

ASUNTOSALKKU

27.05.2025 09.15 EET



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
LAAJA RAPORTTI



Laadukas asuntoporfolio houkuttelevalla arvostuksella

Asuntosalkku toimii kilpailijoista poikkeavalla strategialla, joka nojaa yksittäisiin asuntoihin hyvillä sijainneilla ja yhtiön kautta pääsee osaksi kehittyvän Tallinnan vuokra-asuntomarkkinan potentiaalia. Strategian keskiössä on omistaja-arvon maksimointi, mikä tarkoittaa lyhyellä aikavälillä Tallinnassa asuntomyyn-tejä yli tasearvojen ja omien osakkeiden ostoja tasealennuksella. Korkojen nousu iski voimalla yhtiön kassavirtaan, mutta nyt nähty lasku tarjoaa selvää tukea kassavirralle jo ensi vuonna. Kassavirtapohjaisesti arvostus on kireä, mutta tasepohjaisesti taas hyvin houkutteleva (P/NAV 2025e 0,67x), jonka takia toistamme lisää-suosituksemme. Nostamme tavoitehintamme 92 euroon (aik. 88 €), koska näemme ajoituksen olevan houkutteleva ottaa näkemystä asuntomarkkina-an.

Strategia nojaa yksittäisiin asuntoihin hyvillä sijainneilla, vahva paino Tallinnan keskustassa

Asuntosalkku on asuntosijoitusyhtiö, jonka sijoitusstrategian ytimessä ovat valikoidut yksittäiset asunnot omistus-asuntotaloissa hyvillä sijainneilla Suomessa ja Viron pääkaupungissa Tallinnassa. Asuntoporfolio keskittyy pieniin asuntoihin painottaen Suomessa pääkaupunkiseudun halvempia asuntoja ja Tallinnassa erittäin laadukkaita, lähes uusia asuntoja vanhan kaupungin läheisyydessä. Asuntosalkun strategia (yksittäiset vuokra-asunnot omistustaloyhtiöissä) poikkeaa suurista suomalaisista kilpailijoista, kuten Kojamosta ja Satosta. Strategia mahdollistaa yhtiölle vuokrien optimaalisen hinnoittelun, korkeat vuokrausasteet, asuntokannan erittäin hyvän taloyhtiötason hajautuksen ja asuntojen myymisen omistus-asunto- ja yksityisten sijoittajien markkinoille. Varjopuolena taas on portfolion hitaampi realisoitavuus, pienempi kiinnostus institutionaalisilta sijoittajilta ja vähäisempi kontrolli omistuksissa. Asuntosalkun kasvu on painottunut viime vuodet Tallinnaan, ja yhtiö on Viron suurin markkinaehtoinen vuokranantaja. Asuntoporfolio käsitti H1'25-lopussa 2089 valmista vuokra-asuntoa, joista 1413 sijaitsee Suomessa (käypä arvo 158 MEUR) ja 676 Tallinnassa (käypä arvo 104 MEUR). Asuntojen juokseva nettotuotto oli 5,0 %. Lisäksi Tallinnassa oli rakenteilla 10 asuntoa. Asuntosalkun avainhenkilöt ovat yhtiön pääomistajia.

Lyhyen aikavälin pelikirja nojaa asuntomyyn-teihin yli tasearvojen ja omien osakkeiden ostoisiin tasealennuksella

Asuntosalkun strategian keskiössä on omistaja-arvon maksimointi, mikä tarkoittaa lyhyellä aikavälillä Tallinnassa asuntojen myyntiä ja omien osakkeiden ostoja, jos osaketta hinnoitellaan pörssissä tasealennuksella. Yhtiö on kyennyt myymään asuntoja Tallinnassa (noin 10 % portfoliosta) noin 22 % yli tasearvojen. Vaikka määrä on yhä melko pieni, se tarjoaa mielestämme jo todisteita portfolion aliarvostuksesta. Näkemyksemme mukaan Suomen portfolion realisointi ei onnistuisi nykymarkkinassa tasearvoin, mutta kokonaisuutena näemme portfolion olevan hieman aliarvostettu. Tämä tekee omien osakkeiden ostoista (tasealennus -15 % ja NAV-alennus -33 %) omistaja-arvoa luovaa. Korkojen nousu iski yhtiöön voimalla, ja lyhyellä aikavälillä yhtiön haaste ja selkein riski on yhä heikko kassavirta. Korkojen selvän laskun ja hiljalleen paranevan pääkaupunkiseudun vuokramarkkinan (ylitarjonnan sulaminen) myötä arvioimme kassavirran vahvistuvan selvästi lähivuosina (2025-26 FFO-%: 3,4-3,9 %). Suomeksikin vuokrissa pitäisi olla selkeää nousuvaraa lähivuosina niiden jäätyä huomattavasti inflaatiota jälkeen viime vuosina. Ennustamme oman pääoman tuoton olevan tilikaudilla 2026-27 noin 5 %.

Asuntosalkun osake on houkutteleva tapa ostaa asuntoja

Arvostus on tasepohjaisesti houkutteleva (P/NAV 2025e 0,67x ja noin -15 %:n tasealennus). Korkojen laskun vakiintuessa näemme yhtiön nykyisissä tasearvoissa nousuvaraa, erityisesti Tallinnassa. Realisoituna tase olisikin mielestämme nykyistä kurssitasoa selvästi arvokkaampi, mutta yksittäisistä asunnoista koostuvan taseen realisointi on hidasta. Kassavirtapohjaisesti arvostus on kuitenkin absoluuttisesti ja verrokkeihin nähden korkea (P/FFO 2025e-26e 87x–29x), mikä rajaa selkeintä nousuvaraa. Arvioimme rakennuskustannusten pysyvän korkeina ja uudisrakentamisen jäävän matalalle tasolle lähivuosina, mikä tukee olemassa olevan asuntokannan arvoa. Asuntosalkku on myös mielestämme hinnoiteltu erittäin houkuttelevasti suhteessa suoraan asuntomarkkina-an.

Suositus

Lisää

(aik. Lisää)

Tavoitehinta:

92,00 EUR

(aik. 88,00 EUR)

Osakekurssi:

82,00

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Bruttovuokrat	16,6	17,0	17,3	17,7
kasvu-%	4 %	2 %	2 %	2 %
Nettovuokratuotot	11,6	11,7	12,0	12,3
% vuokratuotoista	70 %	69 %	69 %	70 %
Oikaistu EBITDA	8,1	8,7	9,2	9,5
Realisoitunut voitto/tappio	0,4	2,7	2,4	2,8
EPS (raportoitu)	-14,81	-1,75	5,00	6,28

P/E (raportoitu)	neg.	neg.	16,4	13,0
P/NAV (oikaistu)	0,62	0,68	0,65	0,63
FFO-tuotto	-3,0 %	1,1 %	3,4 %	3,9 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	2,6 %	2,6 %
EBITDA/EV-%	3,2 %	3,8 %	4,1 %	4,2 %

Lähde: Inderes

Ohjeistus

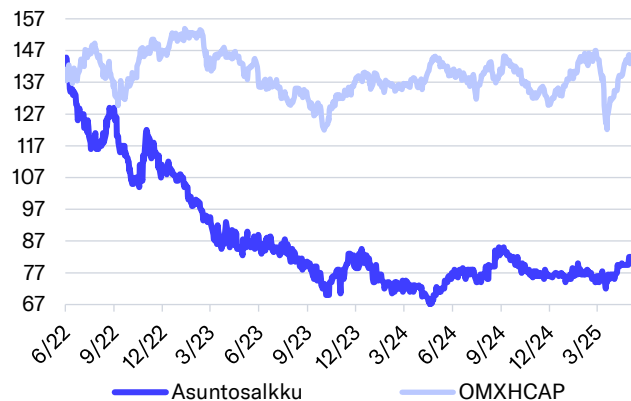
(Ennallaan)

Yhtiö arvioi konsernin liikevaihdon olevan 17,5–20,0 miljoonaa euroa 30.9.2025 päättyvällä tilikaudella. Yhtiö ei tee ennustetta realisoitumattomasta voitosta/tappiosta sijoituskiinteistöjen arvostamisesta käypään arvoon. Yhtiö arvioi 30.9.2025 päättyvän tilikauden realisoituneen voiton olevan 1,5–3,5 miljoonaa euroa.

Sisällysluettelo

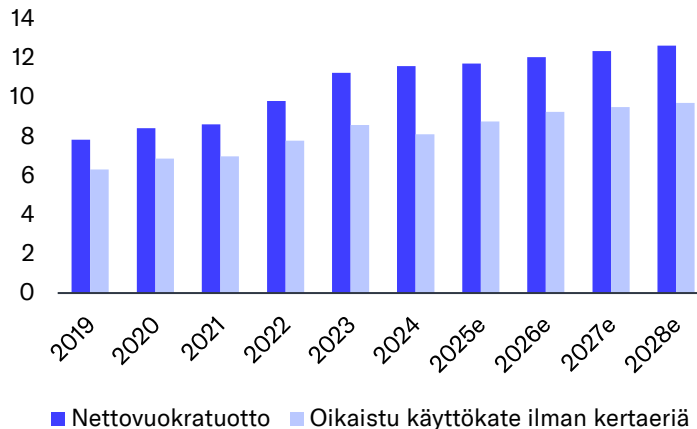
Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	4-14
Liiketoimintamallin riskiprofiili	15
Taloudellinen tilanne	16-18
Markkinakatsaus	19-23
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	24
Sijoitusprofiili	25
Ennusteet	26-33
Arvonmääritys	34-41
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	42

Osakekurssi



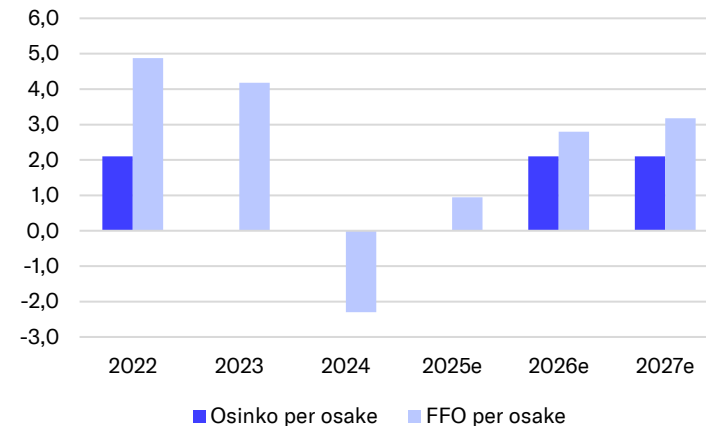
Lähde: Millistream Market Data AB

Nettovuokratuotto ja oik. käyttökate-%



2024 luvut Viron tytäryhtiön harmonisoinnista oikaistuja

Osakekohtainen tulos ja osinko



2024 luvut Viron tytäryhtiön harmonisoinnista oikaistuja

Arvoajurit

- Kilpailijoista poikkeava liiketoimintamalli tukee Suomen vuokrausastetta ja vuokrahinnoittelua sekä takaa hyvän kohdekohtaisen hajautuksen
- Vahva asema Tallinnan kehittyvällä vuokra-asuntomarkkinalla, jonka pidemmän aikavälin potentiaali houkutteleva
- Korkojen ja/tai tuottovaatimusten kääntyminen laskuun
- Yli tasearvon tapahtuvat asuntomyynnit
- Omien osakkeiden ostot matalalla arvostustasolla

Riskitekijät

- Taloussuhdanteeseen liittyvät riskit
- Noussut korkotaso ja tuottovaatimusten kohoaminen
- Kilpailun kiristyminen Virossa
- Vahva riippuvuus avainhenkilöistä

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	82,0	82,0	82,0
Osakemäärä, milj. kpl	0,98	0,98	0,98
Markkina-arvo	80	80	80
Yritysarvo (EV)	227	227	227
EBITDA/EV-%	3,8 %	4,1 %	4,2 %
P/NAV (oikaistu)	0,68	0,65	0,63
FFO-tuotto	1,1 %	3,4 %	3,9 %
P/B	0,68	0,65	0,63
EV/EBITDA	41,2	19,3	17,3
Osinkotuotto-%	0,0 %	2,6 %	2,6 %

Lähde: Inderes

Asuntosalkku lyhyesti

Asuntosalkku on vuokraustoimintaa harjoittava asentosijoitusyhtiö, jonka sijoitusstrategian ytimessä ovat valikoidut yksittäiset asunnot omistusasuntotaloissa hyvillä sijainneilla Suomessa ja Viron pääkaupungissa Tallinnassa

2012

Asuntosalkun toiminta käynnistyi, kun yhtiön vanhin osa perustettiin rahastomuodossa

2022

Listautuminen First North -markkinapaikalle

262 MEUR

Valmiin asuntoportfolion käypä arvo H1'25 lopussa

1,4 MEUR

Virossa rakenteilla olevien asuntojen käypä arvo valmiina

5,0 %

Valmiiden asuntojen juokseva nettotuotto H1'25 lopussa

97,7 %

Taloudellinen vuokrausaste H1'25 lopussa

55,6 %

Luototusaste (LTV) H1'25 lopussa

Lähde: Inderes, Asuntosalkku

Perustaminen 2012-2013

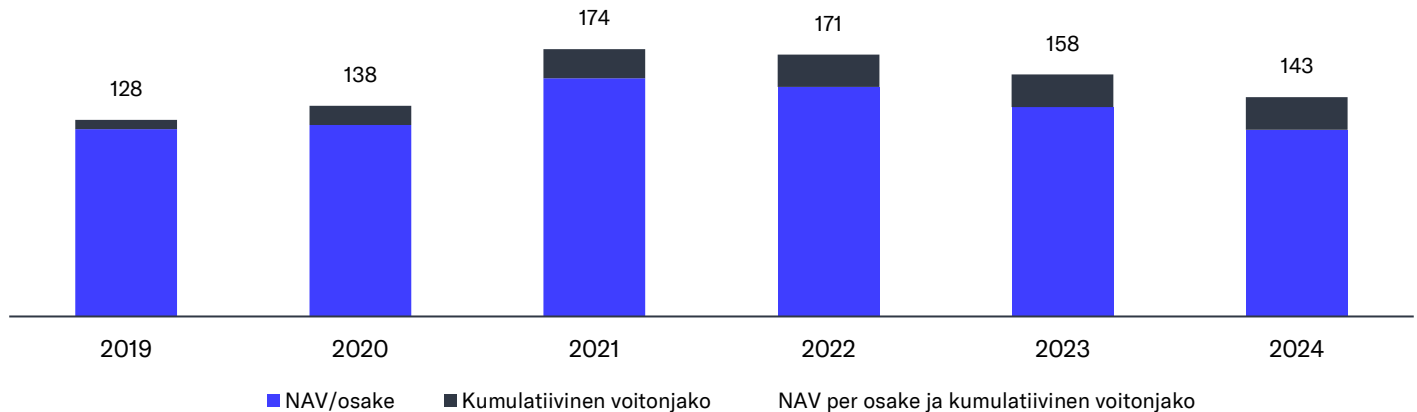
Jaakko Sinnemaa ja Timo Metsola perustavat vuonna 2012 Asuntosalkun vanhimman osan eli Suomen ensimmäisen pääosin yksittäisiin asuntoihin sijoittavan osakeyhtiömuotoisen vaihtoehtorahaston. Sijoitustoiminta Tallinnassa käynnistyy vuonna 2013.

Kasvuvaihe 2014-2022

Suomen toimintaa kasvatetaan kiinteistöhankinnoilla 2012-2015, toinen Suomen vaihtoehtorahasto perustetaan vuonna 2015. Asuntosalkusta tulee vuonna 2017 Viron suurin yksityinen markkinaehtoinen vuokranantaja. Konsernirakennetta muokataan vuonna 2018 ja Asuntosalkku-konserni syntyy. Asuntoturva Oy sulautuu 2/2022 Asuntosalkkuun ja Suomen portfolio kasvaa 246 asunnolla. Listautuminen First North -markkinapaikalle 6/2022.

Korkojen nousu ja strategiamuutos 2022-2025

Kasvuinvestointien jatkaminen Virossa 2022-24. Korkotaso nousee vuonna 2022 merkittävästi, joka nostaa kiinteistöjen tuottovaatimuksia, mikä laskee myös Asuntosalkun käypää arvoa ja nousseet rahoituskulut painavat kassavirran matalaksi. Tallinnan asuntomyyntien aloittaminen selkeästi yli käypien arvojen 2023 → Suomen lainojen (~100 MEUR) uudelleenrahoitus 2024. Strategiamuutos, jossa omien osakkeiden ostoa nousee omistaja-arvon luonnin keskiöön.



Oma pääoma per osake ja kumulatiivinen voitonjako

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/4

Yhtiökuvaus

Asuntosijoittamista Suomessa ja Tallinnassa

Asuntosalkku on vuokraustoimintaa harjoittava asuntosijoitusyhtiö, jonka sijoitusstrategian ytimessä ovat valikoidut yksittäiset asunnot omilla tonteilla omistusasuntotaloissa hyvillä sijainneilla Suomessa ja Viron pääkaupungissa Tallinnassa. Yhtiö keskittyy asuntoportfoliossaan pieniin asuntoihin painottaen Suomessa pääkaupunkiseutua ja Virossa Tallinnan keskusta-aluetta. Asuntosalkku on Viron suurin markkinaehtoinen vuokranantaja. Yhtiön strategian keskiössä on omistaja-arvon kasvattaminen, jonka keskeinen työkalu on asuntojen myyminen ja omien osakkeiden ostot, mikäli yhtiön tase on aliarvostettu pörssissä, kuten yhtiö näkee tilanteen nyt.

Asuntosalkun asuntoportfolio käsitti 31.3.2025 2089 valmista vuokra-asuntoa, joista 1413 sijaitsee Suomessa ja 676 Tallinnassa, Virossa. Valmiin asuntoportfolion käypä arvo oli joulukuun lopussa noin 262 MEUR, josta Suomen osuus oli 158 MEUR ja Tallinnan 104 MEUR. Valmiiden asuntojen lisäksi Asuntosalkulla oli katsauskauden lopussa Tallinnassa rakenteilla 10 asuntoa, joiden käyvän arvon ulkopuolinen kiinteistöarvioitsija on arvioinut olevan valmiina ja vuokrattuna noin 1,4 MEUR.

Asuntosalkun asuntoportfolion taloudellinen vuokrausaste oli H1'25-lopussa noin 97,7 %. Portfolion arvostus vastasi H1'25-lopussa (31.3.2025) noin 5,0 %:n juoksevaa nettovuokratuottoa. Asuntosalkun velkaantuneisuutta kuvaava luototusaste (LTV) oli tilinpäätöshetkellä 55,6 %.

Konsernirakenne

Asuntosalkku-konsernin muodostavat emoyhtiö Asuntosalkku

Oyj, 100 %:sesti omistettu Viron tytäryhtiö Linnakodu Oü sekä Suomen tytäryhtiöt Asuntosalkku Suomi Oy (100 %) ja Suomen Asuntovarainhoito Oy (100 %). Asuntosalkku-konsernin raportointikausi poikkeaa kalenterivuodesta konsernin tilikauden ollessa 1.10.-30.9.

Omistus ja johto

Asuntosalkku teki teknisen listautumisen Helsingin First North -markkinapaikalle kesäkuussa 2022. Yhtiön suurimpia omistajia ovat reiluilla 11 ja 10 %:n omistusosuuksilla yhtiön perustajien Timo Metsolan ja Jaakko Sinnemaaan määräysvaltayhteisöt Vuokraturva-Yhtiöt Oy ja Sinnemaa Oy. Asuntosalkun kolmanneksi ja neljänneksi suurimmat osakkeenomistajat ovat Puolimatkojen suvun sijoitusyhtiö Rausanne Oy ja sijoittaja Erkki Myllärniemen perheen sijoitusyhtiö Umo Capital Oy / Umo Invest Oy. Kymmenen suurinta osakkeenomistajaa pitää hallussaan noin 53 % osakekannasta.

Top-20 omistajissa on ollut rajallisesti liikettä yhtiön listalla olon aikana. Merkittävimmät liikkeet ovat olleet perustajaosakas Timo Metsolan (1,1 % osakekannasta) ja hallituksen jäsenen Kim Väisäsen (0,5 % osakekannasta) omistusten lisäykset. Merkittävä liike tuli huhtikuussa 2025, kun Umo Capital Oy myi Umo Capital Invest Oy:lle blokkikaupalla 21 566 osaketta 75,25 euron osakekohtaiseen hintaan (~1,6 MEUR). Blokkikauppa vastasi yhteensä 2,2 % osakekannasta. Kyseessä taitaa kuitenkin olla sisäinen siirto.

Asuntosalkun toimitusjohtajana toimii perustaja Jaakko Sinnemaa. Toinen perustajaosakas Timo Metsola toimii yhtiön hallituksen puheenjohtajan joulukuun 2022 yhtiökokoukseen saakka, jolloin puheenjohtajan paikan otti Hille Korhonen. Nyt Metsola on hallituksen jäsen.



