

CITYVARASTO OYJ

13.10.2026 9.00 EEST



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS

SEURANNAN ALOITUS

Ostopaikka Suomen pienvarastokentän kiistattomassa kuninkaassa

Cityvarasto on Suomen selvästi suurin pienvarastoyhtiö, jonka kiinteistöliiketoimintaa täydentävät pakettiautovuokraus ja muuttopalvelut. Kasvustrategian ytimessä on elinkaarensa loppupään kiinteistöjen edullinen hankinta ja asteittainen konvertointi pienvarastoiksi noin 15 %:n käyttökäytetuotolla investoinnille. Liikevaihto onkin kasvanut viimeiset kymmenen vuotta keskimäärin noin 20 % vuodessa, ja arvioimme yhtiön kykenevän jatkamaan vahvaa, joskin tavoitetta selvästi hitaampaa, kannattavaa tuloskasvua (oik. EBITDA 11 % p.a. 2026–30) myös lähivuosina. Pidämme arvostusta monesta eri näkökulmasta tarkasteltuna erittäin houkuttelevana (EV/EBITDA 2027e: 10x) yhtiön kasvunäkymään, markkina-asemaan ja maltilliseen riskitasoon nähden. Aloitamme seurannan 17,00 euron tavoitehinnalla ja Osta-suosituksella.

Strategian kurinalaista ja tuottoisaa toteutusta jo yli 20 vuotta

Toimitusjohtaja Ville Stenroos perusti Cityvaraston vuonna 1999, ja pitkän aikavälin kehitys on ollut erittäin vahvaa. Yhtiö on Suomen ainoa valtakunnallinen pienvarastoketju noin 30 %:n markkinaosuudella. Strategian ytimessä on ostaa edullisesti elinkaarensa loppupään toimitilakiinteistöjä hyvistä sijainneista ja muuttaa niitä vaihteittain pienvarastoiksi kysynnän mukaan. Toimitilavuokrat tuovat kassavirtaa jo konversiovaiheessa, ja pienvarastojen neliövuokra on 2,6-kertainen toimitiloihin nähden. Malli sitoo vähemmän pääomaa kuin uudisrakentaminen, ja vakiintuneiden kohteiden noin 15 %:n käyttökäytetuotto investoinnille on kiinteistöalalla erinomainen. Näin on syntynyt tasearvoltaan noin 212 MEUR:n kiinteistöportfolio (>75 % pk-seutu, Tku ja Tre), joka sisältää rakenteilla olevat kohteet mukaan lukien 82 toimipistettä yli 30 kaupungissa. Vuokrattavasta alasta noin puolet on yhä toimitiloja, joista suurin osa muutetaan pienvarastoiksi 5-10 vuodessa, ja kummankin käyttöaste on hyvällä tasolla. Kiinteistöliiketoiminta tuo vajaat 90 % liikevoitosta, ja loput tulevat liitännäispalveluista eli PakuOvelle.comin pakettiautovuokrauksesta sekä muuttopalveluista. Niiden tehtävä on ohjata asiakkaita pienvarastoihin, ja synergiat ovat vahvat (ristiinmyynti, yhteinen brändi ja verkkokauppa, noutopisteet varastojen piholla). Noin 25 % asiakkaista käytti vuonna 2024 useampaa kuin yhtä konsernin palvelua. Stenroos omistaa yhä noin 47 % osakkeista, mikä sitouttaa johdon vahvasti mutta korostaa avainhenkilöriskiä.

Pienvarastomarkkinan kasvun taustalla vahvat trendit

Suomen pienvarastomarkkinan arvo oli CBRE:n mukaan noin 47 MEUR vuonna 2025, ja markkina on kasvanut vuosina 2021-2025 noin 6 %

vuodessa. Kysyntää ajavat kaupungistuminen, tavarapaljous, asuntojen pieneneminen ja väestön ikääntyminen, jotka ovat pitkän aikavälin megatrendejä. Nousu Pohjoismaiden keskimääräiselle penetraatiotasolle tarkoittaisi lähes 50 % nykyistä suurempaa varastokantaa. Vuonna 2026 ennustamme liikevaihdon kasvavan 15 % 31,3 MEUR:oon eli päätyvän aivan ohjeistuksen ylälaitaan (31,2 MEUR). Oikaistu käyttökäte (12,7 MEUR) taas jää ennusteissamme ohjeistuksen alarajalle liitännäispalveluiden heikomman kannattavuuden vuoksi, joten näemme lievän tulosvaroitusriskin. Yhtiön strategiaikaudella 2024-2029 ennustamme liikevaihdon kasvavan keskimäärin 12 % vuodessa tavoitteen mukaisesti ja vuosina 2027-2030 keskimäärin 7 % vuosittain. Oikaistu käyttökätemarginaali nousee ennusteissamme 45,2 %:iin vuonna 2029 ja jää selvästi yhtiön 50 %:n tavoitteesta. Uudet kohteet laimentavat kannattavuutta ylösajovaiheessa, ja matalakatteisen muuttoliiketoiminnan osuus on kasvanut. Keskeiset ennusteriskit liittyvät vahvaan investointivaiheeseen, kilpailun kiristymiseen ja liitännäispalveluiden kannattavuuteen. Vahva tase (LTV Q2'26: 20,0 %) mahdollistaa mielestämme tavoitteiden mukaisen 10 MEUR:n investointitahdin lähivuosina.

Herkullinen ostopaikka pitkän aikavälin arvonluojayhtiössä

Cityvaraston kurssi on laskenut 16,00 euron IPO-hinnasta arviomme mukaan aikaisemman suuromistajan irtaantumisen (blokkikaupalla hintaan 13,75 €) ja korkojen nousun heikentämän kiinteistösentimentin takia. Blokkikaupassa myös sisäpiiri osti merkittävästi osakkeita. Korkojen nousun vaikutus Cityvarastoon on mielestämme kuitenkin suhteellisen maltillinen. Nykykurssilla EV/EBITDA-kertoimet (2026e: 12,2x, 2027e: 10,2x) ovat 25-33 % alle eurooppalaisten pienvarastoverrokkien mediaanin, joka on sekin 10 vuoden pohjissa. Liitännäispalveluiden osuus huomioidenkin alennus on mielestämme liian suuri verrokkeja nopeampaan kasvuun nähden, eikä hyvä tuotto-odotus vaadi kertoimien nousua. Ennustamme oikaistun operatiivisen EPS:n kasvavan noin 16 % vuodessa vuoteen 2030, mikä ylittää osingon kanssa selvästi 9,0 %:n tuottovaateemme. Konservatiivinen osien summa (15,4 €) ja DCF-laskelmamme (19,1 €) alleviivaavat houkuttelevaa arvostustasoa. Arvonmäärityksemme ei perustu ulkoisen arvioitsijan määrittämään nettovarallisuuteen (23,43 €), mutta näemme yhtiön potentiaalisena yritysostokohteena, jonka hinnoittelu voisi vastata NAV-arvoa. Tulosvaroitusriski ja heikko kiinteistösentimentti ovat lyhyen aikavälin vastatuulia, mutta pitkäjänteiselle sijoittajalle tuotto-odotus on näkemyksemme mukaan erittäin houkutteleva.

Suositus

Osta

(aik. -)

Tavoitehinta:

17,00 EUR

(aik. - EUR)

Osakekurssi:

12,75 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2025	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	27,1	31,3	34,1	36,5
kasvu-%	21 %	15 %	9 %	7 %
EBIT oik.	16,7	10,2	14,2	14,9
EBIT-% oik.	61,7 %	32,5 %	41,6 %	40,9 %
Nettotulos	10,7	6,0	9,7	10,3
EPS (oik.)	1,49	0,83	1,22	1,29

P/E (oik.)	11,2	15,4	10,5	9,9
P/B	0,9	0,6	0,6	0,6
Osinkotuotto-%	0,7 %	0,9 %	1,0 %	1,1 %
EV/EBIT (oik.)	10,4	14,5	10,4	9,8
EV/EBITDA	16,0	12,2	10,2	9,2
EV/Liikevaihto	6,4	4,7	4,3	4,0

Lähde: Iderecs

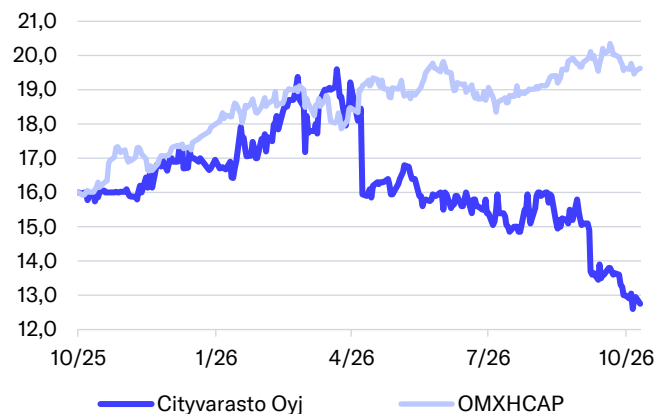
Ohjeistus

(Ennallaan)

Tilikauden 2026 liikevaihdon arvioidaan olevan 29,9–31,2 miljoonaa euroa, kasvua noin 10–15 % verrattuna tilikauteen 2025 (2025: 27,1 miljoonaa euroa).

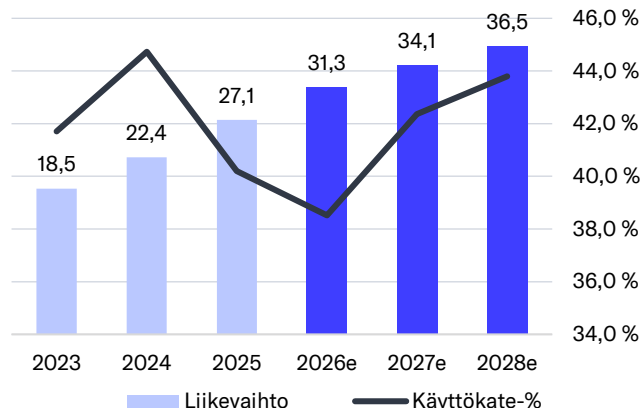
Tilikauden 2026 oikaistun käyttökäteen arvioidaan olevan 12,7–13,9 miljoonaa euroa, kasvua noin 5–15 % verrattuna tilikauteen 2025 (2025: 12,1 miljoonaa euroa).

Osakekurssi



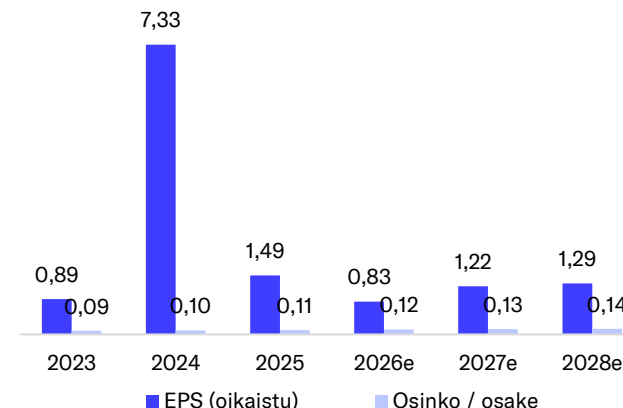
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja käyttökate-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Markkinan vahvan kasvun jatkuminen
- Kyky jatkaa investointeja hankkimalla uusia kiinteistöjä ja tekemällä yritysostoja houkuttelevilla 15 %:n tuottotasoilla
- Nykyisen tilakannan konversiopotentialiaali
- Houkutteleva yritysostokohde suurille ulkomaisille toimijoille
- Liiketoiminnan synergioiden ja ristiinmyyntipotentialin täysimääräinen ulosmittaus
- Suomen talouden ja asuntomarkkinan piristyminen

Riskitekijät

- Kilpailun kiristyminen
- Suomen talouden heikko kehitys
- Korkea avainhenkilöriski
- Hyvin keskittynyt omistus
- Vahva investointivaihe päällä
- Korkotason nousun jatkuminen

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	12,8	12,8	12,8
Osakemäärä, milj. kpl	7,99	7,99	7,99
Markkina-arvo	102	102	102
Yritysarvo (EV)	148	148	147
P/E (oik.)	15,4	10,5	9,9
P/E	17,0	10,5	9,9
P/E (Operatiivinen)	14,6	12,1	10,5
P/B	0,6	0,6	0,6
P/S	3,3	3,0	2,8
EV/Liikevaihto	4,7	4,3	4,0
EV/EBITDA	12,2	10,2	9,2
EV/EBIT (oik.)	14,5	10,4	9,8
Osinko/tulos (%)	16,0 %	10,7 %	10,9 %
Osinkotuotto-%	0,9 %	1,0 %	1,1 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Cityvarasto lyhyesti	5
Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6-9
Kiinteistöliiketoiminta	10-16
Liitännäispalvelut	17-20
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	21-24
Markkinakatsaus ja kilpailutilanne	25-32
Sijoitusprofiili ja riskiprofiili	33-34
Taloudellinen tilanne	35-39
Verrokkien kehitys	40-43
Ennusteet	44-49
Arvonmääritys	50-53
Liitteet	54-58
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	59

Cityvarasto lyhyesti

Cityvarasto on vuonna 1999 perustettu suomalainen pienvarasto-, pakettiautovuokraus- ja muuttopalvelualan yhtiö. Cityvarasto-konserniin kuuluvat emoyhtiö Cityvarasto Oyj:n lisäksi merkittävimpinä tytäryhtiöinä pakettiautovuokraukseen erikoistunut PakuOvelle.com Oy sekä muuttopalveluyhtiöt Suomen Opiskelijamuutot Oy ja Ja-Ki Muutto Oy.

1999

Perustamisvuosi

29,2 MEUR (Q2'25: 24,3 MEUR)

Liikevaihto Q2'26 rullaava 12 kk

41,1 % (Q2'25: 44,9 %)

Oik. käyttökate-% Q2'26 rullaava 12 kk

212 MEUR (Q2'25: 197 MEUR)

Kiinteistöportfolion käypä arvo Q2'26 lopussa

83 % ja 25,5 € (Q2'25: 79 % ja 25,9 €)

Pienvarastojen käyttöaste ja keskivuokra €/m²/kk Q2'26 lopussa

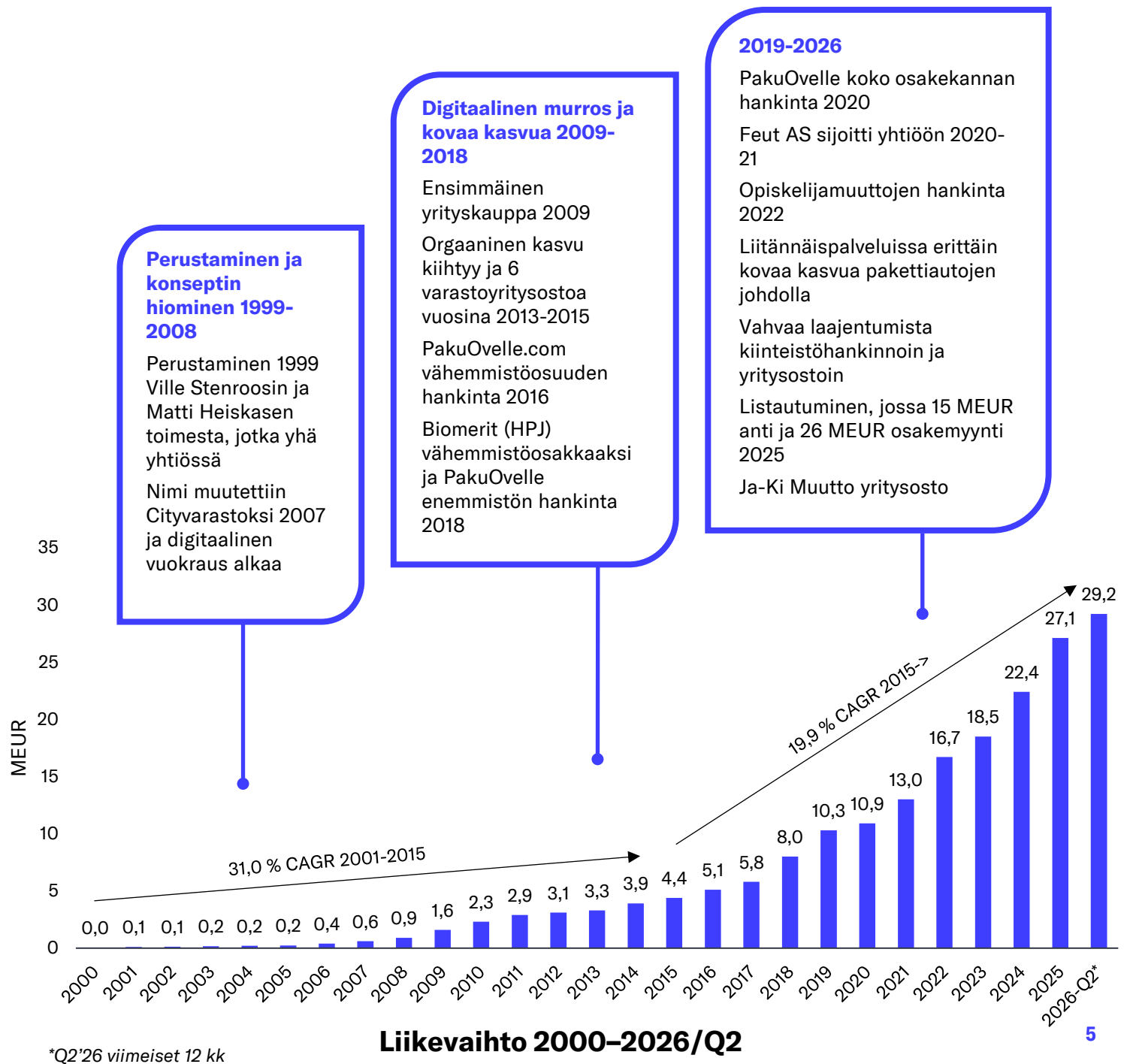
20,0 % ja 23,4 € (Q2'25: 23,5 % ja 23,0 €)

Lainoitusaste (LTV) ja NAV per osake Q2'26 lopussa

0,79 € (Q2'25: 0,75 €)

Oikaistu operatiivinen tulos per osake Q2'26 rullaava 12 kk

Lähde: Cityvarasto, Inderes



Yhtiökuvaus

Cityvarasto pähkinäkuoressa

Cityvarasto on Suomen selvästi suurin pienvarastoyhtiö, joka vuokraa säilytystilaa yksityishenkilöille ja yrityksille. Yhtiön liiketoiminnan keskiössä on kyky hankkia elinkaarensa loppupäässä olevia kiinteistöjä edullisesti ja konvertoida ne asteittain pienvarastokäyttöön. Cityvarasto on saavuttanut elinkaaren loppuvaiheessa olevien kiinteistöjen osalta erinomaisen noin 15 %:n nettotuottotason investointikustannukselle. Yhtiö omistaa valtaosan kiinteistöistään, ja vajaa puolet vuokrattavasta pinta-alasta on vielä vaihtelevassa toimitilakäytössä. Toimitilat tuottavat vuokravirtaa jo ennen konversiota ja toimivat samalla varantona tulevalle pienvarastokapasiteetille. 82 toimipisteen verkosto kattaa 30 kaupunkia Suomessa ja valtaosa portfolion käyvästä arvosta painottuu Helsingin seudulle sekä muihin kasvukeskuksiin.

Kiinteistöliiketoimintaa täydentävät liitännäispalvelut, joiden perimmäinen tehtävä on tuoda lisää pienvarastoasiakasvirtaa yhtiölle. Erittäin kovaa viime vuosina kasvanut PakuOvelle.com on Suomen suurin pakettiautojen vuokraaja, ja muuttopalveluita tarjoavat Opiskelijamuutot sekä vuoden 2026 alussa hankittu Ja-Ki Muutto. Kaikkien liiketoimintojen synergiat ovat vahvat palveluiden ristiinmyynnin ja yhteisten resurssien hyödyntämisen kautta. Konsernin liikevaihto oli tilikaudella 2025 noin 27 MEUR, josta kiinteistöliiketoiminta tuotti noin 70 % ja reilu 80 % liikevoitosta. Konsernin keskimääräinen liikevaihdon vuosikasvu on ollut viimeiset 10 vuotta noin 20 %.

Kokonaisuutena Cityvaraston palvelukokonaisuuteen, toimialan suurimpaan mittakaavaan, brändiin ja kehitysmalliin nojaavat kilpailuedut ovat näkemyksemme mukaan vahvat. Näemme yhtiöllä vielä selvää kasvupotentiaalia vahvojen megatrendien tuella kasvavassa pienvarastomarkkinassa.

41 MEUR:n listautuminen lokakuussa 2025

Cityvarasto listautui Nasdaq First North -markkinapaikalle lokakuussa 2025. Merkintähinta oli 16,00 euroa osakkeelta (henkilöstöannissa 14,40 euroa), ja yhtiö keräsi noin 15 MEUR:n bruttovarat. Annin lisäksi listautumiseen sisältyi nykyisten omistajien (Stonerose Capital, Feut ja Matti Heiskanen) noin 26 MEUR:n osakemyynti. Koko listautumismyynnin ja -annin toteutunut koko oli siten noin 41 MEUR, ja markkina-arvo listautumisessa oli noin 128 MEUR. Listautumismyynti ja -anti ylimerkittiin sekä yleisö- että instituutioannin osalta, ja kansainvälisten sijoittajien kysyntä oli vahvaa pieneksi yhtiöksi. Ankkurisijoittajat (Elo, Odin Kiinteistö, Sp-Rahastoyhtiön rahastot, SKAGEN, Takoa Invest ja Biomerit) merkitsivät osakkeita yhteensä 20 MEUR:lla eli noin 43 %:lla koko transaktiosta, ja omistajia oli listautumisen jälkeen 1 261. Cityvarasto sai listautumisessa paljon instituutiosijoittajia, mikä on mielestämme positiivinen signaali.

Annin varat on tarkoitus käyttää kasvustrategian tukemiseen, sisältäen toimipisteiden hankinnat ja kehityshankkeet, yritysjärjestelyt ja muut kasvuinvestoinnit. Listautumisen tavoitteina olivat lisäksi strategisen joustavuuden lisääminen, pääsy pääomamarkkinoille, omistuspohjan laajentaminen ja tunnettuuden kasvattaminen sekä osakkeen tehokkaampi käyttö vastikkeena yritysostoissa ja henkilöstön palkitsemisessa. Yhtiö sitoutui 180 päivän sekä hallitus, johtoryhmä ja antiin osallistunut henkilöstö 360 päivän luovutusrajoituksiin. Yhtiön arvioimat listautumisen palkkiot ja kulut olivat noin 1,7 MEUR. Kulutaso suhteessa kerättyihin bruttovaroihin (reilut 10 %) on absoluuttisesti korkea, mutta arviomme mukaan melko tavanomainen pienikokoiselle listautumiselle, jossa on myös merkittävä osakemyynti mukana. Q4'25-luvuilla laskettuna yhtiö arvostettiin toteutuneella noin 13,3x EV/EBITDA-kertoimella.

Johtoryhmä



Ville Stenroos
Toimitusjohtaja 1999–
DI, s. 1973
Omistus: 3 779 340 kpl



Matti Heiskanen
Operatiivinen johtaja
1999–
DI, s. 1974
Omistus: 110 128 kpl



Matti Leinonen
Talousjohtaja 2021–
Tradenomi, s. 1983
Omistus: 3 624 kpl



Mikko Erkkilä
Liitännäispalveluiden
toimitusjohtaja 2020–
KTM, s. 1976
Omistus: 4 500 kpl



Elina Himberg
Myynti- ja
markkinointijohtaja 2025–
Tradenomi, s. 1986
Omistus: 690 kpl

Hallitus



Aki Kostander
Hallituksen pj. 2025–
KTM, s. 1969
Omistus: 304 000 kpl



Ville Stenroos
Hallituksen jäsen 1999–
DI, s. 1973
Omistus: 3 779 340 kpl



Laura Vartiainen
Hallituksen jäsen 2026–
KTM, s. 1984
Omistus: Takoa Invest Oy
162 000 kpl (lähipiiriyhtiö)



Salla Tuominen
Hallituksen jäsen 2025–
OTM, s. 1976
Omistus: 675 kpl

Johdon omistukset ja suurimmat omistajat

Johdon ja hallituksen omistukset (30.9.2026)

Nimi ja asema	Osakkeita, kpl	Osakkeista, %
Ville Stenroos Toimitusjohtaja (Stonerose Capital Oy)	3 779 340	47,08
Aki Kostander Hallituksen pj. (Biomerit Oy)	304 000	3,79
Laura Vartiainen Hallituksen jäsen (Takoa Invest)	162 000	2,02
Matti Heiskanen Johtoryhmän jäsen	110 128	1,37
Mikko Erkkilä Johtoryhmän jäsen	4 500	0,06
Matti Leinonen Talousjohtaja	3 624	0,05
Elina Himberg Johtoryhmän jäsen	690	0,01
Salla Tuominen Hallituksen jäsen	675	0,01
Yhteensä	4 364 957	54,38

Johto on hyvin sitoutunut yhtiöön omistuksiansa puolesta

Johdon ja hallituksen suora omistus Cityvarastossa oli 9/2026 yhteensä noin 4,4 miljoonaa osaketta eli 54,4 % osakekannasta, mikä on pörssiyhtiöksi poikkeuksellisen korkea taso ja sitoo johdon intressit tiiviisti muihin osakkeenomistajiin. Omistus on kuitenkin voimakkaasti keskittynyt. Toimitusjohtaja Ville Stenroos omistaa Stonerose Capitalin kautta 47,1 % osakkeista, hallituksen puheenjohtaja Aki Kostander Biomeritin kautta 3,8 %, ja operatiivinen johtaja Matti Heiskanen 1,4 %, kun taas muun johtoryhmän omistukset ovat hyvin pieniä. Lisäksi hallituksen jäsenen Laura Vartiaisen lähipiiriyhtiö Takoa Invest omistaa 2,0 % osakkeista. Pidämme toimitusjohtajan mittavaa omistusta vahvana positiivisena signaalina sitoutumisesta, joskin se tarkoittaa samalla, että omistus ja päätösvalta nojaavat voimakkaasti yhteen avainhenkilöön. Näemme tämän kuitenkin selvästi nettopositiivisena ja mielestämme yksi Cityvaraston sijoitustarinan kulmapilareista on vahvan yrittäjäyysmentaliteetin säilyminen.

Suurimmat omistajat (Top 15, 30.9.2026)

Omistaja	Osakkeita	Osakkeista, %
1. Stonerose Capital Oy (toimitusjohtaja)	3 779 340	47,08
2. SEB (hallintarekisteröity)	1 481 126	18,45
3. Työeläkeyhtiö Elo	362 500	4,52
4. Työeläkeyhtiö Varma	360 000	4,48
5. Biomerit Oy (Hallituksen puheenjohtaja)	304 000	3,79
6. Takoa Invest Oy (Laura Vartiaisen lähipiiriyhtiö)	162 000	2,02
7. Sp-Rahasto Kotimaa	160 000	1,99
8. Eläkeyhtiö Veritas	156 250	1,95
9. Sp-Rahasto Pienyhtiöt	146 250	1,82
10. Danske Invest Finnish Equity	125 998	1,57
11. Merimieseläkekassa	115 000	1,43
12. Matti Heiskanen (Operatiivinen johtaja)	110 128	1,37
13. Proprius Partners Micro Finland	70 000	0,87
14. Sijoitusrahasto EQ Suomi	54 403	0,68
15. Aktia Finnish Micro Cap	47 500	0,59
Top 15 suurinta omistajaa yhteensä	7 434 495	92,62

Omistajakunta on hyvin keskittynyt, mukana myös paljon institutionaalisia sijoittajia

Cityvarastolla on pieneksi ja matalan likviditeetin yhtiöksi poikkeuksellisen paljon suuria institutionaalisia sijoittajia omistajalistallaan. Mielestämme on hyvä merkki, että useat suuret sijoittajat ovat valmiita sitoutumaan pitkäjänteisesti yhtiöön. Kotitalouksien omistusosuus on vain 4,9 %.

Listautumishetkellä Cityvaraston toiseksi suurin omistaja oli norjalainen sijoitusyhtiö Ferncliff TIH AS (Feut AS). Ennen listautumista yhtiön omistus oli 25 % ja yhtiö myi vajaa puolet omistuksestaan listautumisen yhteydessä. Huhtikuussa 2026 yhtiö myi noin 5 % Cityvaraston osakekannasta listautumishintaan (16,00 € per osake) blokkikaupalla, jonka ostajina olivat useat institutionaaliset sijoittajat. Feut AS myi loput omistuksestaan (7,3 %) syyskuussa 2026 blokkikaupalla hintaan 13,75 €/osake. Johto ja hallitus ostivat kaupasta 125 000 osaketta (noin 1,7 MEUR), mikä viestii mielestämme vahvasta uskosta yhtiöön. Pääosa lopuista meni yhtiön olemassa oleville ja uusille institutionaalisille sijoittajille.

Cityvaraston historialliset yrityskaupat

Cityvaraston yritysjärjestelyt 2009-2026

Vuosi	Kohde	Kuvaus
2009	Hämeen Minivarasto Oy	Liiketoimintakauppa
2013	Agenttivarastot	Liiketoimintakauppa (Salainen Agentti Oy)
2014	Tampereen Kaupunkivarastot Oy	Sulautuminen Cityvarastoon
2014	Citystaff Oy	Sulautuminen Cityvarastoon
2014	Torivarasto	Liiketoimintakauppa (Cicu Oy)
2014	Turun Minivarasto Oy	Liiketoimintakauppa
2015	Varastopiste	Liiketoimintakauppa
2016	PakuOvelle.com	Vähemmistöosuuden hankinta
2016	HomeBox Finland Oy	Liiketoimintakauppa
2017	Hämeen pikkuvarastot Oy	Osakekannan hankinta
2018	PakuOvelle.com	Enemmistöosuus, laajentuminen pakettiautonvuokraukseen
2018	Lahden Ykkösvarasto Oy	Liiketoimintakauppa
2020	PakuOvelle.com	Koko osakekanta, kokonaan omistetuksi tytäryhtiöksi
2021	Cityvarasto Hyvinkää	Franchising-toimipisteen liiketoiminta
2021	Lappeenrannan Minivarasto	Liiketoimintakauppa
2022	Tavarasto	Liiketoimintakauppa
2022	Opiskelijamuutot	Liiketoimintakauppa, laajentuminen muuttopalveluihin
2023	Puupeukalo Oy	Osakekannan hankinta (Oulun Monivarasto)
2023	Varastosta Oy	Osakekanta ja Varastokopit.fi:n liiketoiminta
2024	Eurovarasto	Kiinteistö Oy Jääsalontie 12:n osakekanta ja liiketoiminta
2026	Ja-Ki Muutto	Liiketoimintakauppa, suuremmat muuttokokonaisuudet
2026	Kenguruvarastot Oy	Osakekannan hankinta (Vantaa, noin 700 m ²)

Lähde: Cityvarasto, Inderes

Sijoitukset yhtiöön

Vuosi	Tapahtuma	Kuvaus
2018	Biomerit Oy	Sijoitus, vähemmistöosakkaaksi
2020	Feut AS	Sijoitus, suurimmaksi vähemmistöosakkaaksi
2021	Feut AS	Jatkosijoitus yhtiöön
2025	Osakeanti (IPO)	938 628 uutta osaketta, noin 15 MEUR:n bruttovarat yhtiölle
2025	Osakemyynti (IPO)	Myyjät myivät noin 1,9 milj. osaketta, noin 31 MEUR:n bruttovarat (sis. lisäosakeoption)

Cityvaraston liiketoimintamalli

KIINTEISTÖLIIKETOIMINTA Arvonluonnin kiertokulku



CITYVARASTON JA PIENVARASTOJEN ERITYISPIIRTEITÄ

- Pienvarastot kiinteistöinä**
Korkea neliövuokra, tuhansia pieniä vuokrasopimuksia ja dynaaminen hinnoittelu
- Cityvarasto on Suomen suurin toimija**
Ainoa valtakunnallinen pienvarastoketju
- Vahva brändi, kuluttaja-asiakkaat**
Alan korkein tunnettuus (57 %), valtaosa myynnistä verkossa

LIITÄNNÄISPALVELUT Strateginen rooli tuoda asiakasvirtaa pienvarastoihin

PakuOvelle.com
549 autoa, 7,1 MEUR

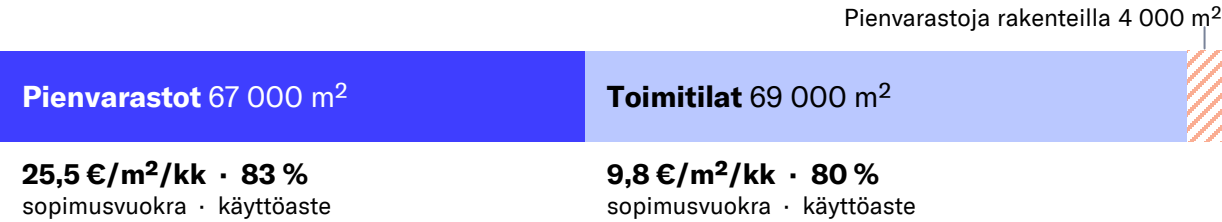
Muuttopalvelut
1,1 MEUR (2025)

Synergiat
~30 % liikevaihdosta

Synergiat: Yhteinen brändi ja verkkokauppa, ilmainen mainostila pakettiautoissa, ristiinmyynti ja noutopisteet varastojen pihoilla

Lähde: Cityvarasto, Inderes. Luvut Q2'26, ellei toisin mainita.

KIINTEISTÖPORTFOLIO Vuokrattava pinta-ala Q2'26, yhteensä 140 000 m²



Asteittainen konversio

Noin 20 000 m² toimitiloista muutetaan pienvarastoiksi seuraavan viiden vuoden aikana (yhtiön arvio). Noin 2/3 bruttoalasta muuttuu vuokrattavaksi pienvarastoksi, ja neliövuokra on noin 2,6-kertainen.

82 toimipistettä **212 MEUR** käypä arvo **20 %** LTV, tavoite alle 35 %

Kiinteistöliiketoiminta 1/6

Kiinteistöliiketoiminnan yleiskuvaus

Kiinteistöliiketoiminta on Cityvaraston ydinliiketoimintaa, ja se kattaa pienvarastojen sekä muiden tilojen vuokrauksen ja pienvarastopalvelut. Segmentti vastasi vuonna 2025 noin 71 prosentista konsernin liikevaihdosta ja loppuosa tuli liitännäispalveluista eli pakettiautovuokauksesta ja muuttopalveluista. Pienvarastoina vuokrattavaa pinta-alaa oli noin 67 000 neliometriä ja erilaisia toimitiloja noin 69 000 neliometriä (Q2'26), joista suurin osa konvertoidaan pienvarastoiksi tulevaisuudessa. Pienvarastojen kysyntää tukevat useat selkeät rakenteelliset trendit. Kaupungistuminen ja maahanmuutto lisäävät asukkaita kasvukeskuksissa, joissa asunnot ja niiden säilytystilat ovat pieniä. Samaan aikaan asutokunnat pienenevät ja niiden määrä kasvaa, väestö ikääntyy ja vaurastuu sekä tavaraa kertyy.

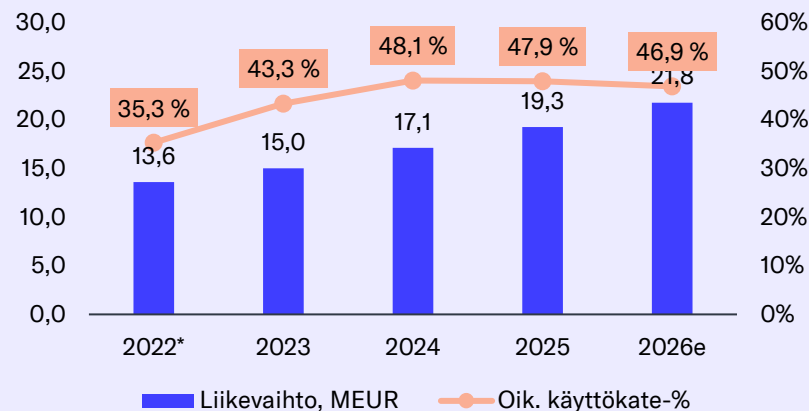
Yhtiöllä oli Q2'26 pienvarastotoimipisteitä 82. Cityvarasto toimii tällä hetkellä 30 kaupungissa ja sillä on arviomme mukaan hyvin merkittävä noin 30 %:n markkinaosuus Suomessa. Yhtiön mukaan listautumishetkellä (Q2'25) noin 60 % Suomen väestöstä asui 15 minuutin etäisyydellä yhtiön pienvarastotoimipisteestä. Yhtiö omisti noin 90 prosenttia liiketoimintansa kiinteistöistä, ja listautumishetkellä toimipisteistä 34 sijaitsi sen omistamilla tonteilla, 18 pitkäaikaisilla maanvuokratonteilla ja 20 vuokratuissa toimitiloissa. Verkosto painottuu kasvukeskuksiin ja noin 65 prosenttia kiinteistöportfoliosta sijaitsi Helsingin seudulla. Keskimääräinen vuokrausaika on 27 kk, minkä myötä liiketoiminta on jatkuvaluonteista ja verrattain ennustettavaa. Pienvarastojen käyttöaste oli noin 83 % ja keskimääräinen neliövuokra noin 25,5 euroa kuukaudessa (Q2'26). Toimitilojen vastaavat luvut olivat 80 % ja 9,8 €. Segmentin oik. käyttökate oli vuonna 2025 noin 9,2 MEUR tai 48 % liikevaihdosta.

Konvertoinnit toimitilakiinteistöistä pienvarastoiksi ovat yksi liiketoimintamallin päämoottoreista

Cityvaraston liiketoimintamallin keskeinen peruspilari on sen muutos- ja kehitystoimintamalli, jossa se hankkii elinkaarensa loppuvaiheessa olevia teollisuus- ja toimitilakiinteistöjä ja muuntaa ne asteittain pienvarastoiksi. Yhtiö kykenee toimimaan mallillaan selvästi uudisrakentamista pienemmin kustannuksin, sillä koko vuokrattavan pinta-alan huomioiva investointikustannus on yhtiön mukaan noin 700-750 euroa neliömetriltä. Tämä kustannus jakautuu arviolta tasan kiinteistön hankinnan sekä muutos- ja kehitystyön välillä. Konversio on myös ympäristöystävällistä, koska rungon ja perustusten uudelleenkäyttö säästää valtaosan rakentamisen päästöistä. Ympäristöministeriön tuoreen tutkimuksen mukaan korjausvaihtoehdon hiilijalanjälki on 30 prosenttia vastaavan uudisrakennuksen hiilijalanjäljestä.

Muutos- ja kehitystyöt sisältävät kokonaisvaltaisen muutostyön, jolla pyritään optimoimaan kiinteistön rakenteet, energiatehokkuus ja toiminnallisuudet pienvarastokäytön kannalta. Olennainen osa muutos- ja kehitystyötä on kiinteistöjen julkisivujen korjaaminen ja muuttaminen yhtiön brändiväreihin. Tämä on tärkeää brändin tunnettuuden kannalta. Kiinteistön pohjaratkaisu pyritään päivittämään, ja sisätilat ja rakenteet muokataan niin, että ne mahdollistavat mahdollisimman tehokkaan tilakäytön. Yhtiön mukaan keskimäärin yksi pienvarastona vuokrattava neliometri edellyttää puolentoista neliömetrin vapaata tilaa. Konversion mediaanikesto hankinnasta avaamiseen oli 2021-2023 noin 14 kuukautta (suunnittelu ja luvitus 8 kk, rakentaminen 6 kk). Cityvarasto on saavuttanut elinkaaren loppuvaiheessa olevien kiinteistöjen osalta noin 15 prosentin nettotuoton investointikustannukselle. Taso on erinomainen ja kertoo konseptin toimivuudesta.

