman laskevan kiristyvän kilpailutilanteen takia ja nettovuokratuottoasteen painuvan siten vähitellen 6,5 prosenttiin vuoden 2015 noin 7,1 prosentista vuoteen 2025 mennessä. Oletamme Hoivatilojen investoivan kehityshankkeisiin noin 40 MEUR vuodessa vuosina 2017-2018, joista saavutetaan keskimäärin 20 % kehityskate. Tämän jälkeen vuotuisten kehityshankkeiden on oletettu olevan noin 20 MEUR ja kehityskatteen laskevan vähitellen 15 prosentin tasolle hoivakiinteistöjen rakentamisen kilpailun kiristymisen myötä. Näiden ennusteiden mukaisesti Hoivatilojen portfolion käypä arvo saavuttaa 186 MEUR vuonna 2017 ja 234 MEUR vuonna 2018.

Hoivatilojen liiketoiminta on osittain skaalautuvaa, sillä yhtiön kiinteät kulut eivät arviomme mukaan kasva samassa suhteessa kiinteistöportfolion ja nettovuokratuottojen kanssa. Arviomme mukaan yhtiö pystyy kasvattamaan kiinteistöportfolion koon 200 MEUR:oon suhteellisen pienellä lisäyksellä nykyiseen henkilöstömäärään ja kiinteisiin kuluihin. Arviomme henkilöstökulujen ja muiden kulujen kasvavan keskimäärin 2 % vuodessa pitkällä aikavälillä. Edelleen kasvu tarjoaa arviomme mukaan pieniä mittakaavaetuja rahoituskuluihin, joiden ennustamme olevan pitkällä aikavälillä 3,0 %.

Hoivatilojen kasvaessa yhtiön suhteellinen kulurakenne pienenee ja kiinteistöportfolion kiinteistökohtainen ja maantieteellinen hajautus paranevat, mikä edelleen alentaa yhtiön kokonaisriskiprofiilia. Kiinteistöportfolion odotettu suorituskyky, kasvu, ennustettu korkotaso ja yhtiön kulurakenne huomioiden odotamme Hoivatilojen yltävän lähivuosina ja pitkällä aikavälillä noin 15 % kokonaistuottoon nettovarallisuudelle (NAV) ja lähivuosina noin 3-5 prosentin osinkotuottoon nettovarallisuudelle. Ennusteemme on esitetty tarkemmin viereisellä sivulla.