Asuntosalkku

- Asuntosijoitusyhtiö, jonka sijoitusstrategian ytimessä ovat valikoidut yksittäiset asunnot omistusasuntotaloissa hyvillä sijainneilla Suomessa ja Viron pääkaupungissa Tallinnassa
- Asuntosalkku on Viron suurin markkinaehtoinen vuokranantaja. Viro on ollut yhtiön kasvun painopiste 2020-luvulla.
- Strategian keskiössä on omistaja-arvon kasvattaminen, joka tapahtuu pääasiassa sijoitusalkkua jalostamalla sekä ostamalla omaa osaketta, kun sillä nähdään olevan positiivinen vaikutus osakekohtaisen oman pääoman arvon kasvuun.
- Asuntoportfolio käsitti maaliskuun lopussa 2089 valmista vuokra-asuntoa, joiden käypä arvo on noin 262 MEUR. Lisäksi yhtiöllä oli rakenteilla 10 asuntoa, joiden käyvän arvon on arvioitu olevan valmiina noin 1,4 MEUR.

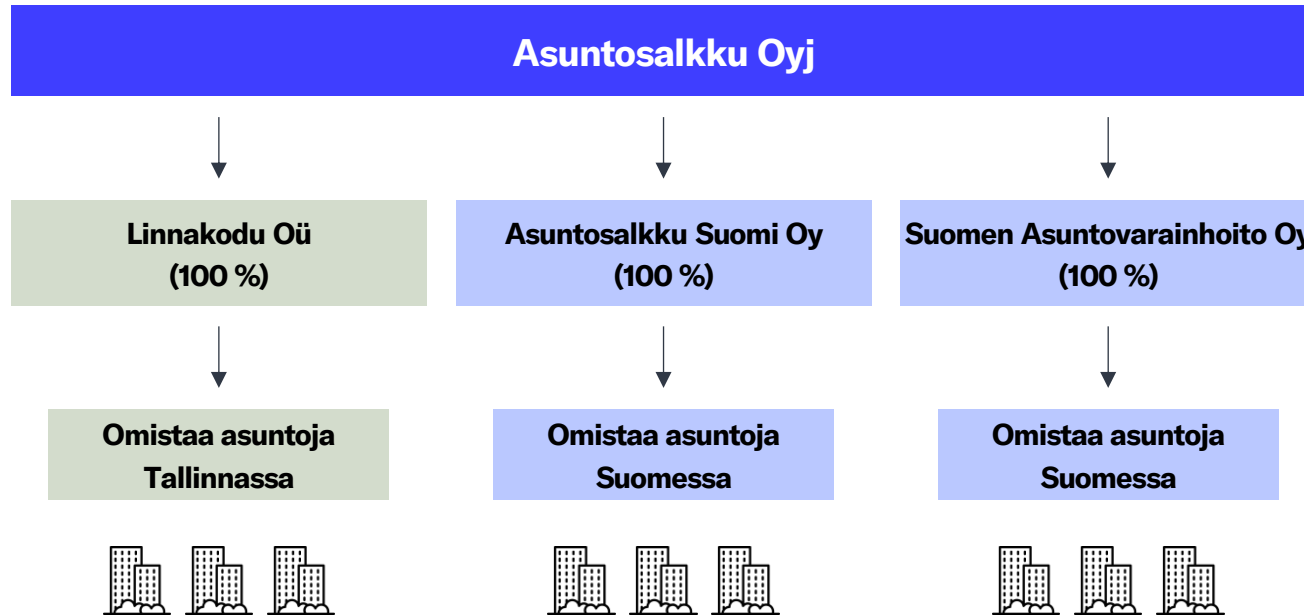
Suurimmat osakkeenomistajat

% osakekannasta

Vuokraturva-Yhtiöt Oy	11,4 %
Sinnemaa Oy	10,3 %
Rausanne Oy	9,3 %
Väisänen Kim	4,2 %
Helsingin Yliopiston Rahastot	4,2 %
Umo Invest Oy	3,4 %
Turun Yliopistosäätiö	2,8 %
Sarasvuo Jari	2,5 %
Maa- ja Vesitekniikan Tuki ry.	2,4 %
Umo Capital Oy	2,0 %
10 suurinta yhteensä	53,1 %
Muut	46,9 %

Asuntosalkun konsernirakenne

Asuntosalkun konsernirakenne 31.3.2022 lähtien



Lähde: Asuntosalkku

Inderesin huomioita konsernirakenteesta ja raportoinnista

- Asuntosalkku-konsernin muodostavat emoyhtiö Asuntosalkku Oyj, 100 %:sesti omistettu Viron tytäryhtiö Linnakodu Oü sekä Suomen tytäryhtiöt Asuntosalkku Suomi Oy (100 %) ja Suomen Asuntovarainhoito Oy (100 %).
- Yhtiön mukaan konsernirakenteen yksinkertaistaminen Suomen tytäryhtiöiden keskinäisellä sulautumisella on myöhemmässä vaiheessa mahdollista.
- Ennen tilikauden 2024 harmonisointia Viron tytäryhtiö Linnakodu Oü:n raportointi tapahtui konsernin kanssa eri syklissä tilikauden ollessa 1.8.-31.7.
- Asuntosalkku siirtyi vuoden 2023 alussa raportoimaan kehityksestään neljä kertaa vuodessa (Q1: 1.10.-31.12., Q2: 1.1.-31.3., Q3: 1.4.-30.6. ja Q4: 1.7.-30.9.) Kolmen ja yhdeksän ensimmäisen kuukauden osalta yhtiö julkaisee ainoastaan keveämmät liiketoimintakatsaukset.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/4

Suurista asuntosijoittajista poikkeava strategia

Asuntosalkku on keskittynyt strategiassaan hankkimaan pääosin valikoituja yksittäisiä asuntoja omistusasuntotaloissa. Tämä mahdollistaa yhtiölle sijoittamisen tarkkaan valikoituihin pieniin asuntoihin, joissa on yhtiön näkemyksen mukaan vuokrauskäyttöön parhaiten soveltuva sijainti, pohja ja muut ominaisuudet. Yksittäiset asunnot mahdollistavat Asuntosalkulle myös vuokran asettamisen kulloisenkin markkinatilanteen mukaisesti, kun vuokrattavat asunnot ovat yksittäisiä asuntoja tyypillisesti ilman identtistä vertailupistettä vuokralaisille. Yksittäisiin asuntoihin painottuvan portfolion vuokralaiset eivät tyypillisesti tiedä toisistaan tai toistensa vuokrista ja tämä mahdollistaa yhtiölle jokaisen asunnon vuokran itsenäisen ja optimaalisen hinnoittelun.

Asuntosalkun omistustaloyhtiöissä sijaitsevien yksittäisten vuokra-asuntojen omistamiseen keskittyneen strategian taustalla on osaltaan johdon näkemys, jonka mukaan yksi tärkeimmistä vuokralaisten asumisviihtyvyyteen ja asunnon haluttavuuteen vaikuttavista tekijöistä on asuinkiinteistön

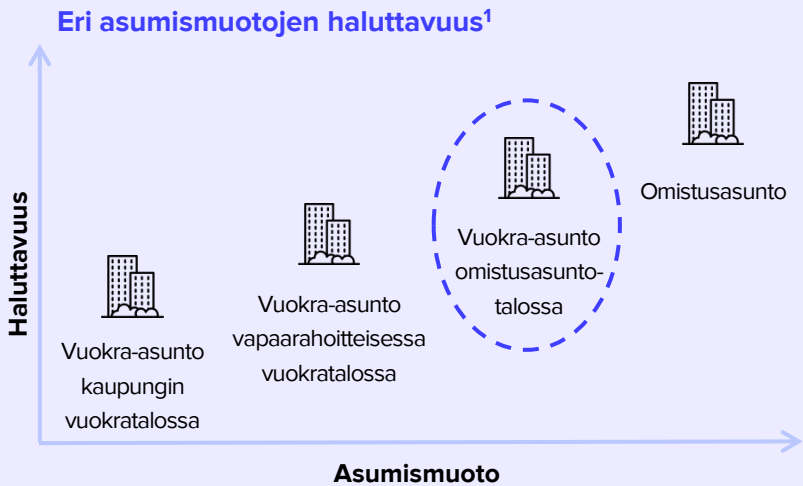
omistusrakenne. Yhtiön näkemyksen mukaan vuokra-asunto omistusasuntotalossa on haluttavin vuokralla asumisen muoto, mikä on mielestämme helppo hyväksyä. Asuntosalkun keskittyminen vuokra-asuntojen tarjoamiseen omistusasuntotaloissa tukee yhtiön vuokrausasteita, jotka ovat historiassa olleet korkealla tasolla.

Portfolion rakenne eroaa merkittävästi suurten yksityisten vuokranantajien salkuista

Asuntosalkun portfolion rakenne eroaa sen poikkeavasta sijoitusstrategiasta johtuen merkittävästi isojen kotimaisten yksityisten vuokranantajien Kojamon ja Saton salkuista. Yksityiset isot vuokranantajat omistavat pääasiassa kokonaisia vuokrakerrostaloja ja tämän myötä yhtiöllä on yksittäisissä asuinkiinteistöissä tavanomaisesti noin 40-50 asuntoa. Asuntosalkulla oli tilikauden 2024 lopussa 2080 valmista vuokra-asuntoa, jotka jakautuivat 881 taloyhtiöön. Täten yhtiöllä on yhtä taloyhtiötä kohden keskimäärin vain noin 2,4 asuntoa ja asuntojen kohdekohtainen hajautus on siten erittäin hyvä. Kojamo taas esim. omistaa noin 52 asuntoa

per taloyhtiö.

Asuntosalkun portfolion rakenne ei ole kilpailijoille helposti kopioitavissa, sillä vastaavanlaisen, yksittäisistä omistustaloissa sijaitsevista vuokra-asunnoista koostuvan salkun rakentaminen tyhjästä veisi aikaa useita vuosia. Portfolion rakenteen varjopuolena näemme sen, että yksittäisten asunto-omistusten takia yhtiöllä on vain vähän sanavaltaa taloyhtiöiden taloudenpidossa (esim. peruskorjaukset). Lisäksi portfolion rakenne tekee salkusta irtaantumisen hypoteettisessa exit-tilanteessa vaikeaksi, sillä asuntojen myyminen yksitellen olisi pitkä prosessi. Toisaalta asuntoja voidaan toki myydä myös suuremmilla nippukaupoilla sekä laittaa myyntiin suuren määrän kerralla. Lisäksi yhtiö pystyy myös hyödyntämään omistusasuntomarkkinaa, joka on kokonaisia kerrostaloja omistaville toimijoille hyvin vaikeaa. Tämä tekee nähdäksemme asuntojen likviditeetistä vähemmän volatiilia. Hyvälaatuisista asunnoista saa myös tyypillisesti paremman hinnan omistusasuntomarkkinassa.



¹ Asuntosalkun johdon näkemys

Erot strategiassa heijastuvat portfolion rakenteeseen

Yhtiö	kojamo	Asuntosalkku	sato
Taloyhtiöiden lkm	716*	881	682
Asuntojen lkm	40 973	2 080	25 849
Asunnot per taloyhtiö	52*	2,4	38

Lähde: Asuntosalkun yhtiöesite, Asuntosalkun tilinpäätös 2024, Saton tilinpäätös 2024, Kojamon tilinpäätös 2021

*Lähellä nykytilannetta, vaikka 3v vanha tieto

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/4

Näemme, että kohteiden omistusrakenne vähentää instituutionaalisten sijoittajien kiinnostusta portfolioa kohtaan, sillä ammattimaiset sijoittajat haluavat tyypillisesti omistaa kohteet kokonaan. Tämä laskee näkemyksemme mukaan Asuntosalkun kohdalla ostokohteeksi tulon todennäköisyyttä.

Vuokrausasteet ovat korkeat

Asuntosalkun vuokrausasteet ovat olleet viime vuosina korkeita taloudellisen vuokrausasteen oltua tilikausien 2019-2025 aikana 95-99 %. Vuokrausaste on ollut viime vuosina selvästi suuria asuntosijoittajia korkeampi ja kilpailijoilla vuokrausasteita ovat painaneet erityisesti Pääkaupunkiseudun vilkkaan rakentamisesta johtuva vuokra-asuntojen ylitarjonta. Korkea vuokrausaste suhteessa isoihin kotimaisiin toimijoihin tukee osaltaan argumentteja Asuntosalkun strategian tuomista eduista. Toisaalta Asuntosalkun keskineliövuokrat eivät jaksolla H1'19-H1'25 ole Suomessa käytännössä kasvaneet lainkaan, kun samalla ajanjaksolla Kojamon neliövuokrien vuosikasvu oli laskelmiemme mukaan keskimäärin 2,4 % (CAGR). Kojamo on siinä mielessä mielenkiintoinen vertailupiste, että se on tehnyt markkinaan nähden isoja vuokrankorotuksia vuokrausasteiden kustannuksella. Mikäli vuokrien kasvu oikaistaan vuokrausasteella, on Kojamon vuokrien kasvun CAGR ollut 1,2 %, jonka myötä vuokrankorotukset vuokrausasteen kustannuksella vaikuttavat osin perustelluilta. Näin ollen Kojamon (ja myös Saton) vuokrausasteiden heikompi kehitys voi selittyä sillä, että yhtiöt ovat olleet tietoisesti valmiita sallimaan vajaakäytön turvatakseen vuokrien nousun.

Hallinnointi on salkun rakenne huomioiden tehokasta

Asuntosalkun organisaatio on suhteellisen ketterä ja yhtiö on ulkoistanut toimintoja varsin paljon konsernin ulkopuolelle. Asuntojen vuokrauksesta vastaavat lähipiiri-yhtiöt Vuokraturva Oy (Suomi) sekä Kodingel Oü (Viro) ja ostot näiltä yhtiöiltä

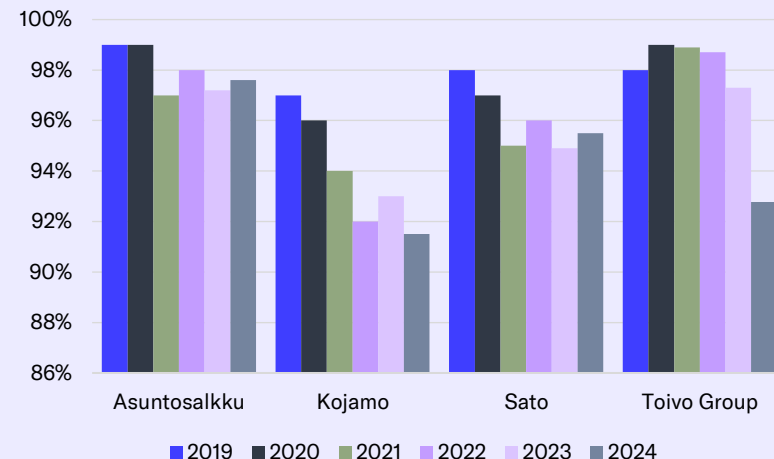
olivat viime vuonna noin 0,7 MEUR. Asuntosalkun palveluksessa oli H1'25 kokoaikaiseksi henkilöiksi muutettuna keskimäärin 13 työntekijää (sis. toimitusjohtaja). Yhtiön oma organisaatio vastaa kiinteistösalkun hallinnoinnista ja analysoinnista, uusien sijoituskohteiden kartoittamisesta sekä taloushallinnosta. Lisäksi yhtiöllä on palkkalistoilla asiakaspalveluhenkilökuntaa (vastaavat mm. vuokravakuuksien käsittelystä) sekä omia sisutussuunnittelijoita.

Asuntosalkun kiinteiden hallintokulujen vuosittainen run-rate on arviomme mukaan noin 2,1-2,2 MEUR eli laskelmiemme mukaan noin 2,3 euroa neliöltä per kuukausi. Viime tilikaudella vertailukelpoinen summa oli noin 2,6 MEUR, jossa oli kuitenkin arviomme mukaan noin 0,4 MEUR kertaluonteisia kuluja liittyen Suomen lainojen uudelleenrahoitukseen. Asuntosalkku ei yllä kulutehokkuudessa Kojamon tasolle (~1,4 EUR/m²/kk), mutta neliöperusteiset hallintokulut ovat arviomme mukaan kuitenkin alle Saton nykyisen tason (~2,6 EUR/m²/kk). Asuntosijoittajien kannalta keskeisempi mittari on kuitenkin hallintokulut per asunto. Asuntosalkun hallintokulut per asunto ovat arviomme mukaan noin 86 euroa kuukaudessa asuntoa kohden, mikä on melko lähellä Kojamon 83 euron tasoa ja selvästi alle Saton 136 euron tason. Kokonaisuudessaan Asuntosalkun hallinto pyörii laajalle hajautuneesta kiinteistökannasta ja pienestä kokoluokasta suhteessa verrokkeihin huolimatta jopa hyvinkin tehokkaasti.

Suomen asuntoportfolio koostuu pääosin edukkaammista asunnoista pääkaupunkiseudulla

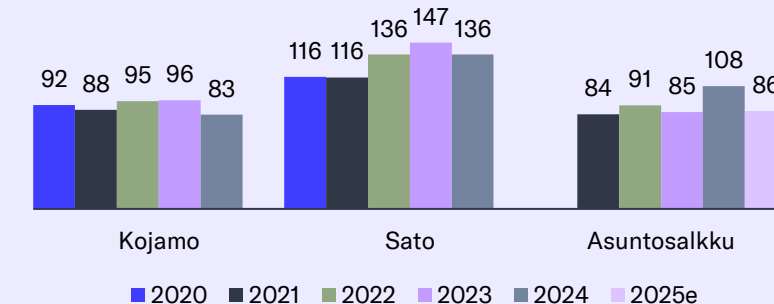
Asuntosalkun Suomen portfolio käsitti H1'25-lopussa 1413 asuntoa, joiden käypä arvo oli 158 MEUR. Käyvillä arvoilla mitattuna Helsingin, Vantaan ja Espoon osuus portfolioista oli noin 78 %, Tampereen, Turun ja Lahden seudun osuus noin 9 % ja pk-seudun kehyskuntien sekä muun Etelä-Suomen noin 13 %. Portfolion nettotuotto-% oli syyskuun lopussa noin 5,0 %.

Taloudellinen vuokrausaste



Lähde: Yhtiöt. Tilikauden päätös vuokrausaste

Hallinnointikulut (EUR/asunto/kk)



Lähde: Yhtiöt. Kilpailijoilla hallinnon kulut voivat pitää sisällään kertaeriä, joita ei ole eritelty. Laskelmassa sovellettu kauden keskimääräistä asuntomäärää, Asuntosalkun kohdalla 2021 pinta-ala Inderesin arvio.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/4

Asuntosalkku pyrkii Suomessa tarjoamaan vuokralaisille kokonaiskustannuksilta edullisia asuntoja, joissa asukkaat viihtyvät pidempään ja jotka ovat asuntoina mahdollisimman kilpailukykyisiä kaikissa vuokramarkkinoiden sykleissä. Tätä mukaillen Suomen portfolio koostuu valtaosin pienistä yksioista sekä kaksioista. Asuntojen keskikoko oli tilinpäätöshetkellä noin 38 neliötä ja keskivuokra 648 euroa/kk. Asunnot sijaitsevat valtaosin omilla tonteilla ja yhtiö näkee tämän tukevan asuntojen vahvempaa kate- ja arvonekehityspotentiaalia. Lisäksi yhtiö on kiinnittänyt salkkua rakentaessa huomiota asuntojen mikrosijaintiin ja yhtiön mukaan noin 54 % kaikista asunnoista ja pääkaupunkiseudun asunnoista 73 % sijaitsee kilometrin säteellä olemassa olevasta asemasta. Kun Vantaan raitiovaununlinja valmistuu, nousee pääkaupunkiseudun lukema 8 %-yksikköä.

Asuntosalkun Suomen portfolioissa on huomattavaa hajontaa kiinteistöjen rakennusvuoden tai tehtyjen peruskorjausten ajankohdan mukaan. Yhtiö kertoi listautumisesitteessä, että 31.3.2022 sillä oli omistuksessa 241 asuntoa sellaisissa 70-80-luvun kerrostaloissa, jotka on tarkoitus pitää vuokratyössä rakennusteknisen käyttöikänsä loppuun asti, eikä niitä peruskorjata. Kerrostalot ovat yhtiön kokonaan omistamia ja ne sijaitsevat Turussa, Sipoossa, Heinolassa ja Pirkkalassa. Turun, Heinolan ja Sipoon kerrostalot sijaitsevat täysin omalla tontilla ja Pirkkalan kerrostalo on osin omalla ja osin kaupungin vuokratontilla. Yhtiön johto arvioi listautumisen yhteydessä, että rakennusten teknistä käyttöikää on jäljellä 10-20 vuotta, minkä jälkeen rakennus puretaan ja rakennetaan uusi tai vaihtoehtoisesti tontti myydään. Edellä mainittuja kokonaisia kohteita on vaikea nähdä yhtiön strategian mukaisina. Käsityksemme mukaan kyseiset kohteet on hankittu pitkälti yli toistakymmentä vuotta sitten ja hankinnat ovat tuolloin tehty mm. hajautussyihin perustuen. Tampereen, Turun ja Lahden seudun (Heinola) asuntojen neliöhinta on arvonmäärityksessä kuitenkin vain 1 155 euroa/m². Matala

neliöhinta yhdistettynä arviomme mukaan varsin hyvään nettovuokratuottoon ja tontteihin kohtuullisen houkuttelevilla alueilla, emme näe kohteiden tasearvostuksessa ongelmaa.