Kiinteistöliiketoiminta: liikevaihto ja oik. käyttökate-%



Cityvaraston toimipisteitä



Kiinteistöliiketoiminta 2/6

Palvelutarjoama - pienvarastot ja pienvarastopalvelut

Pienvarastoliiketoiminnassa Cityvarasto vuokraa asiakkaille lukittavia, pinta-alaltaan pieniä varastotiloja. Yksittäinen pienvarasto oli (Q2'25) keskimäärin 4,3 neliometriä ja toimipisteessä oli keskimäärin noin 200 varastoa. Varastojen koko vaihtelee yhdestä noin 30 neliometriin ja noin 75 % varastojen määrästä on pieniä alle 6 m2 varastoja. Yhteensä vuokrattavaa pinta-alaa oli Q2'26 lopussa 67 000 m2, josta 4 000 m2 oli vuokrattavia kontteja Cityvarastojen parkkipaikoilla.

Varastot vuokrataan lähtökohtaisesti kuukaudeksi kerrallaan, ja sopimus uusiutuu automaattisesti ellei sitä irtisanota. Asiakaskunta on hyvin laaja. Yksityisasiakkaat ovat kuitenkin ylivoimaisesti suurin asiakasryhmä yli 80 %:n osuudella ja yritysasiakkaina on muun muassa remonttiliikkeitä, muuttopalvelu yrityksiä ja kiinteistönvälittäjiä. Tärkein yksittäinen asiakkaiden käyttötarkoitus on yksityishenkilöiden muutot. Loput tärkeimmistä yksityisasiakkaiden käyttötarkoituksista liittyvät lisätilan tarpeeseen (kasvava ajuri), remonteihin, kuolinpesiin sekä opiskelijoihin, jotka vuokraavat kesän ajaksi oman asuntonsa muille. Cityvaraston kannalta pienet varastot (yksityishenkilöt) ovat kannattavimpia, kun taas yritysasiakkaat tarvitsivat luonnostaan isompia tiloja. Pienet yksikkökoot ja laaja asiakaskunta painavat kokonaisuutena vuokralaisriskin erittäin matalaksi.

Pienvarastopalveluihin kuuluvat lisäksi muun muassa muutto-, pakkaus- ja lukitustarvikkeiden myynti ja vuokraus sekä asiakkaiden vakuutusjärjestelyt. Yhtiön mukaan pienvarastoasiakkaista noin 90 % on tyytyväisiä tai erittäin tyytyväisiä, mikä tukee asiakaspysyvyyttä. Yhtiön pienvarastojen vuokrasopimusten keskipituus Q2'25 oli 27 kuukautta ja keskipituus on kasvanut hyvin vuoden 2023 lopusta, jolloin se oli 23 kk. Cityvarastolle on tyypillistä, että

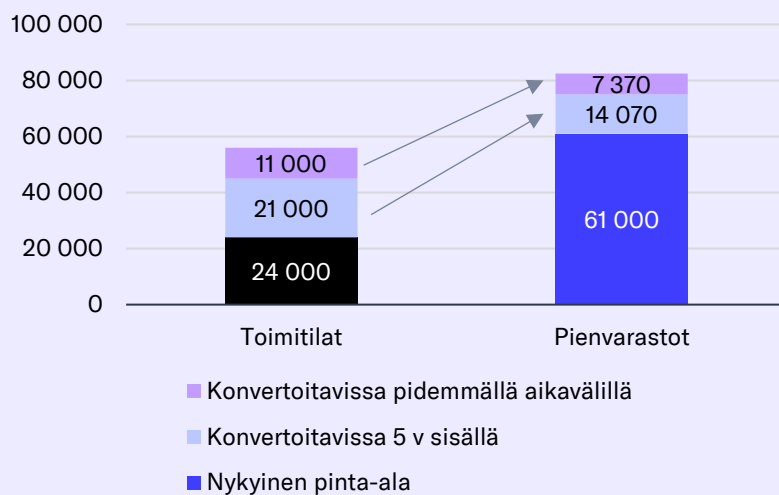
asiakkaat pitävät varaston pidempään kuin he ovat alun perin suunnitelleet, minkä takia liitännäispalveluiden tarjoaminen selvällä alennuksella voi olla hyvinkin kannattavaa.

Palvelutarjoama - muut vuokrattavat toimitilat

Pienvarastojen lisäksi Cityvarasto vuokraa muita, monikäyttöisiä tiloja, joiden vuokrattava pinta-ala oli noin 69 000 neliometriä (Q2'26). Näihin kuuluu varsinaisten toimitilojen ohella varastotiloja, asuntoja ja pysäköintialueita sekä erikokoisia toimistohotellitiloja, ja portfolioon sisältyy lisäksi reilu 700 kattamatonta parkkipaikkaa ja yhteensä reilu 9 000 neliometriä. Nämä vuokrattavat tilat toimivat samoissa kiinteistöissä kuin pienvarastot, joiden kiinteistöhankintojen mukana ne ovat tulleet ja ne tullaan muuntamaan pääosin pienvarastoiksi tulevaisuudessa. Kiinteistötyypeiltään suurin osa kiinteistöistä voidaan laskea kevyen teollisuuden / logistiikan kategoriaan.

Vuokralaisten toimialat vaihtelevat laajasti, ja esimerkkejä vuokratuista käyttötarkoituksista ovat toimistohotellit, padelkentät, bändihuoneet ja autoliikkeet. Yksittäisen muun kuin pienvarastona vuokrattavan tilan keskimääräinen pinta-ala oli Q4'24 noin 82 neliometriä eli selvästi pienvarastoja suurempi, mutta kuitenkin melko pieni. Sopimusehdot esimerkiksi irtisanomisajan ja kunnossapitovastuiden osalta vaihtelevat asiakas- ja kohdekohtaisesti. Cityvarasto pyrkii kuitenkin pitämään ehdot joustavina omasta näkökulmastaan pienvarastoiksi tulevaisuuden konvertointia silmällä pitäen. Näiden monikäyttötilojen käyttöaste oli noin 80 prosenttia ja keskimääräinen neliövuokra noin 9,8 euroa kuukaudessa (Q2'26), mikä on selvästi pienvarastojen noin 25,5 euron neliövuokraa matalampi. Käyttöaste on hyvällä tasolla, mikä kertoo mielestämme Cityvaraston kokonaiskonseptin toimivuudesta. Cityvarasto kilpailee erityisesti matalilla hinnoilla näissä segmenteissä.

Nykyisen kiinteistöportfolion konversiopotentiaalin havainnollistus listautumishetkellä



Kiinteistöliiketoiminta 3/6

Nykyisessä toimitilaportfoliossa sisäänrakennettua konversiopotentiaalia

Cityvarasto arvioi listautumishetkellä, että se konvertoi nykyisistä toimitiloista noin 21 000 m2 pienvarastoiksi seuraavan viiden vuoden aikana, mikä vaatii arviomme mukaan hieman yli 30 000 m2 vuokrattavaa toimitilapinta-alaa. Vuoden 2025 lopussa yhtiön arvio seuraavalle viidelle vuodelle oli noin 20 000 m2, kun konvertointeja oli valmistunut. Lisäksi pitkällä aikavälillä yhtiö arvioi listautumishetkellä konvertoivansa toimitiloista 11 000 m2 pienvarastoiksi. Pysyvästi konvertoinnin ulkopuolelle jäävät lähinnä teknisistä syistä soveltumattomat liiketilat, joiden osuus kiinteistöportfolion käyvästä arvosta on vajaa 10 %, mikä vastaa arviomme mukaan noin 24 000 m2 vuokrattavaa toimitilapinta-alaa (2025 lopun tilanne).

Pienvarastojen selvästi korkeampi tuottotaso tarkoittaa, että tilojen asteittainen muuntaminen pienvarastoiksi nostaa niiden neliötuottoa merkittävästi ja tarjoaa siten selvää kasvupotentiaalia.

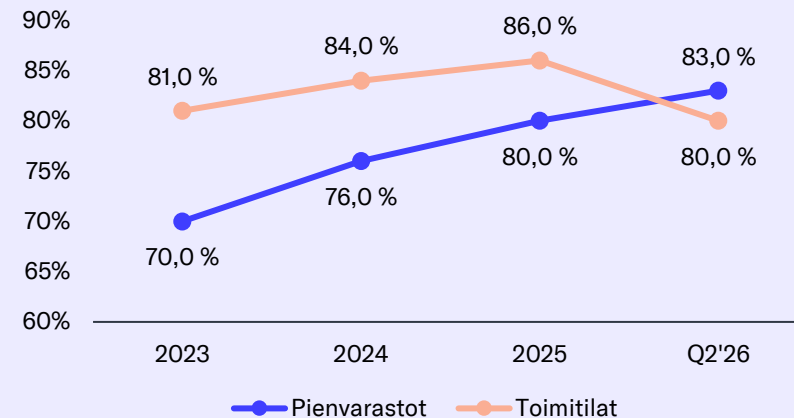
Käyttöasteet ja vuokratasot ovat liikevaihdon merkittävimmät ajurit

Kiinteistöliiketoiminnan liikevaihto oli 19,3 MEUR vuonna 2025 ja kasvoi 12,6 prosenttia edellisvuodesta (2024: 17,1 MEUR). Kiinteistöliiketoiminnan tulos perustuu pitkälti pienvarastojen vuokratuloihin, joten käyttöaste ja vuokrataso ovat liikevaihdon keskeiset ajurit. Näitä optimoidaan dynaamisella hinnoittelulla, jossa vuokria sopeutetaan reaaliaikaisesti kysynnän, sijainnin ja tilatyypin mukaan täyttöasteen ja keskihinnan tasapainottamiseksi. Yhtiön dynaamisen hinnoittelun mahdollisuuksia tukee sen suuri markkinaosuus Suomessa. Cityvarastolla on alalle

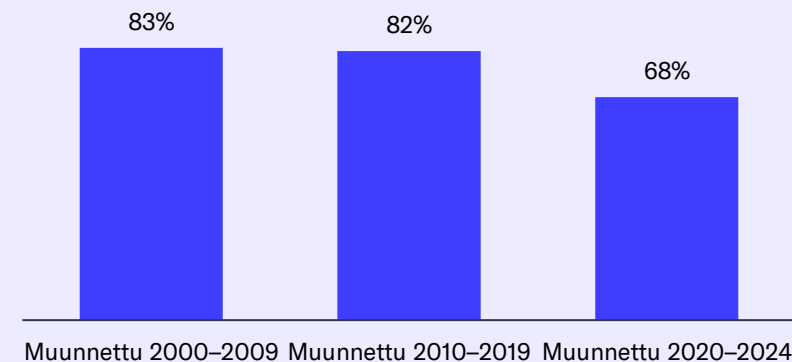
tyypillisesti oikeus muuttaa vuokran määrää ilmoittamalla vuokralaiselle vähintään 30 päivää ennen muutoksen voimaantuloa. Tämä on käytännössä hyvä inflaatio suoja.

Pienvarastojen käyttöaste nousee tyypillisesti toimipisteen kypsyessä, sillä vuosina 2000–2019 muunnetuissa tiloissa se oli 31.12.2024 noin 82–83 prosenttia mutta vuosina 2020–2024 muunnetuissa vasta noin 68 prosenttia. Nuoremman toimipistekannan kypsyminen tarjoaa arviomme mukaan nousuvaraa käyttöasteeseen ja sitä kautta liikevaihtoon ilman merkittäviä lisäinvestointeja.

Käyttöasteet kauden lopussa



Pienvarastojen käyttöaste muuntovuoden mukaan, 31.12.2024



Kiinteistöliiketoiminta 4/6

Kiinteistöliiketoiminnan kannattavuus nousee ajan kanssa

Cityvaraston kiinteistöliiketoiminta on jo nykyisellään hyvin kannattavaa. Kiinteistöliiketoiminnan oikaistu käyttökate oli vuonna 2025 9,2 MEUR (2024: 8,2 MEUR), mikä vastasi 47,9 %:n käyttökatemarginaalia (2024: 48,1 %). Keskimäärin vuosina 2022-25 käyttökatemarginaali on ollut noin 44 %. Liiketoimintamallissa on skaalautuvia piirteitä, sillä pienvarastotoimipisteiden kustannukset ovat pitkälti kiinteitä, jolloin käyttöasteen nousu valuu suoraan katteeseen. Cityvarasto on kertonut esimerkkinä Turun Pitkämäen kohteesta, jonka se hankki vuonna 2013 ja jonka käyttökatemarginaali (EBITDA) ennen konsernikuluja nousi noin 72,9 %:sta (2022) 75,3 %:n (2023) kautta noin 80,6 %:iin (2024) käyttöasteen noustessa 75,5 %:iin. Kohteessa Cityvarasto sai myös nostettua keskimääräisen vuokran 22 → 24 euroon. Olemme tehneet kohteesta havainnollistuksen seuraavalle sivulle. Nettotuotto investoidulle pääomalle kohteessa vuonna 2024 oli noin 20 %. Koska merkittävä osa toimipistekannasta on vielä kypsymissivaiheessa, arviomme mukaan kannattavuudessa on rakenteellista nousuvaraa käyttöasteiden parantuessa ilman vastaavaa kustannusten kasvua. Yhtiön pitkän aikavälin tavoitteena on yli 50 prosentin käyttökatemarginaali konsernitasolla. Kiinteistöliiketoiminnan osalta tavoite on tätä korkeampi, sillä liitännäispalveluiden kannattavuuspotentiaali on selvästi matalampi. Käytännössä tämä tarkoittaa arviomme mukaan vähintään noin 55 %:n kannattavuustasoa. Pidämme tavoitetta saavutettavana toimipisteverkoston kypsyessä ja liikevaihdon kasvaessa. Yhtiön suuret eurooppalaiset verrokkit* operoivat noin 59-62 %:n

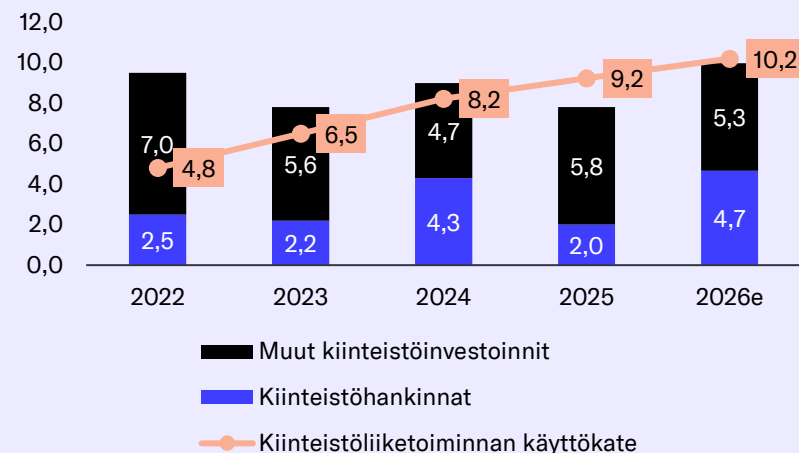
käyttökatemarginaaleilla.

Alkuinvestoinnit ovat merkittäviä, mutta ylläpitoinvestoinnit melko pieniä

Pienvarastoliiketoiminta sitoo kiinteistöliiketoiminnalle tyypillisesti pääomaa etupainotteisesti, sillä uuden toimipisteen avaaminen edellyttää kiinteistön hankintaa ja muutostöitä, kun taas valmiin toimipisteen ylläpitoinvestoinnit ovat melko kevyitä. Ylläpitoinvestoinnit ovat kevyitä myös suhteessa muihin kiinteistötyyppeihin.

Tällä hetkellä Cityvarasto on vahvassa kasvuvaiheessa, jonka takia investoinnit ovat suhteessa käyttökatteeseen suuria. Tämä on mielestämme kuitenkin erittäin perusteltua kiinteistökohtaisen nettotuoton ollessa keskimäärin noin 15 %. Kasvun hakemista tukevat myös liiketoiminnan mittakaavaedut. Kiinteistöliiketoiminnan investoinnit ovat olleet keskimäärin noin 8,5 MEUR vuosina 2022-25, kun taas kiinteistöliiketoiminnan käyttökate nousi vuonna 2025 noin 9,2 MEUR:oon. Investoinnit ovat jakautuneet keskimäärin noin 2,8 MEUR uusiin kiinteistöinvestointeihin ja 5,8 MEUR muihin olemassa olevaan kantaan tehtäviin kiinteistöinvestointeihin. Lähivuosina arvioimme yhtiön tavoitteen mukaisesti investointien suhteen käyttökatteeseen asteittain pienenevän. Yhtiön strategiakauden tavoitteena on noin 10 MEUR:n vuotuiset investoinnit koko liiketoiminnassa, josta kiinteistöinvestoinnit muodostavat leijonanosan.

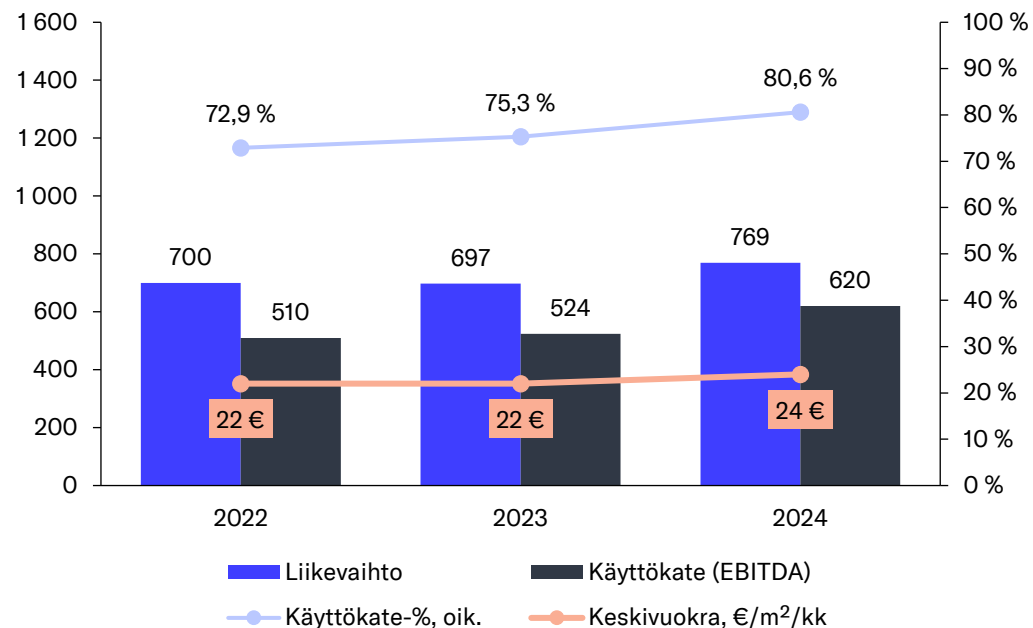
Kiinteistöliiketoiminnan investoinnit ja käyttökate, MEUR



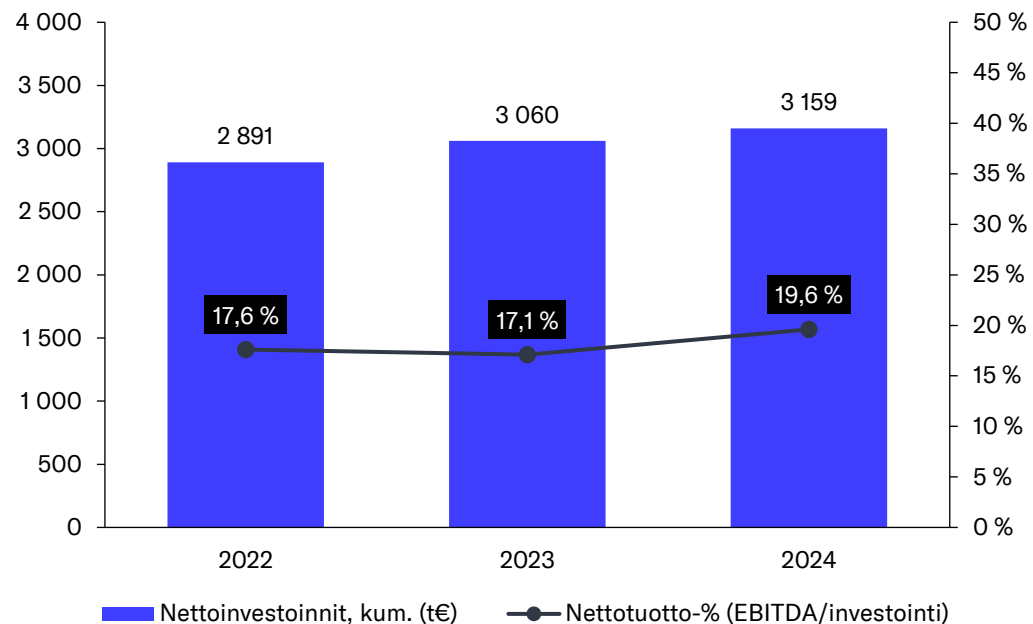
*Shurgard, Big Yellow, Safestore

Esimerkkikohde Turun Pitkämäki

Esimerkkikohde Turun Pitkämäki (tuhatta euroa)



Kumulatiiviset nettoinvestoinnit ja nettotuotto



Kiinteistöliiketoiminta 5/6

Kiinteistöliiketoiminnan kustannusrakenne

Kiinteistöliiketoiminnan kustannusrakenne on pääosin kiinteä ja suhteellisen kevyt. Vuokraustoiminnan keskeiset kustannukset liittyvät markkinointiin sekä pienvarastotoimipisteiden kuluihin, joista olennaisimpia ovat energiakustannukset (sähkö, lämmitys ja vesi), kiinteistöhoito- ja korjauskustannukset sekä kiinteistöverot. Muita merkittäviä eriä ovat henkilöstökulut ja hallinnon kustannukset. Toimipisteiden ylläpitokustannukset olivat 31.12.2024 keskimäärin noin 3 euroa neliömetriltä. Lukema perustui omien kiinteistöjen silloiseen vuokrattavaan pinta-alaan sisältäen ylläpito- ja hallintokustannukset, käyttömenot ja korjaukset. Taso on matala absoluuttisesti, mutta erityisesti suhteutettuna korkeisiin neliövuokriin. Toimipisteet ovat pitkälti automatisoituja ja toimivat pääosin itsepalveluperiaatteella keskitetyn asiakaspalvelun ja osa-aikaisten kohdevastaavien tuella, mikä pitää henkilöstötarpeen matalana. Turvallisuudesta huolehditaan kulunvalvonnalla, kameravalvonnalla ja säännöllisillä tarkastuskäynneillä sekä palo-, murto- ja vuotohälyttimillä, ja varastotilat ovat vakuutusyhtiöiden hyväksymiä.

Valtaosa kuluista on kiinteitä, joten yhtiöllä on vain rajalliset mahdollisuudet sopeuttaa niitä lyhyellä aikavälillä, ja kannattavuus riippuu ennen kaikkea käyttöasteen ja vuokratason ylläpitämisestä. Kiinteä kulurakenne tarkoittaa hyvää operatiivista vipua, jolloin käyttöasteen ja vuokrien nousu valuu hyvin tulokseen. Operatiivinen vipu toimii luonnollisesti myös toiseen suuntaan, mikäli liiketoiminta kehittyy heikosti. Kiinteistöliiketoiminnan kiinteissä kuluissa on arviomme mukaan vielä selkeää skaalautumisvaraa. Esimerkiksi suurella eurooppalaisella Shurgardilla operatiiviset kulut ovat noin kolmannes liikevaihdosta (tai 41 % raportoiduilla luvuilla) vs. Cityvaraston kiinteistöliiketoiminnan noin 55 %. Tämäkin viittaa mielestämme siihen, että kannattavuudessa on

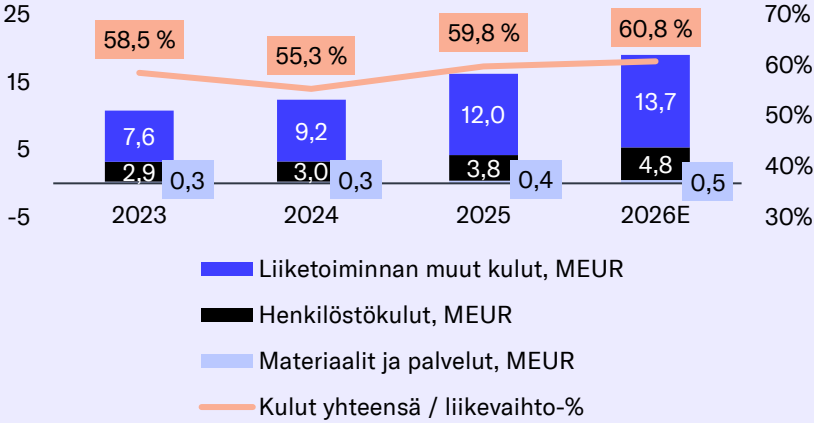
skaalautumispotentiaalia.

Oma kehitysmalli on arvonluonnin ytimessä

Cityvarasto kasvattaa toimipisteverkostoaan kahta reittiä eli hankkimalla yksittäisiä kiinteistöjä ja toteuttamalla yritysostoja. Vuosina 2010-2024 yhtiö on tehnyt 20 yritysjärjestelyä ja hankkinut 56 kiinteistöä. Keskimäärin yhtiö on tehnyt noin 1-2 yritysostoa vuodessa, ja ostokohteina ovat tyypillisesti pienemmät pienvarastotoimijat, joskin suurin osa kasvusta on ollut orgaanista yksittäisten kiinteistöjen hankintaa. Hankintastrategia painottuu elinkaarensa loppuvaiheessa oleviin rakennuksiin keskeisillä liikenneväylillä ja tiheästi asutuilla, väestöltään kasvavilla alueilla. Hankittujen kohteiden tuottotasot ovat houkuttelevat. Yhtiön mukaan niiden vakiintuneiden toimipisteiden, joiden käyttöaste ylittää 70 %, keskimääräinen arvioitu nettotuotto investointikustannukselle on noin 15 %. Kun tarkastelu rajataan yli 80 %:n käyttöasteen toimipisteisiin, keskimääräinen tuotto on noin 16 %. Jälkimmäiset sisältyvät myös ensimmäiseen ryhmään, joten luvut eivät kuvaa yksittäisen toimipisteen tuoton nousua käyttöasteen kasvaessa. Nämä tuottotasot ovat mielestämme selvästi tavanomaisia kiinteistösijoituksia korkeampia ja selittyvät muutos- ja kehitysmallin matalalla hankintahinnalla sekä pienvarastojen korkealla katteella.

Cityvarasto pyrkii myös hankkimaan kohteita alueilta, joilla voisi olla tulevaisuudessa kehityspotentiaalia esimerkiksi asutokäyttöön. Tämä on mielestämme tärkeää, sillä pienvarastojen jäännösarvo muussa kuin pienvarastotoiminnassa on hyvin matala. Yhtiö ei ole arvioinut nykyistä kehityspotentiaalia tarkemmin, mutta pidämme sitä positiivisena optiona osassa kiinteistökantaa. Arvonmäärittäyksemme ja ennusteemme pohjaavat kuitenkin lähes täysin kiinteistöjen pienvarasto- ja toimitilakäyttöön.

Kustannusrakenne, MEUR



Cityvaraston verrokki Shurgardin havainnollistus yhtiön operatiivisesta kannattavuudesta

Liiketoiminnan kulut ~32 % liikevaihdosta (Shurgard)



Lähde: Cityvarasto, Shurgard, Inderes

Kiinteistöliiketoiminta 6/6

Syngiat pienvarastoliiketoiminnan ja liittänapalveluiden välillä

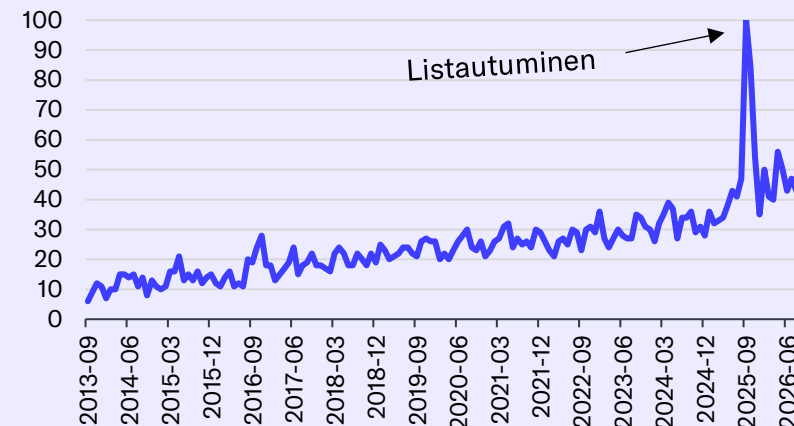
Cityvaraston liiketoimintamallin ytimessä on kattaa koko muuttamisen ja varastoinnin arvoketju, sillä pienvarastojen ohella konserni tarjoaa pakettiautojen vuokrausta, muuttopalveluita sekä pakkaus-, lukitus- ja muuttolaatikkotuotteita. Käytännössä yhtiö tarjoaa kaiken, mitä yksityishenkilö tarvitsee muutossaan. Palvelut ruokkivat myös toisiaan, koska samat elämäntilanteen muutokset synnyttävät kysyntää sekä varastoinnille että muutolle ja kuljetukselle. Vuonna 2024 noin neljännes asiakkaista oli käyttänyt useampaa kuin yhtä konsernin palveluista, ja yhtiö kasvattaa myyntiä muun muassa keskitetyn puhelinpalvelun, markkinoinnin automaation ja konserniyhtiöiden välisen ristiinmyynnin avulla. Cityvarasto toteutti vuonna 2026 laajan verkkokauppauudistuksen, jonka yksi pääsyistä oli ristiinmyyntimahdollisuuksien lisääminen. Lisäksi PakuOvelle.comin yli 500 pakettiautoa ja Opiskelijamuuttojen autot tuovat Cityvarastolle merkittävästi ilmaista näkyvyyttä liikenteessä ja pienvarastojen parkkipaikat ovat kustannustehokkaita pakettiautojen nouto-/säilytyspisteitä. Yhteinen asiakaskunta ja ristiinmyyntimahdollisuudet tehostavat mielestämme hyvin asiakashankintaa.

Oma verkkokauppa on asiakashankinnan ytimessä

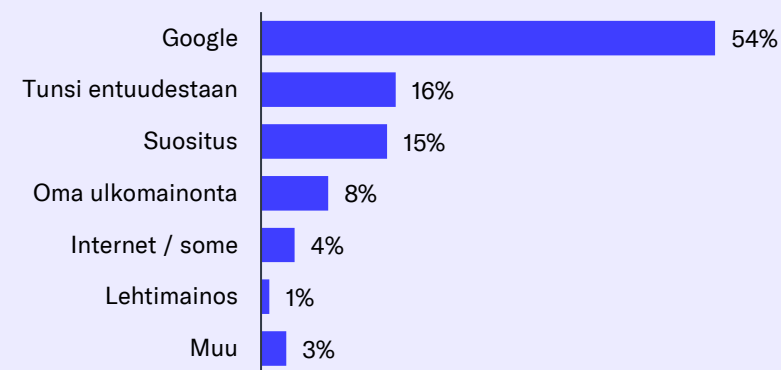
Verkkokauppa on Cityvaraston tärkein myyntikanava, ja sen kehittäminen on strategian keskiössä. Vuonna 2024 noin 70 prosenttia pienvarastojen vuokrasopimuksista ja kaikki pakettiautojen vuokraukset solmittiin verkossa, ja Q2'25 päättyneellä puolivuotisjaksolla pienvarastojen verkko-osuus oli jo noin 80 prosenttia. Myyntiä optimoidaan dataan

perustuen, ja sitä tukevat markkinoinnin automaatio, keskitetty asiakaspalvelu ja konserniyhtiöiden ristiinmyynti. Tunnettuus rakentuu ennen kaikkea digitaalisen löydettävyyden varaan. Yhtiön asiakastutkimuksen (2023-2024) mukaan 54 prosenttia asiakkaista löysi Cityvaraston Googlen kautta, 16 prosenttia tunsu sen entuudestaan ja 15 prosenttia tuli suosituksen kautta, kun taas brändätyt toimipisteet ja ajoneuvot toivat 8 prosenttia. Hyvä hakukonenäkyvyys ja alan johtava verkkokauppa ovat arviomme mukaan merkittävä kilpailuetu ja skaalautuva asiakashankinnan kanava. Tämä tukee yhtiötä myös tekoälyaikakaudella, sillä ainakin tällä hetkellä tekoäly suosittelee herkemmin tunnetumpia toimijoita. Yhtiön on kuitenkin mielestämme tärkeää panostaa myös tekoälykanavan optimointiin tulevaisuudessa, sillä arvioimme sen nousevan merkittäväksi kanavaksi pienvarastojen myynnissä.

Google Trends haku "cityvarasto"



Uusien asiakkaiden löytymiskanavat, %
(asiakastutkimus 2023–2024)



Liitännäispalvelut 1/4

Liitännäispalvelut toimivat ”syöttöfunktiona” pienvarastoille

Cityvaraston liitännäispalvelut koostuvat pakettiautovuokrauksesta (PakuOvelle.com) ja muuttopalveluista (Opiskelijamuutot ja Ja-Ki Muutto). Lisäksi Cityvarasto pyrkii laajentamaan vuonna 2024 perustetun tytäryhtiönsä Suomen Banaanilaatikat Oy:n kautta kohti kattavampaa muuttolaatikkopalvelua. Liiketoiminta on rakentunut alun perin yritysostoin. Yhtiö hankki vähemmistöosuuden PakuOvelle.comista vuonna 2016, enemmistön 2018 ja koko osakekannan 2020, ja Opiskelijamuuttojen muuttopalveluliiketoiminta ostettiin liiketoimintakaupalla vuonna 2022. Molemmat liiketoiminnat ovat kasvaneet vahvasti osana Cityvarastoa yritysostojen jälkeen. Erityisesti PakuOvelle on ollut erinomainen yritysosto Cityvarastolle. Liitännäispalvelut tuottivat tilikaudella 2025 liikevaihtoa 8,2 MEUR eli noin 30 % konsernin liikevaihdosta (2024: noin 25 %). Palveluiden strateginen rooli on kattaa koko muuttamisen arvoketju sekä toimia syöttöfunktiona ja lähes ilmaisena markkinointikanavana pienvarastoille. Noin neljännes asiakkaista on käyttänyt enemmän kuin yhtä konsernin palveluista. Näkemyksemme mukaan liitännäispalveluiden arvo sijoittajalle syntyykin sekä segmentin omasta tuloksesta että asiakasvirran ohjaamisesta jatkuvaluonteista vuokravirtaa tuottavaan pienvarastoliiketoimintaan. Yhtä lailla pienvarastoasiakkaat ovat tehokas asiakashankintakanava liitännäispalveluille niiden erinomaisten synergioiden takia (esim. tavaroiden liikuttelu vaatii tyypillisesti pakettiauton).

Liitännäispalveluiden liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys

Liitännäispalveluiden liikevaihto on kasvanut erittäin

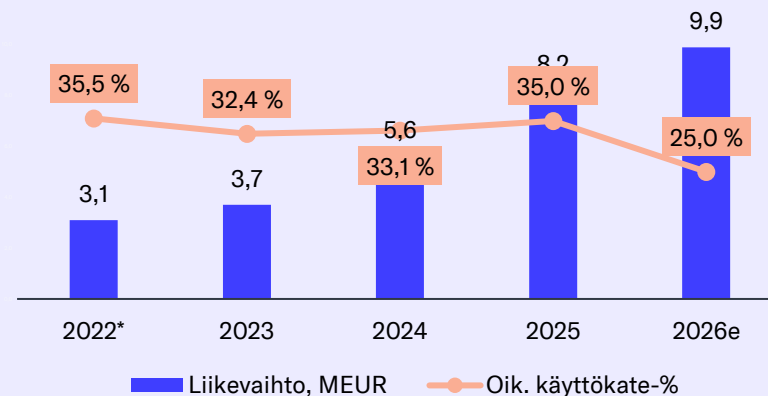
nopeasti viime vuosina pakettiautoliiketoiminnan investointien ajamana. Segmentin liikevaihto on yli kaksinkertaistunut vuosina 2023-2025 ja oli 8,2 MEUR vuonna 2025. Segmentin osuus liikevaihdosta oli noin 30 % ja oik. käyttökateesta noin 24 %. Poistot huomioiden osuus tuloksesta on pienempi (17 % konsernin liikevoitosta).

Valtaosa liikevaihdosta tulee pakettiautovuokrauksesta (7,1 MEUR vuonna 2025), kun taas muuttopalveluiden osuus oli 1,1 MEUR. Kannattavuuden kehitys on ollut myös viime vuosina nousevalla trendillä ja käyttökate-% 35,0 % vuonna 2025. Vuonna 2026 kannattavuus kohtaa kuitenkin painetta Ja-Ki Muutto -liiketoiminnan ostosta, jonka kannattavuus oli hankintahetkellä selvästi tätä heikompi.

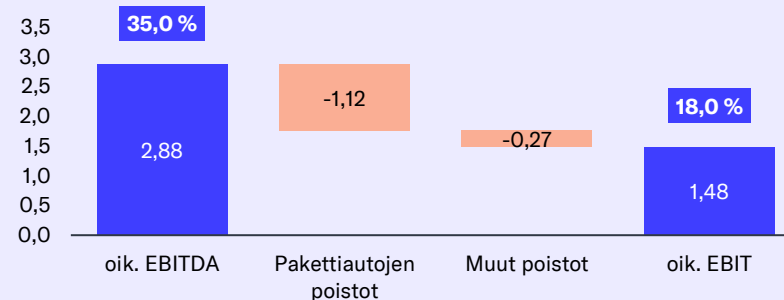
Liitännäispalveluissa on kuitenkin tärkeää seurata mahdollisista yritysostojen poistoista oikaistua liikevoittoa, koska pakettiautokantaa täytyy jatkuvasti uudistaa. Pakettiautot poistetaan kirjanpidossa 10 vuodessa. Poistot huomioiden liitännäispalveluiden liikevoitto-% oli vuonna 2025 noin 18 %, mikä on edelleen mielestämme erittäin hyvä taso toimialan kontekstissa. Sijoitetun pääoman tuotto oli myös vuonna 2025 arviomme mukaan noin 15 %, mikä on erinomainen taso huomioiden viime vuosien suuret kasvuinvestoinnit.

FAS-tilinpäätösten mukainen PakuOvellen käyttökate-% oli 39 % ja Opiskelijamuuttojen 3 %. Näistä ei mielestämme voi suoraan arvioida eri liiketoimintojen kannattavuuksia, mutta on helppo sanoa, että pakettiautoliiketoiminta on segmentin selvä tulospäättö. Tuloksen vaihtelun osalta on hyvä huomioida liiketoiminnan kausivaihtelu muutto- ja kuljetuskysynnän painottuessa kesäkvartaaleihin (segmentin oik. käyttökate-% 2025: Q1 ja Q4 keskimäärin 28 % vs. Q2 ja Q3 keskimäärin 41 %).