Oletukset (MEUR)	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Portfolion käypä arvo vuoden lopussa	-	90	138	186	234	258	281	304	328	351	375
Portfolion käypä arvo (k.a)	-	53	100	162	210	246	269	293	316	339	363
Nettovuokratuotto-% (k.a)	-	7,2 %	7,1 %	6,9 %	6,9 %	6,9 %	6,9 %	6,9 %	6,9 %	6,9 %	6,9 %
Henkilöstökulujen kasvu	-	61 %	50 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %
Kiinteiden kulujen kasvu	-	68 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %
Kehitysinvestoinnit vuodessa	-	-	40	40	40	20	20	20	20	20	20
Kehityskate	-	-	20 %	20 %	19 %	18 %	17 %	16 %	15 %	15 %	15 %
Korkokulut	2 %	1 %	2 %	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %
Vero-%	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %
<b>Liikevaihto</b>	<b>1,8</b>	<b>3,8</b>	<b>7,1</b>	<b>11,2</b>	<b>14,5</b>	<b>17,1</b>	<b>18,6</b>	<b>20,2</b>	<b>21,9</b>	<b>23,6</b>	<b>25,1</b>
Kehitysvoitot (käyvän arvon muutos)	8,7	11,6	8,0	8,0	7,6	3,6	3,4	3,2	3,1	3,1	3,1
Henkilöstökulut	-0,5	-0,7	-1,1	-1,1	-1,1	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2
Kiinteät kulut	-0,5	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
<b>Liikevoitto</b>	<b>9,6</b>	<b>13,8</b>	<b>13,1</b>	<b>17,2</b>	<b>20,1</b>	<b>18,5</b>	<b>19,9</b>	<b>21,2</b>	<b>22,8</b>	<b>24,4</b>	<b>25,9</b>
Korkokulut	-0,3	-0,6	-1,1	-2,0	-2,9	-4,2	-4,7	-5,1	-5,5	-5,9	-6,4
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>9,2</b>	<b>13,2</b>	<b>12,0</b>	<b>15,1</b>	<b>17,2</b>	<b>14,4</b>	<b>15,2</b>	<b>16,1</b>	<b>17,3</b>	<b>18,5</b>	<b>19,5</b>
Verot	-1,8	-2,7	-2,4	-3,0	-3,4	-2,9	-3,0	-3,2	-3,5	-3,7	-3,9
<b>Nettotulos</b>	<b>7,4</b>	<b>10,5</b>	<b>9,6</b>	<b>12,1</b>	<b>13,7</b>	<b>11,5</b>	<b>12,1</b>	<b>12,9</b>	<b>13,8</b>	<b>14,8</b>	<b>15,6</b>
<b>Operatiivinen tulos (EPRA)</b>	<b>0,4</b>	<b>1,2</b>	<b>3,2</b>	<b>5,7</b>	<b>7,7</b>	<b>8,6</b>	<b>9,4</b>	<b>10,3</b>	<b>11,4</b>	<b>12,3</b>	<b>13,1</b>
<b>Kokonaistuotto NAV:ille</b>	-	<b>29 %</b>	<b>21 %</b>	<b>15 %</b>	<b>15 %</b>	<b>15 %</b>	<b>15 %</b>	<b>15 %</b>	<b>15 %</b>	<b>15 %</b>	<b>15 %</b>
Osingonjakosuhte oper. tuloksesta	131 %	83 %	50 %	50 %	50 %	50 %	50 %	50 %	50 %	50 %	50 %
Osinko	0,5	1,0	1,6	2,8	3,8	4,3	4,7	5,2	5,7	6,2	6,6
<b>Osinkotuotto-% NAV:ille</b>	<b>1,7 %</b>	<b>2,1 %</b>	<b>2,6 %</b>	<b>3,1 %</b>	<b>3,6 %</b>	<b>5,2 %</b>	<b>5,6 %</b>	<b>5,6 %</b>	<b>5,8 %</b>	<b>5,8 %</b>	<b>5,9 %</b>

Lähde: Inderes

## Arvonmääritys

### Arvonmäärityksen lähtökohdat

Hoivatilojen osakkeen hinnoittelun lähtökohtana tulee näkemyksemme mukaan toimimaan yhtiön nettovarallisuus (NAV). Siten sijoittajan tärkein arvostusmittari yhtiössä on osakkeen markkinahinta suhteutettuna nettovarallisuuteen (P/NAV-luku). Osakkeen arvonkehityksen kannalta keskeisiä ohjaavia tekijöitä ovat arviomme mukaan nettovuokratuotto-%, osinkotuotto-%, NAV:in kokonaistuotto-% ja oman pääoman tuotto-%.

Hoivatilojen osakkeen arvostustasoon mahdollisen pörssilistautumisen jälkeen kohdistuu epävarmuutta, sillä Pohjoismaissa ei tällä hetkellä ole tietääksemme yhtään pelkästään hoivakiinteistöihin keskittyntä listayhtiötä ja Euroopan tasollakin on vain muutama alan listattu yhtiö. Helsingin pörssin kiinteistösijoitusyhtiöt arvostettiin maaliskuussa 2016 16-33 % alle nettovarallisuuden. Hoivakiinteistöjen riskiprofiili on kuitenkin selvästi kaupallisia kiinteistöjä pienempi ja tuottotaso on taas selvästi asuntokiinteistöjä korkeampi. Lisäksi Suomen Hoivatiloiilla on muita Helsingin pörssin kiinteistöyhtiöitä enemmän rakennuttamis- ja kiinteistökehitystoimintaa. Suomen Hoivatilojen osakkeen arvonmääritykseen ei siten mielestämme voi suoraan soveltaa muiden Helsingin pörssin kiinteistöyhtiöiden arvostuskertoimia.