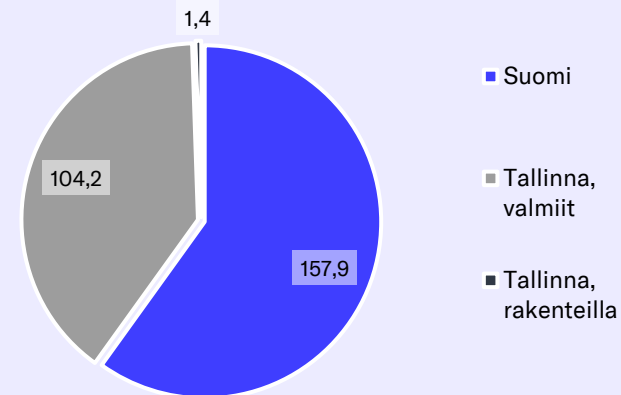
Tallinnan asuntoportfolio painottuu premium-vuokra-asuntoihin keskustan lähistössä

Tallinnan portfolio käsitti maaliskuun 2025 lopussa 676 valmista, Tallinnassa sijaitsevaa asuntoa, joiden käypä arvo oli noin 104 MEUR. Tämän lisäksi yhtiöllä oli Tallinnassa rakenteilla 10 asuntoa, joiden käyvän arvon on arvioitu olevan valmiina 1,4 MEUR. Tallinnan asuntojen sijainti on pääsääntöisesti keskeinen eli alle 2,5 kilometrin etäisyydellä Tallinnan vanhan kaupungin rajasta. Tallinnan valmiin portfolioin juokseva nettotuotto oli syyskuun lopussa 4,9 %.

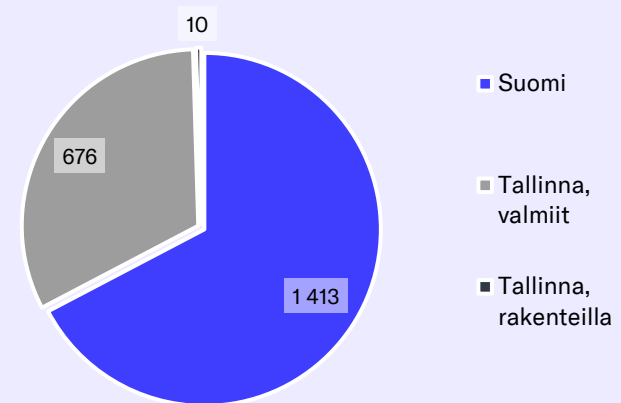
Asuntosalkun Tallinnan portfolio koostuu valtaosin yksioista ja kaksioista, keskikoon ollessa 38 neliötä. Tallinnassa yhtiön asuntojen keskikuukausivuokra oli H1'25 651 € ja yhtiö onkin pystynyt nostamaan hyvin keskivuokriaan viime vuosina. Vuokraustoiminta eroaa Virossa Suomesta siten, että vuokralaiset vastaavat kommunaalimaksuista, eli suomalaista yhtiövastiketta vastaavista maksuista. Tämän takia inflaation vieminen vuokriin on ollut varsin suoraviivaista myös viime vuosien erittäin kovan inflaation ympäristössä.

Yhtiön tavoitteena on tarjota Virossa premium-luokan asuntoja, joille on tunnusomaista korostetun laadukkaat asuinneliöt. Virossa yleinen käytäntö on, että uudet asunnot myydään tavallisesti ilman keittiön kiintokalusteita ja koneita ja näiden asentaminen on ostajan vastuulla. Asuntosalkku vuokraa asuntonsa kalustettuina ja niihin teetetään ennen vuokrausta asunnon brändinmukainen sisutussuunnittelu, jota johtavat yhtiön omat sisutussuunnittelijat Virossa. Arviomme mukaan korkeatasoinen kalustus ja sisustus toimivat Tallinnassa yhtiölle selkeänä positiivisena erottautumistekijänä muusta vuokra-asuntotarjonnasta.

Asuntoportfolion käyvän arvon jakautuminen (MEUR)



Asuntojen lukumäärän jakautuminen

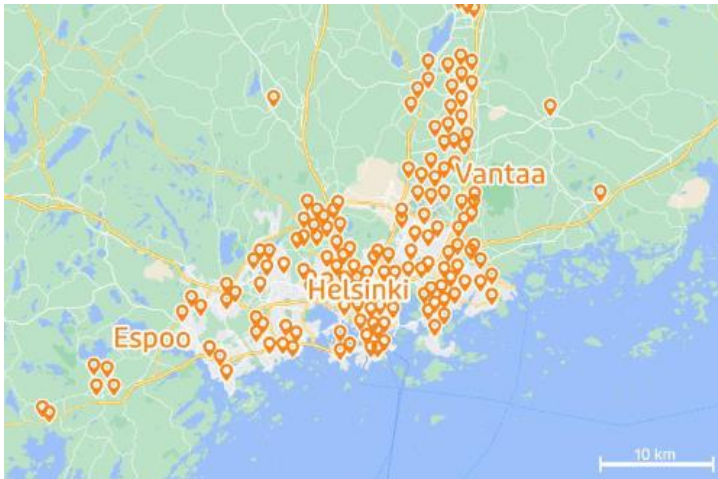


Asuntosalkun Suomen portfolion perustietoja

Suomen asuntoportfolio

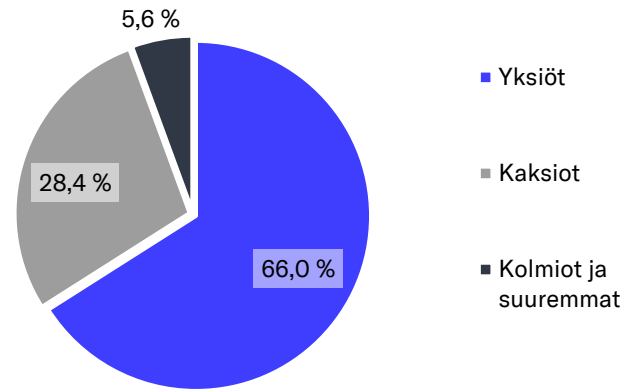
Käypä arvo (MEUR)	158
Asuntojen lkm	1 413
Vuokrattava pinta-ala (m2)	54 277
Keskikoko (m2/asunto)	38
Taloudellinen vuokrausaste	98,2 %
Pääkaupunkiseudun osuus käyvistä arvoista	78 %
Asunnoista omalla tontilla	91 %
Asunnot, jotka sijaitsevat enintään 1km päässä raideliikenteestä	54 %
Osuus PK-seudun asunnoista, jotka sijaitsevat enintään 1km päässä raideliikenteestä	73 %
Keskibruttovuokra per asunto (EUR/kk)	645
Nettotuotto-%	5,0 %
Keskiarvostus (TEUR/asunto)	112
Keskiarvostus (EUR/m2)	2 909

Asuntojen sijainti kartalla

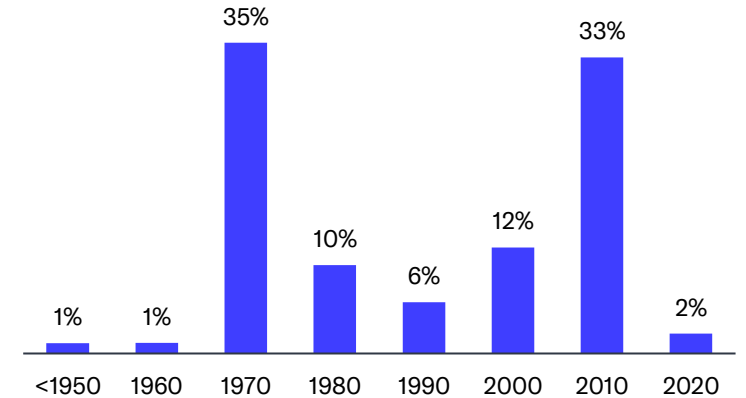


Lähde: Asuntosalkku

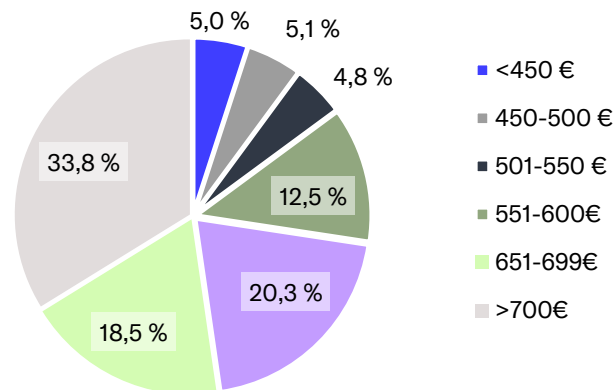
Asuntojen lkm huoneistotyypeittäin, Suomi, tilinpäätös 2024



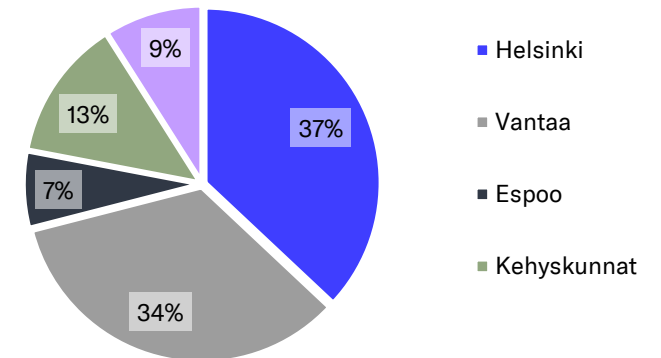
Asuntojen jakauma valmistumisvuoden / mittavan saneerauksen mukaan, Suomi



Asuntojen jakauma kuukausivuokrien mukaan, Suomi, tilinpäätös 2024



Asuntojen jakauma kaupungeittain, käyvin arvoin, tilinpäätös 2024

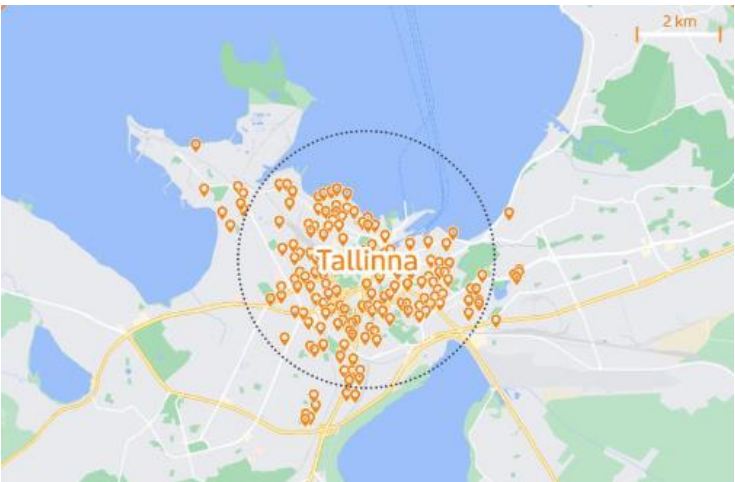


Asuntosalkun Tallinnan portfolion perustietoja

Tallinnan valmis asuntoportfolio¹

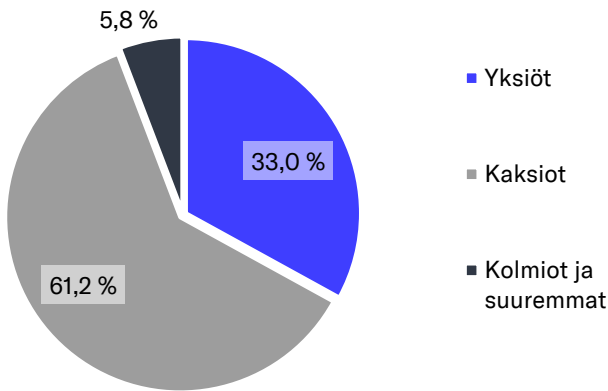
Käypä arvo (MEUR)	104
Asuntojen lkm	676
Vuokrattava pinta-ala (m2)	25 351
Keskikoko (m2/asunto)	38
Taloudellinen vuokrausaste	96,4 %
Pääkaupunkiseudun osuus käyvistä arvoista	100 %
Asunnoista omalla tontilla	100 %
Asunnot, jotka sijaitsevat enintään 1km päässä raideliikenteestä	96 %
Keskibruttovuokra per asunto (EUR/kk)	651
Nettotuotto-%	4,9 %
Keskiarvostus (TEUR/asunto)	154
Keskiarvostus (EUR/m2)	4 110
Rakenteilla olevien asuntojen käypä arvo (MEUR)	1,4

Asuntojen sijainti kartalla

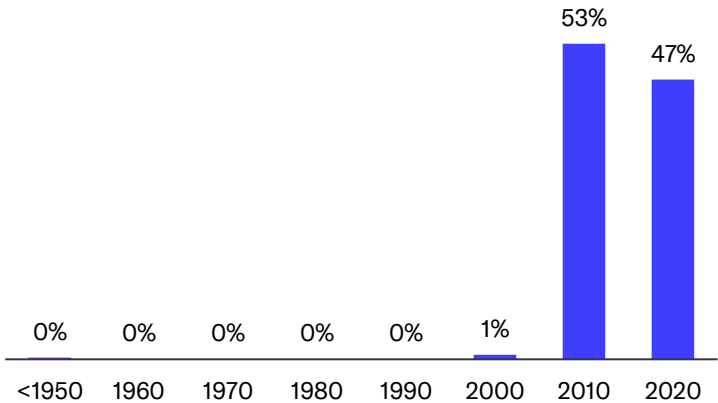


Lähde: Asuntosalkku

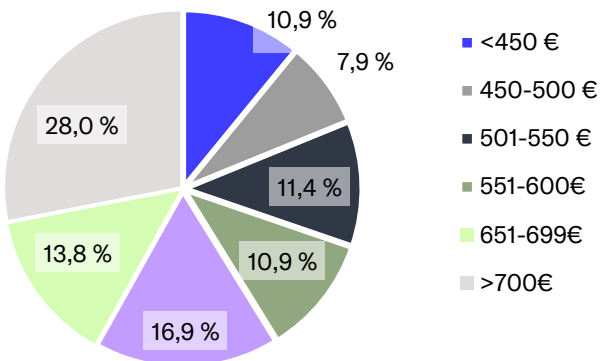
Asuntojen lkm huoneistotyypeittäin, Tallinna, tilinpäätös 2024



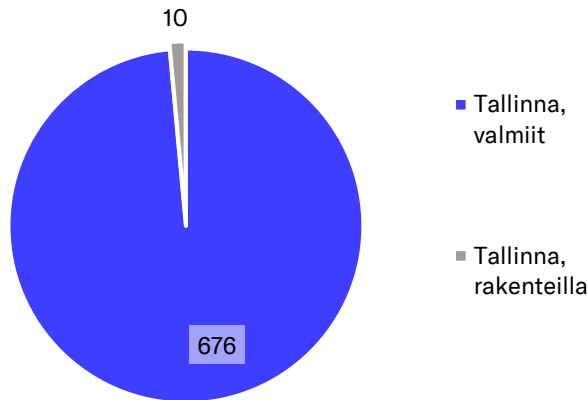
Asuntojen jakauma valmistumisvuoden / mittavan saneerauksen mukaan, Tallinna



Asuntojen jakauma kuukausivuokrien mukaan, Tallinna, tilinpäätös 2024



Asuntojen lukumäärän jakautuminen, Tallinna



Suomen ja Tallinnan vuokraportfolioiden ominaispiirteet



Suomen vuokrasegmentti



Edullinen

Keskihintainen

Premium

- Asuntokohtaisten vuokrien alueellinen optimointi
- Potentiaalisten vuokralaisten joukko suuri
- Jatkuva tuottoanalyysi
- Salkkurakenteen hallinnointi
- Asuntojen tarkoituksenmukainen ylläpito ja remontointi



Tallinnan vuokrasegmentti



Edullinen

Keskihintainen

Premium

- Tallinnan asunnoilla vahva brändi ja erinomaiset sijainnit
- Kalustetut asunnot ja laadukas sijoitussuunnittelu
- Laadukkaat asunnot mahdollistavat korkeamman vuokratason
- Virossa vuokralaiset vastaavat kommunaalimaksuista, eli suomalaista yhtiövastiketta vastaavista maksuista

Asuntosalkku suhteessa relevantteihin kotimaisiin verrokkeihin



Kiinteistöportfolion käypä arvo (MEUR)	263	106	7 960	4 971	1 466	783	473
Käypä arvo, valmiit asunnot (MEUR)	262	n.a.	7 721	4 801	1 090	771	473
Valmiit asunnot (kpl)	2 089	563	40 973	24 947	5 384	3 218	2 152
Rakenteilla olevat asunnot (kpl)	10	149*	119	0	0	0	0
Pinta-ala (m2), valmiit asunnot	79 600	18 404	2 211 687	1 319 696	245 046	166 706	91 112
Valmiiden asuntojen keskikoko (m2)	38	33	54	53	46	52	42
Pääkaupunkiseudun (sis. Tallinna), Turun ja Tampereen osuus portfolioista	~90 %	98 %	87 %	100 %	91 %	85 %	86 %
Vuokrausaste	97,4 %	94,9 %	91,5 %	95,5 %	97,9%	79,0 %*	95,6 %
Keskineliövuokra (EUR/kk)	17,0	23,6	18,0	18,4	n.a.	n.a.	n.a.
Portfolion tuottovaatimus ¹	5,1 %	5,1%	4,5 %	4,3 %	n.a.	n.a.	n.a.
Portfolion keskineliöhinta €/m2	3 289	n.a.	3 491	3 638	4 450	4 625	5 194

Lähde: Inderes, yhtiöt ja rahastot

¹ Yhtiöiden kohdalla sijoituskiinteistöjen käypä arvo, rahastoilla GAV.

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

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

Liiketoiminnan riskiprofiili



Taloudellinen tilanne 1/3

Tase on kiinteistösijoitusyhtiölle tyypilliseen tapaan varsin keskittynyt

Asuntosalkun tase on kiinteistösijoitusyhtiölle tyypilliseen tapaan varsin keskittynyt. Yhtiön taseen loppusumma oli H1'25 lopussa 266 MEUR ja taseesta noin 97 % muodostui kiinteistöistä ja kiinteistöarvopapereista. Kiinteistöt pitävät sisällään Tallinnan valmiit asunnot ja rakenteilla olevista kiinteistöistä maksetun osuuden ja arvopaperit asunto-osakeyhtiöiden osakekirjat Suomessa omistetuista asunnoista. Kiinteistöt ja kiinteistöarvopaperit -erään ei tehdä poistoja ja ne arvostetaan taseessa käypään arvoon. Taseen vastaavaa-puolella muita relevantteja eria ovat koneet ja kalusto (H1'25: 2,0 MEUR), mikä koostuu pääasiassa Tallinnan asuntojen irtokalusteista. Vaihtuvien vastaavien 1,2 MEUR:n saamiset koostuvat vuokrasaamisista (0,3 MEUR), laskennallisista verosaamisista (0,5 MEUR) sekä siirto- ja muista saamisista (0,1 MEUR). Lisäksi yhtiöllä oli 0,3 MEUR:n pitkäaikainen saaminen, joka liittyy epälikvideihin talletuksiin. Rahavaroja konsernitaseessa oli 2,2 MEUR:n edestä.

Rahoitusrakenne ei anna vielä liikaa liikkumavaraa, mutta korkojen lasku tukee yhtiötä merkittävästi

Asuntosalkku on rahoittanut taseen vastaavaa-puolesta 117 MEUR omalla pääomalla ja 148 MEUR:n korollisella pankkirahoituksella. Taseen muut velat koostuvat kiinteistöjen käypään arvoon arvostamisesta syntyneistä laskennallisista verovelvoista (0,4 MEUR) sekä lyhytaikaisista ostovelvoista, siirtovelvoista ja menojäämistä (yht: 1,2 MEUR).