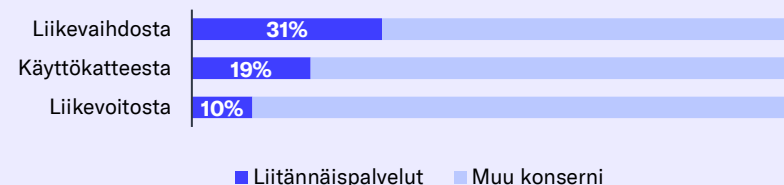
Liitännäispalvelut: liikevaihto ja oik. käyttökate-%



Liitännäispalvelujen kannattavuus 2025 (MEUR)**



Liitännäispalveluiden osuus konsernista 2026e (Inderes arvio)



Liitännäispalvelut 2/4

Investoinnit liitännäispalveluihin

Liitännäispalveluiden kasvu on vaatinut merkittäviä kalustoinvestointeja. Segmentin investoinnit olivat 3,1 MEUR vuonna 2023 ja 5,7 MEUR vuonna 2024, kun vuokrapakettiautokalusto kolminkertaistettiin vuosina 2022-2024 ja pakettiautovuokraus laajeni 27 uudelle paikkakunnalle. Vuonna 2025 investoinnit laskivat normaalimmalle tasolle 1,7 MEUR:oon, emmekä odota vastaavanlaista investointipyryhdystä, ellei yhtiö esim. laajene nopeassa tahdissa ulkomaille. Vuonna 2026 investoinneista merkittävän erän muodostaa Ja-Ki Muuton yritysosto. Yhtiö hankkii pakettiautot käytettyinä. Tämä on mielestämme järkevää, sillä uusien autojen hinta putoaa suhteellisesti nopeammin. Toisaalta se vaatii vahvaa hankintaosaamista ja lukujen valossa Cityvarastolla on tätä hyvin talossa. Keskimääräinen pakettiauton hankintahinta on arviomme mukaan noin 20 TEUR. Investoinnit rahoitetaan liiketoiminnan rahavirralla ja lainarahoituksella. Nopea investointitahti tuottaa jo hyvin tuloksia, sillä liitännäispalveluiden sijoitetun pääoman tuotto oli arviomme mukaan noin 14-15 %:n luokkaa vuonna 2025.

PAKUOVELLE

Pakettiautoliiketoiminnan yleiskuvaus ja palvelutarjoama

PakuOvelle.com on Cityvaraston kokonaan omistama, pakettiautojen lyhytaikaiseen vuokraukseen erikoistunut autovuokraamo, joka on yhtiön johdon arvion mukaan Suomen suurin pakettiautovuokraamo autojen määrällä mitattuna. Kalustoon kuului Q2'26:n lopussa 549 pakettiautoa, ja yhtiöllä on noin 260 nouto- ja palautuspistettä, joista merkittävä osa sijaitsee Cityvaraston pienvarastotoimipisteiden tai merkittävien vähittäiskaupan yksiköiden pysäköintialueilla. Palvelua tarjotaan tällä hetkellä jo yli 50 paikkakunnalla Suomessa. Tarjoama koostuu kolmesta autokoosta, jotka ovat Isopaku (noin 11 m³), Citypaku (noin 6,5 m³) ja Pikkupaku (noin

1,5 m³). Vuokraus, käyttöönotto ja palautus hoituvat automatisoidun verkkokaupan kautta ilman aukioloaikoja tai avainten noutoa, mikä mahdollistaa liiketoiminnan pyörittämisen tehokkaasti vähäisellä henkilöstömäärällä. Noutopisteiden sijoittaminen omien pienvarastotoimipisteiden yhteyteen tuottaa arviomme mukaan kustannussynergioita ja tukee samalla ristiinmyyntiä pienvarastoihin.

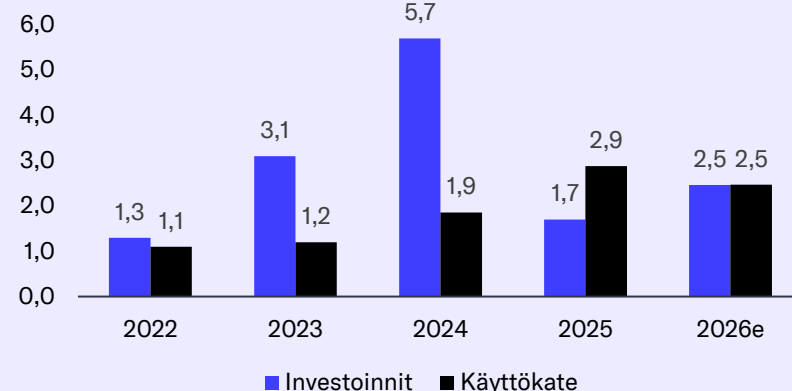
Osana pitkän aikavälin kasvustrategiaansa PakuOvelle on käynnistänyt alustavat selvitykset pakettiautovuokrauksen laajentamisesta Ruotsiin. Pakettiautoliiketoiminnan pilotointi ulkomaille on helppoa, sillä mikäli liiketoiminta ei lähde lentoon, voidaan autot tuoda takaisin Suomeen. Yhtiön mukaan pakettiauton vuokraus ei ole Ruotsissa yhtä kehittynyttä kuin Suomessa ja maan hintataso on korkeampi. Tämä tekee markkinasta mielenkiintoisen.

Mistä PakuOvelle.comin liikevaihto syntyy

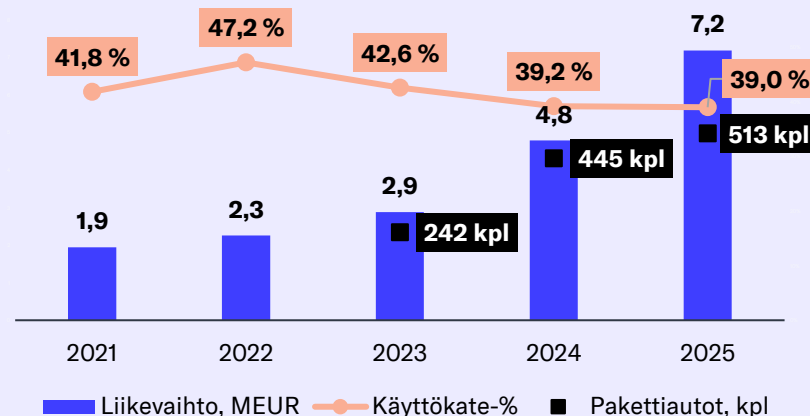
PakuOvelle.comin liikevaihto syntyy lyhytaikaisista, transaktiopohjaisista vuokraustapahtumista, ja vuonna 2024 yhtiö toteutti noin 66 000 pakettiautovuokrausta. Pakettiautovuokrauksen liikevaihto oli 7,1 MEUR tilikaudella 2025 (2024: 4,7 MEUR). Kaikki sopimukset perustuvat vakioehtoihin, mikä pitää sopimushallinnon kevyenä. Vuoden 2024 luvuista laskettuna keskimääräinen vuokraustapahtuma tuotti noin 72 euroa, joten liiketoiminta on vahvasti volyymipeliä. Toisin kuin pienvarastojen jatkuvaluonteinen vuokravirta, transaktiopohjainen liikevaihto reagoi vahvemmin kysynnän vaihteluihin.

PakuOvelle hankki H1'26:n aikana uusia pakettiautoja mahdollistamaan mm. pidempiaikaisen leasing-toiminnan käynnistämisen. Motivaationa tälle on pyrkä tasaamaan kalustotarvetta kalenterivuoden sisällä. Leasing-hinnat ovat luonnollisesti matalampia, mutta näemme tämän järkevänä liikkeenä selvän kausivaihtelun takia.

Liitännäispalveluiden investoinnit ja käyttökate, MEUR



PakuOvelle.com: liikevaihto, käyttökate-% ja kalusto*



*Yhtiön tilinpäätöksestä poimittuja FAS-tunnuslukuja

Lähde: Cityvarasto, Inderes

Liitännäispalvelut 3/4

Pakettiautoliiketoiminnan kehitys on ollut erittäin vahvaa

Kuten edellä mainitsimme, pakettiautoliiketoiminta on kasvanut erittäin vahvasti viime vuosina koronarajoitusten jälkeen. Yhtiö vaikuttaa haistaneen erinomaisesti kasvumahdollisuudet, kun se päätti kolminkertaistaa pakettiautokapasiteetin muutamassa vuodessa. PakuOvelle.com Oy:n (FAS-kirjanpito) tilinpäätöksistä laskettuna liikevaihto onkin kasvanut keskimäärin 39 %:n vuosivauhtia vuosina 2021-25. Kannattavuus (käyttökate-%) on laskenut noin 3 %-yksikköä, mutta oli vuonna 2025 erinomaisella 39 %:n tasolla. Huomautamme jälleen, että liiketoiminnassa poistot ovat todellinen kustannuserä, joten käyttökate antaa segmentin tuloksellisuudesta todellista paremman kuvan. Liikevoitto-% oli kuitenkin arviomme mukaan viime vuonna niin ikään erinomaisella 23 %:n tasolla. Liiketoiminnan keskeiset kustannukset liittyvät kalustoon. Polttoaine, vakuutukset, huolto ja korjaukset sekä ajoneuvoverot muodostavat henkilöstö- ja markkinointikulujen ohella merkittävän osan toimintakustannuksista. Kannattavuuden hallinnan avaintekijöitä ovat kaluston koon hallinta sekä pakettiautojen ja työntekijöiden riittävä käyttöaste. Liiketoiminnan riskit liittyvät ikääntyvän kaluston kasvaviin huoltokustannuksiin sekä mahdolliseen pakettiautojen hankintahintojen nousuun.

MUUTTOLIIKETOIMINTA

Muuttoliiketoiminnan yleiskuvaus ja palvelutarjoama

Cityvaraston muuttoliiketoiminta muodostuu kahdesta kokonaisuudesta eli vuonna 2022 liiketoimintakaupalla hankitusta, yksityishenkilöiden muuttoihin keskittyvästä Opiskelijamuutoista sekä tammikuussa 2026 ostetusta helsinkiläisestä Ja-Ki Muutosta, joka toi palvelutarjoamaan suuremmat muuttokokonaisuudet. Palvelutarjoama

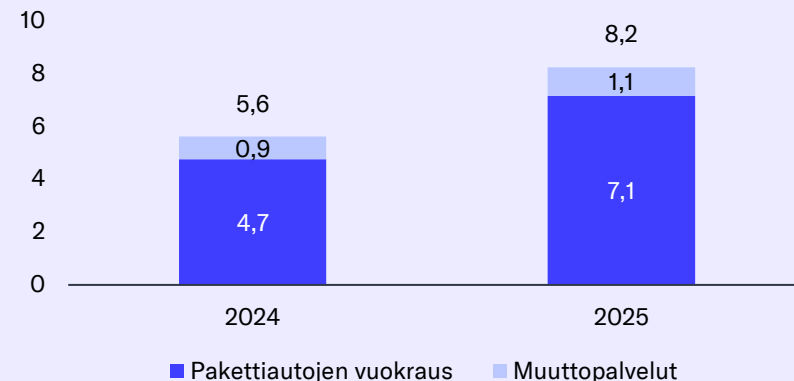
keskittyy yksityishenkilöiden muuttoihin ja kattaa muutot pienistä yksiömuutoista suuriin omakotitalomuuttoihin, ja sitä täydentää muutto- ja pakkaustarvikkeiden myynti. Yhtiö tekee myös yritysmuuttoja pienemmässä määrin.

Muuttopalvelut ovat keskeinen osa konsernin pyrkimystä kattaa koko muuttamisen arvoketju säilytyksestä ja pakettiautonvuokrauksesta muuttolaatikoihin, ja niiden strategisena tavoitteena on houkutella yhtiölle uusia pienvarastoasiakkaita. Liiketoiminnan mittakaava on toistaiseksi melko pieni ja liikevaihto oli vuonna 2025 Ja-Ki Muutto mukaan lukien noin 2,1 MEUR. Yhtiön mukaan Suomen muuttopalvelumarkkinat ovat suhteellisen pienet ja hyvin pirstaloituneet koostuen pääasiassa yksittäisten omistajien yhtiöistä. Tämä tarjoaa Cityvarastolle myös hyviä mahdollisuuksia kasvattaa liiketoimintaa yritysstoin jatkossakin. Muuttoliiketoiminta ei kuitenkaan ole toimialana fundamenteiltaan erityisen houkutteleva, minkä takia emme näe juurikaan perusteita suurille yritysstoilille.

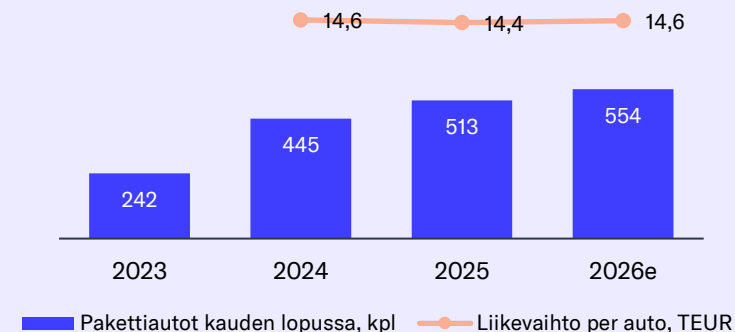
Opiskelijamuutot keskittyy yksityishenkilöiden muuttoihin

Opiskelijamuutot on Cityvaraston kokonaan omistama, Etelä-Suomen alueella toimiva muuttopalveluyhtiö, joka toteutti vuonna 2025 noin 2 400 muuttoja. Yhtiö tekee erilaisia muuttoja pienistä yksiömuutoista suuriin omakotitalo- ja yritysmuuttoihin, minkä lisäksi se voi hoitaa Cityvaraston sisäisiä kuljetuksia. Kalustona käytetään noin 20 m³:n pakettiautoja, jotka soveltuvat ahtaaseen kaupunkiympäristöön ja joita voi ajaa henkilöautoajokortilla. Yhtiön tavoitteena on tarjota korkealaatuista mutta kohtuuhintaista palvelua. Kuluttajakyselyn (YouGov, 2022) perusteella Opiskelijamuutot oli Suomen toiseksi tunnetuin muuttopalveluyhtiö.

Liitännäispalveluiden liikevaihdon jakauma, MEUR



Pakettiautokalusto ja liikevaihto per auto, 2023–2026e



Liitännäispalvelut 4/4

Ja-Ki Muutto avaa uuden ulottuvuuden muuttoliiketoiminnassa

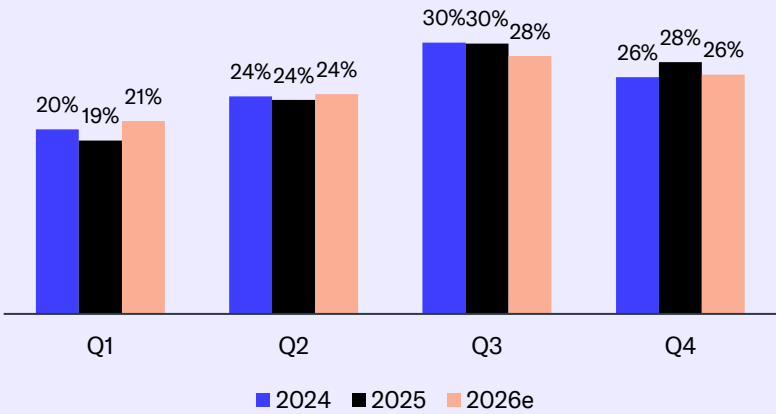
Cityvarasto osti liiketoimintakaupalla tammikuussa 2026 vuonna 2009 perustetun helsinkiläisen Ja-Ki Muuton muuttopalveluliiketoiminnan. Liiketoiminnan liikevaihto oli noin 1,0 MEUR vuonna 2025. Kannattavuutta ei ole tiedossa, mutta arviomme mukaan se on tällä hetkellä matala ja Cityvarasto tavoittelee siinä selkeää tasonnostoa. Kauppahintaa ei julkistettu, mutta arviomme mukaan se on noin 0,4-0,5 MEUR:n paikkeilla. Arvostustaso tarjoaa arviomme mukaan hyviä arvonluontimahdollisuuksia osana Cityvarastoa. Ja-Ki Muutto toi mukanaan suurempiin muuttokokonaisuuksiin erikoistunutta henkilöstöä ja niihin sopivaa suurempaa kalustoa, kun konsernin oma muuttotoiminta on tähän asti painottunut pienempiin muuttoihin, ja kaupasta odotetaan synergiaetuja toimitilojen, kaluston ja järjestelmien osalta. Cityvaraston pienvarastoliiketoiminnan kannalta erityisen mielenkiintoinen on kokonaisten kerrostalojen muuttotoiminta, jossa esimerkiksi remontoitavan kerrostalon asukkaat voivat tarvita pienvarastoja kerralla suuria määriä.

Muuttoliiketoiminnan liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys

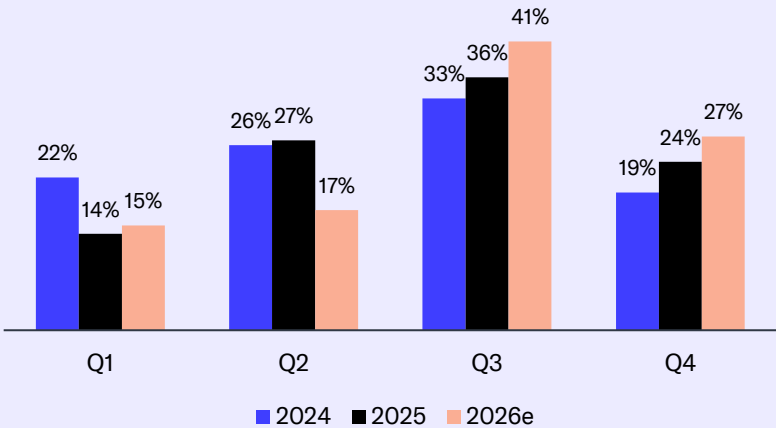
Muuttopalveluiden liikevaihto oli 1,1 MEUR tilikaudella 2025 (2024: 0,9 MEUR), eli kasvu oli myös vahvalla 25 %:n tasolla. Osuus konsernin 27,1 MEUR:n liikevaihdosta oli kuitenkin vain noin 4 % ja Ja-Ki Muutto karkeasti tuplaa kokoluokan. Konsernin tulosajurina muuttoliiketoiminta on toistaiseksi kuitenkin melko pieni sen muuta konsernia selvästi matalamman kannattavuustason takia. Cityvarasto

ei raportoi muuttoliiketoiminnan kannattavuutta erikseen, mutta Suomen Opiskelijamuutot Oy:n käyttökate oli vain noin 3,4 %. Tämä ei välttämättä kerro koko kuvaa kannattavuudesta, mutta joka tapauksessa muuttoliiketoiminnan tärkeämpi ajuri konsernin kannalta on sen synergiat pienvarastoliiketoimintaan. Näemme muuttoliiketoiminnassa lähivuosina kasvu- ja kannattavuuspotentiaalia Suomen taloustilanteen mahdollisesti parantuessa ja asuntomarkkinan vilkastuessa.

Liikevaihto kvartaaleittain, % vuodesta



Oik. käyttökate kvartaaleittain, % vuodesta



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/4

Strategia pähkinäkuoressa

Cityvaraston strategian lähtökohtana on rakentaa Suomen johtava pienvarastojen ja niihin liittyvien palvelujen tarjoaja, joka kattaa asiakkaan koko muuttamisen ja varastoinnin arvoketjun. Yhtiö pyrkii kasvamaan sekä orgaanisesti nykyisiä toimipisteitä kehittämällä että hankkimalla ja muuntamalla uusia kiinteistöjä pienvarastokäyttöön. Lisäksi kasvua täydentävät liitännäispalvelut kuten pakettiautojen vuokraus ja muuttopalvelut. Kiinteistöstrategian keskiössä on hankkia elinkaarensa loppupäässä olevia halpoja kiinteistöjä, joissa on jo valmiiksi vuokralaisia ja niitä myös vuokrataan muuhun kuin pienvarastokäyttöön, ja ne konvertoidaan asteittain pienvarastoiksi ajan kuluessa. Näin tuottotasot pysyvät hyvinä myös kehitysvaiheessa. Strategian kantavana ajatuksena on hyödyntää yhtiön pitkää kokemusta kiinteistöjen muuntamisesta ja rakentaa toistettava, skaalautuva ja teknologisesti kehittynyt toimintamalli, jolla uudet toimipisteet saadaan kannattavaan pienvarastokäyttöön. Näkemyksemme mukaan strategia nojaa yhtiön todennettuihin vahvuuksiin ja on hyvin linjassa pienvarastomarkkinan pitkän aikavälin kasvutrendien kanssa. Luvut puhuvatkin puolestaan, sillä yhtiö on kasvanut kannattavasti noin 20 %:n vuotuista kasvuvauhtia viimeiset 10 vuotta.

Kassavirran kasvattaminen pienvarastotoimipisteiden käyttöastetta sekä vuokria optimoimalla

Cityvaraston kiinteistöliiketoiminnan tulos perustuu pitkälti pienvarastojen vuokratuloihin, joten toimipisteiden käyttöaste ja vuokrataso ovat kannattavuuden kannalta keskeisiä. Yhtiö pyrkii kasvattamaan olemassa olevien toimipisteiden tuottoa nostamalla käyttöastetta ja sopeuttamalla vuokria dynaamisella hinnoittelulla kysynnän, sijainnin ja tilatyyppin mukaan. Pienvarastojen käyttöaste oli Q2'26:n lopussa 83 prosenttia ja keskimääräinen sopimusvuokra 25,5 euroa neliöltä kuukaudessa. Kehitys on ollut suotuisaa, sillä käyttöaste nousi vuoden 2024 lopun 76 %:sta 80 %:iin vuoden 2025 lopussa ja nousi Q2'26:lla 83 %:iin (Q2'25: 79 %), kun taas keskivuokra on

pysynyt vakaana 25-26 eurossa.

Cityvaraston pienvarastojen käyttöaste nousee tyypillisesti toimipisteen kypsyessä, kun tunnettuus ja asiakaskunta karttuvat. Vuosina 2000-2019 muunnetuissa tiloissa käyttöaste oli 31.12.2024 jo noin 82-83 prosenttia, kun taas tuoreimmassa, vuosina 2020-2024 muunnetussa kannassa vasta noin 68 prosenttia. Paremmat käyttöasteet heijastuvat tuplavivulla myös paremmiksi vuokratasoiksi dynaamisen hinnoittelun ansiosta. Nuoremman toimipistejoukon kypsyminen kohti vakiintuneiden kohteiden tasoa tarjoaakin mielestämme selvää orgaanista nousuvaraa käyttöasteeseen ja sitä kautta kassavirtaan ilman merkittäviä lisäinvestointeja. Yli 90 %:n käyttöaste alkaa kuitenkin jo olla turhan korkea, sillä varastoissa on tärkeää olla myös aina vapaata kapasiteettia.

Tilojen muuttaminen pienvarastokäyttöön sopivaksi olemassa olevissa kiinteistöissä

Osana toimintamalliaan Cityvarasto hankkii keskeisiltä sijainneilta elinkaarensa loppuvaiheessa olevia tai vajaakäyttöisiä kiinteistöjä ja muuntaa niitä pienvarastokäyttöön. Yhtiön mukaan tällaisista kohteista on usein vain rajallinen määrä muita ostajaehdokkaita, mikä tyypillisesti tarkoittaa halpoja hankintahintoja. Yhtiö pyrkii hankkimaan kohteita, joissa on jo vuokralaisia, mikä tuo vuokratuloja jo kiinteistön muutos- ja kehitysvaiheessa, ja monikäyttöistä tilaa muunnetaan pienvarastoiksi vaihteittain. Lisäksi ympäristöministeriön tuoreen tutkimuksen mukaan korjausvaihtoehdon hiilijalanjälki on 30 prosenttia vastaavan uudisrakennuksen hiilijalanjäljestä. Toimintamallin toteutuminen edellyttää jatkuvaa sopivien kohteiden virtaa ja niiden kehittämistä pienvarastokäyttöön. Hankevirta pysyy mielestämme hyvällä tasolla lähivuosiinakin rajallisen kilpailun takia. Tällä hetkellä yhtiöllä on toimitilakannassa sen arvion mukaan reilu 20 000 m² konvertoitavaa potentiaalia seuraavan 5 vuoden aikana ja 11 000 m² pidemmällä aikavälillä. Tämä tarkoittaa noin 30-48 %:n kasvupotentiaalia nykykannassa, vaikkakin on hyvä huomioida, että tämä syö toimitila-alaa noin 1,5x suhteella.

Cityvaraston kasvustrategian peruspilarit

- 1 Käyttöasteen ja vuokratason optimointi**
- 2 Tilojen muuttaminen pienvarastoiksi**
- 3 Investoinnit uusiin toimipisteisiin**
- 4 Yritysostot**
- 5 Liitännäispalvelujen kasvattaminen**

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/4

Investoinnit uusiin toimipisteisiin

Cityvarasto tavoittelee kasvua laajentamalla pienvarastotoimipisteiden verkostoaan uusille alueille ja tiivistämällä läsnäoloaan nykyisillä markkinoilla. Yhtiön taloudellisena tavoitteena on noin 10 MEUR:n vuotuiset investoinnit ja toimipisteiden lukumäärän kasvattaminen noin sataan vuoden 2029 loppuun mennessä (Q2'26: 82 kpl). Kohdevalinnassa painotetaan sijaintia sekä alueita, joilla pienvarastojen kysynnän arvioidaan kasvavan. Uusien kohteiden hankinnassa yhtiö hakee myös kohteita, joissa voisi olla pitkällä aikavälillä kaavakehityspotentiaalia esim. asuntokäyttöön, ja Cityvarasto osallistuu aktiivisesti kaavakehityshankkeisiin. Näin se pyrkii luomaan kiinteistöille (jäännös)arvoa, jota ei kuitenkaan oteta huomioon nykyisissä kiinteistöjen arvonmäärytyksissä.

Itse omistetut kiinteistöt ovat strategian keskiössä, sillä yli 80 % pienvarastoalasta sijaitsee omistetuissa kiinteistöissä. Q2'25 toimipisteistä 34 oli omilla kiinteistöillä, 18 maanvuokratonteilla ja 20 vuokratiloissa. Vuokratilat ovat selkeästi pienempiä kohteita ja bruttopinta-alasta yli 90 % toimii itse omistetuissa kiinteistöissä. Vuokratuissa toimitiloissa toimivat pienvarastot ovat silti kiinteä osa toimintamallia ja täydentävät kokonaisuutta tarjoten pääsyn hyville sijainneille ja väylän ohjata asiakkaita myöhemmin omiin kohteisiin. Arvioimme niiden osuuden pysyttelevän noin 15-20 %:ssa jatkossakin.

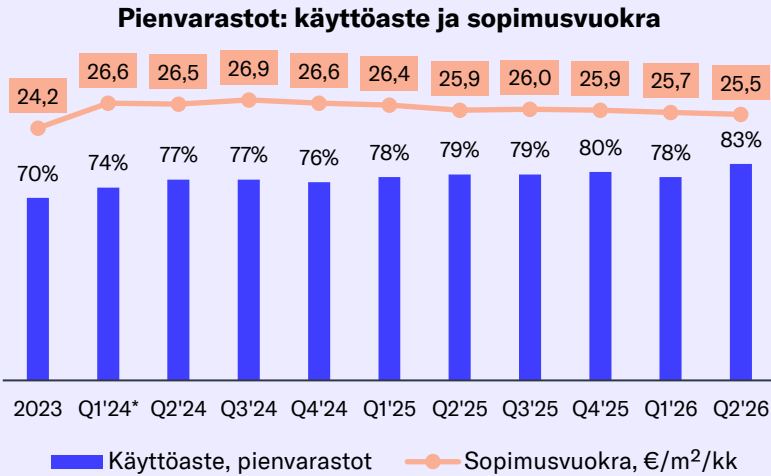
Yritysostot

Orgaanisen kasvun ohella Cityvarasto on käyttänyt yritysostoja osana laajentumistaan. Vuosina 2010-2024 yhtiö on toteuttanut yhteensä 20 yritysjärjestelyä ja hankkinut 56 kiinteistöä, eli keskimäärin noin 1-2 yritysostoa vuodessa. Yhtiö etsii ostokohteita järjestelmällisesti sekä kartoittamalla niitä itse että vastaanottamalla tarjouksia mahdollisilta myyjiltä, ja kohteina ovat tyypillisesti pienemmät pienvarastotoimijat. Yritysostoilla yhtiö voi hankkia kerralla

liiketoimintaa, kiinteistöjä ja asiakaskantaa. Yhtiön mukaan sen nettotuottotasot yritysostoissa ovat olleet yli 10 %. Yritysostoissa on myös hyvä huomata, että ne alkavat yleensä tuottaa alusta paremmin verrattuna orgaanisiin investointeihin, joissa tuottotasot paranevat selkeämmin ajan kanssa. Yritysostoihin liittyy kuitenkin myös enemmän integraatio- ja hinnoitteluriskiä. Käytännössä ne voi kuitenkin mieltää mielestämme lähes kiinteistöshankintojen substituuttina. Yritysostoilla yhtiö voi kasvattaa markkinaosuuttaan paikallisesti ja ostaa pois kilpailijoita. Cityvarasto kykenee lähes aina saamaan ostokohteista pieniä toimijoita paremman tuoton omalla brändillään, kehittyneillä järjestelmillään ja lisäpalveluillaan.

Liitännäispalvelujen kasvattaminen

Cityvarasto täydentää kiinteistöliiketoimintaansa liitännäispalveluilla, joita ovat pakettiautojen vuokraus ja muuttopalvelut. Liitännäispalvelut muodostivat vuonna 2025 noin 30 % konsernin liikevaihdosta ja arvioimme mukaan noin 17 % liikevoitosta. Niiden osuus liikevaihto- ja tulokertymästä on merkittävä, mutta niiden strateginen funktio on ohjata lisää asiakkaita pienvarastojen käyttäjiksi. Palvelut ruokkivat toisiaan, sillä samat elämäntilanteiden muutokset synnyttävät kysyntää sekä varastoinnille että muutoille. Vuonna 2024 noin neljännes asiakkaista käytti enemmän kuin vain yhtä konsernin palvelua. Pakettiautot liikenteessä ja pienvarastot niiden noutopaikkana tuovat erinomaisesti myös ilmaista näkyvyyttä Cityvarastolle. Pakettiautovuokraus tapahtuu PakuOvelle.com-palvelun kautta, joka on Suomen suurin pakettiautovuokraamo. Yhtiön tavoitteena on laajentaa pakettiautovuokrausta valtakunnallisesti ja lisätä edelleen palvelujen ristikkäistä käyttöä. Muuttoliiketoiminnassa Opiskelijamuutot ja Ja-Ki Muutto ovat Etelä-Suomen suurin yksityishenkilömuuttojen kokonaisuus. Yhtiö pyrkii myös kasvattamaan osuuttaan muissa liitännäispalveluissa (esim. muuttolaatikat).



Lähde: Cityvarasto, Inderes

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/4

Taloudelliset tavoitteet 2024-2029 (tilikauden loppu)

Cityvaraston hallitus on asettanut yhtiölle neljä keskeistä taloudellista tavoitetta viiden vuoden aikajaksolle:

1. Kasvu: Konsernin liikevaihdon keskimääräinen kasvu on yli 12 prosenttia vuodessa tarkastelujaksolla

- Yli 12 prosentin vuotuinen kasvutavoite on kunnianhimoinen ja arviomme mukaan selvästi markkinakasvua nopeampi vauhti. Sen saavuttaminen edellyttää mielestämme sekä hyvää organista kehitystä että aktiivista uusien toimipisteiden avaamista ja yritysostoja. Yhtiön strategiakausi on lähtenyt vahvasti liikkeelle ja vuosikasvu on ollut keskimäärin 19 % aikajaksolla 2024-Q2'26LTM. Ennustemme strategiakauden keskimääräisestä kasvusta (11,7 %) jää hieman tavoitteen alle.

2. Kannattavuus: Konsernin käyttökate (EBITDA) -marginaali ylittää 50 prosenttia tarkastelujakson aikana

- Yli 50 prosentin käyttökatemarginaali on jo suhteellisen korkea tavoite konsernitasolla, mutta kiinteistöliiketoiminnan kasvun ja kiinteistökannan kypsymisen ansiosta se on mielestämme hyvin mahdollinen. Tavoitteen saavuttamista vaikeuttaa jossain määrin matalampikatteisen muuttoliiketoiminnan kasvu, vaikkakin sen osuus on yhä pieni (~7 % liikevaihdosta). Arviomme mukaan kiinteistöliiketoiminnassa on hyvät edellytykset pitkällä aikavälillä yli 55 %:n käyttökatteeseen. Liitännäispalveluissa 35-40 %:n marginaali on mahdollinen, mutta muuttoliiketoiminnan kasvaessa tavoitteen saavuttaminen olisi mielestämme vaikeaa. Vuonna 2025 kannattavuus oli jo 44,6 %, joten yhtiö ei ole erityisen kaukana

kannattavuustavoitteestaan. Ennustamme kannattavuuden olevan vuonna 2029 45,2 % muuttoliiketoiminnan kasvaneen osuuden takia.

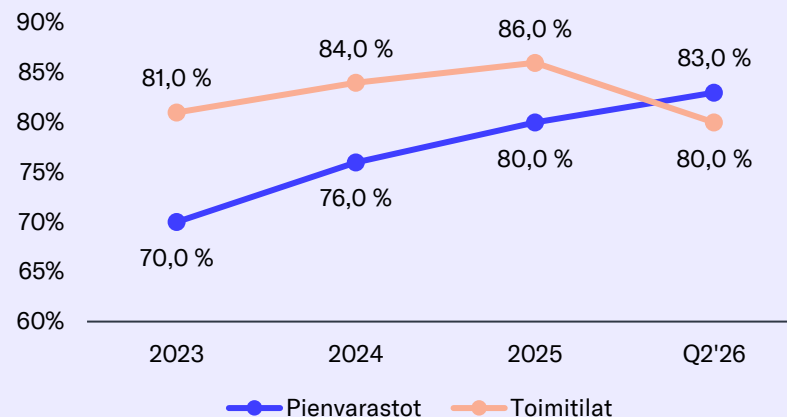
3. Investoinnit: Konsernin investoinnit ovat keskimäärin noin 10 miljoonaa euroa vuodessa tarkastelujaksolla. Pienvarastotoimipisteiden lukumäärä on noin 100 tarkastelujakson lopussa.

- Noin 10 MEUR:n vuotuiset investoinnit ja tavoite lähes sadasta toimipisteestä tarkoittavat toimipisteverkoston selvää laajentamista nykyisestä. Investointitaso suhteessa kasvutavoitteeseen on suhteellisen maltillinen, mikä heijastaa muutos- ja kehitysmallin pääomatehokkuutta. Näemme tavoitteen saavuttamisen realistisena. Erittäin keskeistä on luonnollisesti se, että investointien kannattavuus pysyy hyvänä. Tämä vaatii mielestämme positiivisen markkinakehityksen jatkumista. Investoinnit ovat olleet keskimäärin 12,3 MEUR vuodessa aikajaksolla 2024-Q2'26, mikä ylittää noin 10 MEUR:n vuositavoitteen.

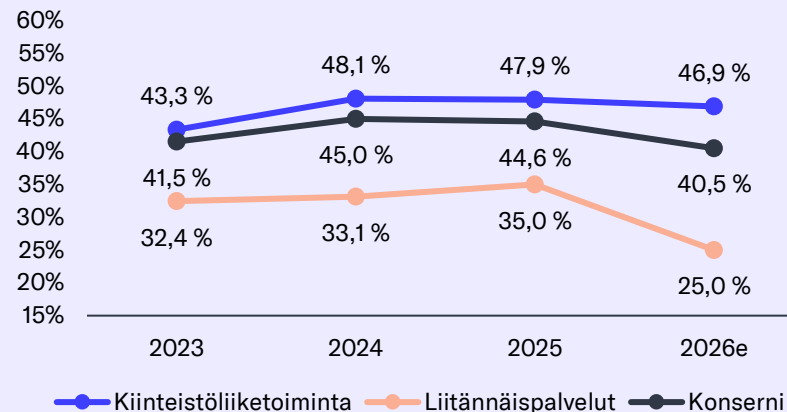
4. Velkaantuneisuus: Konsernin luototusaste pysyy alle 35 prosentin tarkastelujaksolla

- Alle 35 prosentin luototusastetavoite kertoo suhteellisen maltillisesta velkapolitiikasta. Toisaalta se voi myös kertoa siitä, että kiinteistöjen tasearvot ovat suhteellisen korkeasti arvostettuja. Yhtiön mukaan lainanantajat olisivat kuitenkin valmiita rahoittamaan yhtiötä myös esimerkiksi kiinteistöalalla muuten melko tyypillisellä 40-50 %:n luototusasteella. Cityvaraston rahoitettavuutta parantaa erityisesti vahva kassavirrantuottokyky. LTV oli Q2'26 vain 20 %, joten tase tarjoaakin vielä merkittävästi vipua investointien rahoittamiseen.