Pohjois-Amerikassa on useita pörssilistattuja hoivakiinteistöyhtiöitä eli n.k. Health Care REIT:tejä. Toimiala on huomattavasti vakiintuneempi Eurooppaan verrattuna ja alan yhtiöillä on myös näyttää pitkä toimintahistoria. Yhdysvalloissa listatut hoivakiinteistöyhtiöt on historiallisesti arvostettu selvästi listattuja asuntosijoitusyhtiöitä ja listattuja kaupallisia kiinteistöyhtiöitä korkeammalle. Maaliskuussa 2016 Yhdysvaltojen suuret pörssilistatut hoivakiinteistöyhtiöt arvostettiin keskimäärin 42 % yli nettovarallisuuden. Vastaavasti suuret listatut asuinkiinteistöyhtiöt arvostettiin samaan aikaan keskimäärin 6 % yli nettovarallisuuden. Euroopassa Suomen Hoivatilojen verrokkiryhmän arvostustaso oli maaliskuussa 2016 keskimäärin 26 % yli nettovarallisuuden ja listattujen asuinkiinteistöyhtiöiden noin 4 % yli nettovarallisuuden.

Huomautamme, että Suomen toimintaympäristö (lainsäädäntö, verotus, valtion rooli hoiva-alalla) ja pääomamarkkinan fundamentit ovat hyvin erilaisia Yhdysvaltoihin ja muihin Euroopan maihin verrattuna ja siksi näiden verrokkiryhtiöiden arvostustasoja ei voi mielestämme sellaisenaan soveltaa Suomen Hoivatiloihin. Ne kuitenkin mielestämme tarjoavat näkökulman hoivakiinteistöjen tuotto/riski -suhteesta muihin kiinteistötyyppeihin nähden.



## 2016 lopun NAV:iin pohjautuva arvostus

Suomen Hoivatiiloilla oli 2.3.2016 jo sovittuja ja valmiiksi vuokrattuja kehityshankkeita yhteensä noin 52 MEUR:n edestä. Nämä hankkeet tulevat Inderesin arvion mukaan nostamaan Suomen Hoivatiilojen osakekohtaisen NAV:iin noin 3,9 euroon vuoden 2016 loppuun mennessä.

Vuoden 2016 NAV tulee siten kasvamaan kehityshankkeilla 21%. Tähän kasvuun ei arviomme mukaan sisälly merkittäviä riskejä, sillä hankkeet on jo vuokrattu 100 % vuokrausasteella sitovin sopimuksin. Yhtiö myös rakennuttaa nämä tilat itse rakentajakumppaninsa kanssa, mikä osaltaan vähentää rakentamisen kokonaisriskiä. Tämä 21 % kasvu tulisi mielestämme huomioida Suomen Hoivatiilojen arvostuksessa mahdollisen pörssilistautumisen yhteydessä osakkeen verrokkeja korkeammalla hinnoittelulla.

## Osakkeen kokonaistuottoon pohjautuva arvostus

Suomen Hoivatiilojen osakkeen kokonaistuotto muodostuu sijoittajan näkökulmasta vuotuisista osingoista, sekä osakkeen osakekohtaisen nettovarallisuuden (NAV) kasvusta. Arviomme mukaan tämä kokonaistuotto tulee Suomen Hoivatiilojen nykyisellä toimintamallilla olemaan noin 15 % pitkällä aikavälillä. Osinkotuotto jää lähivuosina arviomme mukaan suhteellisen pieneksi, noin 2-3 % tasolle yhtiön panostaessa kasvuun ja merkittävin tuotokomponentti sijoittajille tulee siten olemaan NAV:iin kasvu.