Asuntosalkun luototusaste (korollisten nettovelkojen suhde sijoituskiinteistöjen käypiin arvoihin) oli maaliskuussa 55,6 %, tavoitetason ollessa 35-65 %:n välillä. Korkotason noustua ja rahoitusolosuhteiden kiristyttyä viime vuosina kiinteistöyhtiöiden LTV-tasot ovat olleet laskusuunnassa. Teoriassa lainoitusaste kannattaisi maksimoida mahdollisuuksien mukaan syklin pohjalla ja taas pitää matalampana syklin huipulla. Asuntosalkun kannalta haaste on ollut matalaksi painunut kassavirta, koska

korkokustannukset (20.5.25 kesikorko 4,5 %) ovat olleet niin korkeat suhteessa nettotuottoihin (H1'25: juokseva tuotto 5,0 %). Yhtälö on kuitenkin parantunut jo huomattavasti viime aikoina.

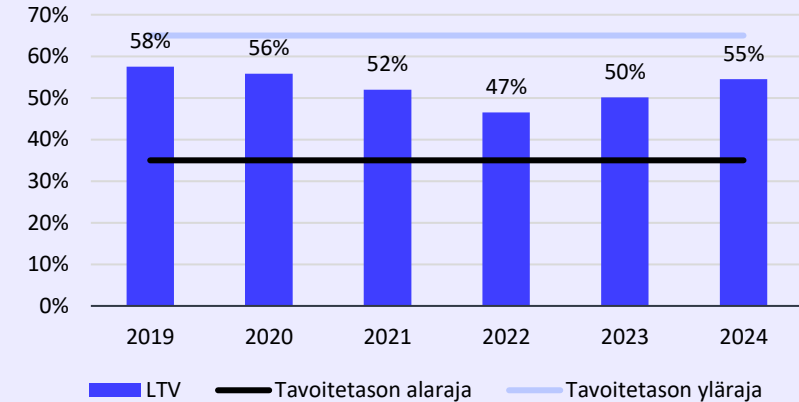
Asuntosalkku [uudelleenrahoitti](#) kaikki Suomen tytäryhtiöiden lainat (100 MEUR) toukokuussa 2024, jonka johdosta ja yhdistettynä nousseeseen korkotasoon korkokustannukset nousivat selkeästi. Alkuvuosi 2024 oli kiinteistöyhtiöiden rahoitusmarkkinalla vielä erittäin kireää aikaa ja korot olivat edelleen lähellä huippua (12kk Euribor oli 3,7 % ja nyt 2,1 %)

Vaikka korkokustannukset (kokonaiskorko 5,3 %) olivat suhteessa nettotuottoihin korkeat, voi paketin ehtoja mielestämme luonnehtia olosuhteisiin nähden hyviksi. Kokonaiskorko sisältää marginaalin, viitekoron sekä korkosuojauksenkustannukset. Positiivista oli, että yhtiö ei joutunut tekemään pakkomyynnejä tai osakeantia tasepohjaisesti matalalla arvostustasolla. Korkokustannusten nousu on kuitenkin massiivinen verrattuna aiempaan (keskikorko 2022: 1,8 %).

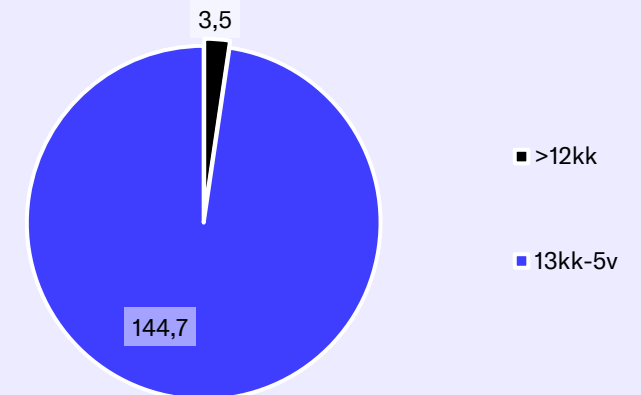
Suomen tytäryhtiöt solmivat uusia lainoja 88 MEUR:n arvosta ja emoyhtiö solmi uuden 8,0 MEUR:n lainan. Suomen tytäryhtiöiden 88,0 miljoonan euron uusi lainarahoitus on maturiteetiltaan mallia 3+1+1 vuotta. Vuodet 1+1 ovat lainojen jatko-optioita molemminpuolisella suostumuksella, joista ensimmäinen on käytetty. Näin ollen ensimmäiset lainat erääntyvät kesällä 2028. Lainoista noin 4/5 on suojattu koko laina-ajaksi. Yhtiö ei ole kommentoinut tarkemmin millaisia suojauksia se on käyttänyt.

Viron tytäryhtiö järjesteli uusiksi kaikki lainasopimukset toukokuussa 2025. Uusien ja uudistettujen lainasopimusten maturiteetti Viron tytäryhtiön Linnakodun lainoissa on reilun 85 %:n osalta viisi vuotta eli vuoteen 2030 ja vajaan 15 %:n osalta kolme vuotta eli vuoteen 2028. Koko konsernin lainojen pääomilla painotettu keskimaturiteetti tilikauden päättyessä oli 3,6 vuotta ja 52 % lainoista oli korkosuojattu. Ymmärryksemme mukaan lainoista 25 % on sidottu kiinteisiin korkoihin.

Luototusasteen (LTV) kehitys



Korollisten velkojen maturiteettijakauma 30.9. 2024 (MEUR)



Lähde: Asuntosalkku

Taloudellinen tilanne 2/3

Asuntoportfolion käypä arvo määritetään tuottoarvoperusteisesti

Asuntosalkun asuntoportfolion käypä arvo määritetään tilinpäätöksiin ja puolivuotiskatsauksiin tuottoarvomenetelmällä ulkopuolisen arvioitsijan toimesta. Asuntosalkun Suomen portfolio oli arvostettu syyskuun lopussa 5,15 %:n nettotuottovaatimuksella. Suomen portfolio tuottovaatimus vaikuttaa kohtuulliselta peilattuna Catellan arvioimiin Helsingin, Turun ja Tampereen loppuvuoden 2024 4,5-5,0 %:n asuntojen prime-tuottovaatimuksiin sekä Saton ja Kojamon 4,3-4,6 %:n tuottovaatimuksiin.

Vastaavasti Tallinnan portfolio tuottotasoa (4,96 %) voisi ensisilmäyksellä luonnehtia matalaksi (Catellan prime-tuottovaatimukset Tallinnassa Q3'23:n lopussa noin 5,5 %). Käsityksemme mukaan tuottovaatimuksen määrittely on Tallinnassa suhteellisen laveaa, sillä kaupankäyntiaktiiviteetti kaupungissa on vähäistä ja ymmärryksemme mukaan prime-tuottovaatimukseen määrittelyyn luetaan mukaan myös heikomman sijainnin kohteita. Vastaavasti Asuntosalkun Tallinnan asunnot ovat keskeisellä sijainnilla ja valtaosin uusia. Lisäksi yhtiön tekemät asuntomyyntit selvästi tasearvoja korkeammin arvoin antavat alustavaa evidenssiä taseen aliarvostuksesta (lisää seuraavalla sivulla).

Pohdintaa Asuntosalkun portfolio riski- ja tuottovaatimustasosta

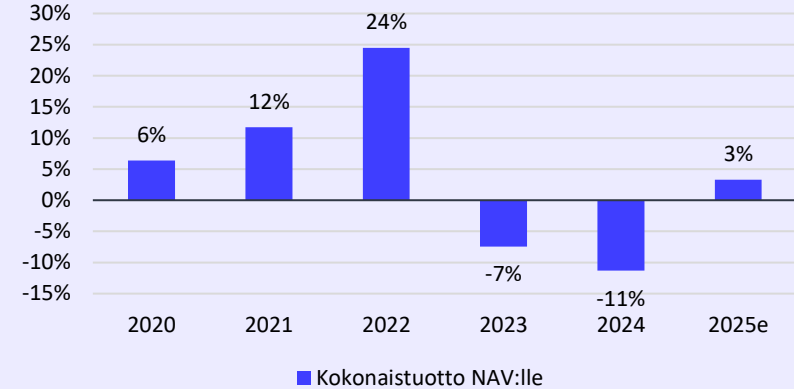
Ulkopuolinen arvioitsija määrittää Asuntosalkun asuntojen arvonmäärityksessä sovellettavan tuottovaatimuksen kaupunki- ja osamarkkinakohtaisten kokonaisten asuinkiinteistöjen vertailukauppojen tuottovaatimustasojen perusteella. Koska Asuntosalkun omistukset koostuvat kokonaisten asuinkiinteistöjen sijasta yksittäisistä asuinhuoneistoista,

soveltaa ulkopuolinen arvioitsija arvonmäärityksessä vertailukauppa-aineistoon riskipreemiota. Tämä heijastaa nähdäksemme yksittäisiin asuntoihin liittyvää arvioitsijan vaatimaa likviditeettipreemiota, koska niihin kohdistuu vähemmän institutionaalista sijoittajakysyntää.

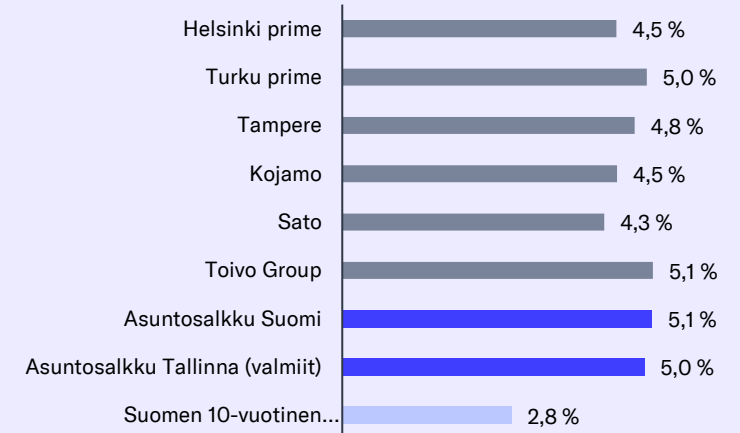
Riskien arviointi on luonteeltaan subjektiivista ja näkemyksemme mukaan Asuntosalkun kohdalla voisi myös argumentoida yhtiön portfolio riskitason olevan paremman kohdekohtaisen hajautuksen (vähemmän asuntoja per taloyhtiö) johdosta kokonaisista asuinkiinteistöistä koostuvia portfolioita matalampi. Vasta-argumentti hyvälle kohdekohtaiselle hajautukselle on kuitenkin suurten verrokkien (Kojamo ja Sato) selvästi parempi asuntokohtainen hajautus. Edellä mainittujen yhtiöiden salkut pitävät sisällään noin 27000 – 37000 asuntoa, kun taas Asuntosalkun omistukset jäävät reiluun 2000 asuntoon.

Riskipreemiota perustelee näkemyksemme mukaan osaltaan myös Asuntosalkun portfolio heikompi likviditeetti eli rahaksi muunnettavuus (yksittäisten asuinhuoneistojen myynti vie paljon aikaa vs. kokonaisista asuinkiinteistöistä koostuvan salkun myynti kerralla mahdollista). Toisaalta Asuntosalkku pystyy myös hyödyntämään omistusasunto- ja yksityissijoittajamarkkinaa, joka on kokonaisia kerrostaloja omistaville toimijoille hyvin vaikeaa. Tämä tekee nähdäksemme asuntojen likviditeetistä vähemmän volatiilia. Hyvälaatuisista asunnoista saa myös tyypillisesti paremman hinnan omistusasuntomarkkinassa ja yhtiöllä on hyvät alustavat näytöt asuntojen myynnistä Tallinnassa. Toisaalta Tallinnan portfolio eroaa merkittävästi Suomesta, koska asunnot ovat todella laadukkaita ja erinomaisilla sijainneilla, mikä tekee niistä hyviä kohteita myös omistusasuntomarkkinaan.

Kokonaistuotto NAV:lle



Asuntosektorin tuottovaatimustasoja



Lähde: Asuntosalkku, Inderes, Catella, Kojamo, Sato. Toivon kohdalla tuottovaatimus Inderesin arvio

Taloudellinen tilanne 3/3

Kun Asuntosalkun tuottovaatimusta tarkastellaan portfolion sijasta yhtiötasolla ja verrataan listaverrokki Kojamoon, huomioitava on myös Asuntosalkun raskaammat hallinnointikulut, mitkä arviomme mukaan johtuvat pitkälti yhtiön pienemmästä koosta. Jos Asuntosalkun ja Kojamon portfoliot olisivat riskiprofililtaan yhteneväiset, tulisi korkeampien hallintokulujen johtaa yhtiötasolla Asuntosalkun kohdalla lähtökohtaisesti korkeampaan nettotuottovaatimukseen. Tämä siksi, että hallintokulut ovat sijoittajan näkökulmasta suoraan tuotto-odotusta vähentävä tekijä.

Vuokrien kasvu on myös merkittävä arvonmäärityksen parametri, johon pitää kiinnittää huomiota erityisesti nyt

Tuottovaatimus on merkittävä tekijä kassavirtapohjaisessa arvonmäärityksessä, mutta myös muut parametrit ovat merkittäviä. Erityisen huomionarvoinen parametri nykytilanteessa on erityisesti vuokrien kasvuvauhti seuraavan 10 vuoden aikana. Asuntosalkun Suomen portfolion arvonmäärityksessä on käytetty 2,7-3,0 %:n kasvuoletusta. Näemme, että vuokrissa on pääkaupunkiseudulla edellytykset inflaatiota korkeampaan kasvuun (inflaatio-oletus 2 %) lähivuosina viime vuosien selkeän jälkeen jäämisen jälkeen, mutta 3 %:n kasvuvauhti koko aikajaksolle on mielestämme hyvin optimistinen oletus. Mikäli Suomen portfolion kasvuvauhdin laskee laskee 2,4 %:iin, laskee se käypiä arvoja noin 13 MEUR tai 8 %. Käsittelemme tarkemmin arvonmääritysnäkemyksistämme tarkemmin arvonmääritysosiossa.

Tallinnan asuntomyyntit ovat tapahtuneet selkeästi yli arvonmääritysarvojen

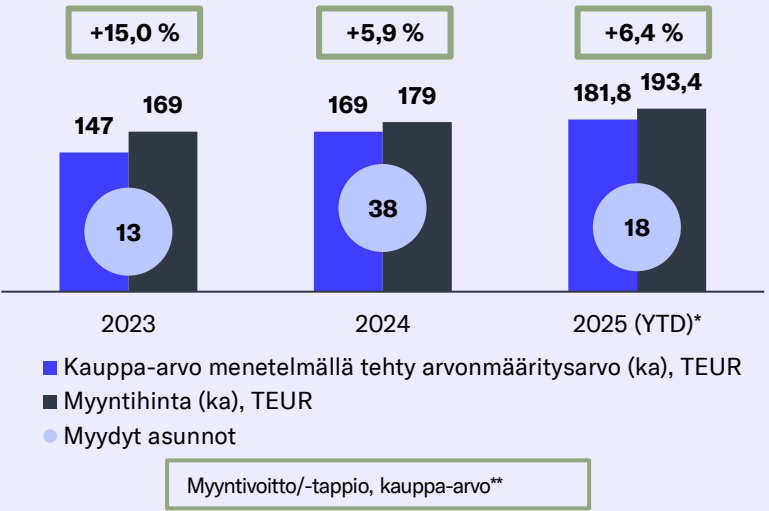
Suhteessa realisointiarvoon näemme Tallinnan portfolion aliarvostettuna ja Suomen taas jonkin verran yliarvostettuna. Tallinnassa Asuntosalkku on myynyt yhteensä 69 asuntoa

tilikausina 2023-2025/YTD keskimäärin noin 21,8 % tasearvoa korkeammin myyntihinnoin. Myynnit ovat tapahtuneet 3,8-4,05 %:n laskennallisin tuottovaatimuksin. Tässä on hyvä huomioida, että tasearvot laskivat selkeästi edelleen tilikauden 2024 lopussa, jonka takia mielestämme tilikausien 2024-25 alennus (22,5-25,9 %) antaa paremman kuvan tämän hetken mahdollisesta aliarvostuksesta. Asuntosalkku on teettänyt Tallinnan asunnoistaan myös kauppa-arvomenetelmällä arvonmääritykset, jotka ovat nousseet voimakkaasti viime vuosina arviomme mukaan inflaation ajamien vuokrankorostusten tukemana. Myynnit ovat tapahtuneet vuosina 2024-2025 noin 6 % yli kauppa-arvo-arvojen.

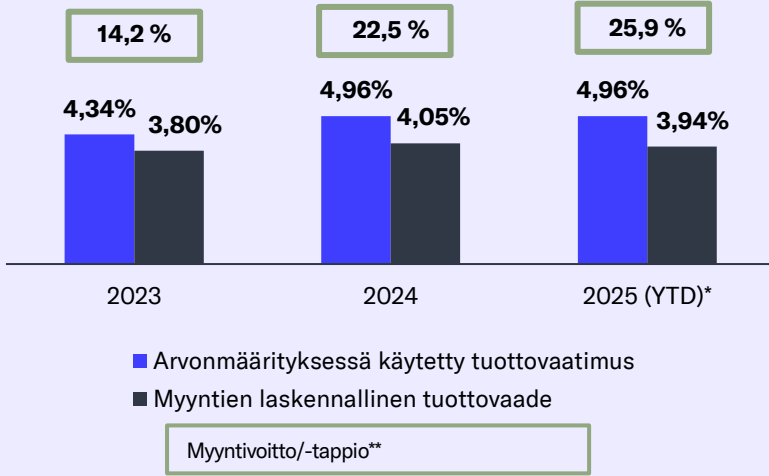
Mielestämme tehdyt myynnit viittaavat portfolion nykyiseen aliarvostukseen ja mielestämme Viron asuntoihin voisikin olla perusteltua soveltaa kauppa-arvomenetelmällä saatua arvoa. Toisaalta myyntien kokonaismäärä on edelleen melko pieni suhteessa kokoportfolioon (~10 %), jonka takia otanta jää yhä melko pieneksi. Mutta koska myynnit ovat ymmärryksemme mukaan tapahtuneet laajalti portfoliosta ja portfolion ollessa kohtuullisen homogeeninen, antavat myynnit mielestämme tukea väitteelle nykyisestä aliarvostuksesta.

Suomen osalta taas näemme, että Asuntosalkun olisi vaikea realisoida tase nykymarkkinassa tämän hetkisin arvonmääritystasoin. Kokonaisuutena näemme kuitenkin, että yhtiön kiinteistöomaisuus on jonkin verran aliarvostettu tällä hetkellä taseessa. Sijoittajan on hyvä huomioida, että kiinteistösijoitusmarkkinassa Asuntosalkun verrokeilla on taas ongelma, että taseet olisivat yliarvostettuja suhteessa tämän hetken saatavilla oleviin kauppahintoihin. Tämä on myös juurisyy sille, miksi esimerkiksi asuntorahastot ovat joutuneet sulkemaan ovensa lunastuksilta. Tarkastelemme taseen arvonmääritystä vielä tarkemmin arvonmääritysosiossa.

Tallinnan myynnit, kauppa-arvomenetelmä



Tallinnan myynnit, tuottoarvomenetelmä (tasearvo)



Lähde: Asuntosalkku. Inderes
*Myyntit aljalta 1.10.2024-30.4.2025 **Tallinnan tytäryhtiön tilikausi oli poikkeuksellisesti 14kk mittainen, 12 kk:ssa myyty lukumäärä olisi ollut 33 kpl
**Myyntivoitto ei huomioi transaktiokustannuksia (tyypillisesti 2-3 %)

Markkinakatsaus 1/5

Suomi

Talousnäkymien näköpiirissä orastava käänne parempaan, korkojen lasku tukee Suomea

Koronapandemian jälkeisten palautumisvuosien jälkeen Suomen talous (bruttokansantuote) supistui vuonna 2023 noin 1,2 %:n ja vuonna 2024 noin 0,4 %. Tänä vuonna talouden odotetaan jälleen kääntyvän noin kasvu-uralle, mutta kauppasodan tulehtumisen jälkeen globaaliin talouskehitykseen liittyvä epävarmuus on kasvanut merkittävästi ja Suomen talousennusteet ovatkin olleet laskusuunnassa. Suomen talouden odotetaan nyt keskeisten ennustelaitosten mukaan kasvavan noin 1 %:n tänä vuonna.

Yhdenmukaistetun kuluttajahintaindeksin mukaan (Tilastokeskus ennakkotieto) Suomen inflaatio oli 2,0 % huhtikuussa 2025. Kiinteäveroisen yhdenmukaistetun kuluttajahintaindeksin vuosimuutos 1 %-yksikön matalampi maaliskuussa 2025. Euroalueella inflaatio oli maaliskuussa 2,2 %. Inflaatiosta seurannut korkotason nousu iski Suomeen kovaa laajan vaihtuvakorkoisen lainakannan takia, mutta nyt korot ovat kääntyneet selvään laskuun. 12kk euribor on laskenut 2,1 %:n tasolle, kun 2023 lopussa se oli vielä yli 4 %. Pitkät korot (Suomen 10v: 3,0 % ja Saksan 2,6 %) ovat olleet viime aikoina jälleen hieman noususuunnassa, mikä luo epävarmuutta kiinteistömarkkinaan. Euroalueen Inflaation kannalta keskeinen tekijä on sitkeämpänä pysytellyt palkkainflaatio, mutta EKP ei ole nähnyt sitä enää ongelmana koronlaskujen kannalta. Euroopan talouden vaisu näkymä puoltaa myös hidastuvaa inflaatiota ja koronlaskuja.