Käyttöasteet kauden lopussa

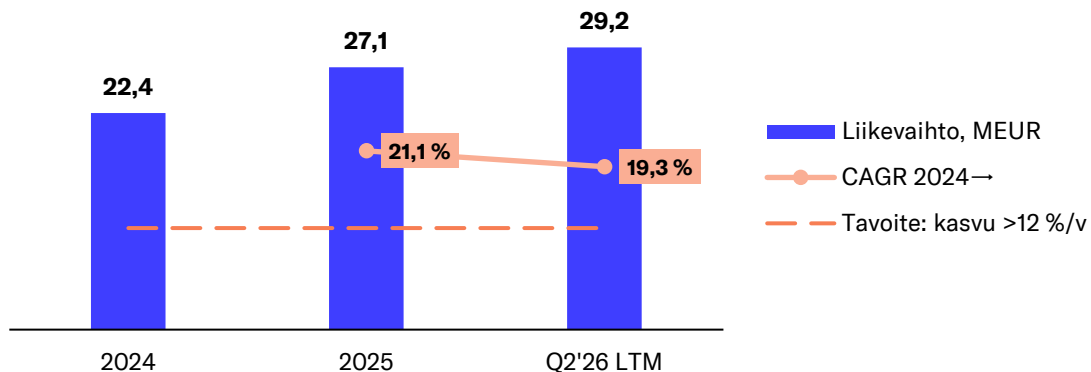


Oikaistu käyttökate-% segmenteittäin

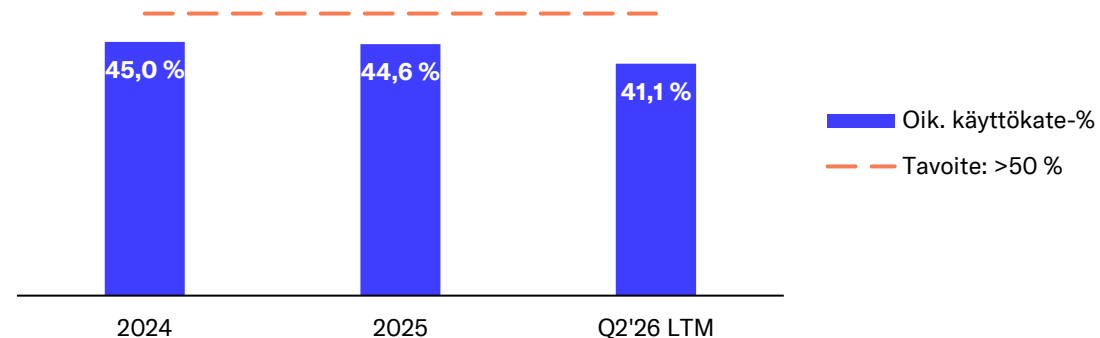


Strategia ja taloudelliset tavoitteet 4/4

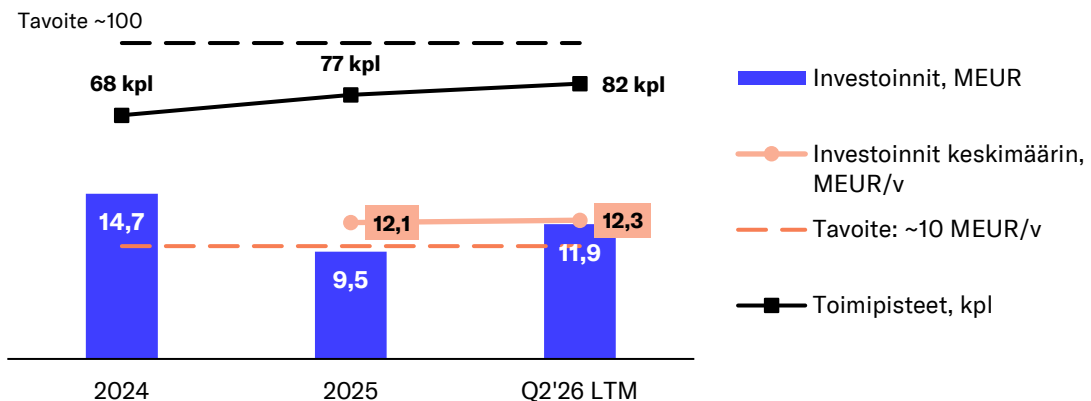
**Kasvu: Konsernin liikevaihdon kasvu keskimäärin yli 12 %
vuodessa tarkastelujaksolla**



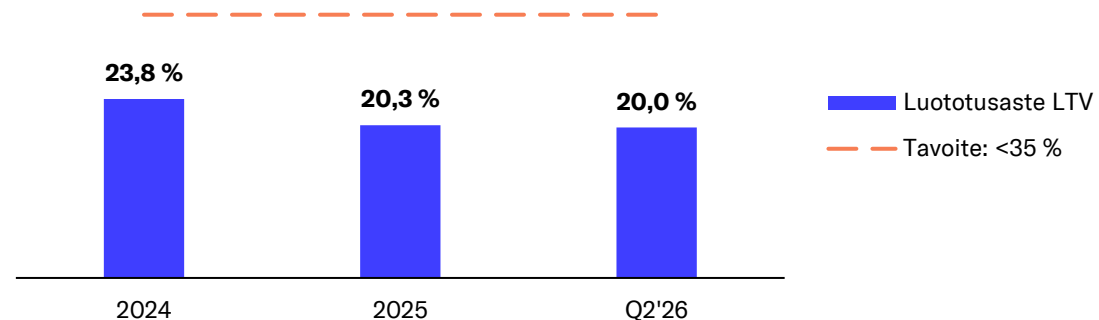
**Kannattavuus: Konsernin käyttökate-% yli 50 %
tarkastelujakson aikana**



**Investoinnit: Keskimäärin noin 10 MEUR vuodessa ja noin 100
toimipistettä jakson lopussa**



**Velkaantuneisuus: Konsernin luototusaste (LTV) alle 35 %
tarkastelujaksolla**



Markkinakatsaus ja kilpailutilanne – pienvarastot 1/6

Suomen pienvarastomarkkina on kasvumarkkina

CBRE ja FEDESSA* (myöhemmin CBRE) arvioivat Suomen pienvarastomarkkinan (self storage) arvoksi noin 47 MEUR vuonna 2025, ja markkina on kasvanut noin 5,6 %:n vuosivauhtia vuosina 2021-2025. Kasvu on jatkunut ymmärryksemme mukaan suhteellisen vahvana myös tätä pidemmällä aikavälillä, mistä kertoo myös markkinan suurimman toimijan Cityvaraston noin 20 %:n vuosittainen kasvuvauhti. Toimijakenttä on pirstaloitunut, ja Cityvarasto on markkinan selvästi suurin toimija. Cityvaraston markkinaosuus on arviomme mukaan noin 30 %:n suuruusluokkaa.

Vuokrattava kokonaispinta-ala oli noin 220 000 neliometriä vuonna 2025, ja pinta-ala on kasvanut euromääräistä kasvua hieman kovempaa 7,5 %:n vuosivauhtia. Nopeasti kasvanut tarjonta painoikin CBRE:n mukaan markkinan käyttöasteet alle 70 %:iin vuosina 2022-24, mutta käyttöaste teki selkeän paluun vuonna 2025 noin 75 %:iin. Tämä on melko hyvin linjassa myös Cityvaraston kehityksen kanssa, jonka käyttöaste on ollut viime vuosina markkinaa parempi (2025: 80,0 %).

Suomen keskimääräinen kuukausineliövuokra oli vuonna 2025 noin 23,8 euroa ja kääntyi pieneen nousuun edellisvuodesta. Vuokrataso on kuitenkin laskenut vuosien 2021-23 ~25-26 euron tasoista kasvaneen tarjonnan ajamana. Cityvaraston keskineliövuokra oli Q2'26 hieman markkinatasoa korkeampi (25,5 €).

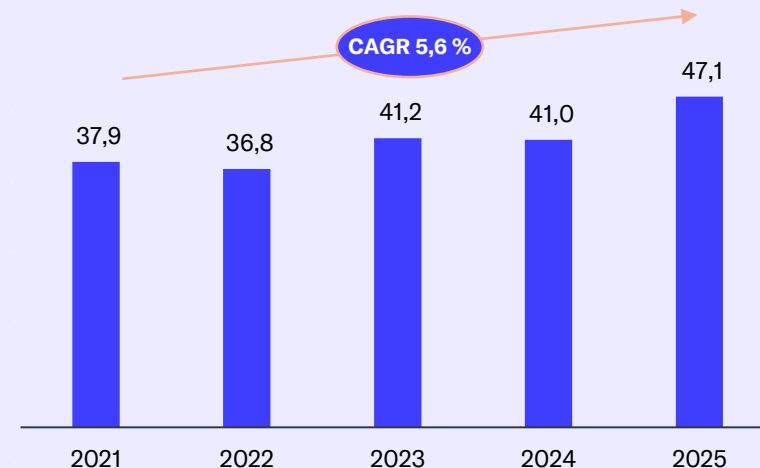
Kasvuvaraa on suhteessa muihin Pohjoismaihin, mutta Eurooppaan nähden tilanne on tasapainoinen

Suomen pienvarastomarkkina on Euroopan kontekstissa

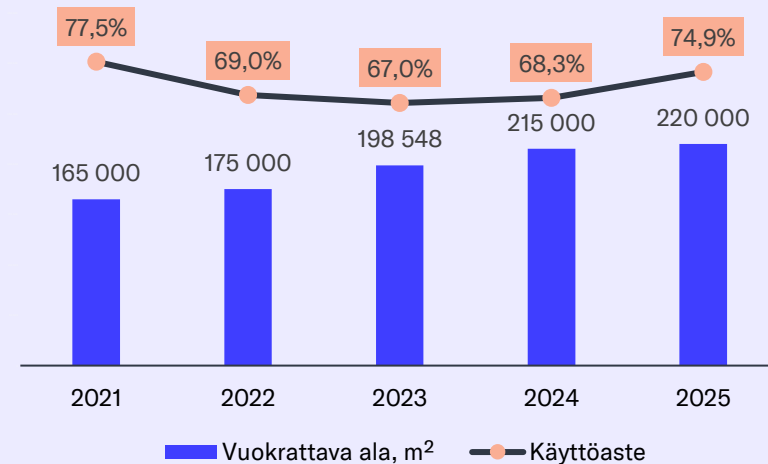
pienvarastoala per asukas -mittarilla mitattuna melko keskimääräisessä kehitysvaiheessa (graafi sivulla 26). Suomen pienvarastojen levinneisyysaste on 39 neliometriä tuhatta asukasta kohden, mikä on selvästi alle Pohjoismaiden keskiarvon (57) ja kaukana Yhdistyneen kuningaskunnan (88) tai erityisesti aivan omassa luokassaan olevasta Yhdysvaltojen (567) tasoista. Cityvaraston mukaan erot korostavat alan pitkän aikavälin kasvupotentiaalia Suomessa, ja kaupungistumisen jatkuessa levinneisyysasteen odotetaan kasvavan tasaisesti. Koko Euroopan vertailussa kuva on kuitenkin tasapainoisempi, sillä Euroopan keskimääräinen pienvarastopinta-ala asukasta kohden on vain noin 0,6-kertainen Suomeen nähden, ja Suomi on suunnilleen samalla tasolla Ranskan, Irlannin ja Itävallan kanssa sekä edellä muun muassa Saksaa (0,7x), Belgiaa (0,6x) sekä Etelä- ja Itä-Euroopan maita (0,1-0,3x). Suomen edellä ovat käytännössä vain muut Pohjoismaat (1,3-1,7x), Alankomaat (1,7x), Yhdistynyt kuningaskunta (2,2x), Islanti (2,4x) ja Yhdysvallat (14,9x), ja penetraatio on noussut vuosina 2021-2025 laajasti eri Euroopan maissa, myös Suomessa.

Näkemyksemme mukaan kasvupotentiaalin relevantin mittari on muiden Pohjoismaiden taso, koska Suomi muistuttaa niitä kaupungistumiskehityksen, asumismuotojen ja tulotason osalta. Suomen suurten kaupunkien odotetaan kasvavan keskimääräistä eurooppalaista kaupunkia nopeammin, mikä tukee markkinaa. Nousu Ruotsin tasolle tarkoittaisi laskennallisesti noin 30 % ja Pohjoismaiden keskiarvoon lähes 50 % nykyistä suurempaa varastokantaa, joten pidämme rakenteellista kasvutilaa edelleen merkittävänä.

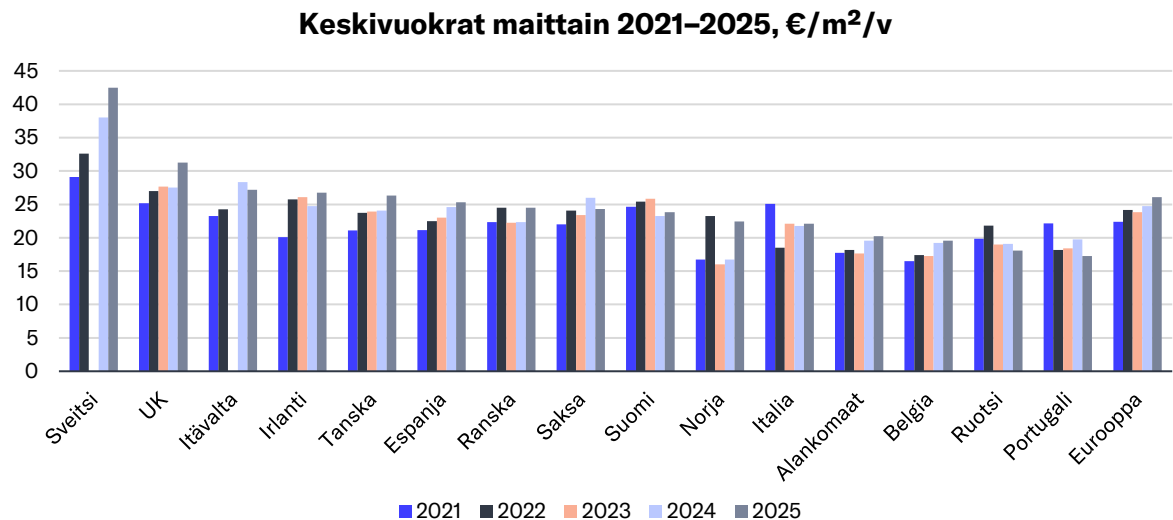
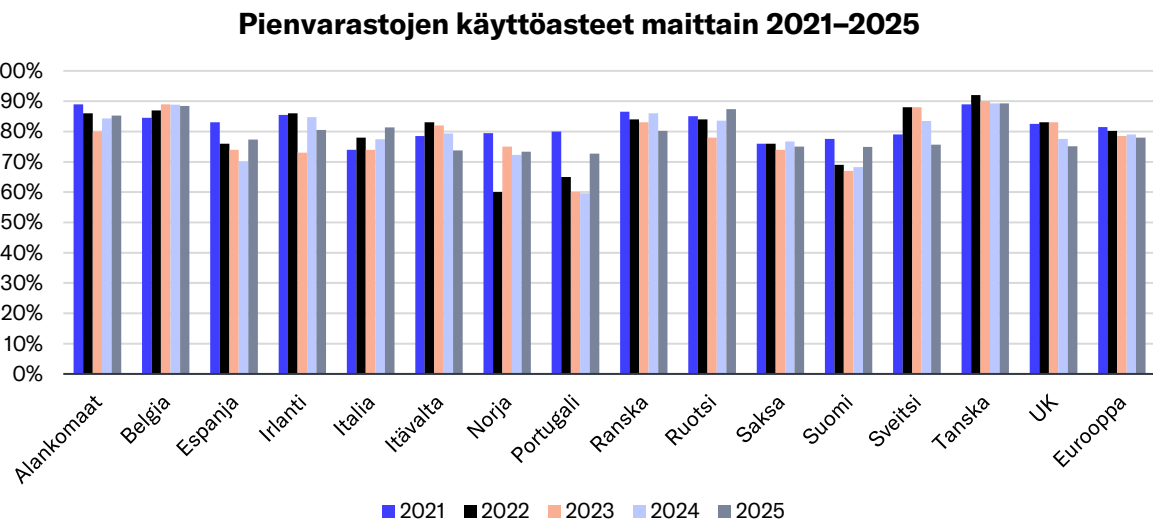
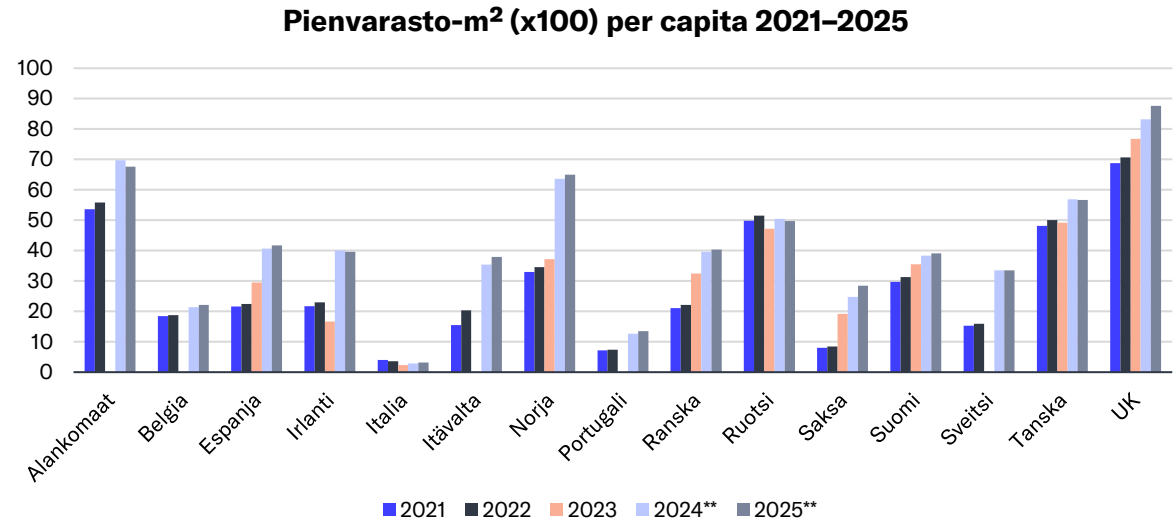
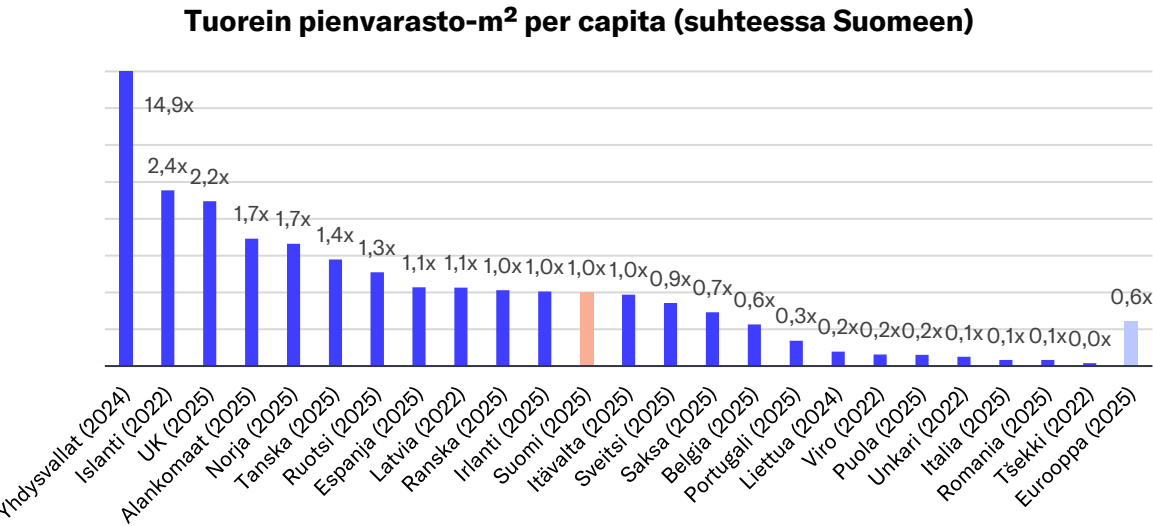
Suomen pienvarastomarkkina



Suomen pienvarastomarkkinan vuokrattava pinta-ala ja käyttöaste



Euroopan pienvarastomarkkinan tunnuslukuja



Lähde: FEDESSA & CBRE (European Self Storage Industry Report 2025), Inderes

Markkinakatsaus ja kilpailutilanne – pienvarastot 3/6

Pienvarastojen kysyntäajurit ovat rakenteellisia ja pitkälti suhdanteista riippumattomia

Pienvarastojen kysyntää ohjaavat ensisijaisesti merkittävät elämäntapahtumat, jotka saavat ihmiset etsimään lisätilaa. Näitä ovat muutot, kodin remontit, parisuhteen alkaminen tai päättyminen, perheen perustaminen, perinnön saaminen, tilaa vaativat harrastukset sekä muutokset yritystoiminnassa. Nämä tapahtumat ovat luonteeltaan rakenteellisia ja toistuvia, ja niihin liittyvä syklisyys on suhteellisen vähäistä. Perimmäisenä syynä pienvarastojen kysynnälle on asiakkaan näkökulmasta edullinen vaihtoehto lisätilalle tiiviissä kaupungissa. Pienvaraston osuus on tällä hetkellä noin 3 % vuotuisista asumiskustannuksista, ja pääkaupunkiseudulla 4 m²:n varasto (noin 1 200 euroa vuodessa) maksaa suunnilleen saman kuin vastaava määrä lisäasuinpinta-alaa vuokrattuna. Asiakaskunta koostuu pitkälti yksityishenkilöistä, joiden osuus asiakkaista on Suomessa noin 88 prosenttia. Muualla Euroopassa yritysasiakkaiden osuus (33 %) on keskimäärin selvästi Suomea korkeampi. Osuus on ollut kasvusuuntainen, mutta se kääntyi laskuun vuonna 2025 heikommassa taloussuhdanteessa.

Neljä ”D:tä” luo vakaan kysyntäpohjan

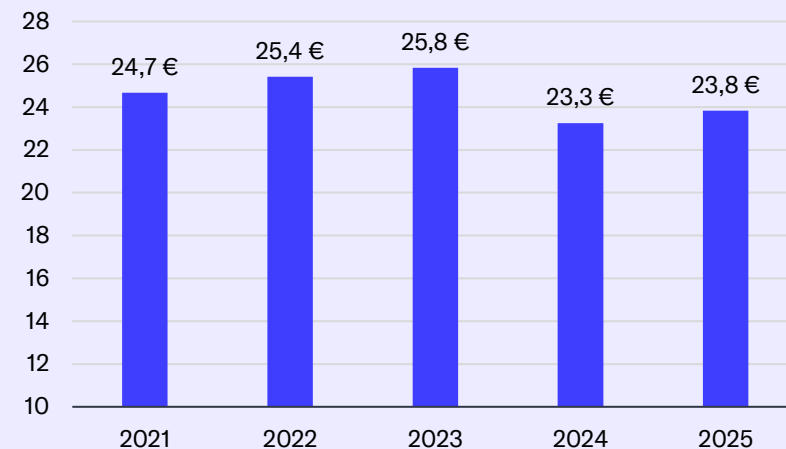
Pienvarastoalan kysynnän perusta tiivistyy toimialalla neljään D:hen. Suomessa tapahtuu vuosittain noin 12 000 avioeroa (divorces) ja noin 62 000 kuolemantapausta (deaths), ja lisäksi maassa tehdään vuosittain noin miljoona kotimuuttoa (dislocations). Neljäs ajuri, asuntojen pieneneminen (downsizing), koskettaa erityisesti eläkeläisiä ja kotitalouksia, joista lapset ovat jo muuttaneet omilleen, ja pienempään asuntoon muuttaminen on ajankohtaista. Olennaista on myös, että elämäntapahtuman synnyttämä tilapäinen tarve muuttuu usein pysyväksi. Suomessa keskimääräinen pienvaraston pitoaika on markkina-

analyttikkojen mukaan 8,7 kk ja Euroopassa 10,2 kk. Cityvarasto ei ole raportoinut tätä lukua, mutta yhtiön keskimääräinen vuokrasopimuksen kesto oli listautumishetkellä 27 kk. On hyvä huomioida, että tämä on eri luku, joka sisältää vain voimassa olevat vuokrasopimukset. Pitkäaikaiset asiakkaat jatkavatkin usein sopimuksiaan käytännöllisyyden ja tottumuksen vuoksi.

Megatrendit tukevat pitkän aikavälin kasvua

Cityvarasto nostaa itse esiin neljä markkinaa tukevaa megatrendiä, jotka on mielestämme helppo allekirjoittaa. Ensimmäinen on kaupungistuminen. Pääkaupunkiseudun väkiluvun ennustetaan kasvavan noin 130 000 asukkaalla vuoteen 2040 mennessä, ja pääkaupunkiseudun (21 %), Tampereen (19 %) ja Turun (14 %) väestönkasvuennusteet vuosille 2025-2040 ylittävät useimmat Euroopan suurkaupungit, kuten Oslon (13 %) ja Tukholman (12 %). Toinen on kotitalouksien pieneneminen. Keskikoon ennustetaan laskevan 1,97 henkilöstä 1,89 henkilöön vuoteen 2045 mennessä, mikä tarkoittaisi noin 370 000 uutta kotitaloutta. Kolmas on väestön ikääntyminen. Yli 65-vuotiaiden määrän odotetaan kasvavan noin 200 000:lla (+15 %) ja 40-65-vuotiaiden noin 300 000:lla vuoteen 2040 mennessä, mikä yhdistettynä pienempiin asuntoihin kasvattaa säilytystilan tarvetta elämän aikana kertyneille tavaroille. Neljäs on asumisen rajoitteet. Uudisasuntojen keskikoko on pienentynyt Helsingissä 9 %, Espoossa 13 % ja Vantaalla 10 %, kun verrataan vuosina 2015-2019 ja 2020-2024 rakennettuja asuntoja, ja samalla asuntojen hinnat ovat nousseet kasvukeskuksissa selvästi muuta maata nopeammin (Helsinki, Turku ja Tampere +22 % vs. koko Suomi +3 % vuodesta 2010). Lisäksi alati lisääntyvä tavarapaljous ja ihmisten kasvanut halukkuus maksaa palveluista ovat mielestämme pienvarastoja tukevia trendejä.

Suomen pienvarastomarkkinan keskivuokra (€/m²/kk)



Markkinan muutos ja muutosta ajavat tekijät

- Kaupungistuminen ja asumisen keskittyminen suuriin kaupunkeihin
- Asuntojen pinta-alan pieneneminen ja siten varastointimahdollisuuksien vähentyminen
- Kotitalouksien tavarapaljous
- Kotitalouksien keskikoon pieneneminen ja lukumäärän kasvaminen
- Väestön vanhentuminen

Markkinakatsaus ja kilpailutilanne – pienvarastot 4/6

Kilpailukenttä on pirstaloitunut ja Cityvarasto on sen selvä ykkönen

Suomen pienvarastomarkkina on rakenteeltaan pirstaloitunut, sillä kentällä toimii lähinnä pieniä paikallisia toimijoita ja vain muutamia suurempia kansallisia tai alueellisia yhtiöitä. Cityvarasto on markkinan selvästi suurin toimija sekä toimipisteiden määrällä että maantieteellisellä kattavuudella mitattuna (Q2’26: 82 toimipistettä 30 kaupungissa, mukaan lukien rakenteilla olevat) ja se on Suomen ainoa valtakunnallinen pienvarastoketju. Cityvaraston markkinaosuus on arviomme mukaan noin 30 %:n suuruusluokkaa. Merkittävin kilpailija on pohjoismainen Pelican Self Storage, joka toimii Suomen lisäksi Tanskassa ja Ruotsissa, mutta jonka 16 Suomen toimipisteestä 15 sijaitsee pääkaupunkiseudulla. Kokoluokkaero kärjen alapuolella on suuri. Toimipistemäärät kolmanneksi suurimman ja 11. suurimman toimijan välillä vaihtelevat 11:stä kahteen, minkä lisäksi markkinalla on lukuisia 1-2 toimipisteen yhtiöitä.

Pelicanin ohella Suomessa ei toimi muita suuria eurooppalaisia pienvarastotoimijoita, mikä on osaltaan mahdollistanut kotimaisten toimijoiden kasvun ja vahvan jalansijan. Toimijoista Cityvarasto ja Pelican erottautuvat mielestämme selvästi brändäyksellään sekä digitaalisilla kyvykkyyksillään. Pelican on ainoa merkittävä toimija, jonka kiinteistökannasta suurin osa on uudistuotantoa. Muut toimijat ovat Cityvaraston tavoin hankkineet pääosin olemassa olevia elinkaarensa lopussa olevia rakennuksia kohteikseen. Niillä ei ole kuitenkaan Cityvaraston kaltaista yhtenäistä erottautuvaa brändiä varastoillaan. Cityvaraston kyky kehittää kiinteistöjä tehokkaasti onkin mielestämme yksi sen kilpailueduista suhteessa suomalaisiin toimijoihin. Cityvarasto kohtaa arviomme mukaan mittakaavaltaan

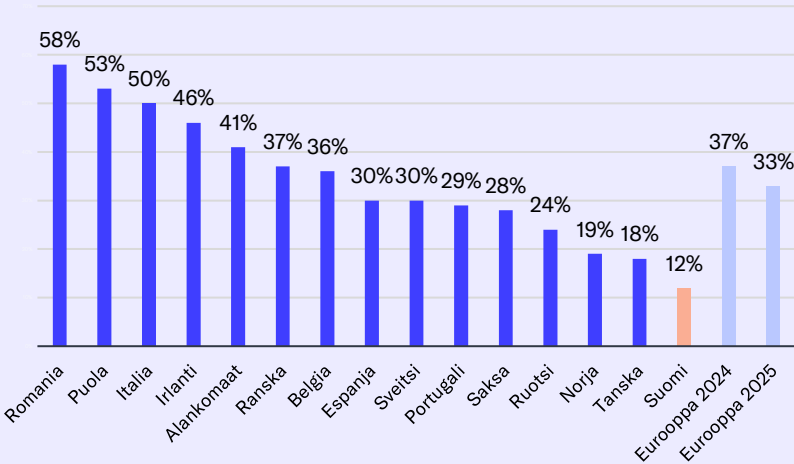
vertailukelpoista kilpailua lähinnä pääkaupunkiseudulla, kun muualla maassa vastassa on pääosin pieniä paikallisia toimijoita. Pirstaloituneen kilpailukentän häntä muodostaa samalla Cityvarastolle luontevan yritysostoputken, jota yhtiö on historiassaan hyödyntänyt keskimäärin 1-2 yritysostolla vuodessa.

Sijainti, hinta, tunnettuus ja digitaalinen asiakaspolku ratkaisevat kilpailun

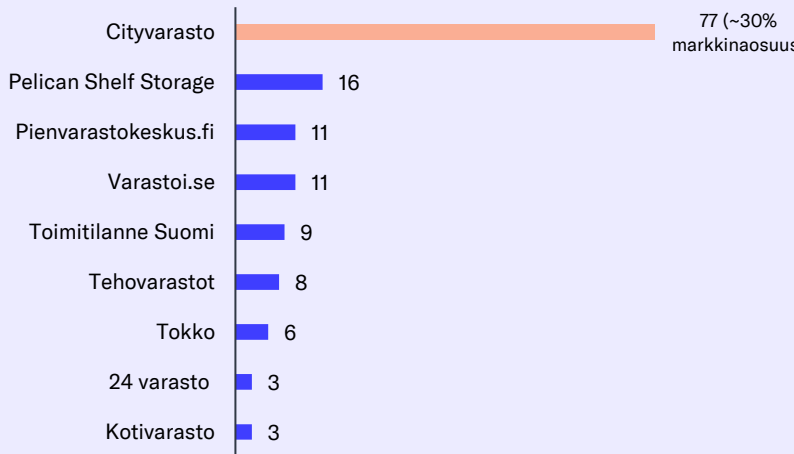
Pienvarastoissa kilpailu käydään ensisijaisesti sijainnilla, hinnalla, tunnettuudella ja palvelun helppoudella. Kilpailijat voivat houkutella asiakkaita alhaisemmilla hinnoilla, paremmilla sijainneilla tai palveluilla, ja paikallisilla olosuhteilla on merkittävä rooli erityisesti hinnoittelussa. Nykypäivänä myös digitaalinen näkyvyys on tärkeä kilpailutekijä, missä tunnettuus, pitkäaikainen brändin rakennus ja verkkokauppakyvykkydet korostuvat.

Cityvaraston vahvuuksia ovat alan ainoa valtakunnallinen verkosto, tunnettu brändi sekä kasvukeskuksiin ja hyvien liikenneyhteyksien varrelle sijoittuvat kohteet. Brändin tunnettuutta tukee yhtiön väreihin teipattu, yli 500 pakettiauton kalusto. Lisäksi yhtiöllä on lähes täysin autonominen digitaalinen asiakaspolku, jossa vuokraus, sopimukset ja kulunhallinta hoituvat verkossa ja mobiililaitteilla. Arviomme mukaan sijainti on alan tärkein yksittäinen kilpailutekijä, sillä varasto valitaan tyypillisesti kodin tai työpaikan läheltä, jolloin kilpailu on luonteeltaan paikallista mikromarkkinakilpailua. Digitaalinen ja henkilöstökevyt toimintamalli puolestaan laskee yksikkökustannuksia ja tekee näkemyksemme mukaan myös pienempien paikkakuntien palvelemisesta kannattavaa.

Yritysasiakkaiden osuus vuokratusta alasta (arvio)



Pienvarastoyhtiöiden toimipisteiden määrä



Markkinakatsaus ja kilpailutilanne – pienvarastot 5/6

Markkinoille tulon esteet suojaavat vakiintuneita toimijoita

Pienvarastomarkkinalle ovat ominaisia useat markkinoille tulon esteet. Mittakaavaedut suosivat suuria toimijoita, jotka pystyvät investoimaan automaatioon ja digitaalisiin alustoihin. Nämä parantavat toiminnan tehokkuutta ja asiakaskokemusta, ja kyky tarjota yhdenmukaista, laadukasta palvelua eri toimipisteissä vahvistaa asiakasuskollisuutta. Brändin merkitys korostuu, koska asiakkaat säilyttävät omaisuuttaan yhtiön tiloissa, jolloin luottamus ja tunnettuus ovat edellytyksiä vahvalle markkina-asemalle. Cityvaraston brändin tunnettuus on mielestämme erinomainen suhteessa kilpailijoihin. Ulkopuolisen tutkimuksen (Q1'26) mukaan Cityvaraston autettu tunnettuus on alan korkein Suomessa (57 % vs. kakkostoitimijan 39 %), ja spontaani tunnettuus on lähes kaksinkertaistunut neljässä vuodessa.

Lisäksi ala edellyttää syvällistä paikallisen markkinan tuntemusta erityisesti sopivien kiinteistöjen hankinnassa, arvioinnissa ja muuntamisessa. Yhtiön arvion mukaan kilpailijalta vaadittaisiin huomattavia taloudellisia resursseja vastaavan toimipisteverkoston ja tunnettuuden saavuttamiseen. Kilpailun kiristymisen esimerkiksi yritysostojen tai laajan uudisrakentamisen kautta on mielestämme silti yksi keskeisimmistä riskeistä. Arvioimme erityisesti, että ykköskilpailija Pelican Self Storgen voimakkaammat laajentumishalut tai siirtyminen suuren eurooppalaisen toimijan omistukseen voisi tehdä siitä aiempaa vahvemman kilpailijan Cityvarastolle.

Kaavoitus rajoittaa tarjontaa siellä, missä kysyntä on suurinta

Kunnat suosivat Cityvaraston mukaan maankäyttöpäätöksissään tyypillisesti monikäyttöisiä kehityskohteita pienvarastojen sijaan, mikä synnyttää rakenteellista tarjonnan ja kysynnän epätasapainoa. Rajoitteet ovat merkittävimpiä tiheästi asutuilla alueilla, joilla kysyntä on suurinta mutta vapaiden tonttien saatavuus

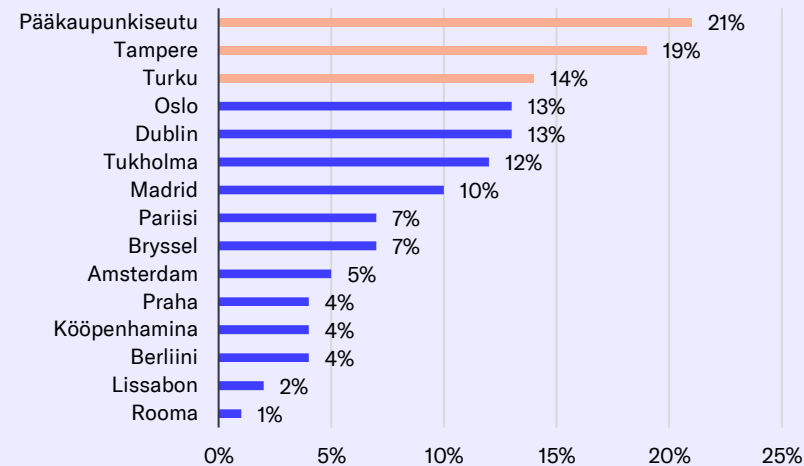
heikointa. Lisäksi uudisrakentamisen epävarmuudet, kuten kaavoituspäätökset ja asiakasmäärän hitaampi kasvu avausvaiheessa, nostavat investointikynnystä. Cityvarasto on vastannut epätasapainoon muutos- ja kehitysmallillaan eli muuntamalla vajaakäytössä olevia kiinteistöjä pienvarastokäyttöön, mikä avaa pääsyn vakiintuneisiin sijainteihin ilman uudisrakentamista. Näkemyksemme mukaan kaavoitusniukkuus toimii hallitsevan aseman vuoksi Cityvaraston eduksi kahdella tavalla. Se hillitsee uuden kilpailevan tarjonnan syntymistä juuri parhailla kysyntäalueilla ja tukee samalla yhtiön olemassa olevien kohteiden käyttöasteita ja arvoa.

Transaktiomarkkinalla on vahvat vuodet takana

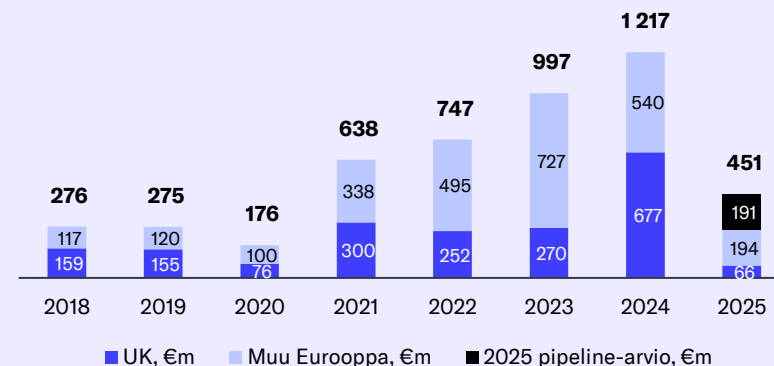
Euroopan pienvarastosektorin transaktiovolyymit ovat moninkertaistuneet muutamassa vuodessa. Vuosina 2018-2020 kauppvoja tehtiin CBRE:n ja FEDESSAn mukaan vajaalla 200-300 miljoonalla eurolla vuodessa, kunnes vuonna 2021 volyymi noin 3,5-kertaistui edellisvuodesta noin 650 miljoonaan euroon ja kasvu jatkui vuosina 2022 (noin 750 milj. euroa) ja 2023 (noin miljardi euroa). Huipentumana vuonna 2024 kauppvoja toteutui 1,2 miljardilla eurolla, kun listatut REIT-yhtiöt ostivat aktiivisesti isoja yksityisiä ja listattuja operaattoreita, vaikka korkotaso oli jo noussut selvästi.

Vuosi 2025 on ollut selvästi vaisumpi, sillä alkuvuoden volyymi oli noin 260 miljoonaa euroa ja koko vuodelta odotetaan noin 450 miljoonaa. Talous- ja kauppapoliittinen epävarmuus on lykännyt analyytikkojen mukaan useita suuria myyntiprosesseja (mm. Storage24, Less Mess ja Access Self Storage, yhteisarvoltaan noin 2,5 mrd. euroa). Sektori houkuttelee silti uutta institutionaalista pääomaa, ja CBRE odottaa volyymien vakiintuvan vuosina 2025/26 sekä suurten yritysjärjestelyjen palaavan markkinoille 2026-2027, mikä nostaisi volyymit jälleen jopa yli miljardiin euroon.

Väestönkasvuennusteet 2025–2040



EU self storage -investointivolyymit (€m)



Markkinakatsaus ja kilpailutilanne – pienvarastot 6/6

Ajanjaksolla on nähty myös useita pörssiyhtiöiden yksityistämisiä. Nuveen/TIAA osti listatun ruotsalaisen 24 Storagen vuonna 2021 (noin 1,2 mrd. Ruotsin kruunua) ja norjalaisen Self Storage Groupin pörssistä yksityiseksi 2023. Shurgard teki viimeisimmän pörssiyhtyrityksen oston, kun se osti listatun brittiläisen Lok'nStoren noin 473 MEUR:n yritysarvolla 2024. Ostotarjoukset ovat tapahtuneet melko korkeilla arvostustasoilla. 24 Storagen LTM EV/EBITDA oli erittäin korkea sen matalan kannattavuuden myötä nollakorkoajan huumassa. Ostohetkellä hyvin kannattavan Self Storage Groupin EV/EBITDA oli 20,6x ja Lok'nStoren hyvin korkea 27,5x. Nämä arvostuskertoimet tuovat nähdäksemme jossain määrin tukea myös Cityvaraston arvostukselle.

Arvostustasot ovat CBRE:n mukaan yleisesti pysyneet vahvoina. Vuonna 2023 prime-kohteiden tuottovaatimukset Euroopan ydinkaupungeissa olivat 5,0-5,5 %, vuonna 2024 kypsät laatukohteet vaihtoivat omistajaa noin 20-21x EV/EBITDA-kertoimilla, ja Nuveenin ja Safestoren EasyBox-kauppa kehitysasteeltaan matalassa Italiassa (175 milj. euroa) hinnoiteltiin jopa noin 27-kertaiseksi suhteessa seuraavan 12 kuukauden käyttökatteeseen.