Sijoittajan on oleellista ymmärtää, että Hoivatiilojen osakkeen NAV-preemion kasvaessa efektiivinen kokonaistuotto laskee ja preemion laskiessa efektiivinen tuotto nousee. Mikäli osaketta hinnoitellaan alennuksella suhteessa NAV:iin, tarjoaa osake suurempaa tuottoa kuin yhtiön taseessa oleva nettovarallisuus.

Olemme havainnollistaneet oikealla ylhäällä olevassa taulukossa osakkeen kokonaistuottoa, kun osaketta hinnoitellaan pörssissä 0-40 % preemiolla ja osakkeen kokonaistuotto olisi Inderesin arvion mukainen 10-16 %. Esimerkiksi mikäli Hoivatiilojen vuotuinen kokonaistuotto (osinko + NAV:iin kasvu) on 12 % ja osaketta hinnoiteltaisiin 20 % preemiolla suhteessa NAV:iin nähden, olisi sijoittajan saama kokonaistuotto 10 %. Tuotto on 30-40 % preemion tasolla arviomme mukaan suhteellisen vahva 10-12 %, mikä tukee näkemystämme osakkeen hinnoittelusta preemiolla suhteessa NAV:iin.

## Osakkeen efektiivinen kokonaistuotto eri preemiotasoilla

		Kokonaistuotto NAV:ille			
		10 %	12 %	14 %	16 %
Osakkeen preemio	0 %	10,0 %	12,0 %	14,0 %	16,0 %
	10 %	9,1 %	10,9 %	12,7 %	14,5 %
	20 %	8,3 %	10,0 %	11,7 %	13,3 %
	30 %	7,7 %	9,2 %	10,8 %	12,3 %
	40 %	7,1 %	8,6 %	10,0 %	11,4 %

Lähde: Inderes

## DCF-arvonmääritys

Olemme havainnollistaneet Suomen Hoivatiilojen arvonmääritystä diskontattujen kassavirtojen nykyarvomallin (DCF) avulla. Arvonmäärityksen on tarkoitus havainnollistaa rahavirtojen muodostumista vuosittain ja niihin liittyvää tuottovaatimusta. Ennusteidemme mukaisesti Suomen Hoivatiilojen osakkeen hinnoittelu vuoden 2016 lopun arvioidun NAV:iin tasolle tarkoittaisi laskelmiemme perusteella noin 8,0 prosentin keskimääräistä oman pääoman tuottovaatimusta ja 6,8 prosentin koko pääoman tuottovaatimusta (WACC). Tämä arvostustaso on mielestämme houkutteleva huomioiden yhtiön suhteellisen matala riskiprofiili ja voimakas NAV:iin kasvu.

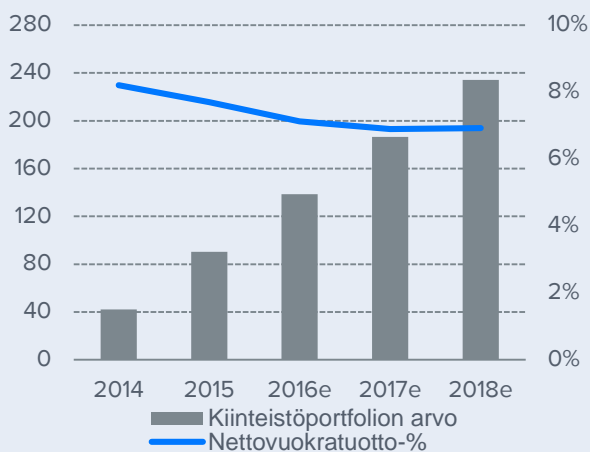
Painotamme sijoittajille, että Suomen Hoivatiilojen kassavirta tulee olemaan lähivuosina arviomme mukaan selvästi negatiivinen yhtiön investoidessa vuosittain 20-40 MEUR kasvuhankkeisiin. Ennustemallissamme yhtiön vuotuinen kassavirta kääntyy positiiviseksi vasta vuonna 2025. Mallissamme yhtiö pystyy kuitenkin maksamaan osinkoa koko kasvuvaiheen ajan ja myös rahoittamaan kaikki investointihankkeet tulorahoituksella ja vieraalla pääomalla ilman oman pääoman keräämistä markkinoilta. Mikäli yhtiö keräisi mahdollisessa listautumisannissa lisää pääomaa, pystyisi se arviomme mukaan vauhdittamaan hankkeitaan, investoimaan ennustamaamme enemmän kasvuun sekä saavuttamaan ennustettamme korkeampia kasvu- ja tuottolukuja.