Asuntorakentamisessa pohjat käsillä, mutta nopeaa palautumista ei näköpiirissä

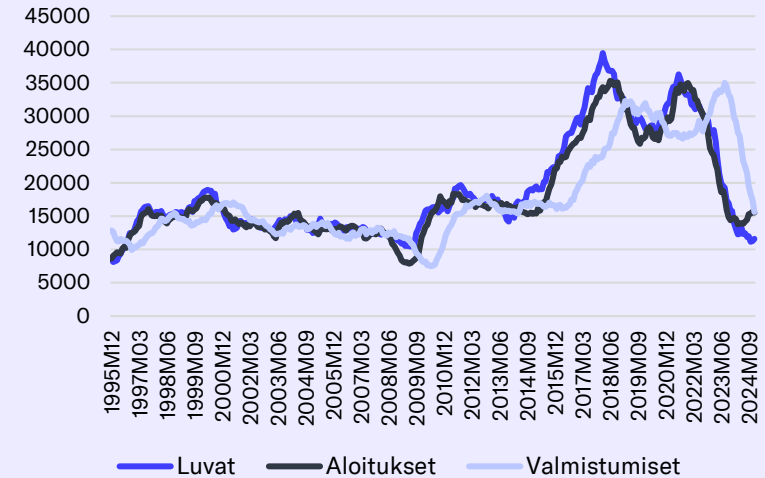
Asuntorakentamisen aktiviteetti on laskenut Suomessa erittäin matalaksi erittäin vahvan syklin jälkeen. Vuonna 2023 ja 2024

alussa asuntoja valmistui edelleen suuri määrä, mutta aloitukset laskivat jo erittäin mataliksi. Asuntomarkkinan palautuminen käynnistyy asteittain vuonna 2025, mutta selkeämpää palatumista joudutaan arviomme mukaan odottamaan vuosille 2026-2027. Korkojen lasku on tehnyt asuntorakentamisen yhtälöstä jälleen houkuttelevamman.

Rakennusteollisuus (RT) arvioi asuntoaloitusten laskeneen vuonna 2024 kaikkiaan noin 17 621 asuntoon (2023: 18 000 kpl) Tästä 9140 kpl oli valtion korkotuettua ARA-rakentamista ja vapaa-rahoitteiset kerrostaloasuntoaloitukset putosivat viime vuonna 3260 kappaleeseen. Tänä vuonna aloitusten odotetaan kääntyvän absoluuttisesti loivaan kasvuun 20 000 asuntoon. 2025 vapaarahoitteisten kerrostaloasuntoaloitusten odotetaan nousevan 7500 asuntoon. Ennustettu tuotantomäärä on pidemmän aikavälin keskiarvoon nähden matala. Asuntotuotantotarve (2025) –tutkimuksen mukaan Suomeen tarvittaisiin väestönkehityksestä riippuen 31-36 tuhatta asuntoa vuosittain. Vuosina 2017-2023 on rakennettu melko selvästi tätä tarvetta enemmän, erityisesti pieniä asuntoja, jonka myötä nykyisessä ylitarjonnassa on nähdäksemme edelleen sulatteleminen. On kuitenkin mielestämme selvää, että tulevaisuudessa asuntotuotantovolyymi tulee jälleen nousemaan kohti vuotuista tarvetta, mutta korkeammat korot ja korkeat rakentamiskustannukset yhdistettynä vaisuun vuokrakehitykseen on yhä vaikea yhtälö ratkottavaksi uudisasuntomarkkinassa.

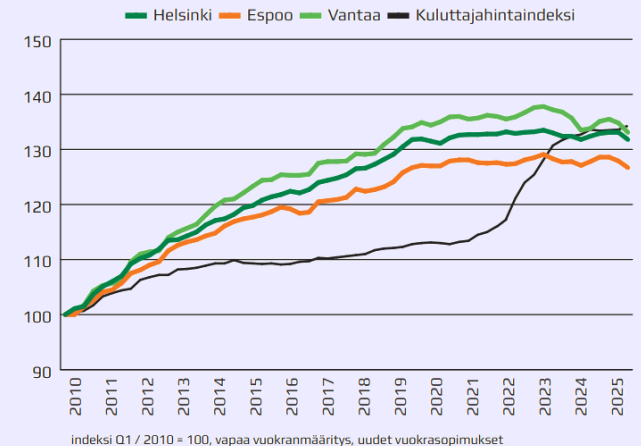
Uudisasuntorakentamisen sijoittajakysyntää jarruttaa myös avoimien kiinteistörahastojen ongelmat. Lisäksi eläkeuudistuksella voi olla suuria vaikutuksia Suomen kiinteistömarkkinaan, kun eläkeyhtiöt voivat sijoittaa aiempaa enemmän varoja osakemarkkinoille. Tämä tulee todennäköisesti imemään likviditeettiä jossain määrin pois kiinteistömarkkinasta.

Kerrostalot, kpl (rullaava 12kk)



Lähde: Tilastokeskus

Uusien vuokrasopimusten hintojen kehitys, vapaarahoitteiset asunnot (KTI)



Markkinakatsaus 2/5

Asuntojen yltarjonta painaa edelleen vuokra-asuntomarkkinaa pääkaupunkiseudulla

Asuntovuokrien kehitys oli vuosina 2015-2021 nousujohteista talouskasvun sekä kaupungistumisen myötä ja koko maan tasolla neliövuokrat nousivat noin linjassa ansiotulojen kehityksen kanssa. Nousu kuitenkin taittui vuonna 2021 ja vapaa-rahoitteisten asuntojen neliövuokrat ovat jääneet erityisesti pääkaupunkiseudulla lähes junaamaan paikallaan, vaikka inflaatio on laukannut kovaa. Vuokramarkkina on edelleen haastava pääkaupunkiseudulla asuntojen yltarjonnan takia ja vajaakäyttöasteet ovat korkeita, mutta käänne on mielestämme markkinassa käsillä. KTI:n seurannan mukaan tyhjien vuokra-asuntojen osuus oli pääkaupunkiseudulla vajaa 9 % joulukuun alussa. Muissa suurissa kaupungeissa tilanne on ollut parempi, mutta myös Turussa vajaakäyttö on noussut uuden asuntokannan valmistumisen ajamana.

Suomen suurimmat vuokranantajat Kojamo ja SATO odottavat nyt asteittain paranevaa vuokramarkkinaa, joka on myös luonnollista rakentamisen romahduksen seurauksena. Opiskelijoiden asumistuki uudistus on ajanut opiskelijoita asumaan kimppekämpissä, mikä on osaltaan hidastanut yltarjonnan sulamista ja tämä tulee jatkumaan arviomme mukaan tänä ja ensi vuonna, kun uudistus vasta astuu voimaan. Vanhojen asuntojen kauppamäärät ovat kääntyneet kasvuun, ja myös hinnoissa näyttää olevan pohjan merkit on käsillä tilastodatassa.

Tuottovaatimusten nousu takana, sijoittajakysyntä edelleen hiljaista

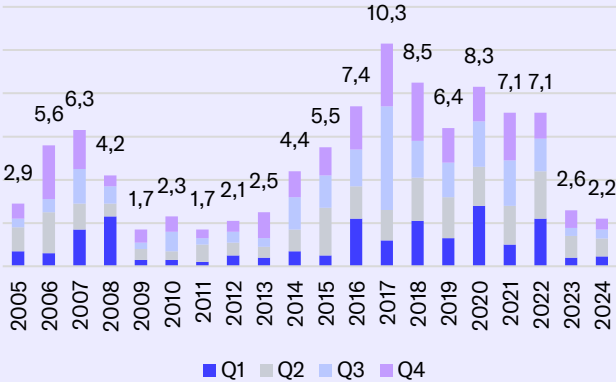
Kiinteistötransaktiot Suomessa romahtivat vuosina 2023-2024 vilkkaiden nollakorkovuosien 2017-2022 jälkeen. KTI:n

mukaan merkittäviä kiinteistökauppoja tehtiin Suomessa vuosina 2021-2022 keskimäärin 7,2 mrd. eurolla, kun taas vuonna 2023 lukema romahti 2,6 mrd. euroon ja 2024 vain 2,2 mrd. euroon. Alkuvuonna 2025 transaktiomäärät ovat olleet kasvussa, mutta absoluuttisesti ollaan edelleen matalilla tasoilla. Kysynnän laskun taustalla on ennen kaikkia korkotason noususta johtunut tuottovaatimusten ja rahoituskustannusten kasvu sekä yleinen likviditeetin pienentyminen. Lisäksi korkea inflaatio yhdistettynä vuokrien vaisuun kehitykseen on heikentänyt kiinteistösijoittajien tuottoyhtälöä. Korkomarkkinat ovat myös nousseet jälleen houkuttelevammaksi sijoitusluokaksi, mikä on imenyt pääomia myös kiinteistösijoituksista.

Korkohuippu on kuitenkin nyt takana ja EKP:n koronlaskut on käynnissä. Asuntosektorilla tuottovaatimusten nousu näyttää näillä näkymin pysähtyneen. Catellan seurannan mukaan Helsingin prime-asuntokohteissa käytäisiin kauppaa 4,4 %:n tuottovaatimuksella. Tuottovaatimusten huippu kävi noin 4,5 %:ssa. Korkotason laskun ja muiden omaisuusluokkien (korot ja USA:n osakkeet) heikentyneen tuottonäkymän myötä tasot näyttävät jälleen houkuttelevimmilta pitkäjänteiselle sijoittajalle. Arviomme mukaan vuokrissa on myös selvää kasvupotentiaalia tulevina vuosina, mikä myös perustelee suhteellisesti matalampia tuottovaatimuksia nykyhetkessä.

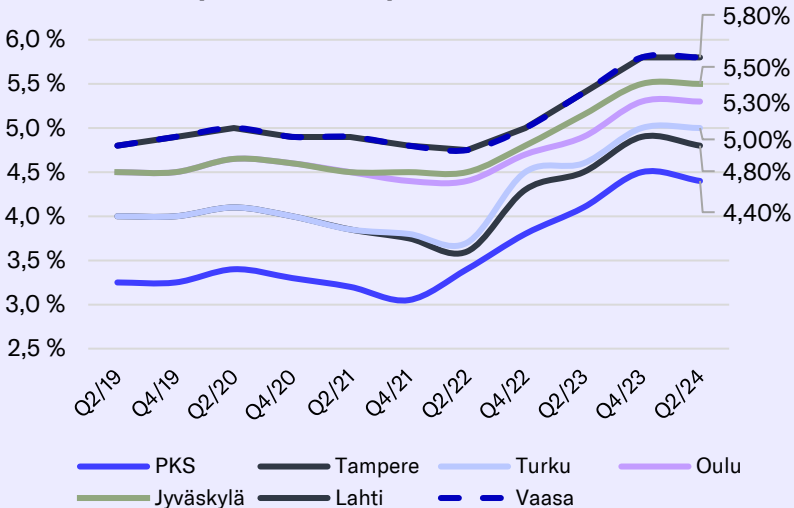
Rakennuskustannuksissa ei mielestämme ole enää oleellista laskuvaraa, mikä tulee omalta osaltaan pitämään uudiskohteiden hinnat korkeina suhteessa vanhoihin asuntoihin.

Kiinteistötransaktiovolyymi Suomessa (mrd. EUR)



Lähde: KTI

Asuntoportofolioiden prime-tuottovaatimukset



Lähde: Catella

Markkinakatsaus 3/5

Kojamon vuokrien ja vuokrausasteen kehitys kuvaa hyvin viime vuosien erittäin vaikeaa pääkaupunkiseudun markkinaa

Kuten aiemmin jo sivusimme aiheetta, Kojamo on pyrkinyt nostamaan vuokriaan kompensoidakseen kustannusinflaation vaikutuksen. Pääkaupunkiseudun yllirakentamisesta johtuvan vuokramarkkinan ylitarjonnan takia tämä on kuitenkin johtanut vuokrausasteiden laskuun. Asuntosalkku taas on pyrkinyt vuokraamaan asunnot vallitsevalla markkinahinnalla, mikä tukee vuokrausasteita ja kassavirtaa. Kysymys onkin: onko vuokrien nostaminen vuokrausasteiden kustannuksella ollut taloudellisesti järkevää? Kojamo Suomen suurimpana vuokranantajana on kohtuullinen mittari myös koko markkinan kehitykselle.

Alla olevassa graafissa olemme analysoineet Kojamon keskivuokrien, vuokrausasteella oikaistujen keskivuokrien,

hoitovastikkeiden ja rakennuskustannusten kehitystä. Kuten graafista nähdään, Kojamon keskivuokrien kehitys oli selvästi hoitovastike- ja rakennuskustannusindeksiä vahvempaa vuosina 2015-2020. Tällä aikajaksolla inflaatio oli hyvin matalaa, yleinen talous kehittyi hyvin, korot olivat matalat ja kerrostalorakentaminen alkoi keräämään tosissaan kierroksia. Kyseinen aikajakso olikin erinomaista aikaa olla asuntosijoittajana.

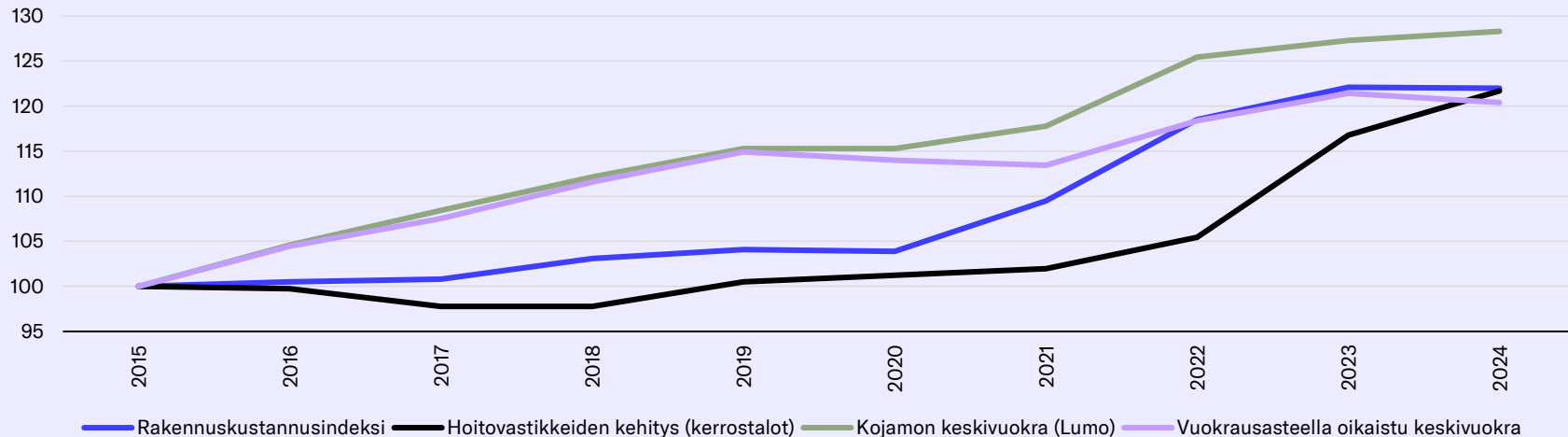
Tämän jälkeen vuokrausasteella oikaistu vuokrienkehitys on jäänyt jälkeen selvästi rakennus- ja hoitokustannuksista. Kojamo on päässyt keskivuokrissa silti ylöspäin, mutta vuonna 2024 kustannusindeksit ohittivat jo vuokrakehityksen.

Huomionarvoinen seikka on myös, että Kojamo on rakennuttanut paljon uusia asuntoja myös tarkastelujakson aikana (erityisesti pk-seudulle. Uusissa asunnoissa on korkeammat keskivuokrat, mikä automaattisesti nostaa

keskimääräisiä vuokratasoja. Tämän takia arvioimme olemassa olevien asuntojen vuokrakehityksen jääneen jälkeen inflaatiota tätä graafia enemmän.

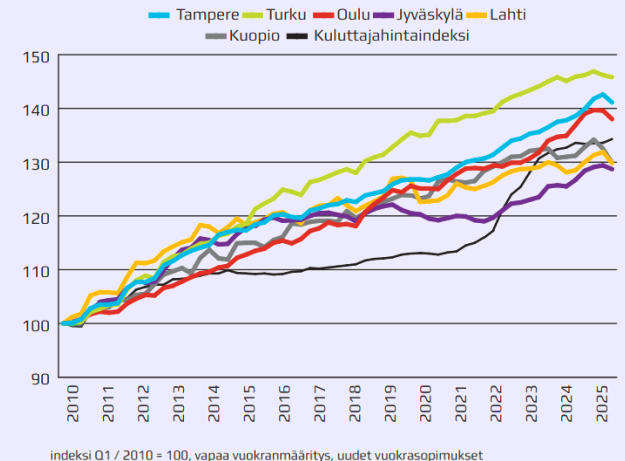
Kokonaisuutena, mikäli Kojamo pystyy nyt nostamaan vuokrausasteitaan, kun markkina paranee, näemme, että vuokrien nosto vuokrausasteiden kustannuksella on ollut taloudellisesti järkevää. Vahvempi näkemys tästä vaatisi kuitenkin tarkemman analyysin vajaakäytön takia menetetyistä kassavirroista ja paremman näkyvyyden asuntokannan rakenteeseen. Lisäksi näkemyksemme mukaan esimerkiksi verrattuna Asuntosalkkuun, jonka vuokratasot ovat maltillisia, Kojamon tulee olemaan vaikeaa nostaa keskivuokria nykyisestä ihmisten heikentyneen maksukyvyyn ja asumistukien vähenemisen takia lähivuosina.