Uudistuantanto on hidastumassa ennätystasoilta. FEDESSAn kyselytoksessa kehitysvaiheessa olevien kohteiden määrä (pl. UK) laski noin 480 hankkeesta noin 220:een vuonna 2025. Toimijoiden mukaan sopivien kiinteistöjen löytäminen on vaikeutunut ja lupaprosessit pidentyneet. Operaattoreiden suurimmat huolet liittyvät tonttikustannuksiin ja kaavoitusvaikeuksiin, kun taas yltarjontaa ei pidetä merkittävänä ongelmana.

Sektorin konsolidaatio jatkuu tulevaisuudessa

Aiemmin mainituista vakiintuneita toimijoita suojaavista systä konsolidaatio tulee arviomme mukaan

todennäköisesti jatkumaan sektorilla. Tämä voi mielestämme olla keskeinen tekijä myös Cityvaraston sijoitustarinassa. Sen lisäksi, että yhtiö todennäköisesti jatkaa Suomessa pienempien yritysten ostamista, näemme Cityvaraston myös mielenkiintoisena yritysostokohteena Euroopan suurille toimijoille. Kuten todettu, yhtiön vahvan markkinaosuuden myötä kilpailevan toimijan rakentaminen tyhjästä Suomessa olisi arviomme mukaan kallista ja aikaa vievää. Tämä yhdistettynä markkinan hyviin pitkän aikavälin ajureihin voisi tehdä Cityvaraston ostamisen kalliimmallakin hinnalla houkuttelevaksi suurille toimijoille.

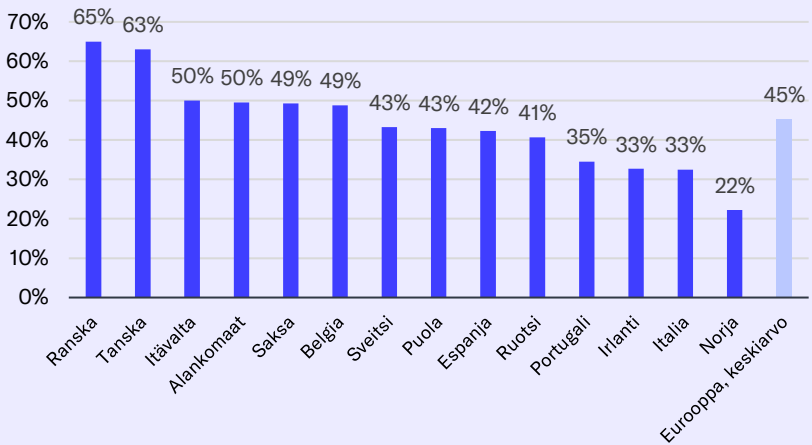
Euroopan maiden kannattavuusoletuksissa paljon hajontaa

FEDESSAn operaattorikyselyssä eurooppalaiset pienvarastotoimijat arvioivat kypsän toimipistetasen EBITDA-marginaalinsa keskimäärin 45 %:iin liikevaihdosta. Luku kuvaa toimipisteen tulosta ennen konsernihallinnon kuluja, korkoja, veroja ja poistoja. Maakohtaiset erot ovat kuitenkin suuria. Kärjessä ovat Ranska (65 %) ja Tanska (63 %), kun taas esim. Norjassa arvio on vain 22 %. Kypsemmillä markkinoilla arviot ovat pääsääntöisesti korkeampia, joskin raportin mukaan kannattavuusarvioilla ei ole selvää yhteyttä markkinan kokoon tai konsolidaatioasteeseen. Cityvaraston kiinteistöliiketoiminnan oikaistu käyttökatemarginaali oli noin 48 % tilikaudella 2025. Segmentin kannattavuus ylittää siten jo eurooppalaisten toimijoiden keskimääräisen kannattavuusoletuksen. Vertailukelpoinen toimipistetasen kannattavuus kypsässä vaiheessa on myös selvästi tätä korkeampi ja segmenttiluku sisältää lisäksi kyselyn luvusta poiketen myös hallinnon kuluja sekä matalampikatteisia toimitilakiinteistöjä. Tämä korostaa toisaalta Cityvaraston hyvää kannattavuutta, mutta myös suurempien toimijoiden parempia kannattavuustasoja.

Viimeisimmät pörssistä pois ostetut pienvarastotoimijat

Tunnusluku	Nuveen/TIAA → Self Storage Group ASA	Shurgard → Lok'nStore Group plc
Julkistuspäivä	20.9.2023	11.4.2024
Liikevaihto (LTM, MEUR)	35,5	32,4
Käyttökate (LTM, MEUR)	20,4	17,3
Käyttökate-% (LTM)	57,5 %	53,3 %
Markkina-arvo (MEUR)	329	442
Yritysarvo (MEUR)	421	475
EV/EBITDA (LTM)	20,6x	27,5x
Preemio edelt. päätöskurssiin	66,7 %	15,9 %
Preemio 6 kk VWAP:iin	65,3 %	41,2 %

Operaattoreiden EBITDA-odotukset (arvio)



Markkinakatsaus ja kilpailutilanne – toimitilat

Toimitilamarkkinassa Cityvarasto kilpailee ennen kaikkea halvoilla hinnoilla

Cityvaraston toimitilojen käyttäjäkunnan ja kiinteistötyyppien kirjo on laaja. Toimitilamarkkinassa Cityvarasto kilpailee ennen kaikkea halvoilla hinnoilla. Tämä on mielestämme perusteltu kilpailustrategia, sillä toimitilat toimivat pääosin välivaiheena ennen pienvarastoiksi konvertointia. Tätä tukevat myös yhtiön halvat investointikustannukset, minkä myötä nettotuottotasot pysyvät arviomme mukaan kohtuullisen hyvinä nykyisen kaltaisilla käyttöasteilla (Q2'26: 80 %). Arviomme mukaan myös Suomen heikko taloustilanne ja yritysten säästötarpeet tukevat yhtiön matalan hinnan toimitilastrategiaa suhteessa kilpailijoihin. On kuitenkin hyvä huomioda, että pitkällä aikavälillä Suomen talouden ja työttömyysasteen positiivinen kehitys on yksi keskeisimmistä ajureista myös toimitilaliiketoiminnalle.

Suomen kiinteistömarkkina on ollut viime vuosina vaisu

Cityvarastolle keskeiset tuotannolliset kiinteistöt ovat olleet viime vuosien tähtisektori tuotoissa KTI Kiinteistöindeksillä mitattuna. Aviapoliksen laadukkaiden tuotannollisten tilojen nettotuottovaatimus oli keväällä 2026 KTI:n mukaan noin 6,2 %. Rakli-KTI Toimitilabarometrissa tuotannollisten tilojen vuokraodotukset ovat olleet kaikissa suurissa kaupungeissa positiivisia vuodesta 2021 lähtien, ja odotukset ovat maltillistuneet vuosien 2021-2022 huipputasoilta mutta pysyneet positiivisina. Vuokrien ei odoteta laskevan yhdessäkään kaupungissa, ja vajaakäytön ennakoidaan pysyvän lähitulevaisuudessa ennallaan koko maassa.

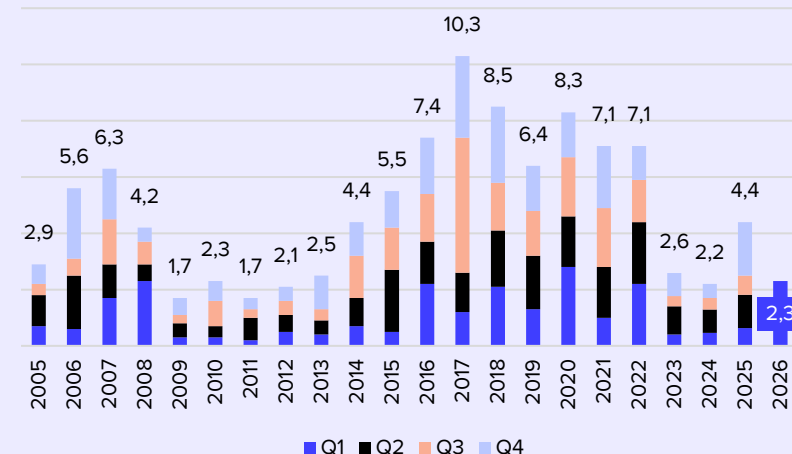
Markkinatasolla pääkaupunkiseudun keskeisten toimistoalueiden vajaakäyttöasteet ovat jatkaneet

nousuaan, ja vajaakäyttöaste oli Helsinki Research Forumin mukaan keskimäärin 18,3 %. Ero parempien ja heikkojen toimitilojen välillä on merkittävä, sillä grade A -luokan (21 % tutkimuksen kannasta) toimitilojen vajaakäyttöaste oli 9,3 %. Koko pääkaupunkiseudun vajaakäyttöaste teki pohjat vuonna 2022 noin 12 %:ssa, minkä jälkeen se on noussut tasaisesti.

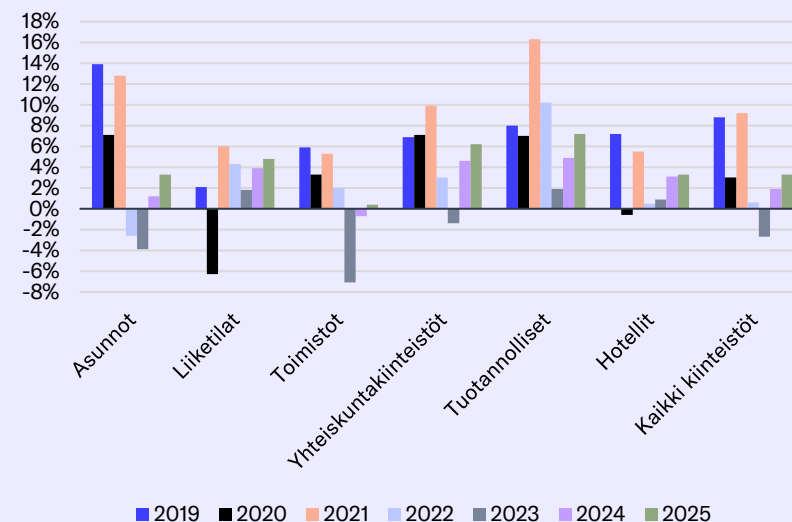
Kiinteistökauppojen transaktiovolyymi on ollut viime vuosina vaisu, joskin suuret asuntotransaktiot ovat nyt kääntäneet volyymin jälleen nousuun. Erityisesti toimistojen volyymit ovat historiallisen alhaisia tällä hetkellä. Yhtiölle keskeiset tuotannolliset tilat ovat olleet viime vuosien kasvavia volyymeissa, mutta niiden volyymit laskivat vuonna 2025 vahvan jakson jälkeen. Cityvarastolle vaisu transaktiomarkkina on mielestämme itse asiassa positiivinen asia, sillä se tarjoaa yhtiölle parempia ostomahdollisuuksia.

Olemme käsitelleet kiinteistömarkkinaa laajemmin mm. [Toivo Groupin](#) ja [KPY:n](#) laajoissa raporteissa.

Kiinteistötransaktiovolyymi Suomessa (mrd. EUR)



KTI Kokonaistuotot kiinteistötyypeittäin



Lähde: KTI

Markkinakatsaus ja kilpailutilanne – liitännäispalvelut

Pakettiautonvuokraus on ydinliiketoimintaa isompi mutta kilpailullisempi markkina, jossa PakuOvelle voittaa markkinaosuutta

PakuOvelle.com toimii osana Suomen autonvuokrausmarkkinaa, jonka koon arvioitiin yltävän Statistan mukaan noin 165 MEUR:oon vuonna 2025 (+3 % vuodesta 2024). Cityvaraston arvion mukaan PakuOvelle.com on Suomen suurin pakettiautovuokraamo autojen määrällä mitattuna. Autonvuokrauksessa alalle tulon esteet ovat arviomme mukaan melko matalat, sillä kalustoa voi hankkia kuka tahansa ja vuokrausta voi harrastaa kolmansien osapuolien alustojen kautta. Merkittävän ja kannattavan liiketoiminnan kasvattaminen vaatii kuitenkin pääomaa sekä omaan alustaan investointia. PakuOvellen keskeisiä kilpailuetuja ovat mielestämme synergiat pienvarastoverkoston kanssa, kuten toimipisteiden yhteydessä olevat noutopisteet, automatisoitu verkkokauppa, yhtenäinen brändi ja tehokas palvelujen ristiinmyynti.

Autonvuokrausmarkkinan odotettu kasvu on maltillista. PakuOvelle on kasvanut erittäin vahvasti viime vuosina, minkä myötä se on arviomme mukaan voittanut merkittävästi markkinaosuutta.

Pirstaloitunut muuttopalvelumarkkina kasvaa maltillisesti, ja kasvuvara on maksullisten palvelujen yleistymisessä

Yksityishenkilöiden muuttopalvelumarkkinat ovat Cityvaraston mukaan Suomessa suhteellisen pienet, mikä selittyy maksullisten palvelujen alhaisella käyttöasteella. Markkina on hyvin pirstaloitunut ja koostuu pääasiassa yksittäisten omistajien yhtiöistä. Opiskelijamuuttojen

merkittävimpiä kilpailijoita ovat muun muassa Niemi Palvelut ja Martela, joiden pääliiketoiminta on kuitenkin yritysmuutoissa. Kysyntää ohjaavat väestönkasvu, kaupungistuminen ja muuttoliike, ja Suomessa tehdään vuosittain noin miljoona kotimuuttoa. Yksityishenkilöiden maksullisten muuttopalvelujen käyttöasteen alhainen lähtötaso tarjoaa arviomme mukaan jossain määrin rakenteellista kasvuvaraa oletuksella, että maksullisten muuttopalvelujen käyttö yleistyy kaupungistumisen ja väestön ikääntymisen myötä. Nuoremmat ikäluokat ovat myös näkemysemme mukaan aiempaa halukkaampia maksamaan muuttopalveluista. Markkinalla on paljon yritysostokohteita tarjolla, mutta monet toimijat voivat olla muutaman avainhenkilön varassa, mikä ei tee niistä kovinkaan houkuttelevia ostokohteita.

Molemmilla liitännäismarkkinoilla kilpailu on kuitenkin pienvarastoja kovempaa ja hintavetoisempaa, ja segmenttien ensisijainen rooli (erityisesti muuttopalvelut) on ydinliiketoimintaa tukeva. Lisäksi pienvarastojen ja liitännäispalveluiden selvät synergiat tekevät niiden osien summasta yksittäisten palvelujen summaa suuremman.

Liitännäispalvelut lyhyesti

**9,9 MEUR
(+20 % vs. 2025)**

Liitännäispalveluiden
liikevaihto 2026e

+38 %

Segmentin liikevaihdon
keskimääräinen kasvu 2022-25
(suurin osa orgaanista)

Koko Suomen autonvuokrausmarkkina

Markkinan koko n. 165 MEUR 2025 (+3 % YoY). PakuOvelle voittanut merkittävästi markkinaosuutta viime vuosina.

PakuOvelle Suomen suurin pakettiautovuokraaja 7,1 MEUR:n liikevaihdolla, suurin osa markkinasta muiden autojen vuokrausta.

Tukevat trendit: kaupungistuminen, autottomien kotitalouksien yleistyminen, verkkokaupan ja käytettyjen tavaroiden kaupan kasvu



Muuttopalvelut

Pirstaloitunut pienten toimijoiden markkina. Merkittävimpiä kilpailijoita Martela ja Niemi Palvelut Suomessa n. 1 milj. kotimuuttoa vuodessa. Kasvuvaraa maksullisten muuttopalvelujen yleistymisessä. Päärooli tukea pienvarastotoimintaa.



Liitännäispalvelujen päärooli: Tukea ydinliiketoimintaa

Noutopisteet varastojen yhteydessä, yhteinen brändi (ilmaista markkinointia) ja palvelujen ristiinmyynti



Sijoitusprofiili

1

Selvä markkinajohtaja noin 30 %:n osuudella pienvarastojen rakenteellisella kasvumarkkinalla

2

Hyvin kannattavaa ja tasaista kiinteistöliiketoimintaa, jota tukee vahvoilla synergioilla hyvin kannattava pakettiauton vuokraus ja heikommin kannattava muuttoliiketoiminta

3

Kyky ja mahdollisuudet investoida pienvarastoihin noin 15 %:n tuottotasolla yhtiön omalla muutos- ja kehitysmallilla

4

Vahva investointivaihe ja muuttoliiketoiminta painavat kannattavuutta ja pääoman tuottoa lyhyellä aikavälillä

5

Yrittäjämäinen yhtiö, jonka omistus erittäin keskittynyt perustajatoimitusjohtajalle

Potentiaali

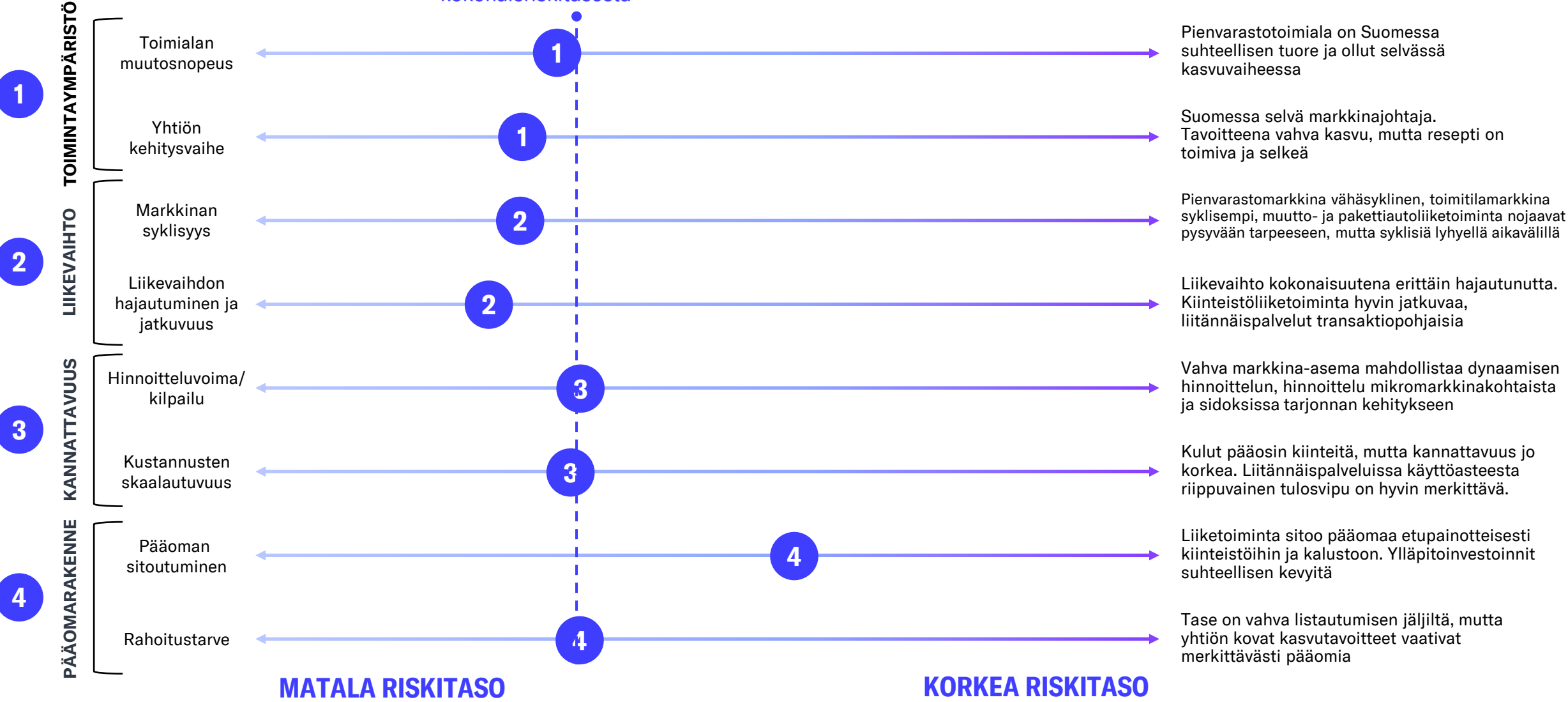
- Markkinan vahvan kasvun jatkuminen
- Kyky jatkaa investointeja hankkimalla uusia kiinteistöjä ja tekemällä yritysostoja houkuttelevilla 15 %:n tuottotasolla
- Nykyisen tilakannan konversiopotentiaali
- Houkutteleva yritysostokohde suurille ulkomaisille toimijoille
- Liiketoiminnan synergioiden ja ristiinmyyntipotentiaalin täysimääräinen ulosmittaus
- Suomen talouden ja asuntomarkkinan piristymisen

Riskit

- Kilpailun kiristyminen
- Suomen talouden heikko kehitys
- Korkea avainhenkilöriski
- Hyvin keskittynyt omistus
- Vahva investointivaihe päällä
- Korkotason nousun jatkuminen

Liiketoimintamallin riskiprofiili

Arvio Cityvaraston liiketoiminnan kokonaisriskitasosta



Taloudellinen tilanne 1/3

Tase on kiinteistösijoitusyhtiölle tyypilliseen tapaan keskittynyt

Cityvaraston taseen loppusumma oli Q2'26 243,8 MEUR, ja siitä noin 87 % muodostui omistettujen sijoituskiinteistöjen käyvästä arvosta (212,3 MEUR). Muita suhteellisen merkittäviä eriä olivat vuokrasopimuksella hallitut sijoituskiinteistöt (9,1 MEUR) ja aineelliset hyödykkeet (10,5 MEUR), jotka koostuvat lähes täysin pakettiauto- ja muuttokalustosta. Pakettiautojen kirjanpitoarvo oli Q4'25 8,8 MEUR ja ne poistetaan kirjanpidossa 10 vuodessa. aineettoman omaisuuden arvo taseessa oli vain 2,5 MEUR, vaikka Cityvarasto on tehnyt lukuisia yrityskauppoja. Kiinteistöyrityskaupoissa ei synny juurikaan aineetonta omaisuutta, sillä kauppahinnat nojaavat pitkälti kiinteistöjen arvoihin. Cityvarasto aktivoi IT-kehityskuluja (esim. verkkokaupan kehitys), mutta niiden osuus on pieni.

Likvidit varat olivat 6,3 MEUR, ja niistä 5,8 MEUR oli sijoitettu likvideihin rahastosijoituksiin investointeja odottelemaan. Oma pääoma oli listautumisannin myötä 156,3 (133,2) MEUR ja omavaraisuusaste 64,1 (60,4) %.

Nettovarallisuus (NAV) oli Q2'26:n lopussa 187,1 MEUR eli 23,43 euroa osakkeelta (+2,0 % vs. Q2'25). Yhtiö laskee NAV:n oman pääoman ja sijoituskiinteistöihin liittyvien laskennallisten verovelkojen (2025: 30,5 MEUR) summana. Tämä on kiinteistöalan (EPRA:n ohjeistus) standarditapa laskea NAV. Sijoittajan on syytä huomata, että tämä erotus purkautuisi kiinteistöjen myynnissä, joten NAV ei kuvaa toiminnan realisointiarvoa.

Matala lainoitusaste tuo liikkumavaraa kasvuinvestointeihin

Rahoituslaitoslainoja oli Q2'26:n lopussa 42,5 MEUR, ja korolliset nettovelat ilman IFRS 16 -vastuita olivat 36,2 MEUR. Lainoitusaste (LTV) eli korollisten velkojen suhde omistettujen sijoituskiinteistöjen käypään arvoon oli 20,0 % (Q2'25: 23,5 %), kun yhtiön tavoitteena on pitää se alle 35 %:ssa. Lainoitusaste on kiinteistöyhtiölle matala. Pienvarastoyhtiöiden tapauksessa lainoitusasteet ovat kuitenkin usein keskimääräistä kiinteistöyhtiötä matalampia. Suurten eurooppalaisten verrokkien LTV-tasot ovat noin 13-32 %.

Joka tapauksessa Cityvaraston nykyinen lainoitusaste tarjoaa vielä

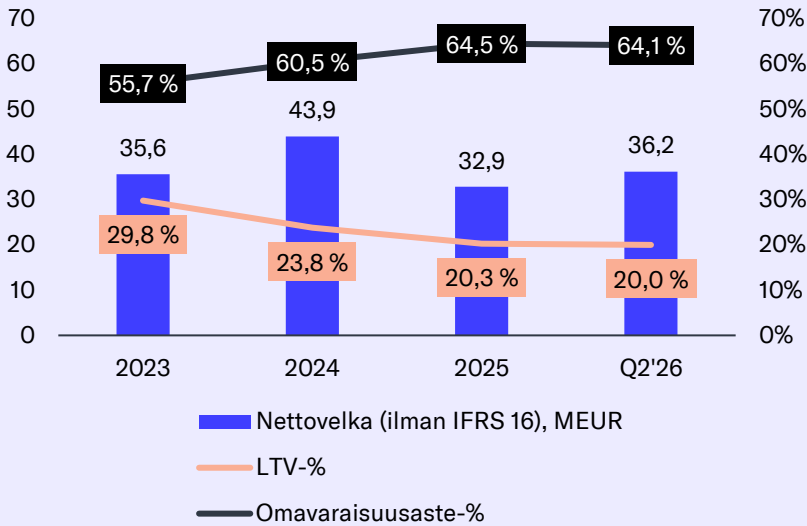
merkittävästi investointikapasiteettia. Arviomme mukaan yhtiön rahoituksen saatavuus on myös parantunut viime vuosina kokoluokan kasvun, hyvän kannattavuuden ja kassavirran sekä listautumisen ansiosta. Tämä pitää mielestämme paikkansa erityisesti suhteessa muuhun kiinteistötoimialaan, jossa LTV-tasot ovat laskeneet selkeästi ja rahoituksen saatavuus heikentynyt korkojen nousun jälkeen. Yhtiön 35 %:n LTV-tavoitetasoon on arviomme mukaan nykyisellä kiinteistökannalla noin 32 MEUR:n verran tilaa. Kun huomioidaan noin 6 MEUR:n likvidit sijoitukset ja liiketoiminnan kassavirta vuosina 2027-2029, investointikapasiteetti on arviomme mukaan noin 67 MEUR ja uusien kohteiden velkakapasiteetti huomioden noin 100 MEUR. Tämä kattaa näin ollen useamman vuoden noin 10 MEUR:n vuotuisesta investointitavoitteesta ilman uutta omaa pääomaa.

Yhtiön lainakovenantit on sidottu omavaraisuusasteeseen, LTV-lukuun sekä korkokatteeseen. Yhtiö on noudattanut näitä ehtoja kaikilla raportoiduilla kausilla. Yhtiö ei ole avannut kovenantteja, mutta kommentoi niiden olevan tyypillisiä kiinteistöalalla. Yhtiön korkokate oli Q2'26 rullaavilla 12 kuukauden luvuilla 4,7x käyttökatteella tai 5,2x oik. käyttökatteella laskettuna. Tämä on vielä selvästi yli kiinteistöalan tyypillisen 1,5-2,0x-tason.

Cityvarasto saa lainarahaa hyvään hintaan

Rahoituslainojen keskiporkko oli tilikauden 2025 lopussa 3,8 %, joka on laskenut vuoden 2024 4,5 %:n tasosta, kun yhtiö on maksanut listautumisannin varoilla korkeampikorkoisia lainoja pois. Vertailun vuoksi Suomen suurimman asuntosijoittajan Lumo Kotien keskiporkko oli Q4'25 3,2 % ja asuntosijoittaja Asuntosalkun keskiporkko oli 3/26 4,3 %. Lumo Kotien keskiporkossa on vielä nousuvaraa pitkien suojausten myötä. Koska asuntosijoittajat ovat sektorin vähäriskisimpiä yhtiöitä, voidaan mielestämme todeta, että Cityvarasto saa lainaa kilpailukykyiseen hintaan. Yhtiön lainoista 88 % (2024: 63 %) oli Euriboriin sidottuja vaihtuvakorkoisia ja 12 % kiinteäkorkoisia. Yhden prosenttiyksikön muutos korkotasossa vaikuttaisi tulokseen ennen veroja noin 0,4 MEUR, mikä on vain noin 3 % tilikauden 2025 oikaistusta käyttökatteesta tai 6 % oikaistusta operatiivisesta tuloksesta.

Nettovelka ja velkaantuneisuus



Investointikapasiteetti (Q2'26)

Korolliset velat	Velkakapasiteetti
42,5	31,8

LTV-tavoite 35 % = 74,3 MEUR velkaa

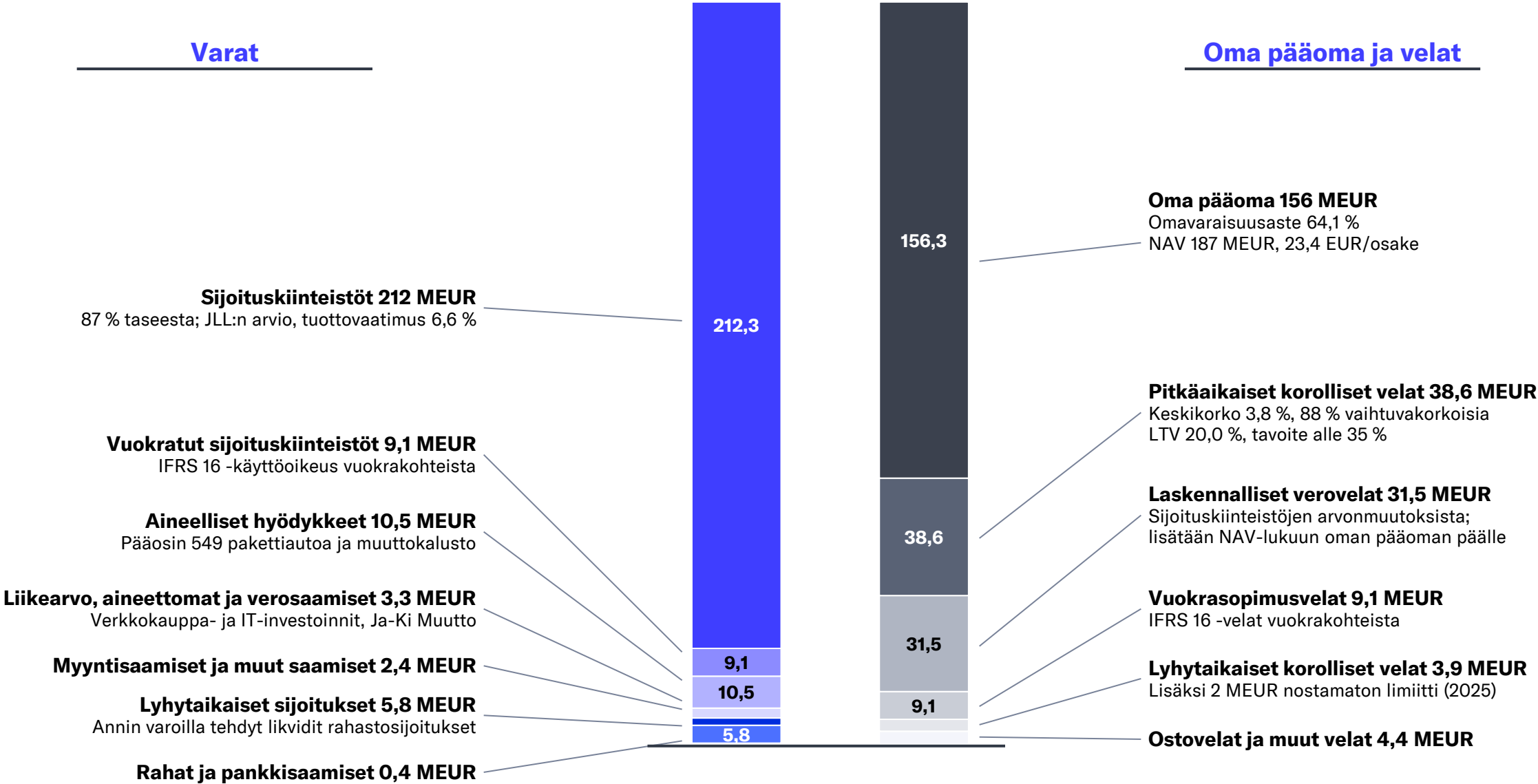
6,3	+ Likvidit varat
28,6	+ Kassavirta 2027e-29e

66,7 MEUR	nykyisellä kannalla, noin 7 vuoden investoinnit
35,9	+ Uusien kohteiden velka

102,6 MEUR uusien kohteiden velalla, noin 10 vuoden investoinnit

Kassavirta korkojen ja vuokrien jälkeen, ennen osinkoja. Uusien kohteiden velka hankintamenosta ilman kehityskatteita.

Cityvaraston tase Q2'26



Taloudellinen tilanne 2/3

Kiinteistöportfolio

Kiinteistöportfolio on taseen ylivoimaisesti tärkein erä. Q2'26:n lopussa Cityvarastolla oli 82 pienvarastotoimipistettä 30 kaupungissa, ja niistä 73 oli avattu. Käynnissä oli seitsemän hanketta, joista neljä laajennuksia, ja kolme hanketta oli suunnitteluvaiheessa. Vuokrattavaa pinta-alaa oli 140 000 m², josta pienvarastoja 67 000 m², toimitiloja 69 000 m² ja rakenteilla olevia pienvarastoja 4 000 m². Omistetuissa kiinteistöissä oli lisäksi yli 20 000 m² pinta-alaa, jonka yhtiö arvioi muuttavansa pienvarastoiksi keskipitkällä aikavälillä (31.12.2025). Käyttöaste oli pienvarastoissa 83 % ja toimitiloissa 80 %, ja keskimääräinen sopimusvuokra 25,5 €/m²/kk ja 9,8 €/m²/kk.

Portfolio painottuu selvästi kasvukeskuksiin. Vuoden 2025 lopussa yli 65 % portfolion käyvästä arvosta sijaitsi Helsingin seudulla, noin 12 % yhteensä Turun ja Tampereen seuduilla, 13 % muissa yliopistokaupungeissa ja 9 % muilla paikkakunnilla (tarkempi jako 30.6.2025). Yhtiö on jatkanut kohteiden aktiivista hankintaa myös Q2'26 jälkeen.

Kiinteistöportfolion käypä arvo määritetään tuottoarvoperusteisesti ulkopuolisen arvioitsijan toimesta

Omistetut sijoituskiinteistöt arvostetaan taseessa käypään arvoon, jonka määrittää kohdekohtaisesti ulkopuolinen riippumaton arvioitsija. Vuosina 2024-2025 arviot on laatinut sektorin johtava JLL Finland Oy 10 vuoden kassavirtamallilla, ja kohteet kuuluvat käyvän arvon hierarkian tasolle 3. Keskeiset parametrit olivat vuoden 2025 lopussa nettotuottovaatimus 6,60 % (6,55 %), markkinavuokra 29,7 (29,5) euroa/m²/kk, keskimääräinen taloudellinen vuokrausaste 74,1 (64,6) % ja inflaatio-oletus 2,0 %. Nettotuottovaatimukseen lisätään inflaatio-oletus, joten kassavirtojen nimellinen diskonttokorko on noin 8,6 %. Markkinavuokra kuvaa pienvarastojen vuokratasoa ennusteperiodin lopussa, kun taas vuokrausaste kuvaa nykytilaa, jossa avaamattomat kohteet ovat mukana nollalla. Käyvän arvon muutos oli vuonna 2025 omistettujen kohteiden osalta 7,8 MEUR. Vuoden 2024 poikkeuksellisen suuri 59,5 MEUR:n

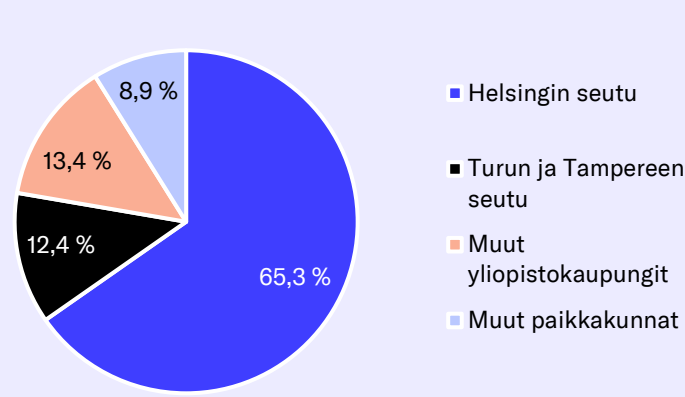
arvonnousu selittyi pääosin tuottovaatimusten laskulla, joka ajoittui arvioitsijan vaihtumiseen. Käyvän arvon muutokset eivät ole kassavirtaa ja vaihtelevat voimakkaasti, joten raportoitu tulos ja operatiivinen kannattavuus on syytä erottaa.

Pidämme 6,6 %:n nettotuottovaatimusta melko neutraalina pienvarastoille, mutta arviota vaikeuttaa, että lähes puolet pinta-alasta on yhä muussa kuin pienvarastokäytössä. Lisäksi kohteet ovat olleet hankintahetkellä elinkaarensa lopussa, ja pienvarastojen vaihtoehtoinen käyttötarkoitus olisi selvästi vähemmän arvokas. Pienvarastojen markkinavuokra vastaa 2 %:n inflaatiolla noin 24,4 euron nykytasoa, mikä on hieman alle nykyisen sopimusvuokran (Q2'26: 25,5 €/m²/kk). Alennukset huomioiden taso on todennäköisesti hyvin lähellä nykytasoa. Oletus on silti jossain määrin optimistinen, sillä se edellyttää käsityksemme mukaan merkittävän osan toimitiloista muuttamista pienvarastoiksi ennusteperiodilla. Myös arvioitsijan oletus vuokrausasteesta on 10 vuoden päähän selvästi nykytasoa korkeampi. Arvo nojaa siten nähdäksemme etenkin konversioiden ja uusien kohteiden onnistuneeseen täyttymiseen. Arvostustasoa tukevat toisaalta verrokkien ostotarjouksissa käytetyt korkeat arvostustasot.

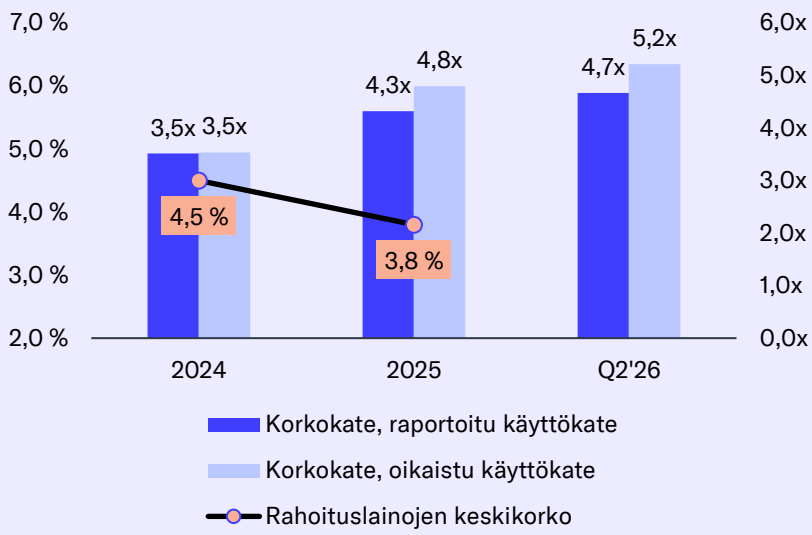
Yhtiön herkkyyssanalyysin mukaan tuottovaatimuksen 10 %:n nousu laskisi käypää arvoa 22,9 MEUR (-11,0 %), markkinavuokran 10 %:n lasku 26,5 MEUR (-12,7 %) ja täyttöasteen 10 %:n lasku 26,7 MEUR (-12,8 %).