## Pidämme preemiohinnoittelua perusteltuna

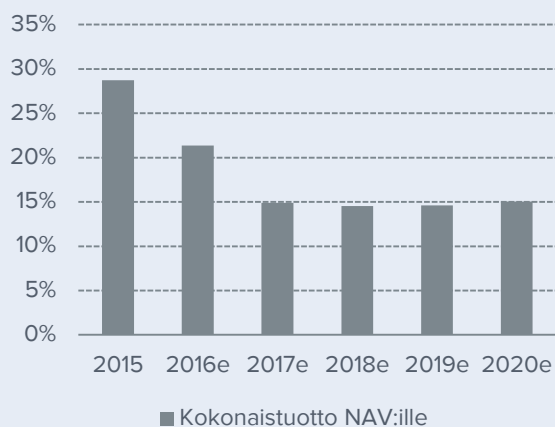
Inderesin näkemyksen mukaan on todennäköistä ja perusteltua, että Suomen Hoivatiilojen osaketta tultaisiin hinnoittelemaan pörssissä preemiolla suhteessa vuoden 2015 lopun tiedossa olevaan NAV:iin. Näkemyksemme perustuu osakkeen suhteellisen matalaan riskiprofiiliin, voimakkaasti kasvavaan NAV:iin, sekä korkeaan tuottotasoon ja vahvaan kassavirtaan Helsingin pörssin muihin kiinteistöyhtiöihin nähden. Odotamme, että Suomen Hoivatiilojen tuotto/riski -suhde tulisi laskemaan pörssissä vertailukelpoiseksi muita pörssin kiinteistöyhtiöitä korkeamman arvostustason kautta.

## Tulosennusteet ja arvostus

### Portfolion arvo ja nettovuokratuotto-%



### Kokonaistuotto NAV:ille



## Suomen Hoivatilojen eurooppalaiset verrokki

Verrokki	NAV*	Osinko	Osake	MCAP**	Preemio	Osinkotuotto
Aedifica SA	45,46	2,0	60,5	856	33,1 %	3,3 %
Care Property Invest	9,24	0,6	16,5	210	78,0 %	3,8 %
Cofinimmo S.A.	98,35	5,5	101,6	2143	3,3 %	5,4 %
Gecina SA	102,5	4,7	113,2	7190	10,4 %	4,1 %
Primary Health Properties plc	87,7	5,0	106,0	612	20,9 %	4,7 %
Target Healthcare REIT Limited	100,8	6,2	111,3	248	10,4 %	5,6 %
<b>Keskiarvo</b>				<b>1877</b>	<b>26 %</b>	<b>4,5 %</b>
<b>Mediaani</b>				<b>734</b>	<b>16 %</b>	<b>4,4 %</b>