Kojamon keskivuokrien kehitys, Rakennuskustannusindeksi ja Hoitovastikkeiden kehitys



Lähde: Kojamon raportit

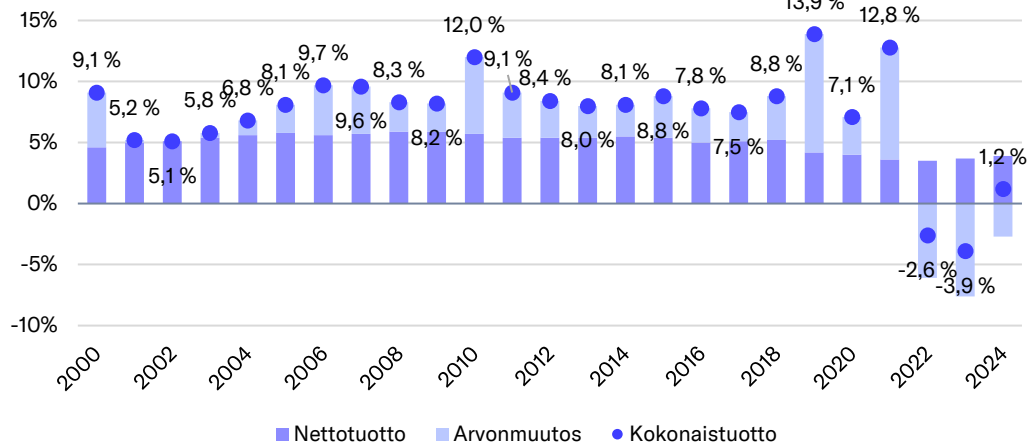
Uusien vuokrasopimusten hintojen kehitys, vapaarahoitteiset asunnot (KTI)



indeksi Q1 / 2010 = 100, vapaa vuokranmääritys, uudet vuokrasopimukset

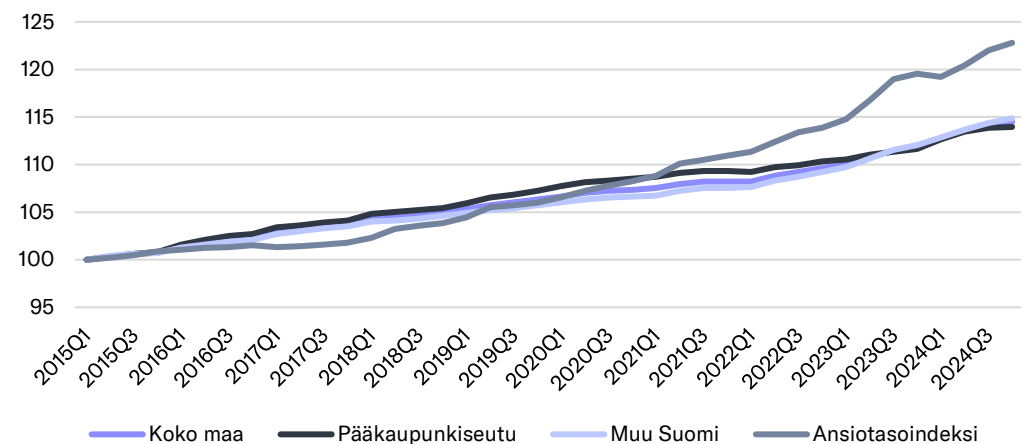
Markkinakatsaus 4/5

Asuntosijoitusten kokonaistuotto

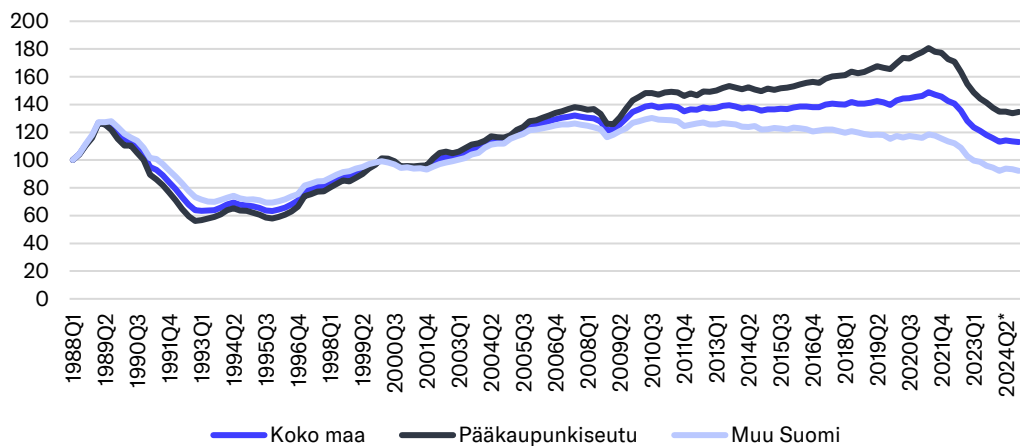


Lähde: KTI, 2017, 2018, 2020, 2021 ja 2022-2024 jakaumat ovat Inderesin arvioita

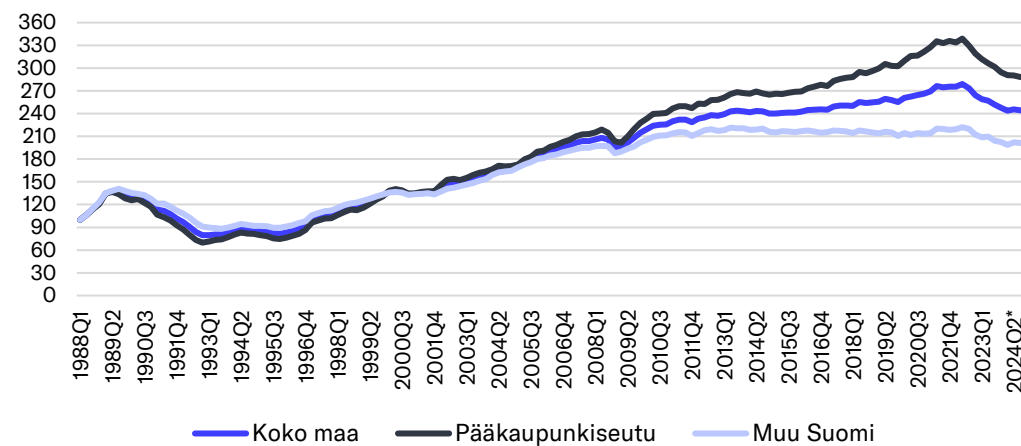
Keskineliövuokrien ja ansiotasojen kehitys Suomessa



Vanhojen osakeasuntojen reaali hinnat kvartaaleittain



Vanhojen osakeasuntojen nimellishinnat kvartaaleittain



Lähde: Tilastokeskus

Lähde: Tilastokeskus

Markkinakatsaus 5/5

Viro

Viron kansantalouden odotetaan kasvavan kuluvana vuonna hieman

Statistics Estonian mukaan Viron kansantalous supistui viime vuonna hieman (0,3 %). BKT kääntyi Q4:llä 1,2 %:n kasvuun, joka oli ensimmäinen kasvulukema sitten Q1'22. Euroopan komissio odottaa BKT:n kasvavan tänä vuonna 1,1 %. Asuntomarkkinoille tärkeän työllisyystilanteen odotetaan kuitenkin heikkenevän vuonna 2025 Virossa hieman ja Euroopan komissio ennustaa työttömyysasteen nousevan noin 7,7 %:iin. Vuonna 2026 työttömyysasteen odotetaan laskevan 7,2 %:iin, mutta pysyvän edelleen selkeästi vuosien 2021-2022 6,2 %:n yläpuolella.

Inflaatio on ollut Virossa muuhun euroalueeseen suhteutettuna erittäin voimakasta. Inflaatio nousi peräti 19 %:iin vuonna 2022 ja 9 %:iin vuonna 2023. Kuluvana vuonna Euroopan komissio odottaa inflaation asettuvan 3,6 %:iin. Näin ollen BKT:n pienestä supistumisesta huolimatta Viron talous on kasvanut melko vahvasti euromääräisesti. Viron väkiluvun odotetaan supistuvan hiljalleen alhaisen syntyvyyden ja ikääntyvän väestön vuoksi. Asuntosalkun kannalta kriittisen Tallinnan väkiluvun odotetaan kuitenkin jatkavan pientä kasvua kaupungistumisen myötä myös tulevaisuudessa samaan aikaan kun muun Viron väkiluku supistuu.

Viron vuokra-asuntomarkkinoiden erityispiirteet

Virossa vuokra-asumisen suosio on huomattavasti Suomea matalampaa, mikä selittyy pitkälti maan uudelleenitsenäistymisellä vuonna 1991, jolloin neuvostoaikana rakennetut talot päätettiin myydä edullisin ehdoin talojen vuokralaisille. Vanhat omistusoikeudet palautettiin pääosin entisille omistajille tai heidän perillisilleen. Tämä vuokra-asuntojen poistuminen selittää Viron ja Tallinnan

korkeaa omistusasumisen astetta ja tukee osaltaan vuokramarkkinan vahvaa tulevaisuuden kehityspotentiaalia. Tallinnassa vuokralla asuvien osuus väestöstä oli vuonna 2021 noin 27 %, kun taas esimerkiksi Helsingissä vastaava luku on lähes 50 %. Tallinnan vuokrausmarkkinan houkuttelevuutta tukee ammattimaisten asuntosijoittajien näkökulmasta myös vuokra-asuntojen hajautunut omistus rakenne, jossa iso osa vuokra-asuntotarjonnasta koostuu paikallisten yksityissijoittajien omistamista asunnoista. Näiden sijoittajien toiminta on tavanomaisesti vähemmän ammattimaista. Markkina on tullut viime vuosina lisääntyvästi ammattimaisia toimijoita.

Rakentamisen laskusuhdanne alkaa lähestymään pohjia

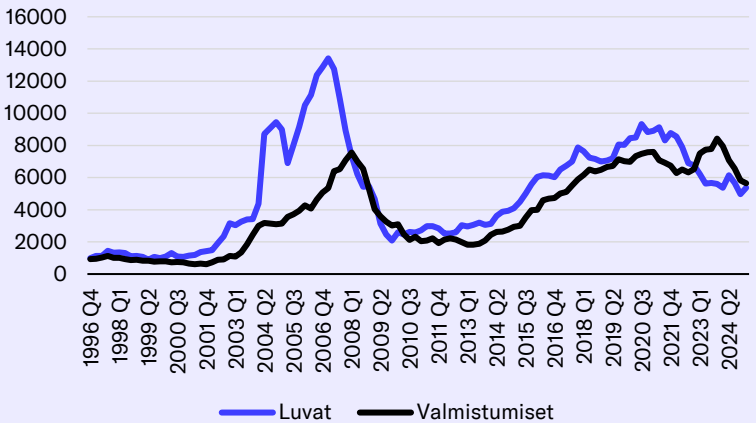
Rakentamisen kasvu on kiihtynyt Virossa vauhdilla läpi 2010-luvun erittäin rajun finanssikriisin jälkeisen romahduksen jälkeen. Vuonna 2011 maassa uusia asuntoja aloitettiin rakentamaan 1150 kappaletta ja samana vuonna valmistui noin 1900 asuntoa. Huipulla 2019-21 asuntorakennuslupia myönnettiin 8000-9000 vuosittain, josta vauhti on nyt laskenut 5000 tuhannen paikkeille. Vilkkain aloitusaktiiviteetti osui vuoteen 2022, jonka takia valmistumisten piikki osui Q4'23:lle, josta valmistumiset ovat laskeneet noin 33 %.

Rakentamista on vähentänyt rakennuskustannusten voimakas nousu sekä heikon kuluttajaluottamuksen ja korkojen nousun myötä kasvanut epävarmuus asuntomarkkinoilla. Toisaalta erityisesti Tallinnan vapaarahoitteisten uusien asuntojen markkina ei ole kokenut samanlaista täystyrmäystä kuin Suomen markkina. Markkina alkaa mielestämme näyttämään pohjan merkkejä, mikäli Viron talous kääntyy ennusteiden mukaiselle nousutrendille jälleen. Asuntomarkkinaa tukee Tallinnan vahva hintojen kehitys. Virossa asuntojen hinnat ovat nousseet Q1'21-Q4'24 lähes 40 %, kun taas Suomessa hinnat ovat laskeneet aikajaksolla noin 9 %.

Viron taloutta koskevat ennusteet	2024	2025	2026
BKT-kasvu	-1,0 %	1,1 %	2,6 %
Inflaatio	3,6 %	3,6 %	2,4 %
Työttömyysaste	7,5 %	7,7 %	7,2 %

Lähde: Euroopan komissio, 11/2022

Asuntoaloitukset ja luvat Virossa (kpl, liukuva 12kk)



Lähde: Statistics Estonia

Strategia ja taloudelliset tavoitteet

Asuntosijoittamista Suomenlahden molemmin puolin

Asuntosalkku on vuokraustoimintaa harjoittava asuntosijoitusyhtiö, jonka sijoitusstrategian keskiössä ovat valikoidut yksittäiset asunnot omistusasuntotaloissa hyvillä sijainneilla Suomessa ja Tallinnassa. Asuntosalkku keskittyy asuntoportfoliossaan pieniin asuntoihin painottaen Suomessa pääkaupunkiseutua ja Tallinnassa keskusta-alueita.

Mielestämme yhtiön strategia on toimiva asuntosijoitusstrategia. Yksittäisten asuntojen kanssa portfolion nopea realisointi on vaikeampaa, mutta toisaalta yhtiö pystyy myymään asuntojaan omistusasunto-markkinaa, mistä sillä on hyviä näyttöjä Virosta.

Omistaja-arvon kasvattaminen strategian keskiössä

Asuntosalkku päivitti strategiansa ja taloudelliset tavoitteensa Q1'25-tulosjulkistuksen yhteydessä. Päivitetyt strategian keskiössä on kirkastetusti omistaja-arvon kasvattaminen. Yhtiö aikoo kasvattaa omistaja-arvoa jalostamalla salkkua ja ostamalla omia osakkeita silloin, kun se luo arvoa sijoittajan näkökulmasta. Lisäksi omistaja-arvoa kasvatetaan tehokkaalla pääomarakenteella ja taseen optimoinnilla. Kävimme uutta strategiaa läpi myös toimitusjohtajan [Q1'25-haastatteluvideollamme](#).

Yhtiön liiketoimintamalli on sama kuin aiemmin eikä operatiiviseen strategiaan tullut muutosta strategiapäivityksessä.

Aiemmin Asuntosalkku tavoitteli, että Tallinnan portfolion valmiiden ja rakenteilla olevien asuntojen yhteenlaskettu arvo saavuttaa Suomen portfolion käyvän arvon. Nyt päivitettyt tavoitteet kuvaavat mielestämme hyvin yhtiön nykyistä tilaa, jossa se keskittyy omistaja-arvon luontiin erilaisin työkaluin. Viron portfolion divestoinneilla ja omien osakkeiden ostoilla on tässä olennainen rooli. Osakekohtaisen NAV:n kasvattaminen on mielestämme paras taloudellinen tavoite

kiinteistösijoitusyhtiölle. Asuntosalkku on nähdäksemme pystynyt luomaan omistaja-arvoa myymällä asuntoja yli niiden tasearvon ja ostamalla omaa osaketta noin -18-15 % alle sen tasearvon. Tämä vastaa tällä hetkellä noin -33 %:n NAV-alennusta. Näemme myös taseen tällä hetkellä hieman aliarvostettuna, joka vahvistaa omistaja-arvon luonnin efektiä. Yhtiö tuntee hyvin oman portfolionsa, jonka takia omien osakkeiden ostot ovat sille hyvä tapa tehdä investointeja asuntoihin tässä tilanteessa, mikäli taseen aliarvostus todellinen. Olemme kommentoineet tarkemmin omien ostoja [täällä](#) ja [täällä](#).

Taloudellisten tavoitteiden ytimessä osakekohtaisen nettovarallisuuden kasvattaminen

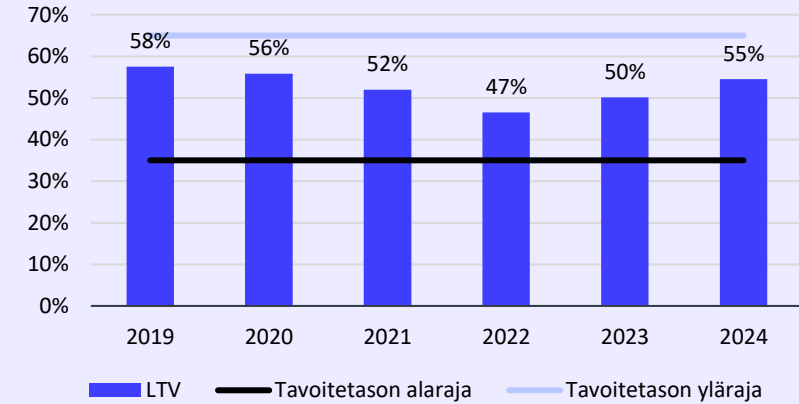
Uudeksi taloudellisten tavoitteiden johtotähdeksi nousi osakekohtaisen oman pääoman arvon kasvattaminen pitkällä aikavälillä. Tämä on mielestämme ehdottomasti paras yksittäinen taloudellinen mittari kiinteistösijoitusyhtiöille.

Asuntosalkun taloudellisten tavoitteiden mukainen LTV-haarukka (35-65 %) on hyvin leveä ja nykyinen LTV-taso (55,4 %) mahdollistaisi yhtiölle teoriassa selkeästi lisävelan ottoa. Uskomme kuitenkin yhtiön mukavuusalueen löytyvän lähempää haarukan keskikohtaa noin 50-55 %:n tasolta.

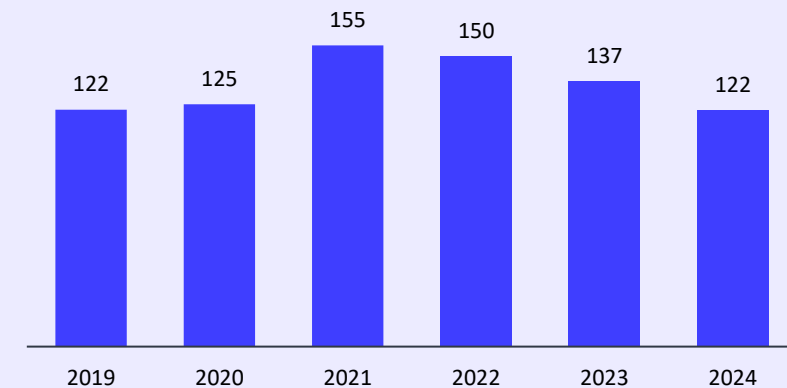
Osinko- /voitonjakopolitiikka

Asuntosalkun osinkopolitiikan mukaan yhtiön pyrkimyksenä on omistaja-arvon kasvattaminen pitkällä aikavälillä. Voitonjaossa (sisältäen osingonjako, pääomanpalautukset ja omien osakkeiden ostot) ei ole määriteltäviä tavoitteita, eikä osinkopolitiikka ole tae tulevaisuudessa tai minään vuonna tehtävästä voitonjaosta. Hallituksen osingonjakoehdotus muodostetaan yleisten liiketoimintanäkymien ja -mahdollisuuksien, taloudellisen aseman sekä kulloisenkin pääomarakenteen ja siinä ennakoitavien muutosten perusteella.

Luototusasteen (LTV) kehitys



Osakekohtaisen NAV:n kehitys (MEUR)



Sijoitusprofiili

1

Kotimaisista kilpailijoista poikkeava liiketoimintamalli ja kohdetasolla laajasti hajautettu kiinteistösalkku

2

Omistaja-arvonluonti ostamalla omia osakkeita selkeällä tasealennuksella

3

Hyvä tapa ottaa näkemystä asuntomarkkinaa, jossa sijoittajien odotukset ovat pessimistiset

4

Kassavirta lyhyellä tähtäimellä heikko korkeiden korkokulujen painamana

5

Vahva riippuvuus avainhenkilöistä, perustajilla kuitenkin merkittävä omistus yhtiössä ja yhtenevät intressit muiden osakkeenomistajien kanssa

Potentiaali

- Kilpailijoista poikkeava liiketoimintamalli tukee Suomen vuokrausastetta ja vuokrahinnoittelua sekä takaa hyvän kohdekohtaisen hajautuksen
- Vahva asema Tallinnan kehittyvällä vuokra-asuntomarkkinalla, jonka pidemmän aikavälin potentiaali houkutteleva
- Korkojen lasku tulee vahvistamaan kassavirtaa selkeästi
- Yhtiön asunto-omaisuus arvostettu pörssissä 15 %:n ja nettovarallisuus 33 %:n alennuksella suhteessa arvioimaamme käypään arvoon
- Arvonluonti omien osakkeiden ostoilla

Riskit

- Taloussuhdanteeseen liittyvät riskit
- Heikko kassavirta lyhyellä tähtäimellä
- Suomen portfolion käypien arvojen mahdollinen lasku, heikon taloustilanteen pitkittyessä
- Suomen ja Viron matala syntyvyys
- Vahva riippuvuus avainhenkilöistä

Ennusteet 1/7

Keskeisimmät ennusteparametrimme Asuntosalkun mallinnuksessa koskevat portfolion vuokra- ja vastikekehitystä sekä vajaakäyttöä, sijoituskiinteistöjen käyvän arvon muutoksia ja rahoituskustannuksia. Käymme seuraavassa läpi lähivuosien ennustemme keskeisten ennusteparametrien osalta.

Mikäli tasearvostus pysyy maltillisena, arvioimme yhtiön jatkavan omien osakkeiden ostoja strategiansa mukaisesti. Emme kuitenkaan ennusta omien osakkeiden ostoja, koska se vaatisi spekulointia osakekurssin kehityksellä. Huomioimme omien osakkeiden ostojen arvонуontipotentiaalin yhtiölle hyväksymässämme arvostuksessa.

Asuntoportfolion operatiivinen kehitys

Asuntosalkulla oli H1'25-lopussa 10 asuntoa rakenteilla. Emme ole mallintaneet uusia investointeja lähivuosille, mutta mikäli investointiyhtiö muuttuu jälleen houkuttelevaksi, arvioimme yhtiön jatkavan investointeja Tallinnaan.

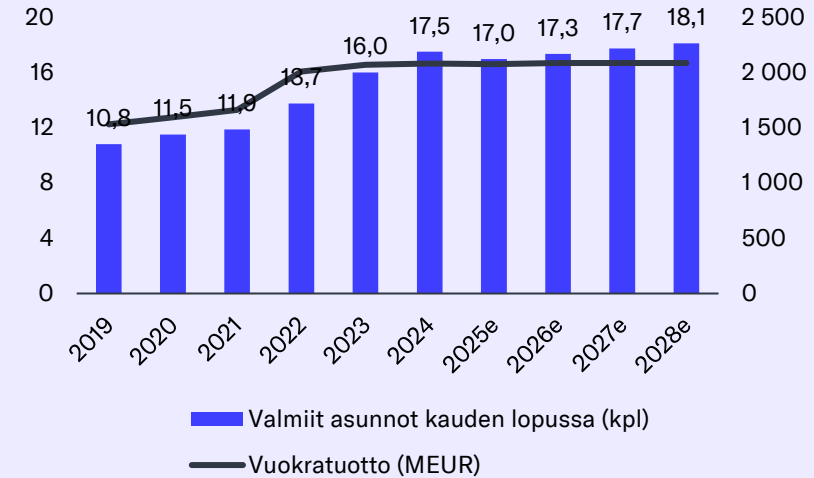
Ennustamme Asuntosalkun keskineliövuokrien kasvavan lähivuosina keskimäärin 2,3 % vuosittain ja vastikkeiden noin 2 % vuosittain. Asuntosalkun ja yleisesti vapaarahoitteisten vuokra-asuntojen vuokrat ovat jääneet selvästi jälkeen inflaatiota 2020-luvulla, jonka takia arvioimme vuokrien kasvavan jonkin verran inflaatiota (arvio 2 %) nopeammin. Arvioimme pääkaupunkiseudun vuokramarkkinan ylitarjonnan alkavan asteittain helpottaa vuonna 2026, mikä tukee vuokrankorotusedellytyksiä. Hanttiin pistää edelleen heikko taloustilanne sekä heikennykset asumistukeen. Taloudellisen vuokrausasteen odotamme asettuvan Suomessa keskimäärin noin 98,2 %:iin (H1'25: 98,2 %) ja Tallinnassa noin 98,0 %:iin (H1'25: 96,4 %).