Cityvaraston tapauksessa kiinteistöjen arvonmäärittämiseen liittyvä epävarmuus on tyypillistä kiinteistöyhtiötä pienempi ongelma, sillä pörssissä arvostus nojaa kassavirtaan ja tulokseen. NAV:lla on arvonmäärittämissämme vain pieni rooli. Käyvät arvot vaikuttavat kuitenkin LTV-tasoon ja investointikapasiteettiin, joten niiden lasku olisi negatiivinen ajuri. Korkojen nousu voi nostaa tuottovaatimuksia jonkin verran, mutta emme odota merkittäviä arvonmuutoksia lähivuosina. Arvioitsija tuskin muuttaa laskelmiaan nopeasti, ja pienvarastojen transaktiovolyymit Euroopassa ovat olleet korkeita.

Kiinteistöportfolion maantieteellinen jakauma



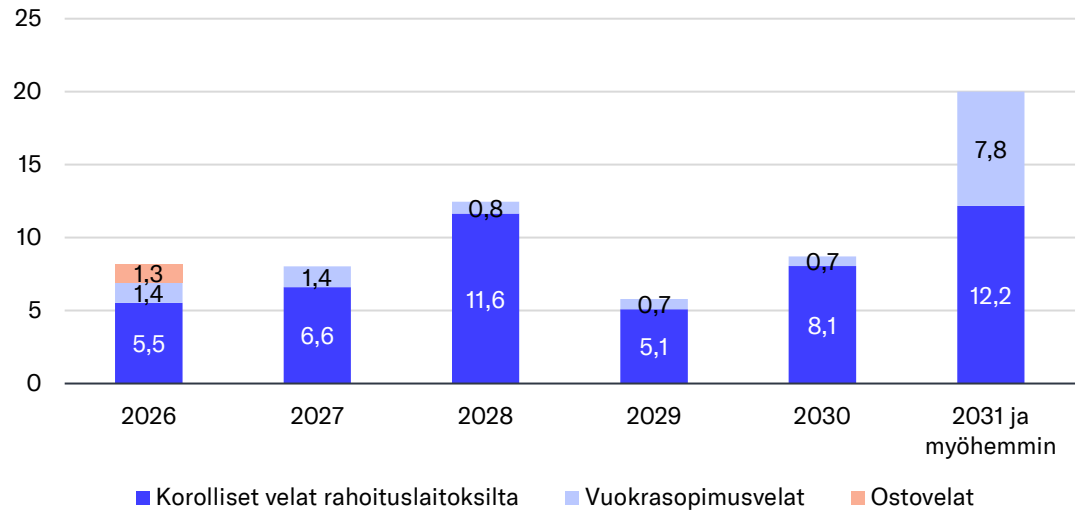
LTV, nettovelat ja rahoituslainojen keskikorko



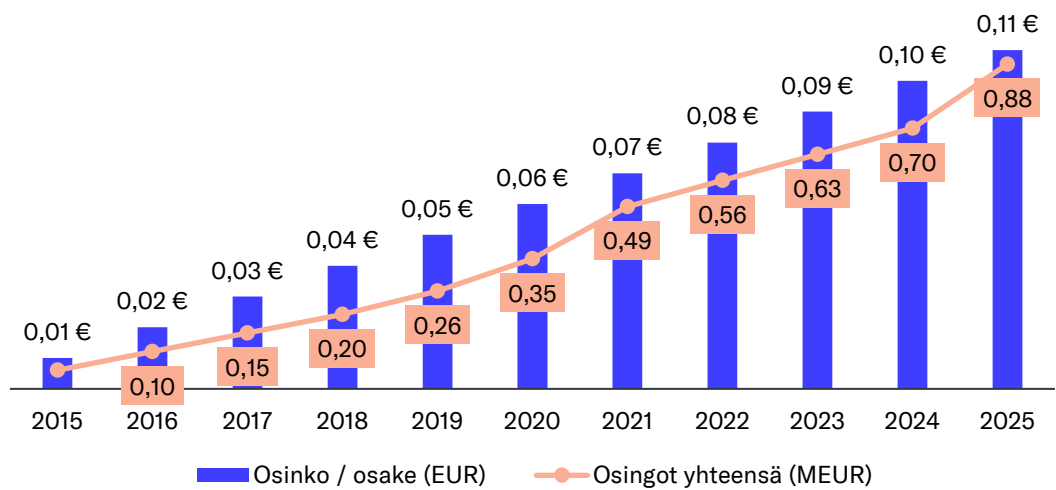
Lähde: Cityvarasto, Inderes

Taloudellinen tilanne 3/3

Rahoitusvelkojen maturiteettijakauma 31.12.2025, MEUR

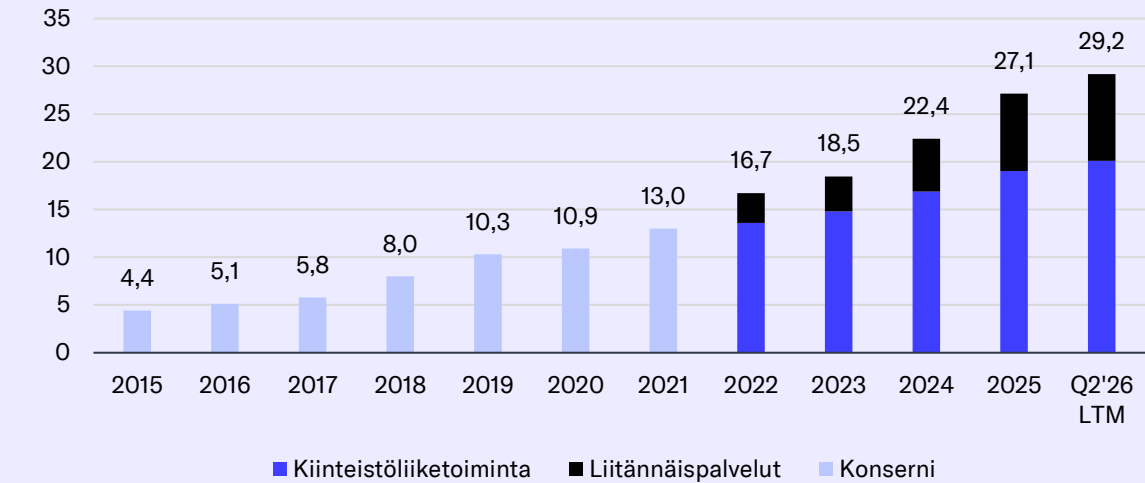


Osinko per osake ja osingot yhteensä

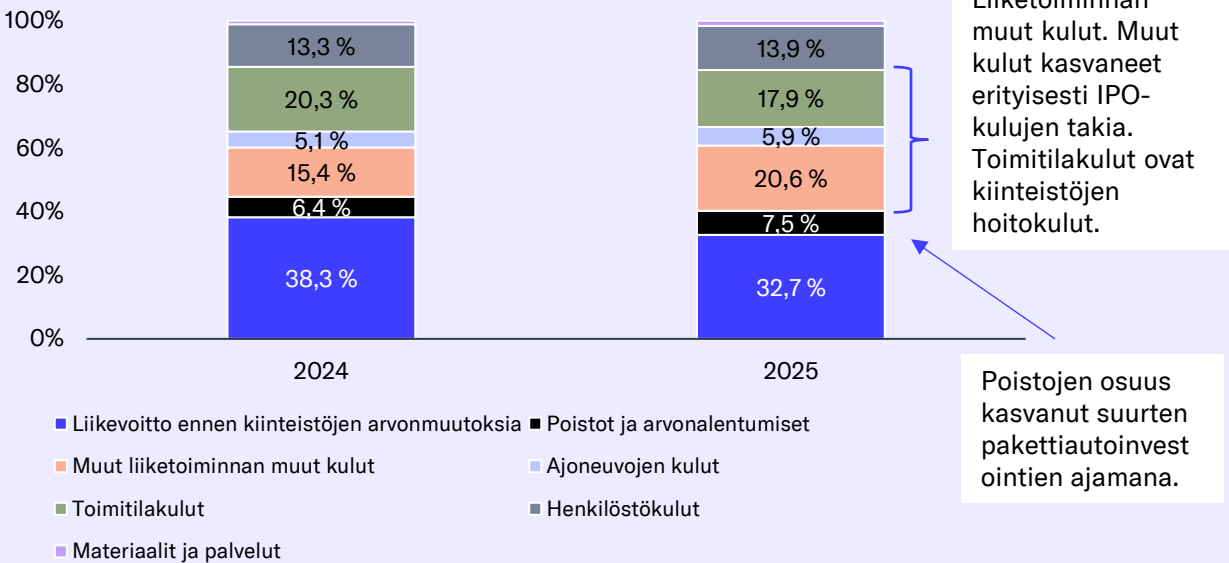


Lähde: Cityvarasto, Inderes

Liikevaihdon kehitys segmenteittään

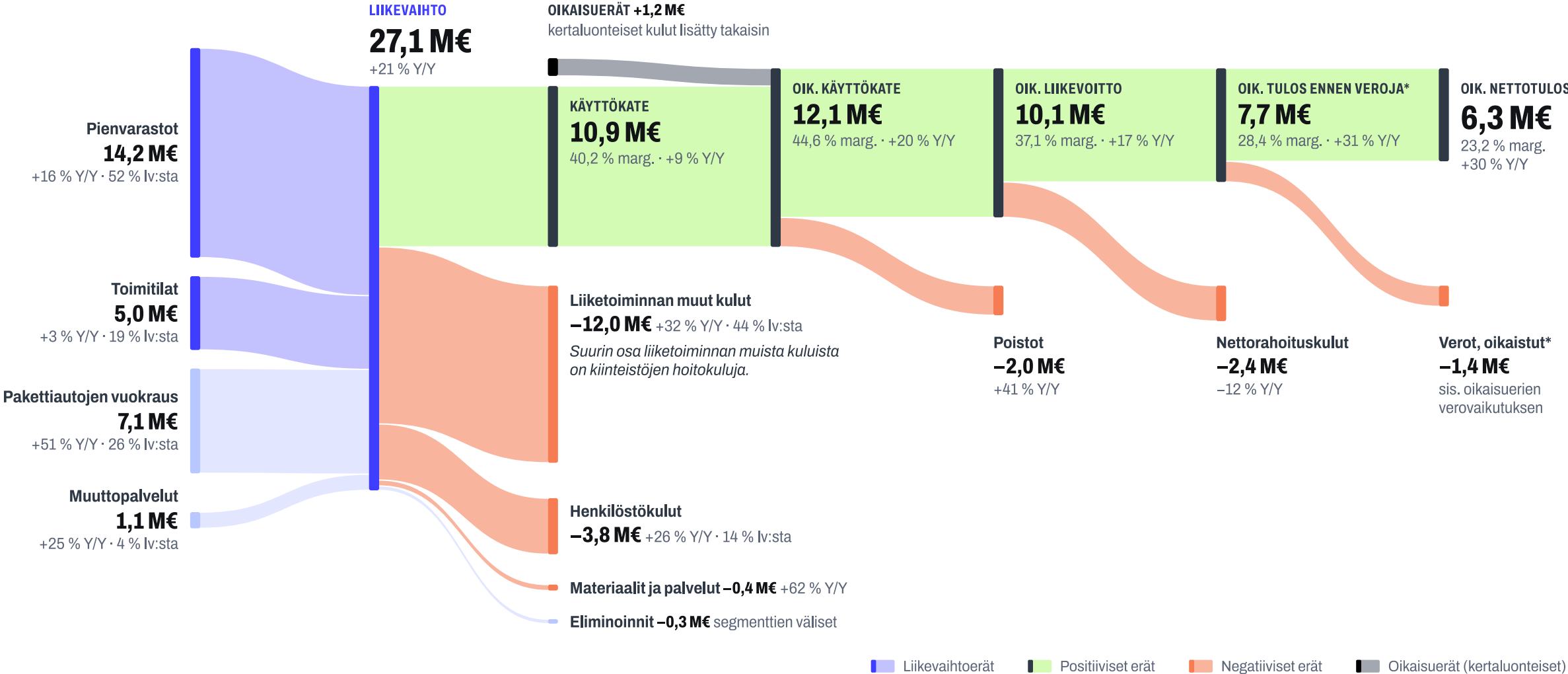


Kustannusrakenne, % liikevaihdosta (ennen kiinteistöjen arvonmuutoksia)



*Ennen kiinteistöjen arvonmuutoksia

Cityvaraston operatiivisen tuloslaskelman 2025 rakenne ja rahavirrat



Lähde: Cityvarasto, Inderes

Segmenttijako pienvarastot/toimitilat on Inderes-arvio
*Oik. tulos ennen veroja ja oikaistut verot johdettu: oik. liikevoitto – nettorahoituskulut; verot sis. maksettavat verot ja oikaisuerien verovaikutuksen · Ei sis. käyvän arvon muutoksia (+6,7 MEUR) eikä laskennallisia veroja

Verrokkien kehitys 1/4

Eurooppalaisten pienvarastoyhtiöiden kehitys on ollut vahvaa

Eurooppalaiset pienvarastoyhtiöt Shurgard, Safestore ja Big Yellow ovat pitkälti puhtaita pienvarastoyhtiöitä ja tarjoavat Cityvarastolle hyvän vertailukohdan. Niiden kehitys vuosina 2017-2025 jakautuu kahteen jaksoon. Vuosina 2017-2022 liikevaihto ja kannattavuus kehittyivät erittäin vahvasti, mutta vuodesta 2023 alkaen kasvu on hidastunut. Markkina on myös hinnoitellut muutoksen, sillä yhtiöiden markkina-arvot ovat 43-57 % alle vuosien 2021-2022 huippujen. Osakekurssien laskun taustalla ovat kuitenkin ennen kaikkea laskeneet arvostustasot, jotka kävivät mielestämme nollakorkoajan huipulla kuplahinnoissa.

Liikevaihdon kasvu on nojannut neliövuokrien nousuun ja kannan laajentumiseen. Shurgardin keskivuokra nousi vuosina 2017-2025 noin 32 % ja vuokrattava pinta-ala noin 53 %. Safestorella ja Big Yellow'lla vuokrataso nousi 13-35 % ja pinta-ala 41-63 %. Kiivaan laajentumistahdin myötä yhtiöiden käyttöasteet ovat sen sijaan laskeneet vuoden 2021 huipusta, Safestorella ja Big Yellow'lla yli kymmenen %-yksikköä noin 72-74 %:iin. Koko kannan käyttöaste on nyt kaikilla jopa alle vuoden 2017 tason (2017: Shurgard 87,5 %, Safestore 72,6 % ja Big Yellow 78,0 %). Koko jaksolla käyttöaste ei siten ole tukenut kasvua lainkaan.

Kasvun painopiste on lisäksi siirtynyt. Big Yellow'lla ja Safestorella kasvu nojasi vuosina 2017-2018 vielä käyttöasteeseen. Tilikaudella 2018 niiden vertailukelpoinen liikevaihto kasvoi 5-7 %, kun vertailukelpoinen käyttöaste nousi 3-4 %-yksikköä ja keskivuokra vain 0,2-0,8 %. Big Yellow nosti tuolloin käyttöastetavoitteensa 85 %:sta 90 %:iin, mutta tilikausien lopussa vertailukelpoinen käyttöaste on ollut enimmillään 87,4 % (3/2021).

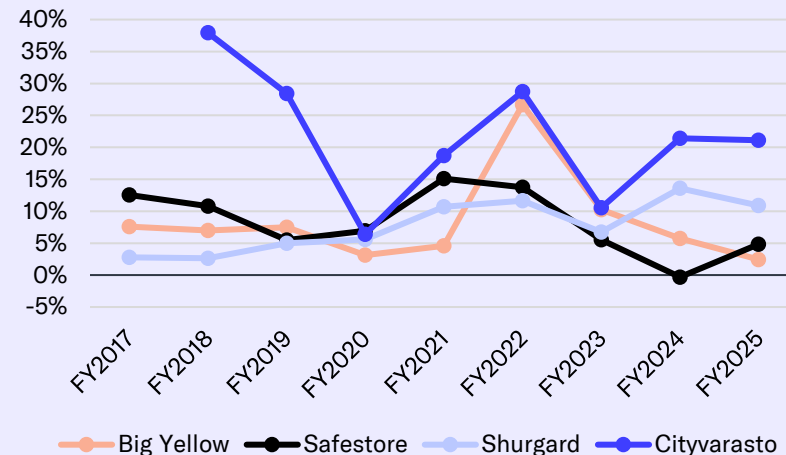
Vuosina 2021-2022 kasvu oli laajapohjaista, ja Safestoren

liikevaihto kasvoi 14-15 % vuodessa. Sen jälkeen orgaaninen vauhti on hyytynyt, sillä Safestoren liikevaihto polki paikallaan vuonna 2024 ja Big Yellow'n kasvu on hidastunut 2 %:iin. Shurgardin liikevaihto kasvoi vielä 11-14 %, mutta kasvu oli pääosin epäorgaanista. Yhtiön vuokrattava pinta-ala kasvoi vuonna 2024 noin 17 %. Laajentuminen on ollut Shurgardin kasvumoottori jo listautumisesta asti, sillä vuonna 2018 vertailukelpoisten kohteiden liikevaihto kasvoi vain 1,2 % (keskipitkän aikavälin tavoite 1,5-2,5 %).

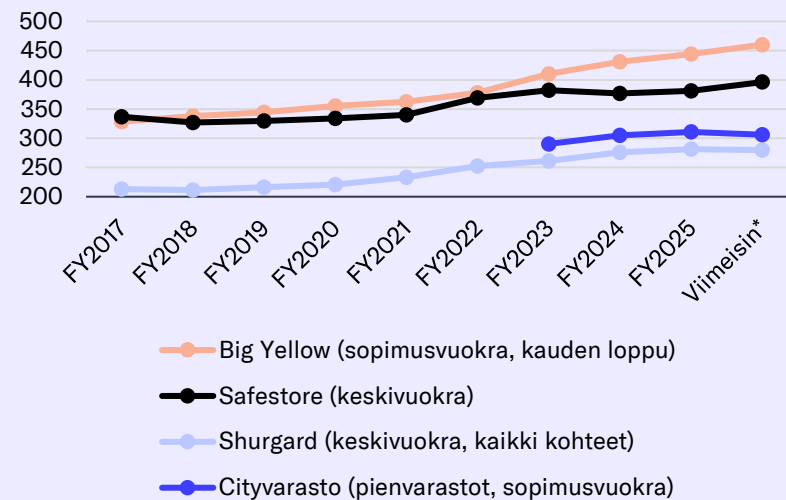
Käyttöasteen lasku johtuu arviomme mukaan pääosin laajentumisesta ja tarjonnan kasvusta eikä yleisestä kysynnän heikkenemisestä. Uudet ja ostetut kohteet ovat täyttövaiheessa ja laimentavat koko kannan lukua. Lisäksi kiristynyt kilpailu ja vuokrien korotukset ovat arviomme mukaan vaikuttaneet negatiivisesti käyttöasteisiin. Yhtiöiden vertailukelpoisten kohteiden käyttöasteet ovat selvästi korkeampia (H1'26: Shurgard 89,0 % ja Safestore 77,0 %, Big Yellow Q1/27: 79,2 %). Esimerkiksi Shurgardin kaikkien kohteiden käyttöaste oli H1'26:lla 83,6 % eli noin 5 %-yksikköä vertailukelpoista kantaa matalampi. Britanniassa myös kysyntä on kuitenkin pehmentynyt, ja Big Yellow'n koko kannan käyttöaste laski tilikaudella 2026 4,5 %-yksikköä. Yhtiö on myös nostanut vuokria käyttöasteiden kustannuksella.

Kehitys on ollut heikointa juuri Britanniassa, joka on Euroopan suurin ja kehittynein pienvarastomarkkina. Alan keskimääräinen käyttöaste on siellä laskenut vuoden 2021 huipusta (83,3 %) 74,5 %:iin vuonna 2025, kun tarjonta on kasvanut noin 5 % vuodessa ja liikevaihto per neliöjalka laski 5 %. Mielestämme tämä kertoo, että kypsässä markkinassa uusi kapasiteetti ja kireämpi hintakilpailu painavat kannattavuutta, vaikka kysyntä on pysynyt pitkällä aikavälillä vakaana.

Liikevaihdon kasvu-% (YoY)



Keskim. neliövuokra (EUR/m²/v)



Lähde: Bloomberg, Inderes
Big Yellow'n tilikausi päättyy 31.3.

Verrokkien kehitys 2/4

Käyttökateen kasvu ei ole enää välittynyt osakekohtaiseen tulokseen

Operatiivisen tuloksen tasolla verrokkit ovat kehittyneet erittäin hyvin pitkällä aikavälillä. Shurgardin ja Big Yellow'n käyttökate lähes kaksinkertaistui vuosina 2017-2025, ja myös Safestoren käyttökate kasvoi selvästi, vaikka kasvu on pysähtynyt vuoden 2023 jälkeen. Kasvu on syntynyt vuokratason noususta ja kannan laajentumisesta, ja kannattavuus on pysynyt korkealla.

Raportoidun tuloksen tasolla kuva on toinen. Kiinteistöjen tuottovaatimusten lasku tuki raportoitua tulosta vuosina 2017-2022, jolloin tulokset paisuivat arvonkorotuksista. Yleisen korkotason nousu käänsi kehityksen, kun EKP nosti ohjauskorkoaan vuosina 2022-2023 negatiiviselta tasolta 4 %:iin ja Englannin keskuspankki 5,25 %:iin. Kiinteistöjen tuottovaatimukset nousivat, ja arvonkorotukset pienenevät tai kääntyivät hetkittäin negatiivisiksi.

Korkojen nousun lisäksi velalla rahoitettu laajentuminen nosti yhtiöiden korkokuluja vuosina 2022-2025. Verrokkien velan keskikorko on noussut 2,3-3,0 %:sta (2018) 3,3-5,0 %:iin. Big Yellow'n EPS (0,63 £) oli tilikaudella 2026 samalla tasolla kuin vuonna 2017, kun taas Shurgardin tulostaso on pysynyt korkeampana jatkuneiden arvonkorotusten ansiosta. Ilman arvonmuutoksia kuva on lievempi. Big Yellow'n ja Safestoren oikaistu EPRA-EPS kasvoi vuodesta 2017 noin 71-74 %, mutta sekin jäi käyttökateen kasvusta. Safestoren vuodet 2024-25 ovat kuitenkin olleet selkeästi vaikeampia. Safestoren oikaistu tulos ennen veroja laski 12 % tilikaudella 2024 ja vielä 4 % tilikaudella 2025. Vuonna 2024 taustalla olivat Britannian yritysasiakkaiden heikko kysyntä ja kulojen noin 7 %:n nousu. Lisäksi rahoituskulut kasvoivat noin kolmanneksella, kun velkaa otettiin kehityshankkeisiin ja korot nousivat. Vuonna 2025

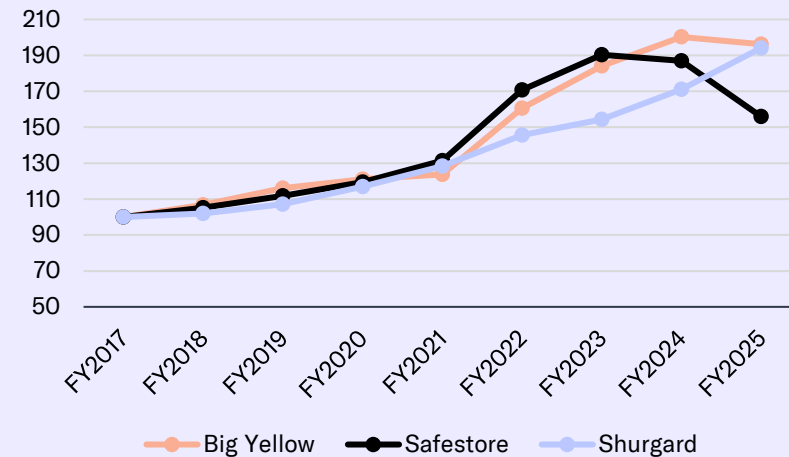
liikevaihto kääntyi kasvuun, mutta 13 uuden toimipisteen avaukset, hallintokulujen nousu ja edelleen kasvaneet rahoituskulut söivät kasvun tulostasolla. Käännös näyttää kuitenkin alkaneen, sillä H1'26:lla oikaistu tulos ennen veroja kasvoi 2 %.

Big Yellow'n velkaantuneisuus on maltillinen (nettovelka/käyttökate FY2026: 3,7x), mutta se on rahoittanut kasvua osakeanneilla. Sen oma pääoma 2,9-kertaistui vuodesta 2017 tilikauteen 2026, kun käyttökate kasvoi samaan aikaan noin 97 %. Osakemäärä kasvoi samalla jaksolla kuitenkin vain noin 25 %, joten oman pääoman kasvu selittyy pääosin arvonkorotuksilla eikä osakeanneilla. Vuonna 2018 Big Yellow'n ja Safestoren osingot kasvoivat vielä 12-16 %. Viime vuosina osinkokehitys on ollut kaikilla vaisua, ja esimerkiksi Shurgardin osinko on ollut 1,17 euroa vuodesta 2023.

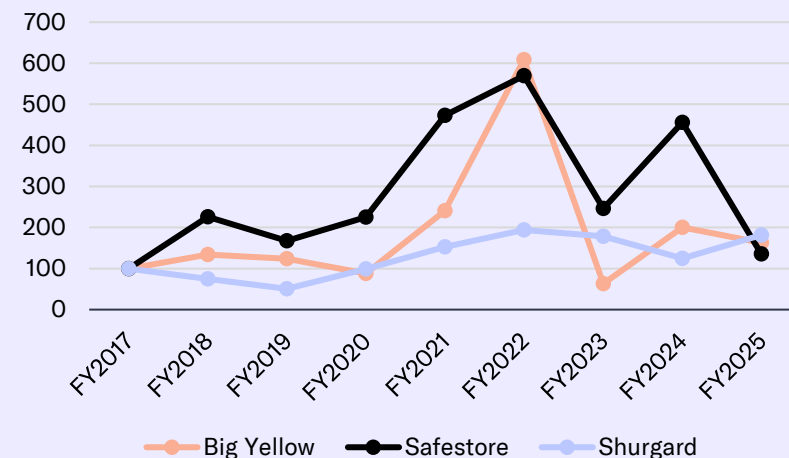
Operatiiviset pääoman tuotot ovat laskeneet 2020-luvulla

Oman pääoman tuotto oli arvonkorotusvuosina erittäin korkea, mutta on laskenut sittemmin. Sijoittajan on hyvä huomata, että pääoman tuotot absoluuttisesti eivät juurikaan kerro operatiivisesta pääoman tuotosta, mutta mielestämme yhtiökohtainen trendi on yksinään mielenkiintoisempi datapiste. Tulospuolella arvonkorotuksista puhdas sijoitetun pääoman tuotto on laskenut vuosina 2017-2025 tasaisesti, Shurgardilla 5,9 %:sta 3,6 %:iin, Safestorella 6,5 %:sta 3,9 %:iin ja Big Yellow'lla 5,4 %:sta 4,2 %:iin. Laskun taustalla on pääosin kiinteistöjen kasvaneet käyvät arvot. Tämän lisäksi mielestämme yhtiöiden pääoman tuotot ovat myös laskeneet 2020-luvulla mm. nopean laajentumistahdin, kiristyneen kilpailun ja inflaation takia.

EBITDA-indeksi (FY2017 = 100)



EPS-indeksi (FY2017 = 100)



Lähde: Bloomberg, Inderes
Big Yellow'n tilikausi päättyy 31.3.

Verrokkien kehitys 3/4

Cityvaraston kehitys ja lähtökohdat suhteessa verrokkeihin näyttävät hyvältä

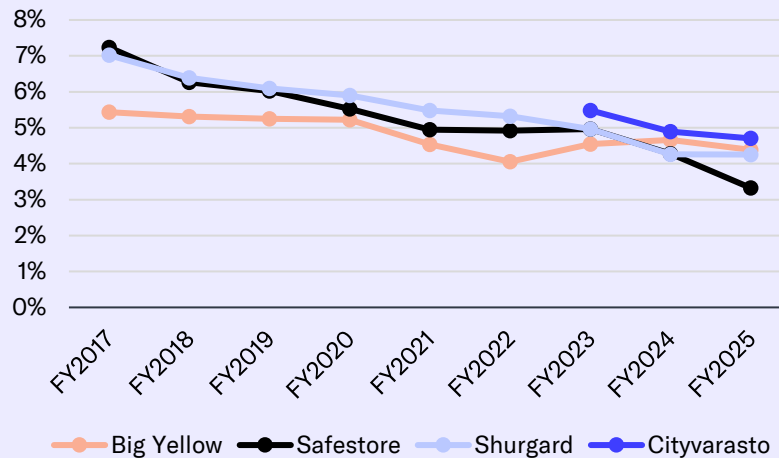
Cityvaraston lähtökohdat ovat verrokkeihin nähden mielestämme hyvät. Taseen osalta LTV oli Q2'26:n lopussa 20,0 % ja nettovelka vuokrasopimusvelat mukaan lukien noin 3,8x suhteessa käyttökatteeseen, kun Shurgardin ja Safestoren velkavipu on noussut noin 6-9-kertaiseksi ja Big Yellow'n taso vastaa pitkälti Cityvarastoa. Kuten kuvasimme Taloudellinen tilanne-osiossa, Cityvarastolla on mielestämme oikein hyvin liikkumavaraa rahoittaa kasvua. Yhtiön kasvu on ollut myös viime aikoina verrokkeja selvästi nopeampaa, sillä liikevaihto kasvoi H1'26:lla 16 %, kun verrokkien kasvu oli viimeisimmällä jaksolla 3-7 % ja vertailukelpoinen kasvu 1-4 %. Erityisesti käyttöasteiden kehitys on ollut hyvää. Se on ollut selvästi nousujohteista nopeasta kasvusta huolimatta päinvastoin kuin verrokeilla. Taustalla on arviomme mukaan ainakin osittain Suomen markkinan varhaisempi kehitysvaihe ja helpompi kilpailutilanne. Keskivuokrien tasolla kehitys vaikuttaa olleen melko samankaltaista.

Yksi Cityvarastoa selkeästi erottava tekijä on sen liitännäispalvelut. Tämä on myös yksi tekijöistä, joiden takia yhtiön kannattavuusmarginaali on verrokkeja matalampi. Liitännäispalvelut eivät yksinään selitä matalampaa kannattavuutta, sillä myös yhtiön kiinteistöliiketoiminnan kannattavuus on ollut verrokkeja matalampi (2025: 48 % vs. 50-65 %). Taustalla on mielestämme toimitilojen suuri osuus, verrokkeja pienempi koko ja nopea kasvuvauhti (= vähemmän kypsä kiinteistöportfolio).

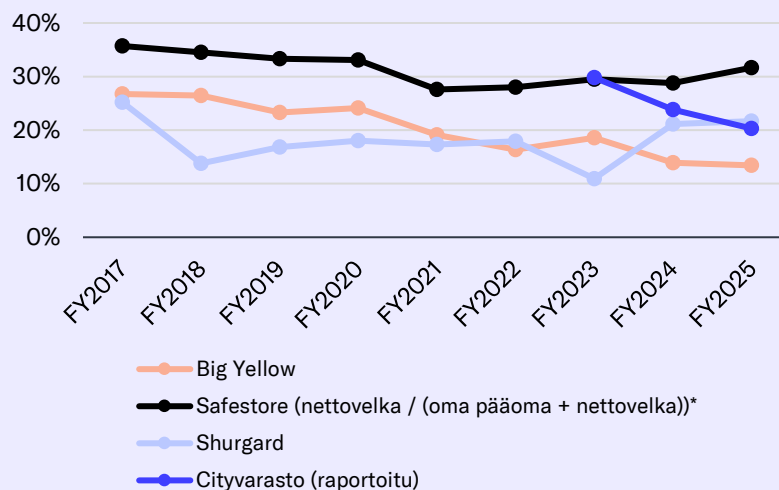
Verrokkien kehityskin osoittaa, että nopea laajentuminen laimentaa siirtymävaiheessa käyttöastetta ja pääoman

tuottoa. Ilman käyvän arvon muutoksia Cityvaraston sijoitetun pääoman tuotto on ollut vuosina 2023-2025 noin 3,6-4,4 % (LTM H1'26: 3,4 %) eli verrokkien tasolla (2025: 3,6-4,2 %). Erona on suunta, sillä verrokkien tuotto on laskenut tasaisesti vuodesta 2017, kun taas Cityvaraston tuotto parani vuosina 2023-2024. Vuoden 2025 lasku selittyy erityisesti listautumiskuluilla, sillä ilman listautumiskuluja tuotto olisi ollut noin 4,1 %. Sijoittajan kannalta keskeisiä seurattavia ovat siten vuokrataso, vertailukelpoinen käyttöaste ja investointien tuotto suhteessa pääoman kustannukseen. Lisäksi liitännäispalveluissa kannattavuus on heikentynyt, mikä on laskenut pääoman tuottoja.

Sijoitetun pääoman tuotto (ROIC) %

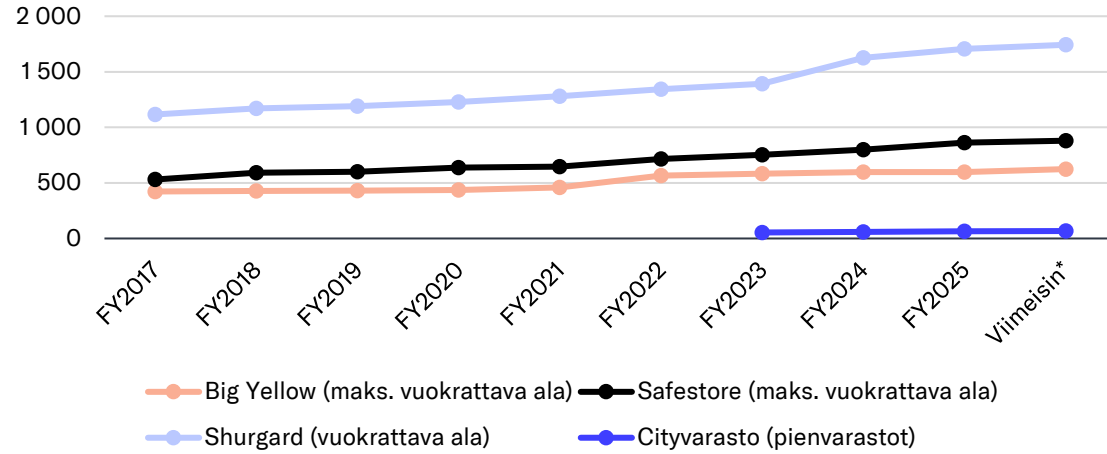


Lainoitusaste (LTV) %

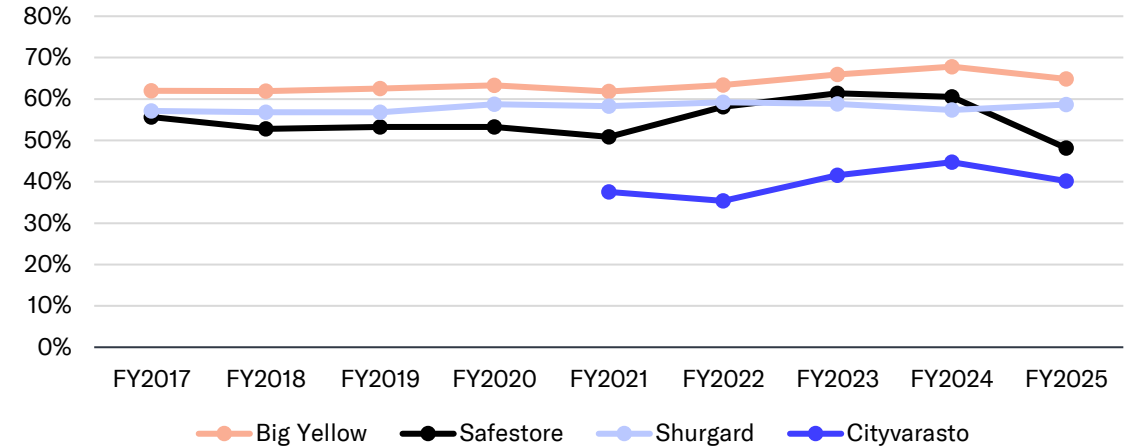


Verrokkien kehitys 4/4

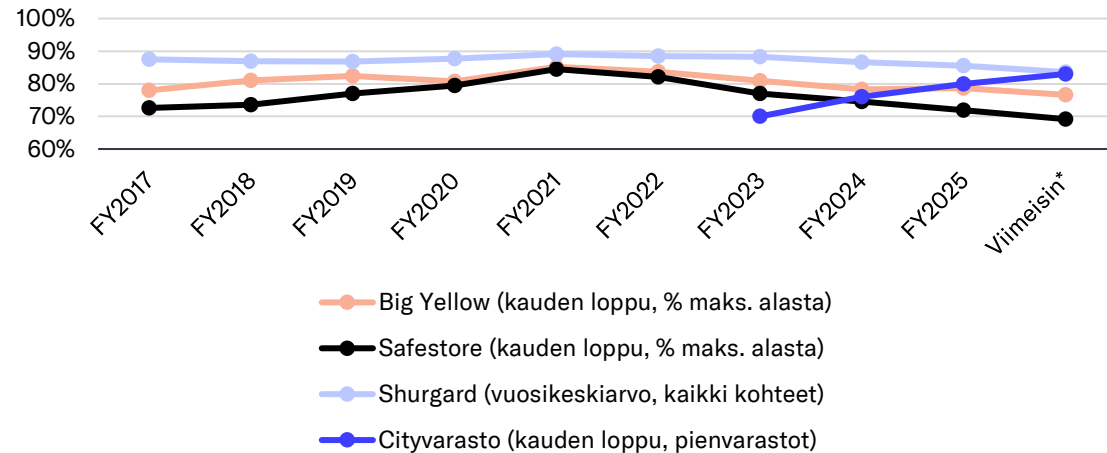
Vuokrattava pinta-ala (000 m²)



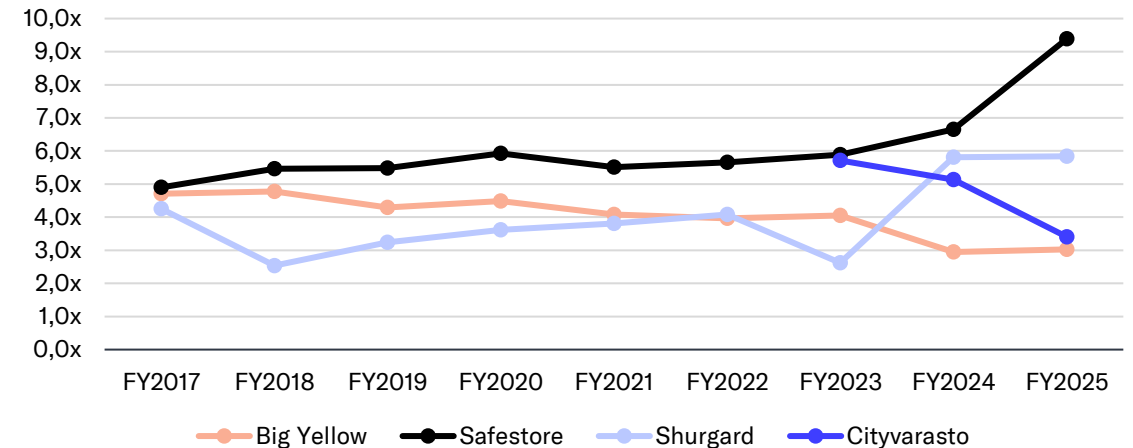
EBITDA-marginaali %



Käyttöaste (%) – huom. määritelmäerot



Nettovelka / käyttökate (x)



Ennusteet 1/4

Ennustemallimme parametrit

Ennustamme Cityvaraston raportoinnin mukaisesti liikevaihtoa kahdessa segmentissä (pienvarastot ja liitännäispalvelut). Kiinteistöliiketoiminta muodosti noin 70 % liikevaihdosta ja operatiivisesta liikevoitosta arviomme mukaan 87 % vuonna 2025. Yhtiö ei raportoi pienvarasto- ja toimitilaliikevaihtoa erikseen, mutta mallinnamme ne erillisinä erinä, sillä yhtiö raportoi hyvin molempien alueiden tärkeimpiä parametreja. Molemmissa liikevaihto syntyy vuokrattavan pinta-alan, keskineliövokran ja käyttöasteen tulona. Pinta-alaennustemme pohjaavat investointiennusteisiin ja toimitilojen konversioon pienvarastoiksi, jossa noin kaksi kolmasosaa toimitilapinta-alasta muuttuu vuokrattavaksi pienvarastoalaksi. Oletamme vuosina 2027–2030 konvertoitavan noin 17 000 m² eli noin neljänneksen nykyisestä toimitila-alasta, mikä tuo noin 11 000 m² uutta pienvarastoalaa. Kasvuennusteidemme keskeiset ajurit ovat siten uudet toimipisteet ja käyttöasteen nousu, kun taas neliövokrien kasvu on ennusteissamme maltillista (noin inflaation tasolla).