\*EPRA NAV

\*\*MEUR 2.3.2016 GBP/EUR-kurssilla

Lähde: Bloomberg 2.3.2016

# Tuloslaskelma, tase ja DCF-malli

## Tuloslaskelma

(MEUR)	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Liikevaihto (vuokratuotot)	1,8	3,8	7,1	11,2	14,5
Käyvän arvon muutokset	8,5	11,2	8,0	8,0	7,6
Henkilöstökulut	-0,5	-0,7	-1,1	-1,1	-1,1
Muut kulut	-0,5	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9
Muut tuotot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>9,6</b>	<b>13,8</b>	<b>13,1</b>	<b>17,2</b>	<b>20,1</b>
Poistot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Liikevoitto</b>	<b>9,6</b>	<b>13,8</b>	<b>13,1</b>	<b>17,2</b>	<b>20,1</b>
Liikevoiton kertaerät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liikevoitto ilman kertaerää	9,6	13,8	13,1	17,2	20,1
Rahoituserät	-0,3	-0,6	-1,1	-2,0	-2,9
Osuus osakkuusyrityksien tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Voitto ennen veroja</b>	<b>9,2</b>	<b>13,2</b>	<b>12,0</b>	<b>15,1</b>	<b>17,2</b>
Muut erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verot	-1,8	-2,7	-2,4	-3,0	-3,4
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettotulos</b>	<b>7,4</b>	<b>10,5</b>	<b>9,6</b>	<b>12,1</b>	<b>13,7</b>
Operatiivinen tulos (EPRA)	0,4	1,2	3,2	5,7	7,7
Satunnaiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Tilikauden tulos</b>	<b>7,4</b>	<b>10,5</b>	<b>9,6</b>	<b>12,1</b>	<b>13,7</b>
Osakekohtainen tulos	0,82	0,80	0,69	0,78	0,89
<b>Oper. osakekohtainen tulos (EPRA)</b>	<b>0,04</b>	<b>0,09</b>	<b>0,23</b>	<b>0,37</b>	<b>0,49</b>

## Tase

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016e	2017e	Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016e	2017e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>42,1</b>	<b>90,5</b>	<b>138,5</b>	<b>186,5</b>	<b>Oma pääoma</b>	<b>28,1</b>	<b>45,2</b>	<b>53,7</b>	<b>64,0</b>
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	Osakepääoma	0,1	0,1	0,0	0,0
Aineettomat oikeudet	0,0	0,0	0,0	0,0	Kertyneet voittovarot	12,1	22,1	30,7	41,0
Käyttöomaisuus	42,1	90,5	138,5	186,5	Omat osakkeet	0,0	0,0	0,0	0,0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	Muu oma pääoma	15,9	23,0	23,0	23,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>22,0</b>	<b>47,3</b>	<b>77,3</b>	<b>111,5</b>
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>10,0</b>	<b>6,8</b>	<b>0,8</b>	<b>1,2</b>	Laskennalliset verovelat	2,3	4,7	6,3	7,9
Varastot	0,0	0,0	0,0	0,0	Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	Lainat rahoituslaitoksilta	19,6	42,6	71,0	103,5
Myyntisaamiset	0,2	0,3	0,4	0,7	Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0
Likvidit varat	9,8	6,5	0,4	0,6	Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>52,1</b>	<b>97,3</b>	<b>139,3</b>	<b>187,7</b>	<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>2,1</b>	<b>4,7</b>	<b>8,2</b>	<b>12,3</b>
					Lainat rahoituslaitoksilta	1,4	3,2	5,3	7,8
					Lyhytaikaiset korottomat velat	0,6	1,5	2,9	4,5
					Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0
					<b>Taseen loppusumma</b>	<b>52,1</b>	<b>97,3</b>	<b>139,3</b>	<b>187,7</b>