Edellisiä ennusteita mukaillen odotamme Asuntosalkun bruttovuokratuottojen kasvavan ennustejaksolla keskimäärin 2 % vuodessa. Nettovuokratuottojen suhde bruttovuokriin on 69-70 % (2024: 70 %) tilikausina 2025-2028. Kiinteiden kulujen ennustamme pysyvän melko stabiileina lähivuosina.

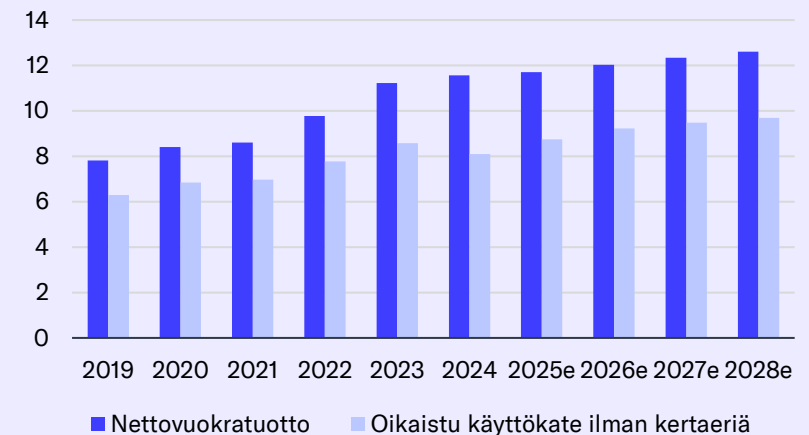
Käyvän arvon muutokset

Arviomme mukaan Tallinnan portfolio on tällä hetkellä taseessa jonkin verran aliarvostettu ja Suomen taas yliarvostettu. Käsittelimme arvostusta tarkemmin arvonnääritysosiossa. Arviomme mukaan korkojen noususta johtunut käypien arvojen lasku on nyt kokonaisuutena takana. Vuosina 2026–2028 ennustamme Tallinnan portfolion käypien arvojen muutoksen olevan keskimäärin 2,6 MEUR positiivinen. Suomessa odotamme maltillisia keskimäärin 0,7 MEUR:n positiivisia käypien arvojen muutoksia. Ennustemme nojaavat keskivuokrien nousuun. Kokonaisuutena ennustamme Asuntosalkun sijoituskiinteistöjen käyvän arvon muutosten olevan tilikaudella 2025 -5,4 MEUR. Vuosina 2026–2027 arvioimme käypien arvojen nousevan keskimäärin noin 1,2 % suhteessa käypiin arvoihin.

Bruttovuokratuottojen ja asuntomäärän kehitys



Nettovuokratuotot ja oikaistu EBITDA (MEUR)



Ennusteet 2/7

Velkaantuneisuus ja rahoituskulut

Ennustamme Asuntosalkun korollisten nettovelkojen nousevan tilikaudella 2023 noin 147 MEUR:oon (2024: 144 MEUR) Tallinnan viimeisten kasvuinvestointien nostamana. Asuntosalkun luototusaste (LTV) asettuu ennusteissamme lähivuosina 54–56 %:iin.

Asuntosalkku uudelleenjärjesteli lainojaan H1'25:llä. Suomessa yhtiö solmi sopimuksen ensimmäisen jatko-optiovuoden käyttämisestä Suomen tytäryhtiöiden lainojen osalta, minkä myötä lainat ovat voimassa vuoden 2028 kesään asti. Meille tuli yllätyksenä, että yhtiö käytti optiovuoden lainoista jo nyt, koska lainapaketti oli sidottu vielä erittäin kireissä rahoitusolosuhteissa. Yhtiö perusteli option käyttöä nykyisellä talouden epävarmuudella, mikä on mielestämme pätevä peruste. Viron tytäryhtiö järjesteli uusiksi kaikki lainasopimukset. Uusien ja uudistettujen lainasopimusten maturiteetti Viron tytäryhtiön Linnakodun lainoissa on reilun 85 %:n osalta viisi vuotta eli vuoteen 2030 ja vajaan 15 %:n osalta kolme vuotta eli vuoteen 2028. Näin ollen lainojen keskimaturiteetti nousi 3,6 vuoteen, mikä on positiivista epävarmassa talousympäristössä.

Asuntosalkun korollisten velkojen keskikorko oli tilikauden 2024 lopussa 5,3 %, ja H1'25-raportin julkaisupäivänä keskikorko oli laskenut 4,5 %:iin viitekorkojen laskun myötä. Arvioimme keskikoron laskevan vuonna 2026 4,0 %:iin. Korkotason laskun ansiosta ennustamme korkokustannusten laskevan vuoden 2025 ennustamaltamme 7,0 MEUR:n tasolta 5,8 MEUR:oon vuonna 2026.

EPS ja realisoitunut tulos

Edellisten tekijöiden summana ennustamme osakekohtaisen

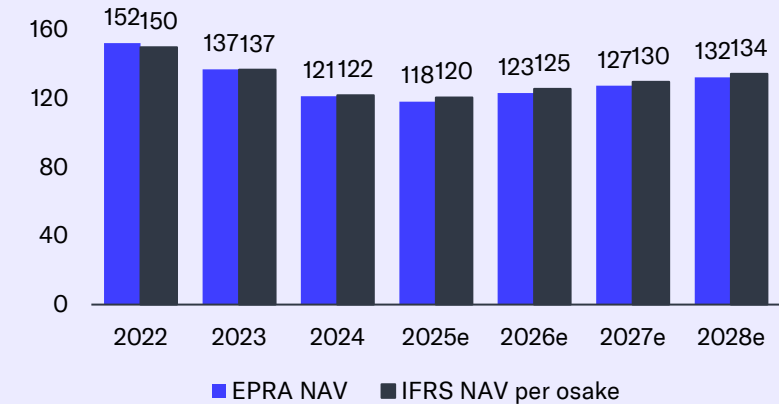
tuloksen (EPS) jäävän tappiolle -1,7 MEUR:oon vuonna 2025. Vuosina 2026–2028 ennustamme EPS:n nousevan 5,0, 6,3 ja 6,8 MEUR:oon. Tämä vastaa noin 4–5 %:n kokonaistuottoa NAV:lle. On hyvä huomioida, että ennusteemme ovat siinä mielessä varovaisia, että emme ole ennustaneet yhtiön tekevän lainkaan kasvuinvestointeja lähivuosina.

Realisoituneen tuloksen ennustamme asettuvan tänä vuonna 2,7 MEUR:oon. Yhtiö ohjeistaa realisoituneen tuloksen olevan 1,5–3,5 miljoonaa euroa.

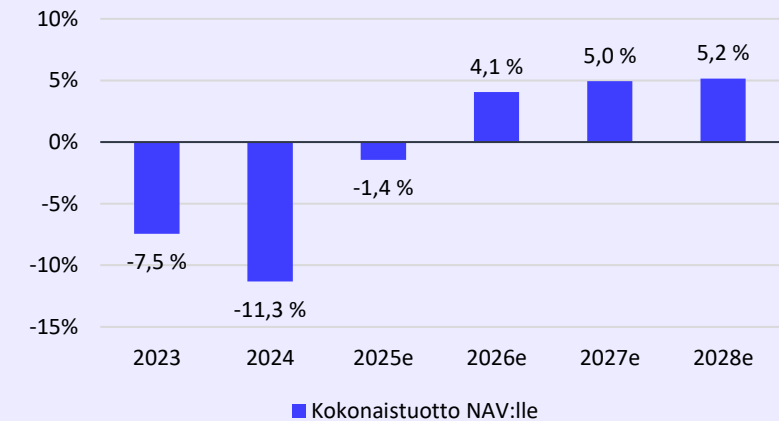
Kassavirta- ja osinkoennusteet

Ennusteissamme Asuntosalkun kassavirta ennen käyttöpääoman muutoksia (FFO) nousee tilikaudella 2025 jälleen positiiviseksi noin 0,9 MEUR:oon. Tilikausien 2026–2028 rahavirta vahvistuu laskevien rahoituskustannusten myötä ennusteissamme kuitenkin selvästi, ja ennustamme FFO:n asettuvan 2,7–3,5 MEUR:oon. Ennustamme Asuntosalkun alkavan maksaa jälleen osinkoja vuonna 2026 2,1 euroa osakkeelta. Ennustamme osingon vastaavan keskimäärin noin 67 %:n FFO:sta laskettua voitonjakosuhdetta. Mikäli osakkeen arvostustaso säilyy matalana kuten tällä hetkellä, arvioimme Asuntosalkun kanavoivan ennustamamme osingot omien osakkeiden ostoihin.

Osakekohtaiset NAV-ennusteet

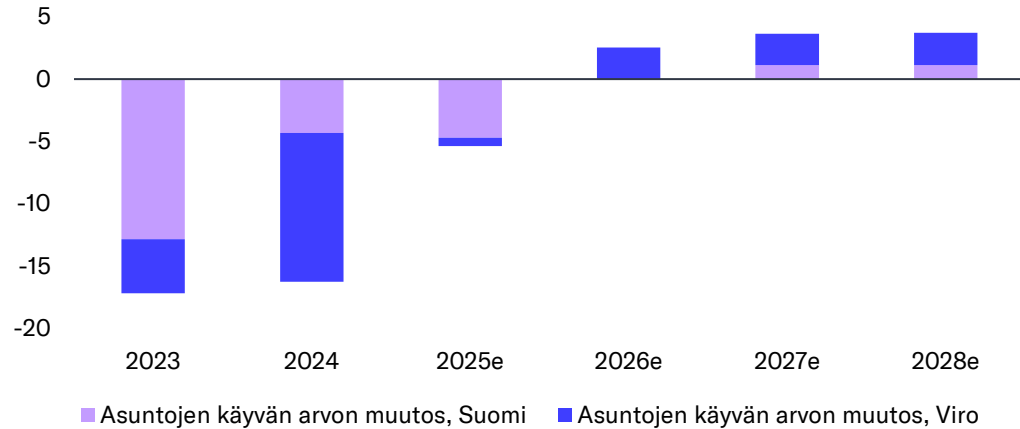


Kokonaistuotto NAV:lle

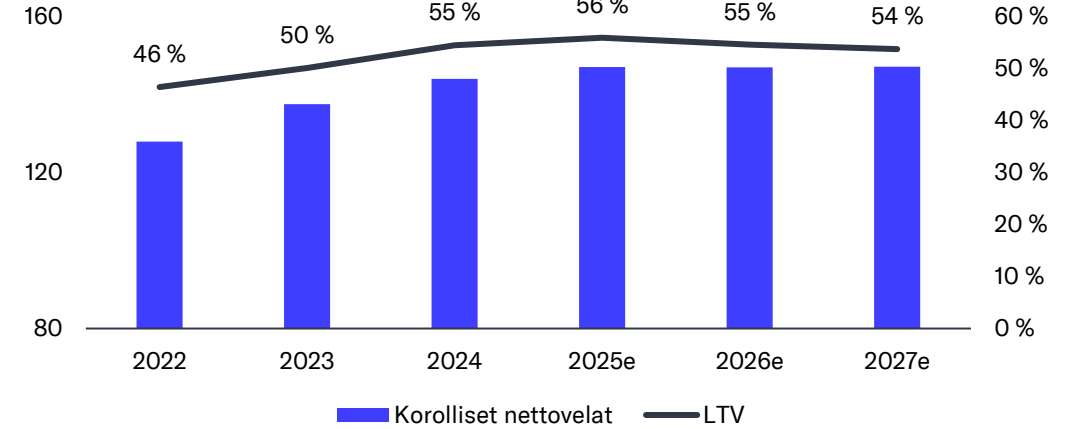


Ennusteet 3/7

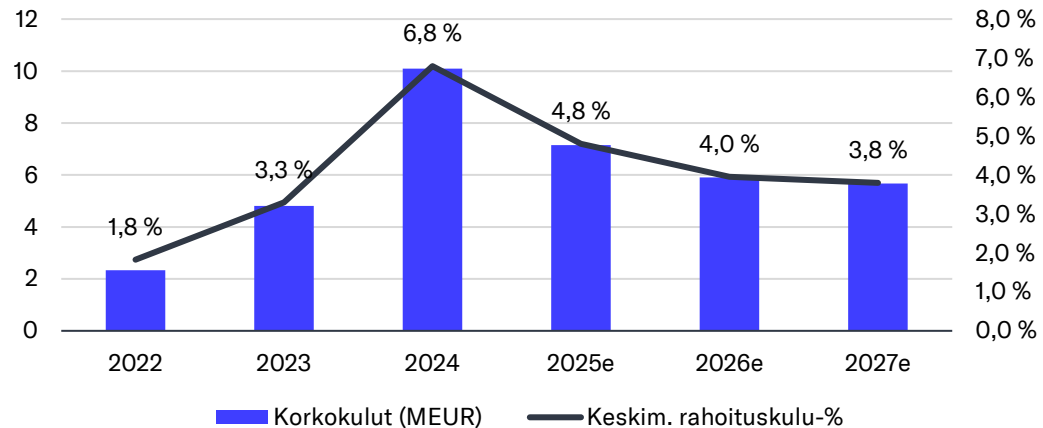
Sijoituskiinteistöjen käyvän arvon muutokset (MEUR)



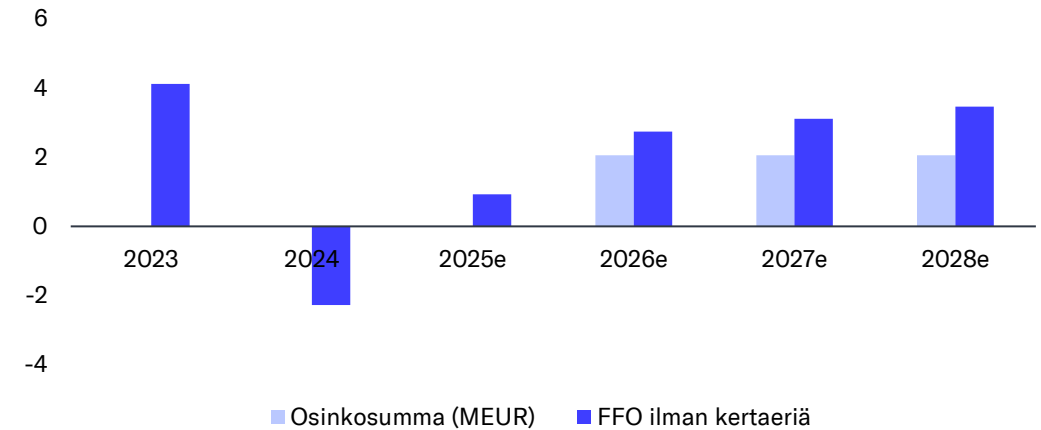
Korollisten nettovelkojen (MEUR) ja LTV:n kehitys



Korkokulut ja keskimääräinen rahoituskulu-%



FFO ja osinkosumma (MEUR)



Ennusteet 4/7 - Puolivuotisennusteet

Konsernituloslaskelma	H1'2022	H2'2022	H1'2023	H2'2023	H1'2024	H2'2024	H1'2025	H2'2025e
Liikevaihto								
Vuokratuotto	6,2	7,5	7,9	8,1	8,3	9,2	8,5	8,4
Sijoitusten realisoituneet luovutusvoitot	0,1	0,1	0,1	0,7	0,9	1,6	1,2	0,9
Muu myynti	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liikevaihto yhteensä	6,3	7,6	8,0	8,8	9,2	10,9	9,8	9,4
Liikevaihdon kasvu-%	6 %	26 %	27 %	15 %	15 %	24 %	6 %	-14 %
Liiketoiminnan muut tuotot								
Asuntojen käyvän arvon muutos, Suomi	9,7	-7,7	-6,6	-6,2	-5,6	1,3	-4,4	-0,3
Asuntojen käyvän arvon muutos, Viro	19,3	7,1	-3,4	-1,0	-3,4	-8,5	-1,1	0,4
Muut liiketoiminnan tuotot	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0
Liiketoiminnan muut tuotot yhteensä	29,0	-0,5	-9,9	-7,1	-8,9	-7,2	-5,4	0,1
Materiaalit ja palvelut								
Vastikkeet/vuokrat	-1,7	-2,1	-2,3	-2,3	-2,4	-2,5	-2,5	-2,4
Pienkorjaukset	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2
Muut ostot tilikauden aikana	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1	-0,2
Aineet, tarvikkeet ja ostot yhteensä	-1,9	-2,2	-2,5	-2,5	-2,7	-2,8	-2,8	-2,7
Välityspalkkiot	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,5	-0,3	-0,3
Muut ulkopuoliset palvelut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ulkopuoliset palvelut yhteensä	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,5	-0,3	-0,3
Materiaalit ja palvelut yhteensä	-2,0	-2,5	-2,7	-2,8	-3,0	-3,3	-3,1	-3,1
Henkilöstökulut	-0,3	-0,5	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-0,6	-0,6
Oikaistu EBITDA	3,5	2,6	4,1	4,4	4,1	4,5	4,4	4,3
% liikevaihdesta	55 %	34 %	52 %	50 %	45 %	41 %	45 %	46 %
EBITDA	32,5	2,1	-5,7	-2,0	-3,9	-1,1	0,2	5,3
% liikevaihdesta	515 %	28 %	-72 %	-23 %	-43 %	-11 %	2 %	57 %
Poistot ja arvonalentumiset yhteensä	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,2	-0,3
Liiketoiminnan muut kulut yhteensä	-0,4	-2,0	-0,5	-0,4	-0,5	-0,8	-0,5	-0,5
% liikevaihdesta	6,3 %	25,7 %	6,1 %	4,4 %	5,0 %	7,7 %	4,9 %	4,9 %
Liiketulos	32,4	1,9	-5,9	-2,3	-4,2	-1,5	-0,1	5,1
Korkotuotot	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0
Korkokulut ja muut rahoituskulut	-1,0	-1,3	-1,6	-3,2	-3,9	-6,2	-3,8	-3,4
Nettorahoituskulut	-1,0	-1,3	-1,6	-3,0	-3,8	-6,0	-3,7	-3,3
Tulos ennen veroja	31,3	0,7	-7,6	-5,3	-7,9	-7,5	-3,8	1,7
Tuloverot								
Katsauskauden verot	-0,6	0,0	-0,3	-0,2	-0,4	0,0	-0,3	-0,3
Laskennalliset verot käyvän arvon muutoksista	-1,9	1,5	1,3	1,2	1,1	-0,3	0,9	0,1
Laskennalliset verot tilikauden tappiosta	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,3	0,0	0,0
Tuloverot yhteensä	-2,5	1,4	1,0	1,1	0,7	0,1	0,6	-0,3
Katsauskauden tulos	28,9	2,1	-6,6	-4,2	-7,2	-7,4	-3,2	1,5