Kiinteistöliiketoiminnan kuluista merkittävä osa on kiinteistöjen hoitokuluja, jotka kasvavat pinta-alan mukana. Konsernikulut sisältyvät segmenttien lukuihin yhtiön raportoinnin mukaisesti. Kiinteistöliiketoiminnan kiinteässä kulurakenteessa on mielestämme edelleen skaalautumispotentiaalia, jonka takia tuloskehitys on ennusteissamme liikevaihtoa vahvempaa.

Liitännäispalveluissa ennustamme pakettiautojen vuokrausta kaluston määrän kautta ja muuttopalveluita erikseen. Pakettiautojen vuokraus muodosti noin 87 % segmentin liikevaihdosta vuonna 2025. Kohdistamme pakettiautojen poistot kokonaan segmentille ja tarkastelemme sen kannattavuutta myös liikevoitto-tasolla, sillä poistot vievät noin puolet käyttökatteesta.

Tarkempi ennusteperiodimme ulottuu vuoteen 2030, minkä jälkeen ennustamme kehitystä konsernitasolla.

Ennustamme kiinteistöinvestointien tuottavan noin 35-40 % kehityskatteen, joka kirjataan käypien arvojen muutoksena. Kehityskate perustuu arviomme mukaan yhtiön kykyyn hankkia kiinteistöjä hyvään hintaan ja muuttaa niitä tuottavaan pienvarastokäyttöön sekä inflaatioon. Emme ennusta tuottovaatimusten tai muiden arvostusparametrien muutoksia, joten arvomuutokset jäävät selvästi viime vuosia pienemmiksi ja menetelmä on melko konservatiivinen suhteessa yhtiön historiaan.

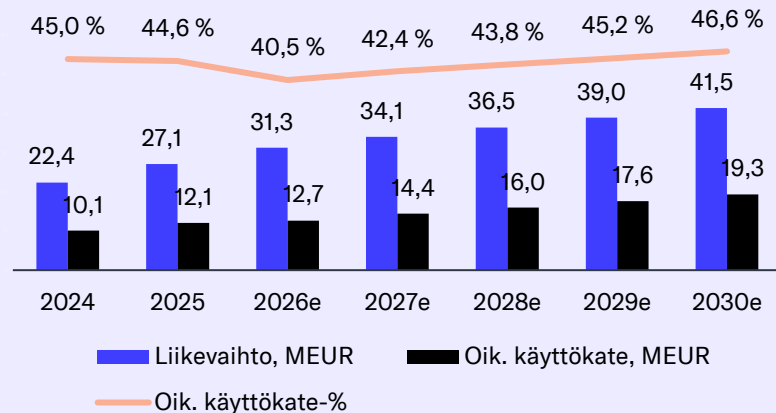
Ennustemme sisältävät jo julkistetut hankinnat, jotka tuottavat kassavirtaa heti hankinnasta lähtien, kuten tänä vuonna hankitut Kangasalan kiinteistö ja Kenguruvarastot. Suurin osa kiinteistöhankinnoista alkaa kuitenkin tuottaa hitaammin kassavirtaa niiden kehityksen edetessä. Näin ollen yli 20 000 m²:n konversiopotentialia ei näy ennusteissa täysimääräisesti, mikä jättää niihin nousuvaraa, mikäli se pystytään hyödyntämään.

Yhtiö ei ole juurikaan maksanut tuloveroja

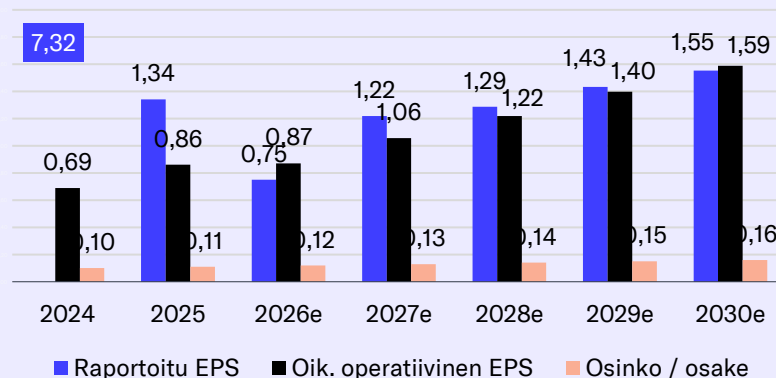
Cityvaraston tuloslaskelman verot ovat käytännössä kokonaan laskennallisia (2025: 2,4 MEUR). Verotuksessa kiinteistöistä tehdään poistoja hankintamenosta, kun taas IFRS-tilinpäätöksessä ne arvostetaan käypään arvoon. Lisäksi yhtiöllä on käyttämättömiä verotuksellisia tappioita sekä aiemmin tekemättä jätettyjä verotuksellisia poistoja (31.12.2025: 4,9 MEUR), joita se voi vähentää tulevasta verotettavasta tulostaan. Käyvän arvon nousuista kirjattu laskennallinen verovelka (2025: 30,5 MEUR) realisoituu vain, jos kiinteistöjä myydään. Näin ollen yhtiön verorasitus kassavirtatasolla on ollut hyvin maltillinen.

Varovaisuusperiaatteen nimissä oletamme kuitenkin kassavirtamallissamme, että yhtiö alkaa maksaa veroja tuloksestaan ilman käyvän arvon muutoksia vuoden 2027 alusta alenevan 18 %:n yhteisöverokannan mukaisesti. Oletus voi osoittautua lähivuosina konservatiiviseksi.

Liikevaihto ja oikaistu käyttökate, 2024–2030e



Osakekohtainen tulos ja osinko, EUR, 2024–2030e



Ennusteet 2/4

Kiinteistöliiketoiminnan ennusteet

Ennustamme kiinteistöliiketoiminnan liikevaihdon kasvavan 13 % 21,8 MEUR:oon vuonna 2026 (2025: 19,3 MEUR, H1'26: +12 %). Kasvua tukevat toteutetut konversiot ja uudet kiinteistöhankinnat. Vuosina 2027-2030 ennustamme segmentin kasvavan keskimäärin 8 % vuodessa 29,7 MEUR:oon. Kasvumoottorina ovat pienvarastot, joiden vuokrattava pinta-ala kasvaa ennusteissamme 67 000 m²:stä noin 95 000 m²:iin vuoteen 2030 mennessä. Toimitila-ala puolestaan supistuu uusista hankinnoista huolimatta konversioiden myötä noin 70 000 m²:stä 63 000 m²:iin.

Ennustamme pienvarastojen käyttöasteen laskevan hieman nykyisestä 83 %:sta (Q2'26) uusien avauksien ajamana loppuvuonna 81 %:iin. Arvioimme käyttöasteen nousevan asteittain ennusteperiodin loppuun mennessä 83 %:iin. Keskineliösopimusvuokran ennustamme kasvavan 2 % vuodessa inflaation mukaisesti vuodesta 2027 alkaen (2025: 25,9 €/m²/kk). Vuonna 2026 ennustamme keskivuokrissa pientä laskua uusien avauksien painamana. Yhtiö teki vuonna 2024 selkeämmän 5 %:n hinnankorotuksen sopimusvuokrien tasolla, mutta tämän jälkeen hintojen nousu on ollut maltillista. Taustalla on arviomme mukaan osaltaan nopea laajennustahti.

Segmentin oikaistu käyttökate-% laskee ennusteissamme hieman 46,9 %:iin vuonna 2026 (2025: 47,9 %). Vahvat kasvupanostukset laskevat väliaikaisesti suhteellista kannattavuutta, sillä uusien kohteiden kulut syntyvät ennen vuokratuottoja. Vuonna 2027 odotamme kannattavuuden kääntyvän jälleen nousuun. Käyttöasteen noustessa ja investointien pienentyessä marginaali paranee ennusteissamme 52,4 %:iin vuonna 2030. Kiinteistöinvestoinnit nousevat hankintojen myötä 10,0 MEUR:oon vuonna 2026 ja ovat 7-9 MEUR vuodessa sen jälkeen.

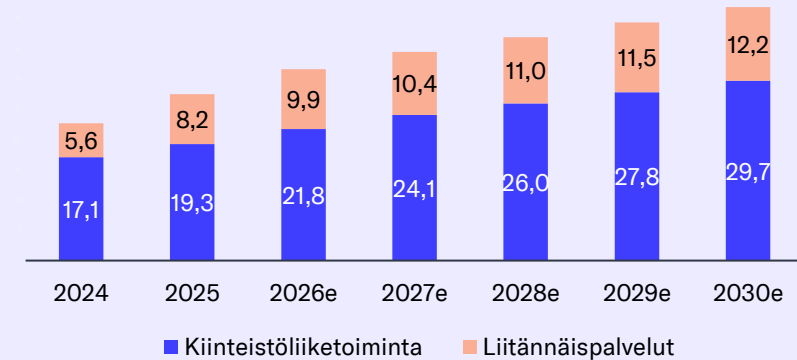
Liitännäispalveluiden ennusteet

Ennustamme liitännäispalveluiden liikevaihdon kasvavan 20 % 9,9 MEUR:oon vuonna 2026 (2025: 8,2 MEUR, H1'26: +29 %). Kasvu tulee pääosin muuttopalveluista, joiden liikevaihto lähes kaksinkertaistuu tammikuussa ostetun Ja-Ki Muuton myötä 2,0 MEUR:oon (2025: 1,1 MEUR). Pakettiautojen vuokraus kasvaa 10 % 7,9 MEUR:oon, kun kalusto kasvaa 554 autoon (2025: 513). Vuodesta 2027 alkaen ennustamme segmentin kasvavan 5 % vuodessa. Pakettiautoliiketoiminnan kansainvälistymisen osalta ennusteemme ovat vielä hyvin maltilliset, ja Ruotsin laajentumisesta voisi muodostua lähivuosina selkeä uusi kasvuajuri.

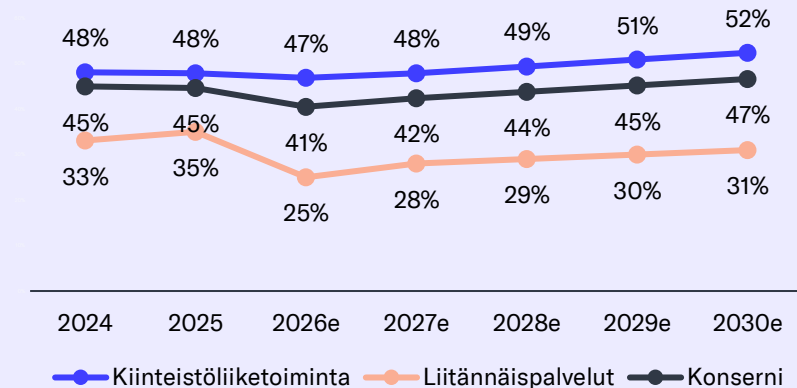
Segmentin kannattavuus on heikentynyt tänä vuonna selvästi, sillä H1'26:lla oikaistu käyttökate-% oli 17,5 % (H1'25: 33,2 %). Taustalla ovat matalamman kannattavuuden muuttoliiketoiminnan kasvu ja pakettiautovuokrauksen kasvupanostukset sekä kylmä talvi. Yhtiö on tehnyt tehokkuustoimenpiteitä Ja-Ki Muuton yritystoston jäljiltä, joiden vaikutus näkyy arviomme mukaan asteittain tulevana kvartaaleina. Yhtiö ei myöskään ole arviomme mukaan päässyt vielä ulosmittaamaan yritystoston synergioita lyhyellä aikavälillä, mikä on tyypillistä. Ennustamme koko vuoden oik. käyttökate-%:n asettuvan 25,0 %:iin (2025: 35 %). Vuonna 2027 odotamme marginaalin nousevan 28 %:iin, kun päällekkäiset kulut poistuvat. Parannukseen liittyy mielestämme toteutusriskiä, mutta segmentin pieni koko rajaa sen vaikutusta konsernin tulokseen. Liitännäispalveluiden kannattavuusennusteemme ovat myös varovaiset suhteessa historiaan. Tämän taustalla on osaltaan yhtiön pakettiautoliiketoiminnan erittäin korkea historiallinen kannattavuus, jonka ylläpitäminen ei arviomme mukaan ole helppoa.

Arviomme mukaan segmentin oik. EBIT-% laskee 9,2 %:iin vuonna 2026 (2025: 18,0 %). Ennustamme sen palautuvan 15,5 %:iin vuoteen 2030 mennessä, mikä on yhä selvästi historiallisen noin 20 %:n alapuolella.

Liikevaihto segmenteittäin,
MEUR, 2024–2030e



Oikaistu käyttökate-% segmenteittäin,
2024–2030e



Ennusteet 3/4

Vuosi 2026 on vahva investointivuosi, lievän tulosvaroituksen riski olemassa

Cityvarasto ohjeistaa vuoden 2026 liikevaihdon olevan 29,9-31,2 MEUR (+10-15 % vs. 2025) ja oikaistun käyttökateen 12,7-13,9 MEUR (+5-15 % vs. 2025). H1'26:lla liikevaihto kasvoi 16 %, mutta oikaistu käyttökate laski 2 % liitännäispalveluiden heikon kannattavuuden vuoksi. Ennustamme liikevaihdon kasvavan 15 % 31,3 MEUR:oon, mikä on hieman ohjeistushaarukan yläpään yli. Oikaistun käyttökateen ennustamme asettuvan 12,7 MEUR:oon tai 40,5 %:iin liikevaihdosta, mikä on aivan ohjeistuksen alarajan tuntumassa. Ennusteemme edellyttää H2'26:n marginaalin pientä suhteellista paranemista, kun alkuvuoden investoinnit alkavat tuottaa paremmin. Ennustamme Q3'26:n ja Q4'26:n marginaaleiksi 48,5 % ja 38,5 %, eli hieman vertailukautta matalampaa tasoa (Q3'25: 50,8 %, Q4'25: 39,5 %). Kiinteistöliiketoiminnan marginaali pysyy ennusteissamme H2:lla vertailukauden tasolla (48,6 %), joten lasku tulee liitännäispalveluista. Lisäksi Q3'25:n vertailulukua eivät vielä rasittaneet listayhtiön kulut, sillä yhtiö listautui lokakuussa 2025. Näin ollen näemme lievän tulosvaroituksen riskin, mutta tämä olisi mielestämme yhtiön arvonaluonnin kannalta melko merkityksetöntä.

Ennustamme investointien nousevan 12,4 MEUR:oon (2025: 9,5 MEUR), joten vapaa kassavirta jää negatiiviseksi (-3,1 MEUR). Vapaa kassavirta ei kuitenkaan ole relevantti luku lyhyellä aikavälillä suurten investointien takia ja arviomme mukaan pääoman allokointi on hyvin arvoa luovaa. Raportoitu EPS laskee 0,75 euroon (2025, kun käyvän arvon muutokset jäivät ennusteissamme 1,0 MEUR:oon (2025: 7,8 MEUR). Oikaistun operatiivisen EPS:n olevan noin viime vuoden tasolla 0,87 eurossa. Ennustamme osingon nousevan sentillä 0,12 euroon.

Vuosina 2027-2030 kasvuedellytykset ovat hyvät

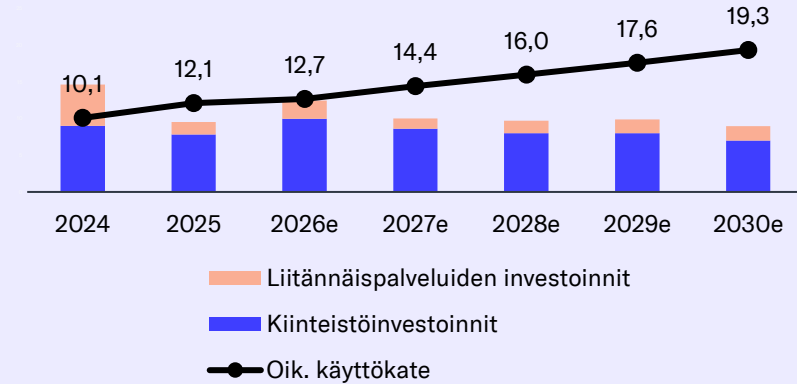
Ennustamme liikevaihdon kasvavan vuosina 2027-2030 keskimäärin 7 % vuodessa 41,5 MEUR:oon. Keskeiset ajurit ovat uudet toimipisteet ja olemassa olevien konversiot, vuokrien nousu ja liitännäispalveluiden kannattavuuden palautuminen. Oikaistun käyttökateen ennustamme kasvavan 19,3 MEUR:oon tai 46,6 %:iin liikevaihdosta vuonna 2030. Tavoitejaksolla 2025-2029 liikevaihto kasvaa ennusteissamme hieman alle 12 % vuodessa, mikä jää niukasti yhtiön yli 12 %:n tavoitteesta. Marginaali jää kuitenkin ennusteissamme selvästi alle yhtiön tavoitteen, joka on yli 50 % (2029e: 45,2 %), koska uudet kohteet laimentavat kannattavuutta ylösajon aikana ja ennustamme liitännäispalvelujen kannattavuuden jäävän aiempia vuosia maltillisemmaksi muuttopalveluiden kasvaneen osuuden takia.

Oikaistu operatiivinen EPS nousee ennusteissamme 1,06 eurosta 1,59 euroon vuosina 2027-2030, ja vapaa kassavirta kääntyy positiiviseksi vuonna 2027 investointien pienentyessä. Siten tase vahvistuu, ja omavaraisuusaste nousee 70 %:iin vuoteen 2030 mennessä. Osinkoennusteemme ovat maltilliset ja odotamme vuosittaista sentin korotusta.

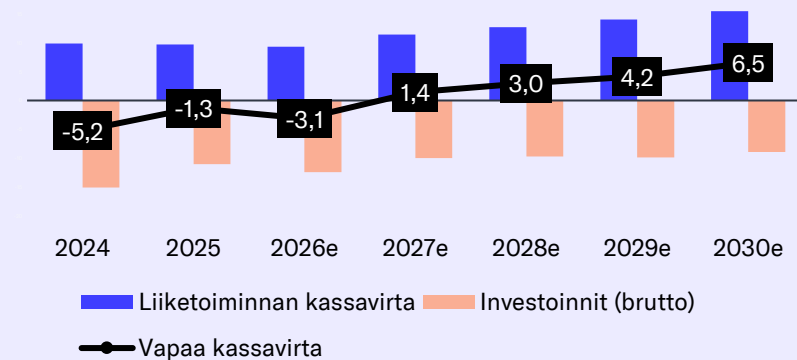
Pitkän aikavälin näkymä on hyvä

Näemme yhtiön kasvuedellytykset hyvinä myös pitkällä aikavälillä vahvan markkina-aseman ja vahvojen markkinatrendien tuella. Kasvuennusteemme pohjaavat Suomen markkinaan, ja kansainvälinen laajentuminen on tällä hetkellä lähinnä optio. Ennustamme kasvun hidastuvan vuosina 2031-2035 asteittain 5 %:sta 2 %:n terminaalikasvuun ja terminaalin käyttökate-%:n olevan kypsässä vaiheessa 46,6 %. Keskeisinä riskeinä ennusteillemme pidämme Suomen talouden heikkoutta, kilpailun kiristymistä sekä liitännäispalveluiden kannattavuuden laskua.

Investoinnit ja oikaistu käyttökate, MEUR, 2024–2030e

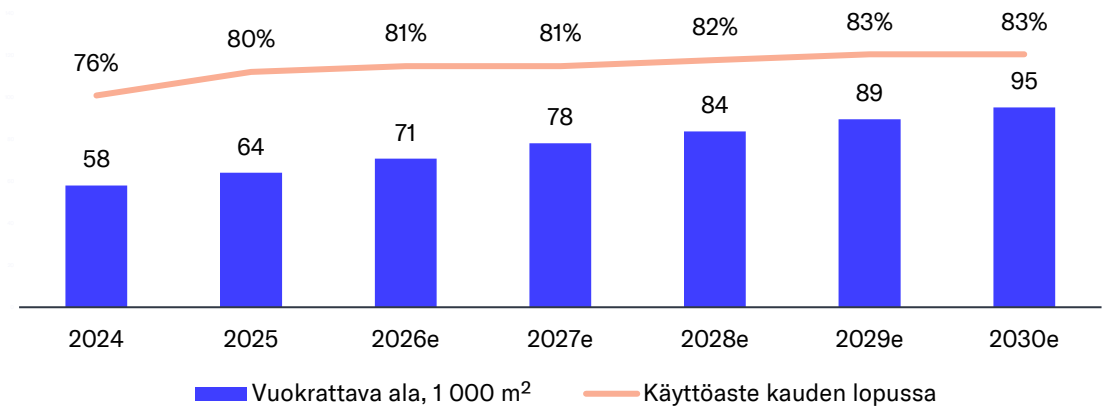


Kassavirta, MEUR, 2024–2030e

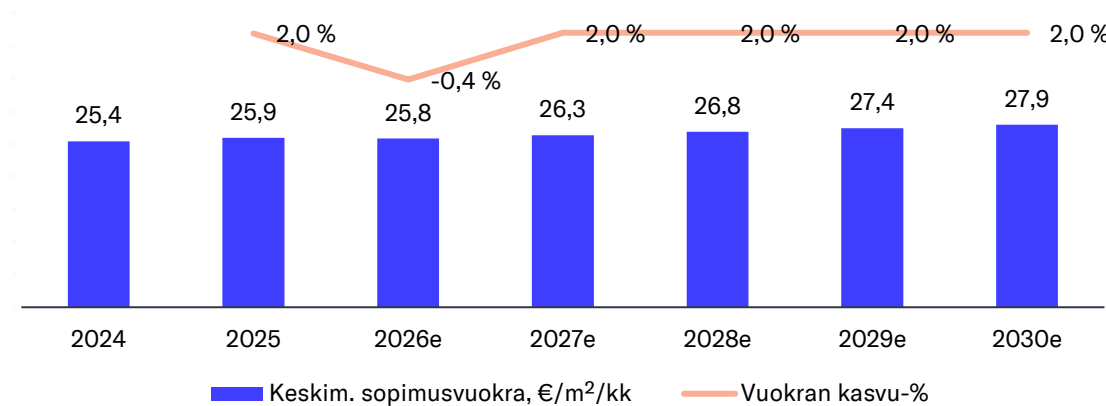


Ennusteet 4/4

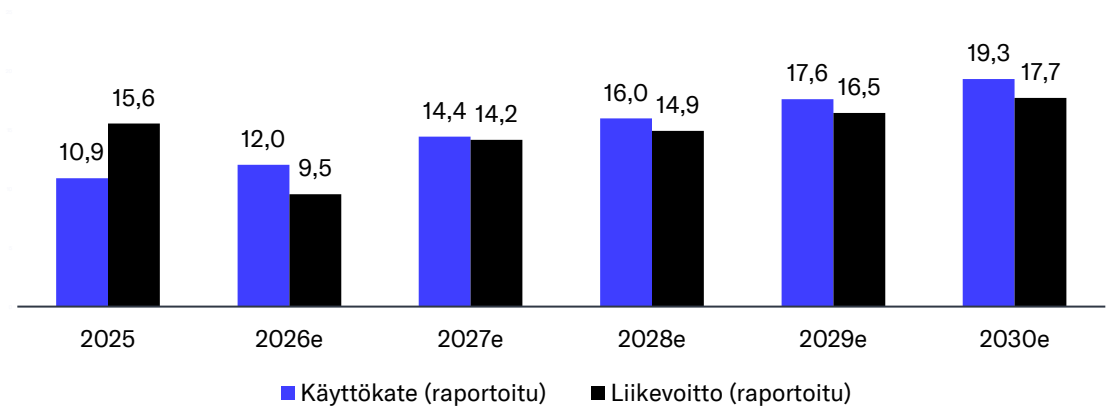
Pienvarastojen vuokrattava ala ja käyttöaste,
2024–2030e



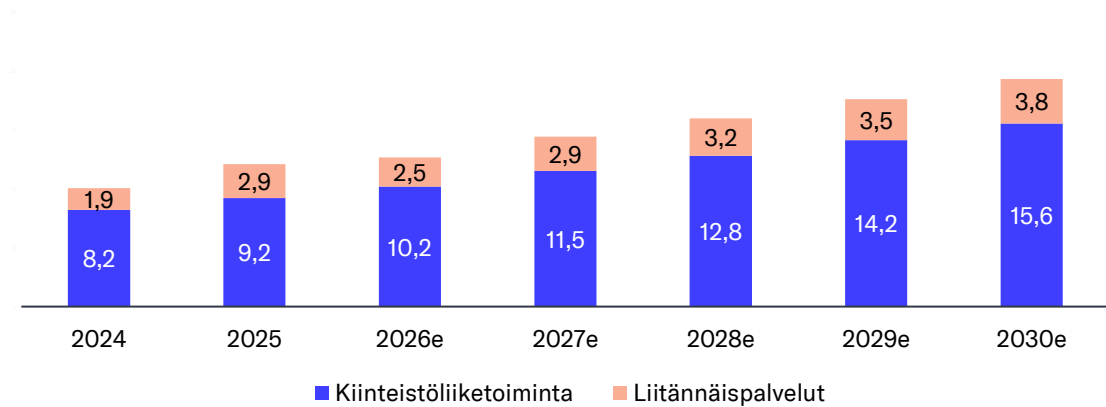
Pienvarastojen keskivuokra,
€/m²/kk, 2024–2030e



Raportoitu käyttökate ja liikevoitto,
MEUR, 2025–2030e



Oikaistu käyttökate segmenteittäin,
MEUR, 2024–2030e



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26	Q2'26	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihto	18,5	22,4	6,0	6,6	7,3	7,2	27,1	7,2	7,5	8,3	8,3	31,3	34,1	36,5	39,0
Kiinteistöliiketoiminta	15,0	17,1	4,5	4,8	4,9	5,1	19,3	5,2	5,2	5,6	5,8	21,8	24,1	26,0	27,8
Liitännäispalvelut	3,7	5,6	1,6	1,9	2,4	2,3	8,2	2,1	2,4	2,8	2,6	9,9	10,4	11,0	11,5
Eliminoinnit	-0,2	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Oikaistu Käyttökate	7,7	10,1	2,1	3,4	3,7	2,9	12,1	2,2	3,3	4,0	3,2	12,7	14,4	16,0	17,6
Kiinteistöliiketoiminta	6,5	8,2	1,8	2,6	2,7	2,2	9,2	1,8	2,8	3,0	2,5	10,2	11,5	12,8	14,2
Liitännäispalvelut	1,2	1,9	0,4	0,8	1,0	0,7	2,9	0,4	0,4	1,0	0,7	2,5	2,9	3,2	3,5
Käyttökate	7,7	10,0	2,1	3,0	2,8	3,0	10,9	2,1	2,8	4,0	3,2	12,0	14,4	16,0	17,6
Kiinteistöliiketoiminta	6,4	8,2	1,7	2,3	1,8	2,3	8,2	1,8	2,4	3,0	2,5	9,7	11,5	12,8	14,2
Liitännäispalvelut	1,2	1,9	0,3	0,7	1,0	0,7	2,7	0,3	0,4	1,0	0,7	2,4	2,9	3,2	3,5
Sijoituskiinteistöjen käyvän arvon muutokset	3,5	58,4	-0,3	0,4	-0,5	7,1	6,7	-0,5	-0,8	0,6	0,6	-0,1	2,2	1,6	1,6
Poistot ja arvonalennukset	-1,3	-1,4	-0,4	-0,5	-0,6	-0,6	-2,0	-0,5	-0,6	-0,7	-0,6	-2,4	-2,5	-2,7	-2,8
Liikevoitto ilman kertaeriä	9,9	67,1	1,4	3,3	2,6	9,4	16,7	1,1	1,9	3,9	3,2	10,2	14,2	14,9	16,5
Liikevoitto	9,9	67,0	1,3	2,9	1,7	9,6	15,6	1,0	1,5	3,9	3,2	9,5	14,2	14,9	16,5
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-2,0	-2,7	-0,7	-0,6	-0,6	-0,5	-2,4	-0,6	-0,4	-0,5	-0,5	-2,0	-2,3	-2,4	-2,5
Tulos ennen veroja	7,9	64,3	0,7	2,3	1,1	9,1	13,1	0,5	1,0	3,4	2,6	7,5	11,9	12,5	14,0
Verot	-1,6	-12,7	-0,1	-0,4	-0,2	-1,7	-2,4	-0,1	-0,2	-0,7	-0,5	-1,5	-2,1	-2,3	-2,5
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	6,3	51,6	0,5	1,9	0,9	7,4	10,7	0,4	0,8	2,7	2,1	6,0	9,7	10,3	11,5
EPS (oikaistu)	0,89	7,33	0,08	0,28	0,22	0,91	1,49	0,06	0,16	0,34	0,27	0,83	1,22	1,29	1,43
EPS (raportoitu)	0,89	7,32	0,07	0,24	0,11	0,92	1,34	0,05	0,10	0,34	0,26	0,75	1,22	1,29	1,43

Tunnusluvut	2023	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26	Q2'26	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihdon kasvu-%	10,6 %	21,4 %	16,1 %	19,9 %	22,4 %	25,4 %	21,1 %	19,7 %	13,0 %	13,7 %	15,1 %	15,2 %	8,9 %	7,1 %	6,8 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		577,5 %	17,7 %	67,2 %	19,2 %	-84,7 %	-75,0 %	-21,1 %	-42,6 %	52,3 %	-66,0 %	-39,3 %	39,4 %	5,4 %	10,3 %
Käyttökate-%	41,7 %	44,7 %	34,4 %	45,8 %	38,5 %	41,6 %	40,2 %	29,3 %	37,6 %	47,9 %	37,9 %	38,5 %	42,4 %	43,8 %	45,2 %
Oikaistu liikevoitto-%	53,6 %	299,3 %	23,8 %	49,8 %	35,5 %	130,3 %	61,7 %	15,7 %	25,3 %	47,6 %	38,5 %	32,5 %	41,6 %	40,9 %	42,3 %
Nettotulos-%	34,1 %	230,3 %	9,0 %	28,6 %	12,2 %	102,1 %	39,5 %	5,2 %	11,2 %	32,4 %	25,2 %	19,2 %	28,6 %	28,2 %	29,4 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Pysyvät vastaavat	214	230	240	249	258
Liikearvo	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Aineettomat hyödykkeet	1,0	1,6	1,7	1,8	1,9
Käyttöomaisuus	212	227	237	246	255
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,4	0,8	0,8	0,8	0,8
Vaihtuvat vastaavat	3,8	12,3	3,4	3,4	4,9
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	1,6	2,7	3,1	3,3	3,6
Likvidit varat	2,2	9,6	0,3	0,1	1,3
Taseen loppusumma	217	242	243	253	263

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Oma pääoma	131	156	161	170	179
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	114	124	129	138	147
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	17,1	31,6	31,6	31,6	31,6
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	76,0	77,1	77,3	77,9	78,5
Laskennalliset verovelat	28,5	31,2	31,4	32,0	32,5
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	47,5	46,0	46,0	46,0	46,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	9,9	8,8	4,5	4,9	5,2
Korolliset velat	6,4	4,9	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	3,5	3,9	4,5	4,9	5,2
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	217	242	243	253	263

Arvonmääritys 1/4

Yhteenvedo arvonmäärityksestä - Osta

Arvostamme Cityvarastoa osien summa -laskelman, DCF-mallin ja verrokkikertoimien avulla. Menetelmämme antavat osakkeen käyväksi arvoksi 15,4-19,1 euroa, mikä on 21-50 % yli nykykurssin (12,75 €). Haarukan alarajan muodostaa osien summa ja ylärajan DCF-malli, joka hinnoittelee myös tulevien investointien arvonluonnin. Verrokkikertoimet tukevat näkemystä, sillä Cityvaraston EV/EBITDA-kerroin (2026e: 11,6x) on noin 25 % eurooppalaisten pienvarastoyhtiöiden mediaania alempana, vaikka yhtiön kasvu on selvästi verrokkeja nopeampaa. Emme pohjaa arvonmääritystämme yhtiön NAV-arvoon (23,43 €), mutta näemme sen optiona, joka voisi toteutua yritysostotilanteessa.

Cityvaraston arvonmäärityksen tekee verrokkeihin nähden haastavammaksi liitännäispalveluiden suuri osuus, sillä niiden tuottovaade on selvästi kiinteistöliiketoimintaa korkeampi. Samaan aikaan niiden arvostusta tukevat yhtiön vahvat näytöt etenkin pakettiautoliiketoiminnasta ja selkeät synergiat pienvarastoliiketoimintaan.

Kokonaisuutena näemme arvostuksen olevan tällä hetkellä erittäin houkutteleva. Ennustamme oikaistun operatiivisen osakekohtaisen tuloksen kasvavan vuosina 2026-2030 noin 16 %:n vuotuista vauhtia (CAGR). Tuloskasvu ja noin 1 %:n osinkotuotto ylittävät siten jo yksinään 9,0 %:n oman pääoman tuottovaateemme, vaikka arvostuskertoimet eivät nousisi. Kurssi on nyt noin 20 % alle 16,00 euron listautumishinnan. Kurssilasku johtuu arviomme mukaan merkittävilta osin Feut AS:n osakkeiden myynnistä, jossa myös johto ja hallitus ostivat kaupasta osakkeita merkittävän erän 13,75 euron hintaan. Arvioimme yhtiön pystyvän jatkamaan kannattavia investointeja strategiansa mukaisesti, mikä tekee nykyisestä kurssitasosta mielestämme erittäin houkuttelevan. Lyhyellä aikavälillä

osakkeen nousua hidastaa arviomme mukaan lievän tulosvaroituksen riski ja listatun kiinteistömarkkinan hyvin heikko sentimentti korkojen nousuliikkeen seurauksena. Aloitamme seurannan 17,00 euron tavoitehinnalla, joka on käyvän arvon haarukkamme (15,4-19,1 €) keskivaiheilla, ja Osta-suosituksella.

Hyväksyttävään arvostukseen vaikuttavia tekijöitä

Cityvaraston osakkeen arvostukseen positiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat näkemyksemme mukaan:

- Historialliset erinomaiset näytöt kannattavasta kasvusta ja verrokkeja parempi lyhyen aikavälin kasvunäkymä
- Erittäin vahva markkina-asema Suomessa, mikä tekee yhtiöstä myös houkuttelevan yritysostokohteen
- Kevyt ja tehokas sekä yrittäjämainen organisaatio ja liiketoimintamalli
- Liiketoiminnan todistetusti hyvä suhdannekestävyys
- Kiinteistökannan olemassa oleva yli 20 000 m²:n konversiopotentiaali

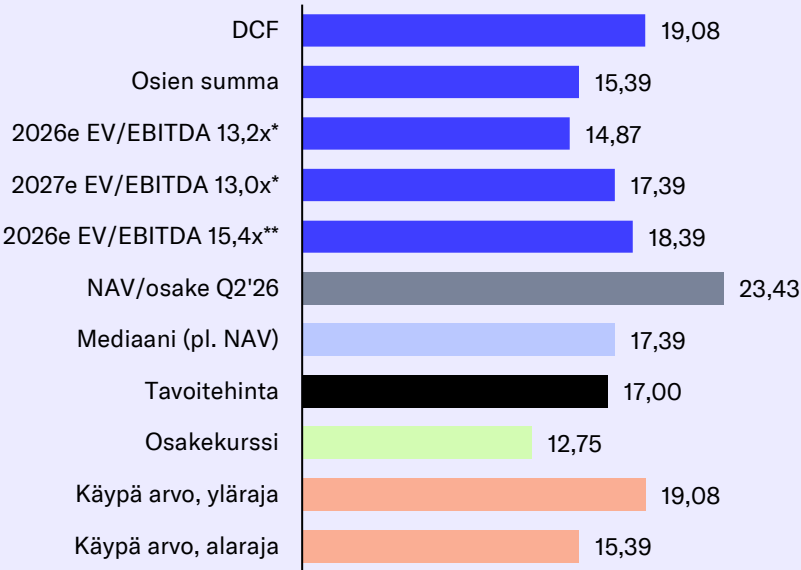
Arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat mielestämme puolestaan:

- Pakettiauto- ja muuttoliiketoiminnan suuri osuus laskee konsernitason hyväksyttäviä kertoimia
- Verrokkeihin nähden pieni koko ja matala likviditeetti
- Korkea riippuvuus avainhenkilöistä, omistajarakenteen vahva keskittyminen toimitusjohtajalle korostaa riskiä
- Riippuvuus Suomen talouden kehityksestä pitkällä aikavälillä liiketoiminnan keskittymisen takia
- Verrokkeja vanhempi kiinteistökanta sekä toimitilojen ja liitännäispalveluiden suuri osuus

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	12,8	12,8	12,8
Osakemäärä, milj. kpl	7,99	7,99	7,99
Markkina-arvo	102	102	102
Yritysarvo (EV)	148	148	147
P/E (oik.)	15,4	10,5	9,9
P/E	17,0	10,5	9,9
P/E (Operatiivinen)	14,6	12,1	10,5
P/B	0,6	0,6	0,6
P/S	3,3	3,0	2,8
EV/Liikevaihto	4,7	4,3	4,0
EV/EBITDA	12,2	10,2	9,2
EV/EBIT (oik.)	14,5	10,4	9,8
Osinko/tulos (%)	16,0 %	10,7 %	10,9 %
Osinkotuotto-%	0,9 %	1,0 %	1,1 %

Lähde: Inderes

Arvonmäärityksen yhteenvedo, € per osake



* Teoreettinen kerroin liitännäispalveluiden osuuden perusteella.