## DCF-malli

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>13,8</b>	<b>13,1</b>	<b>17,2</b>	<b>20,1</b>	<b>18,5</b>	<b>19,9</b>	<b>21,2</b>	<b>22,8</b>	<b>24,4</b>	<b>25,9</b>	<b>25,9</b>	
+ Kokonaispoistot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Maksetut verot	-0,2	-0,8	-1,4	-1,9	-2,2	-2,5	-2,7	-3,0	-3,2	-3,5	-4,1	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,2	-0,4	-0,6	-0,8	-0,8	-0,9	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1	
+ verot rahoitustuotosta	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	1,2	1,4	1,1	0,9	0,5	0,5	0,6	0,6	0,5	0,1	
- Käyvän arvon muutokset	-11,6	-8,0	-8,0	-7,6	-3,6	-3,4	-3,2	-3,1	-3,1	-3,1	0,3	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>2,6</b>	<b>5,3</b>	<b>8,7</b>	<b>11,1</b>	<b>12,8</b>	<b>13,7</b>	<b>14,9</b>	<b>16,4</b>	<b>17,6</b>	<b>18,8</b>	<b>21,1</b>	
+ 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	
- Bruttoinvestoinnit	-36,8	-40,0	-40,0	-40,0	-20,0	-20,0	-20,4	-20,4	-20,4	-20,4	3,4	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-34,2</b>	<b>-34,7</b>	<b>-31,3</b>	<b>-28,9</b>	<b>-7,2</b>	<b>-6,3</b>	<b>-5,1</b>	<b>-4,0</b>	<b>-2,8</b>	<b>-1,6</b>	<b>21,1</b>	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-34,2	-34,7	-31,3	-28,9	-7,2	-6,3	-5,1	-4,0	-2,8	-1,6	21,1	367,1
Diskontattu vapaa kassavirta	-32,8	-27,6	-23,9	-19,9	-15,6	-12,4	-10,0	-8,2	-6,8	-5,6	11,0	191,5
<b>Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta</b>	<b>99,5</b>	<b>132,3</b>	<b>159,9</b>	<b>183,8</b>	<b>189,4</b>	<b>193,9</b>	<b>197,4</b>	<b>199,9</b>	<b>201,6</b>	<b>202,5</b>	<b>191,5</b>	
<b>Velaton arvo DCF</b>	<b>99,5</b>											
- Korolliset velat	-45,8											
+ Rahavarat	6,5											
-Vähemmistöosuus	0,0											
-Osinko/pääomapalautuksen oikaisu	0,0											
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>	<b>60,2</b>											
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>	<b>3,89</b>											

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



# Liite: Omistusrakenne

## 10 Suurinta osakkeenomistajaa osakelukumäärän perusteella\*

		<b>Osakkeiden määrä, kpl</b>	<b>Omistusosuus-%</b>
1	Nurture Property Holding Oy*	3 078 381	19,85 %
2	Nurture Real Estate Holding Oy*	1 688 631	10,89 %
3	Eino Hintsala	923 439	5,96 %
4	Timo Pekkarinen**	829 896	5,35 %
5	Tuomas Ahola	706 077	4,55 %
6	Pirkko ja Jukka Ruusu Oy****	649 368	4,19 %
7	Ahti Väisänen***	624 711	4,03 %
8	Harri Hyväri*****	582 753	3,76 %
9	MEVita Invest Oy	579 318	3,74 %
10	MN16-Holding Oy	492 027	3,17 %
<b>10 Suurinta yhteensä</b>		<b>10 154 601</b>	<b>65,49 %</b>

\*Partnera Oy:n määräysvallassa

\*\*Mukaan lukien Timo Pekkarisen määräysvalta-yhtiö Tirinom Oy:n omistus

\*\*\*Mukaan lukien Ahti Väisäsen määräysvalta-yhtiön Aspire Oy:n omistus

\*\*\*\*Mukaan lukien määräysvalta-yhtiö Milerosa Oy:n omistus

\*\*\*\*\*Mukaan lukien Harri Hyvärin määräysvalta-yhtiön EH-Konsultointi Oy:n omistus

# 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 kehoitukseksi 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 neuvonantaja. 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 kuuden kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on nelipolinen suosituksin 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 jakaamaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy:llä ei ole omistuksia 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/>

# Inderes Oy

Inderesin tavoitteena on tehdä Helsingin pörssistä parempi markkinapaikka. Edistämme suomalaisen pääomamarkkinan toimintaa toimimalla informaatiolinkkinä yritysten ja sijoittajien välillä. Vuonna 2009 perustettu yhtiö on työntekijöiden omistama.

## Inderes Oy

Itämerenkatu 5

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/inderes

Palkittua analyysiä osoitteessa [www.inderes.fi](http://www.inderes.fi)



2015

#1 ennustetarkkuus



2014

#1 ennustetarkkuus



2014

#1 suositustarkkuus



2012

#1 suositustarkkuus



2012

#2 suositustarkkuus



2007, 2010, 2012

#1 suositustarkkuus





inde  
res.

**Palkittua  
analyysiä.**