** Eurooppalaisten pienvarastoverrokkien mediaani.

Arvonmääritys 2/4

Kassavirtamalli indikoi selvää aliarvostusta

Kassavirtamalli (DCF) on mielestämme paras arvonmääritysmenetelmä yhtiölle, sillä se huomioi investoinnit täysimääräisesti. Arvioimme pienvarastopinta-alan kasvavan 42 % nykyhetkestä. Cityvaraston ennustettava vuokratassavirta sopii nähdäksemme hyvin mallin lähtökohdaksi. DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on 19,1 euroa, mikä on noin 50 % yli nykykurssin (12,75 €). Arvo on osien summa -laskelmaamme (15,4 €) korkeampi, koska malli hinnoittelee myös tulevien investointien arvonluonnin. Vakiintuneiden kohteiden nettotuotto investointikustannukselle on yhtiön mukaan noin 15-16 %, mikä ylittää selvästi 7,2 %:n pääoman kustannuksemme. Sijoitetun pääoman tuotto näyttää matalalta, koska se lasketaan käypään arvoon nousseesta pääomasta emmekä pidä sitä relevanttina lukuna absoluuttisesti.

Ennustejaksolla 2026-2030 liikevaihto kasvaa keskimäärin noin 9 % vuodessa, minkä jälkeen kasvu hidastuu vuosina 2031-2035 asteittain 5 %:sta 2 %:n terminaalikasvuun. Liikevoittomarginaali nousee 42,8 %:iin vuonna 2030 ja asettuu terminaalissa varovaisesti 37,5 %:iin. Terminaalin noin 75 %:n paino on kiinteistöliiketoiminnalle tyypillinen, mutta tekee arvosta herkän pitkän aikavälin oletuksille. Herkkyysslaskelmamme mukaan 0,5 %-yksikön muutos pääoman kustannuksessa siirtää arvon 16,7-22,0 euron välille.

Laskelmassa vähennämme vapaasta kassavirrasta vuokrattujen kiinteistöjen vuokrat, jotka näkyvät IFRS 16 -standardin mukaan käyttökateen alapuolella arvonmuutoksena (2025: -1,1 MEUR). Vastaavasti emme vähennä vuokrasopimusvelkoja (31.12.2025: 8,4 MEUR) nettovelasta, jotta samaa erää ei huomioida kahdesti. Tämä kuvaa mielestämme paremmin todellista kassavirtaa, sillä sopimuksia uusitaan jatkossakin.

Käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 7,2 % ja oman pääoman kustannus 9,0 %. Matala WACC nojaa edulliseen kiinteistövakuudelliseen velkaan (4,6 %). DCF-arvon hinnoittelu pörssissä vaatii kuitenkin jatkuvia näyttöjä uusien investointien tuotoista.

Osien summa -laskelmamme huomioi liiketoimintojen eroavaisuudet

Osien summa laskelmassamme arvostamme kiinteistöliiketoiminnan ja liitännäispalvelut erikseen, koska segmenttien kannattavuus ja pääoman tarve eroavat selvästi toisistaan. Konsernikulut sisältyvät segmenttien lukuihin yhtiön raportoinnin mukaisesti.

Kiinteistöliiketoiminnan arvostamme seuraavan 12 kuukauden oikaistulla käyttökateella (10,8 MEUR) ja 14x EV/EBITDA-kertoimella, jolloin velaton arvo on 151 MEUR. Kerroin vastaa noin 7,1 %:n käyttökatetuottoa, mikä on yli ulkoisen arvioitsijan 6,6 %:n nettotuottovaatimuksen. Segmentin käyttökateesta on lisäksi vähennetty henkilöstö-, markkinointi- ja hallintokulut, jotka eivät sisälly kiinteistöjen nettotuottoon, joten pidämme kerrointa maltillisena. Käyttämämme kerroin on hieman verrokkipohjaista 15x tasoa matalampi, mikä heijastaa yhtiön pientä kokoa, verrokkeja matalampia marginaaleja ja keskittymistä Suomeen. Kertoimesta tekee mielestämme konservatiivisen yhtiön verrokkeja parempi kasvunäkymä ja parempi pääoman tuotto.

Liitännäispalveluiden kertoimen olemme johtaneet EBIT-tasolta (EV/EBIT 10x), sillä pakettiautojen poistot vievät noin 60 % segmentin käyttökateesta. Kerroin vastaa noin 4,0x EV/EBITDA-kerrointa, ja segmentin velaton arvo on 10,5 MEUR. Arvonmääritykseen tuo tiettyä varovaisuutta segmentin tämän hetken historiallista matalampi kannattavuustaso.

DCF-mallin oletukset

	2026e	2030e	Terminaali
Liikevaihdon kasvu	15,2 %	6,4 %	2,0 %
Oik. käyttökate-%	40,5 %	46,6 %	46,6 %
Liikevoitto-%	30,5 %	42,8 %	37,5 %
Investoinnit, MEUR	12,4	9,0	4,7
Tuottovaatimus (WACC)	7,2 %	7,2 %	7,2 %

Lähde: Inderes.
Liikevoitto-% sisältää kehityskatteen, jonka takia se laskee pienentyessä.

Osien summa -laskelma

	MEUR
Kiinteistöliiketoiminta (14x EV/EBITDA)	151,3
Liitännäispalvelut (10x EV/EBIT, 4x EV/EBITDA)	10,5
LTM-kiinteistöinvestoinnit	9,4
Yritysarvo yhteensä	171,2
Oikaistu nettovelka	-48,3
Osakekannan arvo	122,9
Arvo per osake, €	15,39
Implisiittinen P/NAV	0,66x

Lähde: Inderes. NTM = Q3'26-Q2'27e. Nettovelka sisältää vuokrasopimusvelat ja Q3'26:lla maksetut kauppahinnat.

Arvonmääritys 3/4

Viimeisen 12 kuukauden kiinteistöinvestoinnit (9,4 MEUR) olemme lisänneet laskelmaan hankintamenon suuruisina, sillä hankitut ja konvertoitavat kohteet alkavat tuottaa vahvemmin vasta pienvarastoiksi muuttamisen jälkeen.

Valmiiksi tuottavat Kenguruvarastot ja Kangasalan kiinteistö sisältyvät sen sijaan käyttökate-ennusteeseemme, ja niiden arvioidut kauppahinnat on lisätty nettovelkaan. Koska IFRS-käyttökate ei sisällä vuokrakuluja, lisäämme nettovelkaan myös vuokrasopimusvelat (9,1 MEUR), jolloin oikaistu nettovelka on 48,3 MEUR. Arviomme mukaan yli 20 000 m²:n konversiopotentialin kehityskate on nykyarvoltaan noin 9 MEUR eli noin 1,1 euroa osakkeelta (0,7-1,4 €), eikä se sisälly osien summa -laskelmaamme. Pidämme laskelmaa siten kokonaisuutena varovaisena.

Laskelman mukainen osakekannan arvo on 122,9 MEUR eli 15,4 euroa osakkeelta. Tämä on noin 21 % yli nykykurssin ja noin 34 % alle yhtiön raportoiman NAV:n (23,43 €/osake). Alennus on suuri, mutta sijoittajan on hyvä huomioida, että myös eurooppalaisia pienvarastoyhtiöitä arvostetaan selvästi alle tasearvojensa (P/B 0,50x).

Arvostus on houkutteleva myös verrokkien valossa

Vertaamme Cityvarastoa kolmeen verrokkiryhmään, jotka ovat eurooppalaiset pienvarastoyhtiöt (Shurgard, Big Yellow ja Safestore), muiden maiden pienvarastoyhtiöt sekä ruotsalaiset logistiikka- ja sekakiinteistöyhtiöt. Viimeksi mainittu ryhmä kuvaa nähdäksemme Cityvaraston toimitilaportfoliota. Ensisijaisena mittarina käytämme EV/EBITDA-kerrointa, sillä yhdysvaltalaisen REIT-yhtiöiden P/E- ja P/B-luvut eivät ole US GAAP -kirjanpidon takia vertailukelpoisia IFRS-yhtiöiden kanssa. Verrokkien kertoimet perustuvat Bloombergin seuraavan 12 kuukauden konsensusennusteisiin. Verrokkitalukkomme perustuu Refinitivin dataan, joten sen luvut voivat poiketa hieman.

Ennusteillamme Cityvaraston EV/EBITDA-kerroin on 11,6x vuonna 2026 ja 10,2x vuonna 2027. Kertoimet ovat 25-33 % eurooppalaisten pienvarastoverrokkien mediaania (15,4x ja 15,2x) ja 27-33 % kaikkien pienvarastoyhtiöiden mediaania (15,9x) alempana. Ruotsalaisiin kiinteistöyhtiöihin (16,6x) alennus on samaa luokkaa. Oikaistulla operatiivisella tuloksella laskettu P/E-luku (14,6x ja 12,1x) on sen sijaan lähellä eurooppalaisten verrokkien tasoa (13,5x ja 12,9x).

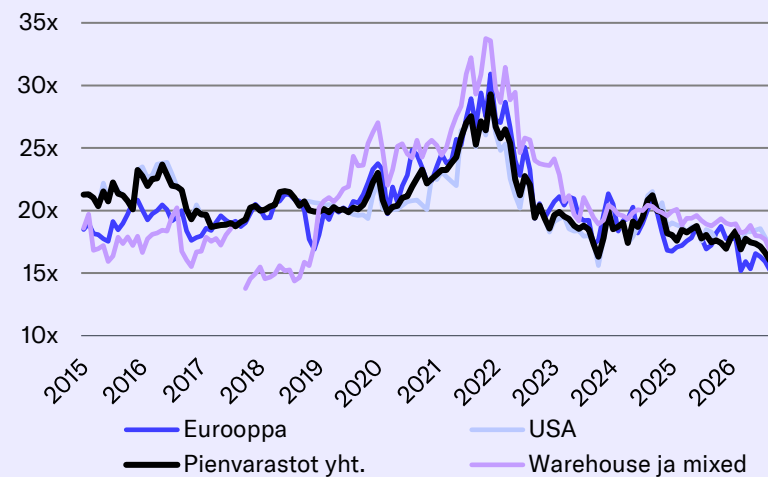
Kokonaisuutena alennus suhteessa verrokkieihin on mielestämme liian suuri suhteessa yhtiön kasvuprofiiliin. Ennustamme Cityvaraston liikevaihdon kasvavan 15 % vuonna 2026 ja 9 % vuonna 2027, kun eurooppalaisten verrokkien viimeisimmän tilikauden kasvun mediaani oli 5 %. Toisaalta konsernin oikaistu käyttökate-% (2026e: 40,5 %) jää selvästi verrokkien 59 %:n tasosta liitännäispalveluiden matalamman kannattavuuden vuoksi. Lisäksi reilun 100 MEUR markkina-arvolla Cityvarasto on murto-osa verrokeista (1,3-2,2 mrd. euroa), mikä laskee hyväksyttävää arvostustasoa.

Arvostusta painavat myös verrokkeja vanhempi kiinteistökanta, toimitilojen suuri osuus ja liiketoiminnan keskittyminen yhteen maahan. Sitä tukevat puolestaan verrokkeja selvästi nopeampi kasvu, vahva markkina-asema Suomessa ja olemassa oleva konversiopotentiali. Kokonaisuutena pidämme kiinteistöliiketoiminnalle perusteltuna noin 14-15x EV/EBITDA-kerrointa, mikä on eurooppalaisten verrokkien mediaanin tuntumassa tai hieman sen alapuolella. Liitännäispalveluille hyväksymme 10x EV/EBIT-kertoimen (4x EV/EBITDA). Verrokkien arvostuksen ja liitännäispalveluiden osuuden perusteella laskettu teoreettinen hyväksytty arvostustaso Cityvarastolle olisi EV/EBITDA 13x vuosille 2026-27, mikä tarkoittaisi 17-36 %:n nousuvaraa. Näemmekin arvostustasossa myös verrokkien valossa nousuvaraa.

Yritysosto-optio on olemassa, mutta avain on perustajalla

Cityvarastoon liittyy mielestämme myös yritysosto-optio, sillä pohjoismaiset pienvarastoalustat ovat kiinnostaneet suuria kansainvälisiä toimijoita. Nuveen osti vuonna 2021 ruotsalaisen 24Storagen, josta myös Shurgard teki kilpailevan tarjouksen ja vuonna 2023 norjalaisen Self Storage Groupin (SSG). Kahdessa viimeisimmässä pörssikaupassa (SSG ja Shurgardin ostama Lok'nStore) yritysarvo oli noin 21-28x käyttökate ja preemio edelliseen päätöskurssiin 16-67 %. SSG:n poistuttua Cityvarasto on käytännössä ainoa listattu pohjoismainen pienvarastoyhtiö, ja vahva brändi sekä Suomen markkinajohtajuus tekevät siitä houkuttelevan ostokohteen. Helsingin pörssistä on myös poistunut ostotarjouksilla useita kiinteistöyhtiöitä, kuten Sponda, Technopolis ja Hoivatilat. Optio realisoituu kuitenkin vain, jos noin 47 %:a omistava perustajatoimitusjohtaja Ville Stenroos on valmis myymään, mikä edellyttäisi arviomme mukaan selvää preemiota nykyhintaan.

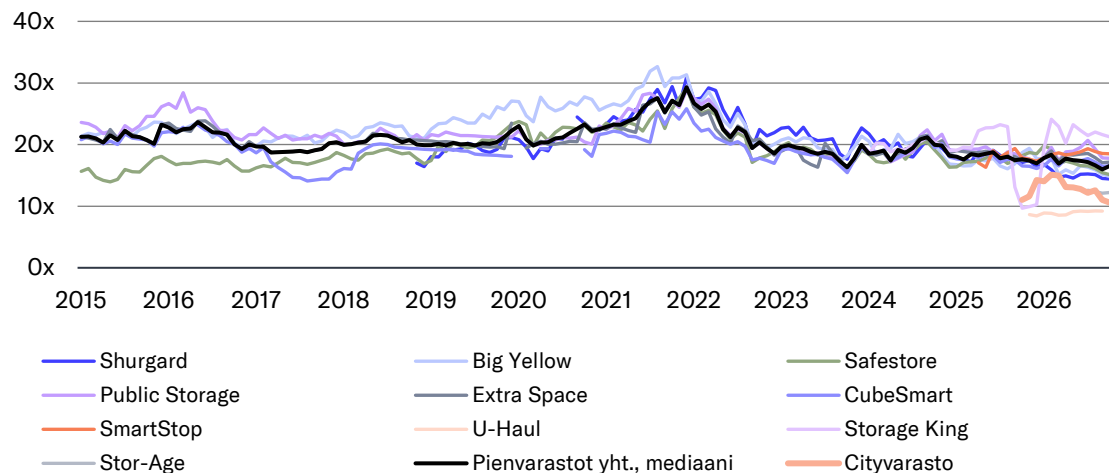
**Verrokkien NTM EV/EBITDA -kerroin,
2015–2026, mediaani**



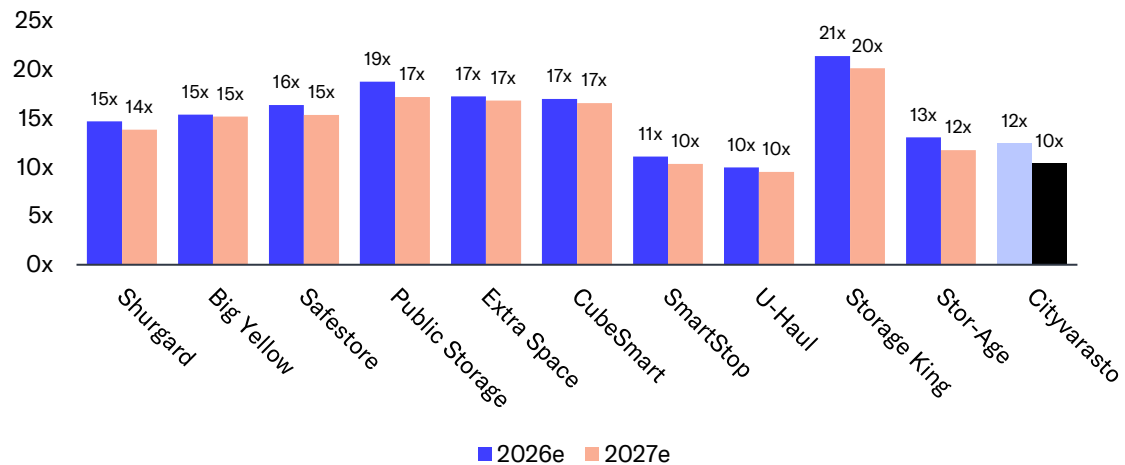
Lähde: Bloomberg, Inderes

Arvonmääritys 4/4

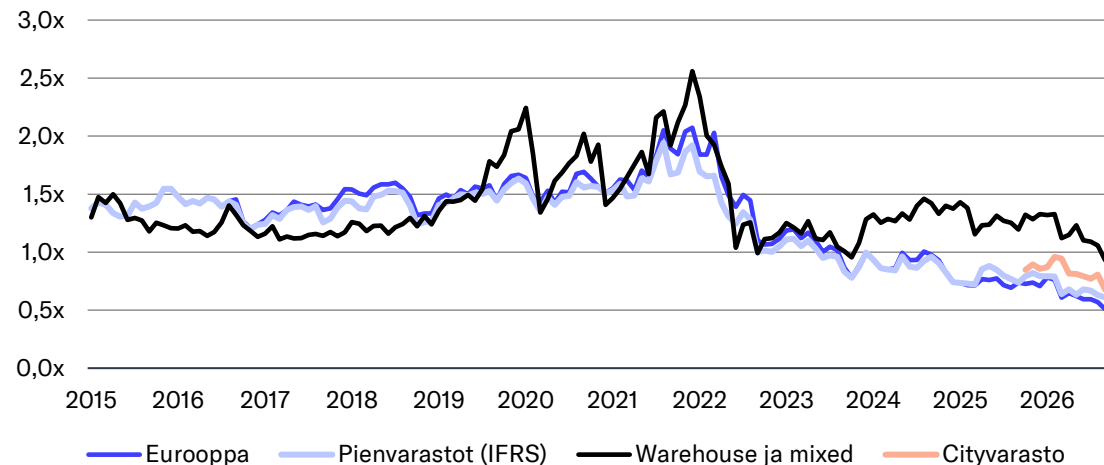
**Pienvarastoverrokkien NTM EV/EBITDA -kerroin,
2015–2026**



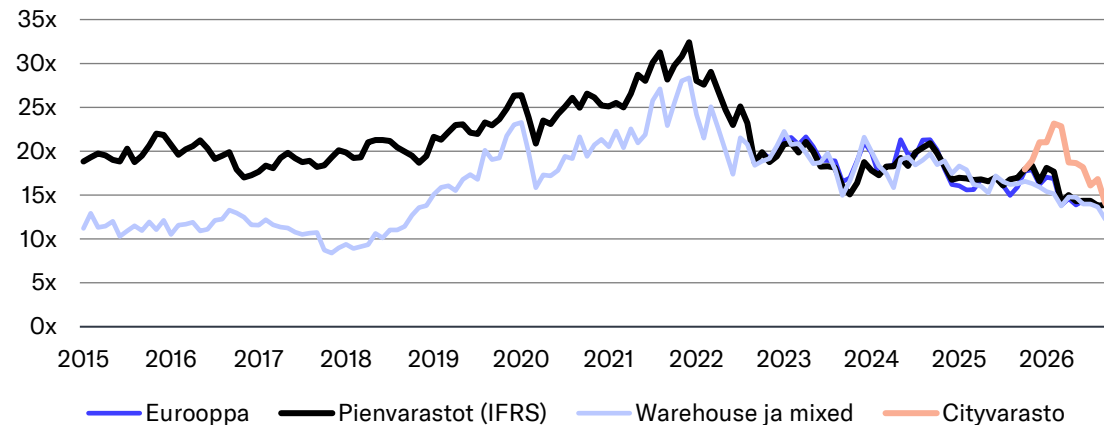
Pienvarastoverrokkien EV/EBITDA, 2026e–2027e



**Verrokkien P/B-luku,
2015–2026, mediaani**



**Verrokkien NTM P/E -luku,
2015–2026, mediaani**



Verrokkiryhmän arvostus

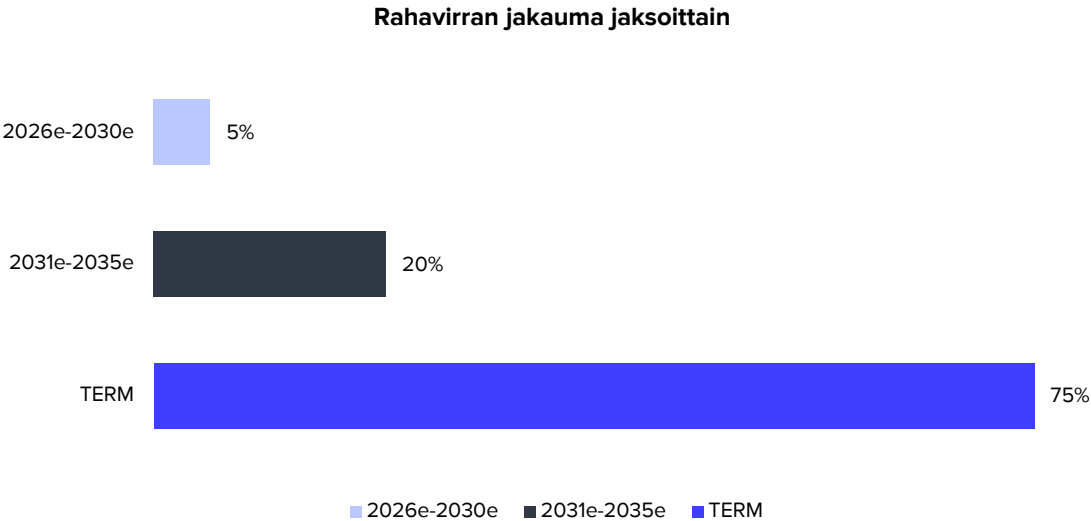
Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
			2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e
Shurgard Self-Storage Ltd	2257	3981	13,5	11,5	14,9	14,1	8,7	8,5	13,6	12,9	5,2	5,2	0,5
Big Yellow Group plc	1860	2442	13,4	14,5	15,4	15,2	10,5	10,1	13,5	13,7	6,0	5,9	0,6
Safestore Holdings plc	1288	2589	17,0	15,5	16,4	15,4	8,8	8,7	12,2	11,9	6,2	6,4	0,5
Public Storage	48375	61019	29,3	27,2	19,0	17,4	13,9	12,9	28,6	28,4	4,2	4,3	4,9
Extra Space Storage Inc	25408	37735	24,9	24,1	17,4	16,9	13,4	12,6	29,4	25,8	4,8	5,0	2,2
CubeSmart	7636	10838	26,5	25,6	17,1	16,7	11,0	10,6	25,4	24,4	5,6	5,8	3,3
SmartStop Self Storage	1624	1624	16,2	14,9	11,1	10,4	6,0	6,0	54,0	59,9	4,9	4,9	
U-Haul Holding Co	8866	15126	36,9	25,9	9,9	9,5	2,8	2,7	73,6	53,8			1,5
Storage King Group	880	1675	21,4	20,4	21,4	20,1	11,2	10,5	17,3	21,5	5,7	4,4	0,6
Stor-Age Property REIT Ltd	431	646	9,2	9,2	13,1	11,8	8,6	7,9	12,0	11,5	7,7	8,1	
Emilshus	501	501	6,8	6,4	6,8	6,4	5,0	4,8	14,5	12,7			1,0
NP3 Fastigheter	1208	2781	16,7	15,7	17,0	15,9	12,3	11,6	13,4	12,6	3,0	3,1	1,3
Stendörren Fastigheter	404	1386	17,1	15,8	17,1	15,9	12,5	11,6	9,3	8,3			0,8
Stenhus Fastigheter i Norden	319	1033	14,7	14,5	14,7	14,4	11,2	10,8	7,2	7,1	3,0	3,5	0,6
Sagax	5252	8801	17,9	16,5	20,3	19,0	17,5	16,1	14,0	13,2	2,4	2,5	1,3
Catena	1971	4213	18,3	16,1	18,2	16,6	14,9	13,6	11,7	10,8	3,1	3,2	0,8
Logistea	542	1340	14,1	12,9	14,0	12,9	11,7	10,8	10,3	9,5	2,2	2,5	0,7
SLP – Swedish Logistic Property	678	1547	16,7	15,5	16,2	15,0	13,9	12,8	10,5	8,9			0,9
Cityvarasto Oyj (Inderes)	102	148	14,5	10,4	12,2	10,2	4,7	4,3	15,4	10,5	0,9	1,0	0,6
Keskiarvo			18,4	16,8	15,6	14,6	10,8	10,1	20,6	19,3	4,6	4,6	1,3
Mediaani			16,9	15,6	16,3	15,3	11,2	10,7	13,6	12,8	4,9	4,6	0,8
Erotus-% vrt. mediaani			-14 %	-33 %	-25 %	-33 %	-58 %	-60 %	14 %	-18 %	-81 %	-78 %	-25 %
Keskiarvo eurooppalaiset pienvarastoverrokkit			14,6	13,8	15,6	14,9	9,3	9,1	13,1	12,8	5,8	5,8	0,5

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	21,1 %	15,2 %	8,9 %	7,1 %	6,8 %	6,4 %	5,0 %	4,0 %	3,0 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	57,3 %	30,5 %	41,6 %	40,9 %	42,3 %	42,8 %	38,6 %	38,5 %	38,3 %	37,9 %	37,5 %	37,5 %
Liikevoitto	15,6	9,5	14,2	14,9	16,5	17,7	16,8	17,5	17,9	18,1	18,3	
+ Kokonaispoistot	-4,6	1,3	-0,9	-0,2	-0,1	0,4	2,3	2,4	2,6	2,9	3,1	
- Maksetut verot	-0,1	-1,3	-1,5	-1,8	-2,0	-2,3	-2,5	-2,7	-2,7	-2,8	-2,9	
- verot rahoituskuluista	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-0,6	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	
Operatiivinen kassavirta	9,7	9,3	11,4	12,7	14,1	15,5	16,3	16,9	17,4	17,9	18,2	
+ 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	-11,0	-12,4	-10,0	-9,7	-9,9	-8,9	-5,2	-5,2	-5,3	-5,1	-4,7	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-1,3	-3,1	1,4	3,0	4,2	6,5	11,1	11,7	12,2	12,8	13,5	
+/- 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	-1,3	-3,1	1,4	3,0	4,2	6,5	11,1	11,7	12,2	12,8	13,5	265
Diskontattu vapaa kassavirta		-3,1	1,3	2,6	3,3	4,9	7,7	7,6	7,4	7,2	7,1	140
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		186	189	188	185	182	177	169	162	154	147	140
Velaton arvo DCF		186										
- Korolliset velat		-42,4										
+ Rahavarat		9,6										
+ Osakkuusyhtiöt		0,0										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-0,9										
Oman pääoman arvo DCF		152										
Oman pääoman arvo DCF per osake		19,1										

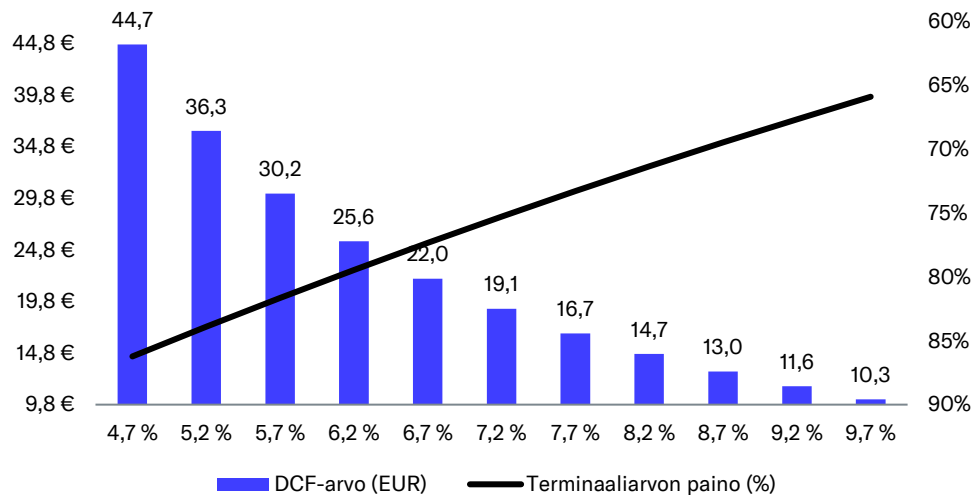
Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	18,0 %
Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)	35,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,6 %
Yrityksen Beta	0,95
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	2,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	9,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,2 %

Lähde: Inderes

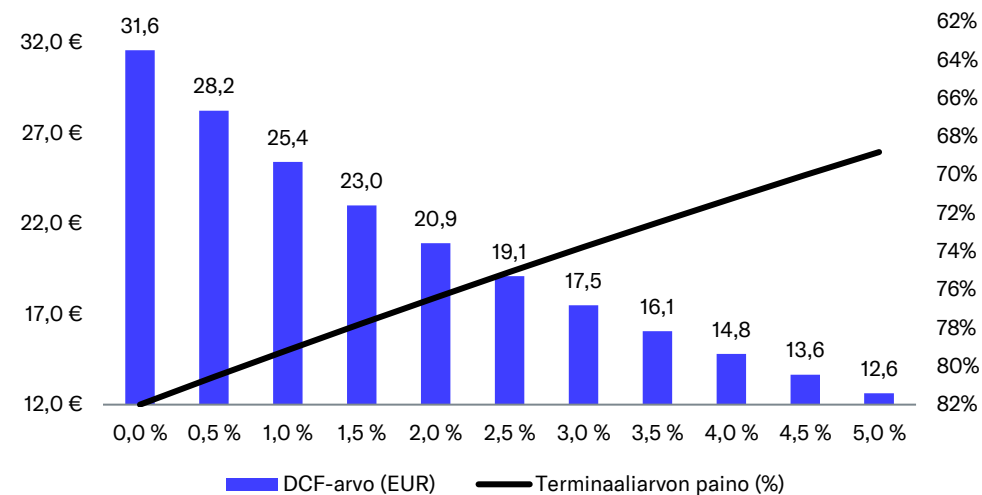


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

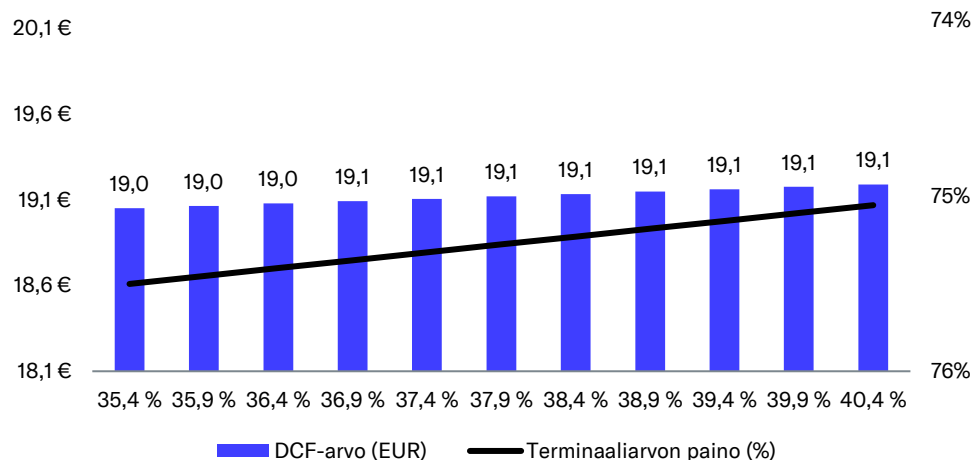
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



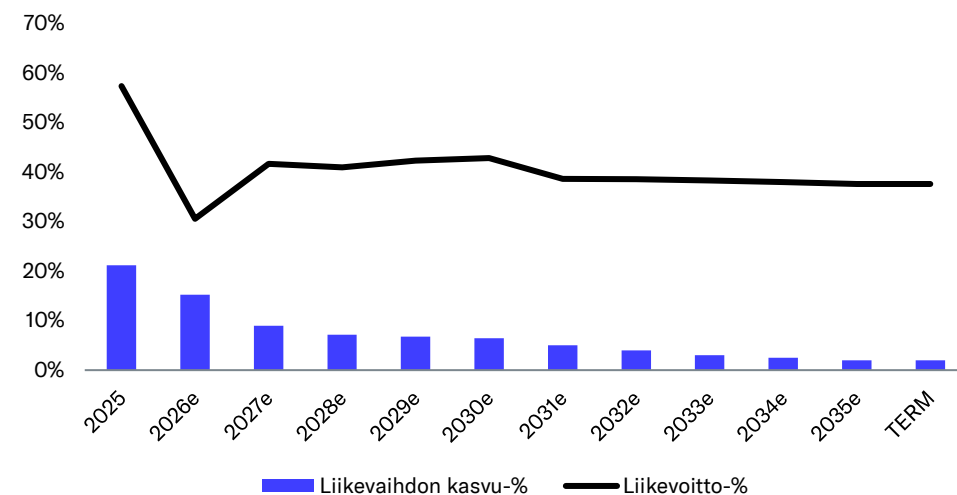
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



DCF-arvon herkkyys muutoksille terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



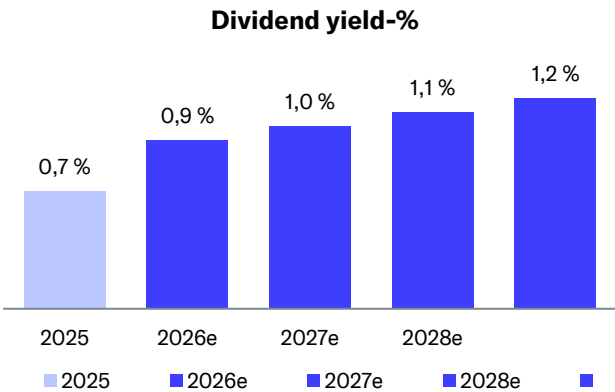
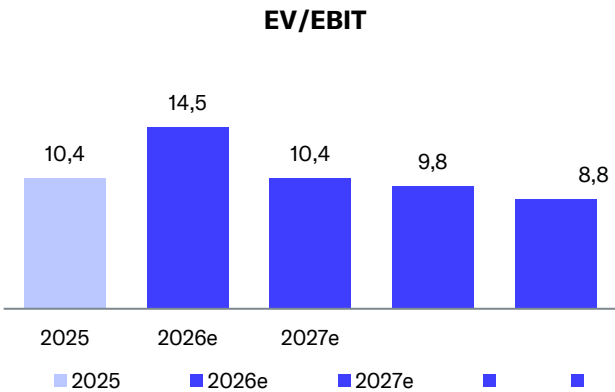
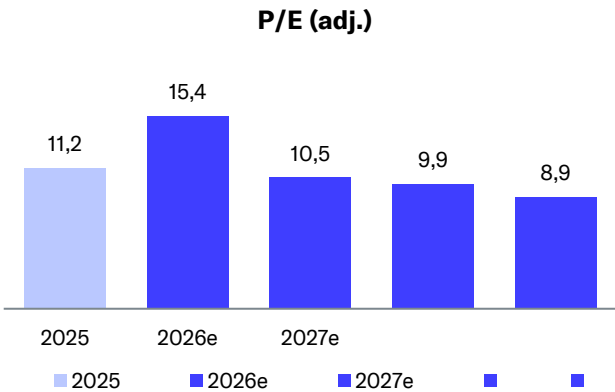
DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Osakekurssi					16,7	12,8	12,8	12,8	12,8
Osakemäärä, milj. kpl					7,99	7,99	7,99	7,99	7,99
Markkina-arvo					133	102	102	102	102
Yritysarvo (EV)					175	148	148	147	144
P/E (oik.)					11,2	15,4	10,5	9,9	8,9
P/E					12,5	17,0	10,5	9,9	8,9
P/E (Operatiivinen)					21,2	14,6	12,1	10,5	9,1
P/B					0,9	0,6	0,6	0,6	0,5
P/S					4,9	3,3	3,0	2,8	2,6
EV/Liikevaihto					6,4	4,7	4,3	4,0	3,7
EV/EBITDA					16,0	12,2	10,2	9,2	8,2
EV/EBIT (oik.)					10,4	14,5	10,4	9,8	8,8
Osinko/tulos (%)					8,2 %	16,0 %	10,7 %	10,9 %	10,5 %
Osinkotuotto-%					0,7 %	0,9 %	1,0 %	1,1 %	1,2 %

Lähde: Inderes



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2023	2024	2025	2026e	2027e	Osakekohtaiset luvut	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihto	18,5	22,4	27,1	31,3	34,1	EPS (raportoitu)	0,89	7,32	1,34	0,75	1,22
Käyttökate	7,7	10,0	10,9	12,0	14,4	EPS (oikaistu)	0,89	7,33	1,49	0,83	1,22
Liikevoitto	9,9	67,0	15,6	9,5	14,2	Operat. Kassavirta / osake	3,21	1,40	1,22	1,17	1,43
Voitto ennen veroja	7,9	64,3	13,1	7,5	11,9	Operat. Vapaa kassavirta / osake	-16,50	-0,74	-0,16	-0,39	0,18
Nettovoitto	6,3	51,6	10,7	6,0	9,7	Omapääoma / osake	11,42	18,65	19,53	20,17	21,27
Kertaluontoiset erät	0,0	-0,1	-1,2	-0,6	0,0	Osinko / osake	0,09	0,10	0,11	0,12	0,13
Tase	2023	2024	2025	2026e	2027e	Kasvu ja kannattavuus	2023	2024	2025	2026e	2027e
Taseen loppusumma	144,5	217,4	241,9	242,9	252,7	Liikevaihdon kasvu-%	11 %	21 %	21 %	15 %	9 %
Oma pääoma	80,5	131,5	156,0	161,1	169,9	Käyttökatteen kasvu-%	31 %	30 %	9 %	10 %	20 %
Liikearvo	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	Liikevoiton oik. kasvu-%	-2 %	577 %	-75 %	-39 %	39 %
Nettovelat	43,8	51,8	41,2	45,7	45,9	EPS oik. kasvu-%	-18 %	720 %	-80 %	-44 %	47 %
						Käyttökate-%	41,7 %	44,7 %	40,2 %	38,5 %	42,4 %
Kassavirta	2023	2024	2025	2026e	2027e	Oik. Liikevoitto-%	53,6 %	299,3 %	61,7 %	32,5 %	41,6 %
Käyttökate	7,7	10,0	10,9	12,0	14,4	Liikevoitto-%	53,6 %	299,0 %	57,3 %	30,5 %	41,6 %
Nettokäyttöpääoman muutos	1,4	0,4	-0,6	0,2	0,1	ROE-%	15,7 %	48,7 %	7,5 %	3,8 %	5,9 %
Operatiivinen kassavirta	22,6	9,9	9,7	9,3	11,4	ROI-%	15,7 %	43,0 %	7,9 %	4,6 %	6,7 %
Investoinnit		-15,1	-11,0	-12,4	-10,0	Omavaraisuusaste	55,7 %	60,5 %	64,5 %	66,3 %	67,2 %
Vapaa kassavirta		-5,2	-1,3	-3,1	1,4	Nettovelkaantumisaste	54,4 %	39,4 %	26,4 %	28,4 %	27,0 %
						Nettovelka/käyttökate	5,7	5,2	3,8	3,8	3,2
Arvostuskertoimet	2023	2024	2025	2026e	2027e	EBITDA/nettorahoituskulut	3,9	3,6	4,5	5,9	6,3
EV/Liikevaihto			6,4	4,7	4,3						
EV/EBITDA			16,0	12,2	10,2						
EV/EBIT (oik.)			10,4	14,5	10,4						
P/E (oik.)	0,0	0,0	11,2	15,4	10,5						
P/B	0,0	0,0	0,9	0,6	0,6						
Osinkotuotto-%			0,7 %	0,9 %	1,0 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
------	---

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

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

Inderesin tutkimusta 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 Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

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

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

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
13/10/2026	Osta	17,00 €	12,75 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

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

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

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

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

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

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

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

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

inderes.se

**inde
res.**