Ennusteet 5/7 - Puolivuotisennusteet

Tunnuslukujen täsmäytys	H1'2022	H2'2022	H1'2023	H2'2023	H1'2024	H2'2024	H1'2025e	H2'2025e
Vuokratuotto	6,2	7,5	7,9	8,1	8,3	9,2	8,5	8,4
-Vastikkeet/vuokrat	-1,7	-2,1	-2,3	-2,3	-2,4	-2,5	-2,5	-2,4
-Pienkorjaukset	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2
Nettovuokratuotto	4,4	5,4	5,6	5,7	5,7	6,5	5,8	5,8
% vuokratuotoista	71 %	71 %	70 %	70 %	69 %	71 %	69 %	69 %
Liikevoitto	32,4	1,9	-5,9	-2,3	-4,2	-1,5	-0,1	5,1
+Poistot ja arvonalentumiset	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,2	0,3
Käyttökate	32,5	2,1	-5,7	-2,0	-3,9	-1,1	0,2	5,3
-Sijoitusten realisoituneet luovutusvoitot	-0,1	-0,1	-0,1	-0,7	-0,9	-1,6	-1,2	-0,9
-Asuntojen käyvän arvon muutos, Viro	-19,3	-7,1	3,4	1,0	3,4	8,5	1,1	-0,4
-Asuntojen käyvän arvon muutos, Suomi	-9,7	7,7	6,6	6,2	5,6	-1,3	4,4	0,3
Oikaistu käyttökate	3,5	2,6	4,1	4,4	4,1	4,5	4,4	4,3
Kertaluonteiset liiketoiminnan muut kulut	-0,1	-1,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Oikaistu käyttökate ilman kertaeriä	3,6	4,2	4,1	4,4	4,1	4,5	4,4	4,3
Tilikauden voitto/tappio	28,9	2,1	-6,6	-4,2	-7,2	-7,4	-3,2	1,5
-Asuntojen käyvän arvon muutos, Viro	-19,3	-7,1	3,4	1,0	3,4	8,5	1,1	-0,4
-Asuntojen käyvän arvon muutos, Suomi	-9,7	7,7	6,6	6,2	5,6	-1,3	4,4	0,3
Laskennalliset verot käyvän arvon muutoksista	1,9	-1,5	-1,3	-1,2	-1,1	0,3	-0,9	-0,1
Realisoitunut voitto/tappio	1,8	1,1	2,1	1,8	0,6	0,2	1,4	1,3
Kertaluonteiset liiketoiminnan muut kulut	-0,1	-1,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kertakulujen vaikutus tuloveroon	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Realistoinut voitto/tappio ilman kertaeriä	1,9	2,3	2,1	1,8	0,6	0,2	1,4	1,3
Oikaistu käyttökate	3,5	2,6	4,1	4,4	4,1	4,5	4,4	4,3
Maksetut korot	-1,0	-1,3	-1,4	-2,5	-3,8	-6,7	-4,0	-3,4
Maksetut verot	-0,5	-0,2	-0,4	-0,1	-0,3	0,1	-0,1	-0,3
Kassavirta ennen käyttö pääoman muutosta (FFO)	1,9	1,2	2,3	1,8	0,0	-2,2	0,3	0,6
Kertaluonteiset liiketoiminnan muut kulut	-0,1	-1,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kertakulujen vaikutus tuloveroon	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FFO ilman kertaeriä	2,0	2,4	2,3	1,8	0,0	-2,2	0,3	0,6
FFO-kate, % ilman kertaeriä	32 %	32 %	29 %	21 %	0 %	-20 %	3 %	7 %

Ennusteet 6/7 - Vuosiennusteet

Konsernituloslaskelma	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto										
Vuokratuotto	10,8	11,5	11,9	13,7	16,0	17,5	17,0	17,3	17,7	18,1
Sijoitusten realisoituneet luovutusvoitot	0,8	0,0	0,1	0,2	0,8	2,6	2,1	0,0	0,0	0,0
Muu myynti	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Liikevaihto yhteensä	11,7	11,5	12,0	14,0	16,8	20,1	19,2	17,4	17,8	18,1
Liikevaihdon kasvu-%		-1 %	4 %	16 %	21 %	19 %	-5 %	-9 %	2 %	2 %
Liiketoiminnan muut tuotot										
Asuntojen käyvän arvon muutos, Suomi	0,0	0,0	0,0	2,0	-12,8	-4,3	-4,7	0,0	1,1	1,1
Asuntojen käyvän arvon muutos, Viro	1,1	0,4	6,1	26,4	-4,3	-11,9	-0,7	2,5	2,5	2,6
Muut liiketoiminnan tuotot	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Liiketoiminnan muut tuotot yhteensä	1,1	0,5	6,1	28,5	-17,0	-16,1	-5,3	2,6	3,7	3,8
Materiaalit ja palvelut										
Vastikkeet/vuokrat	-2,9	-2,9	-3,1	-3,7	-4,6	-4,9	-5,0	-5,0	-5,1	-5,2
Pienkorjaukset	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Muut ostot tilikauden aikana	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2
Aineet, tarvikkeet ja ostot yhteensä	-3,1	-3,2	-3,4	-4,1	-5,0	-5,6	-5,5	-5,5	-5,6	-5,7
Välityspalkkiot	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,6	-0,6	-0,7	-0,6	-0,6	-0,6
Muut ulkopuoliset palvelut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ulkopuoliset palvelut yhteensä	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,6	-0,6	-0,7	-0,6	-0,6	-0,6
Materiaalit ja palvelut yhteensä	-3,5	-3,6	-3,8	-4,5	-5,5	-6,2	-6,2	-6,1	-6,2	-6,3
Henkilöstökulut	-0,4	-0,5	-0,6	-0,9	-1,2	-1,4	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2
Oikaistu EBITDA	6,3	6,8	7,0	6,1	8,6	8,6	8,7	9,2	9,5	9,7
% liikevaihdesta	54 %	59 %	58 %	44 %	51 %	43 %	46 %	53 %	53 %	53 %
EBITDA	8,2	7,3	13,2	34,7	-7,8	-5,1	5,5	11,8	13,1	13,4
% liikevaihdesta	70 %	63 %	109 %	248 %	-46 %	-25 %	29 %	68 %	74 %	74 %
Poistot ja arvonalentumiset yhteensä	-0,2	-0,2	-0,3	-0,4	-0,4	-0,6	-0,5	-0,4	-0,4	-0,3
Liiketoiminnan muut kulut yhteensä	-0,7	-0,7	-0,6	-2,4	-0,9	-1,3	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0
% liikevaihdesta	6 %	6 %	5 %	17 %	5 %	6 %	5 %	5 %	5 %	5 %
Liiketulos	8,0	7,1	12,9	34,3	-8,2	-5,6	5,0	11,3	12,7	13,1
Korkotuotot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,3	0,2	0,1	0,0	0,0
Korkokulut ja muut rahoituskulut	-3,1	-2,1	-1,8	-2,3	-4,8	-10,1	-7,1	-5,9	-5,7	-5,4
Nettorahoituskulut	-3,1	-2,1	-1,8	-2,3	-4,6	-9,8	-7,0	-5,8	-5,6	-5,4
Tulos ennen veroja	4,9	4,9	11,1	32,0	-12,8	-15,4	-2,0	5,5	7,1	7,7
Tuloverot										
Katsauskauden verot	-0,8	-0,7	-0,9	-0,7	-0,5	-0,2	-0,7	-0,6	-0,7	-0,8
Laskennalliset verot käyvän arvon muutoksista	0,0	0,0	0,0	-0,4	2,6	0,9	0,9	0,0	-0,2	-0,2
Laskennalliset verot tilikauden tappiosta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Tuloverot yhteensä	-0,8	-0,7	-0,9	-1,1	2,1	1,0	0,3	-0,6	-0,9	-1,0
Katsauskauden tulos	4,1	4,2	10,1	30,9	-10,8	-14,6	-1,7	4,9	6,2	6,7

Ennusteet 7/7 - Vuosiennusteet

Tunnuslukujen täsmäytys	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Vuokratuotto	10,8	11,5	11,9	13,7	16,0	17,5	17,0	17,3	17,7	18,1
-Vastikkeet/vuokrat	-2,9	-2,9	-3,1	-3,7	-4,6	-4,9	-5,0	-5,0	-5,1	-5,2
-Pienkorjaukset	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Nettovuokratuotto	7,8	8,4	8,6	9,8	11,2	12,3	11,7	12,0	12,3	12,6
% vuokratuotoista	72 %	73 %	72 %	71 %	70 %	70 %	69 %	69 %	70 %	70 %
Liikevoitto	8,0	7,1	12,9	34,3	-8,2	-5,6	5,0	11,3	12,7	13,1
+Poistot ja arvonalentumiset	0,2	0,2	0,3	0,4	0,4	0,6	0,5	0,4	0,4	0,3
Käyttökate	8,2	7,3	13,2	34,7	-7,8	-5,1	5,5	11,8	13,1	13,4
-Sijoitusten realisoituneet luovutusvoitot	-0,8	0,0	-0,1	-0,2	-0,8	-2,6	-2,1	0,0	0,0	0,0
-Asuntojen käyvän arvon muutos, Viro	-1,1	-0,4	-6,1	-26,4	4,3	11,9	0,7	-2,5	-2,5	-2,6
-Asuntojen käyvän arvon muutos, Suomi	0,0	0,0	0,0	-2,0	12,8	4,3	4,7	0,0	-1,1	-1,1
Oikaistu käyttökate	6,3	6,8	7,0	6,1	8,6	8,6	8,7	9,2	9,5	9,7
Kertaluonteiset liiketoiminnan muut kulut	0,0	0,0	0,0	-1,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Oikaistu käyttökate ilman kertaeriä	6,3	6,8	7,0	7,8	8,6	8,6	8,7	9,2	9,5	9,7
Tilikauden voitto/tappio	4,1	4,2	10,1	30,9	-10,8	-14,6	-1,7	4,9	6,2	6,7
-Asuntojen käyvän arvon muutos, Viro	-1,1	-0,4	-6,1	-26,4	4,3	11,9	0,7	-2,5	-2,5	-2,6
-Asuntojen käyvän arvon muutos, Suomi	0,0	0,0	0,0	-2,0	12,8	4,3	4,7	0,0	-1,1	-1,1
Laskennalliset verot käyvän arvon muutoksista	0,0	0,0	0,0	0,4	-2,6	-0,9	-0,9	0,0	0,2	0,2
Realisoitunut voitto/tappio	3,0	3,8	4,0	2,9	3,8	0,8	2,7	2,4	2,8	3,2
Kertaluonteiset liiketoiminnan muut kulut	0,0	0,0	0,0	-1,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kertakulujen vaikutus tuloveroon	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Realistoinut voitto/tappio ilman kertaeriä	3,0	3,8	4,0	4,3	3,8	0,8	2,7	2,4	2,8	3,2
Oikaistu käyttökate	6,3	6,8	7,0	6,1	8,6	8,6	8,7	9,2	9,5	9,7
Maksetut korot	-2,9	-2,1	-1,8	-2,3	-4,0	-10,1	-7,1	-5,9	-5,7	-5,4
Maksetut verot	-0,7	-0,7	-1,0	-0,7	-0,5	-0,2	-0,7	-0,6	-0,7	-0,8
Kassavirta ennen käyttö pääoman muutosta (FFO)	2,7	4,0	4,2	3,1	4,1	-1,6	0,9	2,7	3,1	3,5
Kertaluonteiset liiketoiminnan muut kulut	0,0	0,0	0,0	-1,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kertakulujen vaikutus tuloveroon	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FFO ilman kertaeriä	2,7	4,0	4,2	4,4	4,1	-1,6	0,9	2,7	3,1	3,5
FFO-kate, % ilman kertaeriä	23 %	35 %	35 %	32 %	24 %	-8 %	5 %	16 %	18 %	19 %
Avainluvut	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Sijoituskiinteistöt	169	179	197	275	274	264	263	269	274	279
Korollinen nettovelka	85	100	102	128	138	144	147	147	147	146
Oikaistu NAV	61	71	101	152	137	121	118	123	127	132
NAV	61	71	98	148	135	120	118	123	127	132
LTV	50 %	56 %	52 %	46 %	50 %	55 %	56 %	55 %	54 %	52 %
Omavaraisuusaste	37 %	40 %	45 %	50 %	47 %	44 %	44 %	45 %	46 %	47 %
Oman pääoman tuotto-% (ROE)				25,2 %	-7,6 %	-11,5 %	-1,4 %	4,1 %	4,9 %	5,2 %
EPS (raportoitu)	-	-	13,33	34,16	-10,91	-14,81	-1,75	5,00	6,28	6,80
Osinko per osake	6,2	6,4	6,5	2,10	0,00	0,00	0,00	2,10	2,10	2,10
FFO per osake			-	4,88	4,18	-1,66	0,94	2,80	3,18	3,53
Osingonjakosuhte FFO:sta	-	-	-	47 %	0 %	0 %	0 %	75 %	66 %	59 %
Kokonaistuotto NAV:lle	-	6 %	12 %	24 %	-7 %	-11,3 %	-1,4 %	4,1 %	5,0 %	5,2 %
Oikaistu NAV/osake	122	125	160	154	139	123	121	126	130	135
Oikaistu NAV/osake kasvu	-	2 %	28 %	-4 %	-10 %	-11 %	-2 %	4 %	4 %	4 %
NAV/osake	122	125	155	150	137	122	120	125	130	134

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	277	265	265	270	275
Liikearvo	0	0	0	0	0
Aineettomat hyödykkeet	0	0	0	0	0
Käyttöomaisuus	2	2	2	2	1
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0	0	0	0	0
Muut sijoitukset	274	263	263	269	273
Muut pitkäaikaiset varat	0	0	0	0	0
Laskennalliset verosaamiset	0	0	0	0	0
Vaihtuvat vastaavat	12	5	4	3	4
Vaihto-omaisuus	0	0	0	0	0
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0	0
Myyntisaamiset	0	1	1	1	1
Likvidit varat	12	4	2	2	2
Taseen loppusumma	289	271	269	274	278

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	135	120	118	123	127
Osakepääoma	94	94	93	93	93
Kertyneet voittovarot	41	26	25	29	34
Oman pääoman ehtoiset lainat	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	0	0	0	0	0
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	49	146	148	148	148
Laskennalliset verovelat	2	1	0	0	0
Varaukset	0	0	0	0	0
Korolliset velat	47	145	148	148	148
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	0	0	0	0	0
Lyhytaikaiset velat	105	5	3	3	3
Korolliset velat	102	3	1	1	1
Lyhytaikaiset korottomat velat	3	1	1	1	1
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0	0	0
Taseen loppusumma	289	271	269	274	278

Arvonmääritys 1/4

Arvonmäärityksen yhteenveto

Perustamme Asuntosalkun arvonmäärityksen pääasiassa tase- ja tuottooperusteiseen arvostustarkasteluun. Pohjoismaiselta listatulta kiinteistösektorilta löytyy runsas joukko ruotsalaisia ja suomalaisia asuntosijoitusyhtiöitä, ja vaikka yhtiöt toimivat eri maissa, verrokkiryhmä antaa mielestämme kohtuullisen kuvan Asuntosalkulle hyväksyttävästä arvostustasosta. Ryhmästä parhaiksi verrokeiksi nousevat mielestämme Kojamo sekä Saton pääomistaja Balder (56 % omistusosuus), sillä molemmilla yhtiöillä on merkittäviä asuntosijoituksia Suomessa.

Asuntosalkun arvostus on painunut taseperusteisesti absoluuttisesti hyvin houkuttelevalle tasolle. Verrokkeihin nähden arvostus on taseperusteisesti houkutteleva ja kassavirtaperusteisesti preemiolla tai neutraali. Korot ovat kääntyneet selvään laskuun, mikä on jo vaikuttanut positiivisesti kiinteistösektorin yhtiöiden arvostuksiin Pohjoismaissa. Korkojen lasku vaikuttaa positiivisesti valuaatioihin, mutta laskee myös korkeita korkokustannuksia, jotka syövät merkittävän osan Asuntosalkun kassavirrasta tällä hetkellä. Korkojen suuntaan liittyy edelleen merkittävästi epävarmuutta, ja sijoittajan korkonäkemyksellä onkin merkittävä vaikutus Asuntosalkkua sijoituskohteena punnittaessa.

Asuntosalkku on mielestämme mielenkiintoinen osake pitkäjänteiselle sijoittajalle, joka haluaa ottaa näkemystä asuntomarkkinaan, erityisesti sen laadukkaan Tallinnan portfolion takia. Keskeisiä ajureita arvon purkautumiseksi olisivat mielestämme korkotason lasku, jatkuvat voitolliset myynnit sekä omien osakkeiden ostot.

Eri arvostusmenetelmämme indikoivat Asuntosalkun osakekannan arvoksi 78–126 euroa osakkeelta. Haarukan yläreuna heijastelee arviotamme taseen käyvästä arvosta

realisoituna ja historiallista kiinteistösektorin arvostustasoa. Alareuna taas pohjautuu verrokkiryhmän vuosien 2025–26 EBITDA/EV-tuottotasoon. Eri arvonmääritysmenetelmiemme keskipiste on 96 euroa. Tavoitehintamme (92 euroa) jää hieman haarukan keskikohdan alle, koska näemme heikon kassavirran rajoittavan nousuvaraa vielä lyhyellä aikavälillä. Näemme tuotto-riskisuhteen houkuttelevan, jonka takia toistamme lisää-suosituksemme.

Taseperusteinen arvostus

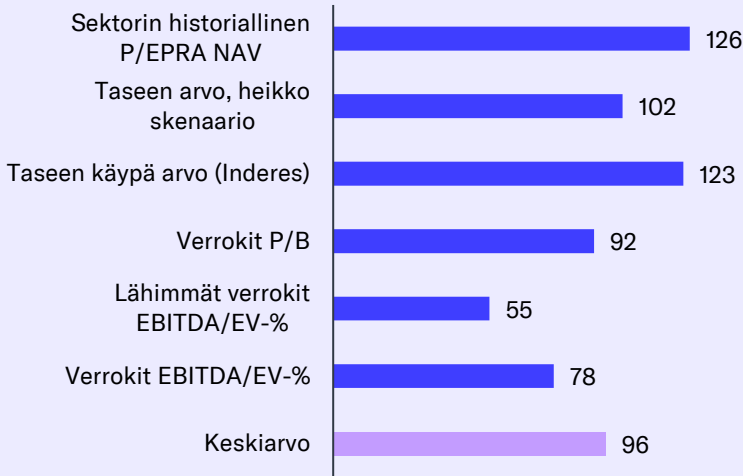
Kiinteistösijoitusyhtiöiden arvostusta tarkastellaan tyypillisesti tasesubstanssin eli nettovarallisuuden (Net Asset Value, NAV) kautta. IFRS:n mukainen NAV vastaa raportoitua omaa pääomaa, ja siihen päästään, kun taseen varallisuudesta vähennetään yhtiön velat. IFRS NAV:n sijaan kiinteistösijoitusyhtiöiden arvostusta lähestytään tyypillisesti EPRA NAV:n kautta, jossa kiinteistöjen laskennallisista arvomuutoksista syntyneet verovelat jätetään huomioimatta. EPRA NAV kuvastaa ikään kuin tilannetta, jossa kiinteistöt olisivat yhtiöiden ikuisessa omistuksessa, eikä arvonnoususta syntynyt verovelka pääsisi realisoitumaan. Asuntosalkun raportoima oikaistu NAV on linjassa EPRA NAV:n laskentaperiaatteiden kanssa. Mielestämme Asuntosalkun tapauksessa IFRS-NAV:n tarkastelu on mielekkäämpää, koska se vastaa arvoa, jolla kiinteistöt saataisiin realisoitua.

Asuntosalkun tapauksessa on kuitenkin hyvä huomioida, että yhtiö ei kirjaa laskennallisia verovelkoja Tallinnan realisoitumattomista arvomuutoksista. Laskennallista verovelkaa ei synny virolaisessa tytäryhtiössä, koska Viron verokanta on 0 % tuloksesta ja yritysverotus pohjautuu voitonjakoon. Yhtiöllä ei ole ennustettavissa olevassa tulevaisuudessa suunnitelmaa jakaa varoja Linnakodulta emoyhtiölle realisoitumattomaan voittoon perustuen, jonka takia se ei ole kirjannut niistä laskennallisia verovelkoja.

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	82,0	82,0	82,0
Osakemäärä, milj. kpl	0,98	0,98	0,98
Markkina-arvo	80	80	80
Yritysarvo (EV)	227	227	227
EBITDA/EV-%	3,8 %	4,1 %	4,2 %
P/NAV (oikaistu)	0,68	0,65	0,63
FFO-tuotto	1,1 %	3,4 %	3,9 %
P/B	0,68	0,65	0,63
EV/EBITDA	41,2	19,3	17,3
Osinkotuotto-%	0,0 %	2,6 %	2,6 %

Lähde: Inderes

Arvonmäärityksen yhteenveto (€/osake)



Arvonmääritys 2/4

Tallinnan portfolioon kohdistuvia realisoitumattomia arvonmuutoksia oli H1'25 lopussa 17,8 MEUR, johon kohdistuva verorasitus olisi maksimissaan 3,6 MEUR, mikäli se jaettaisiin osinkoina emoyhtiölle. Asuntosalkku pystyisi palauttamaan suurimman osan Viron tytäryhtiöiden varoista SVOP:n (sijoitettu vapaa oma pääoma) palautuksina, jolloin siitä ei ymmärryksemme mukaan syntyisi veroseuraamuksia. Asuntosalkun omien osakkeiden ostoja rajoittaa emoyhtiön jakokelpoiset varat, joita oli tilikauden 2024 lopussa 2,8 MEUR.

Kiinteistöportfolion tasearvostus kääntynyt mielestämme aliarvostuksen puolelle

Arviomme mukaan Asuntosalkun kiinteistöportfolio on tällä hetkellä arvostettu 4 % alle sen käyvän arvon. Alennus tulee Tallinnan portfolioista, jonka käyvän arvon näemme olevan nykyistä melko selvästi korkeampi (121 MEUR vs. 104,2 MEUR). Näkemystämme tukevat yhtiön tekemät, selvästi tasearvon ylittävät asuntomyynnit. Suomen portfolioon taas näemme

olevan hieman yliarvostettu nykyisessä markkinatilanteessa (154 MEUR vs 157,9 MEUR). Kassavirtalaskelmiin perustuvat arvonmääritykset on käyty tarkemmin läpi seuraavilla sivuilla.

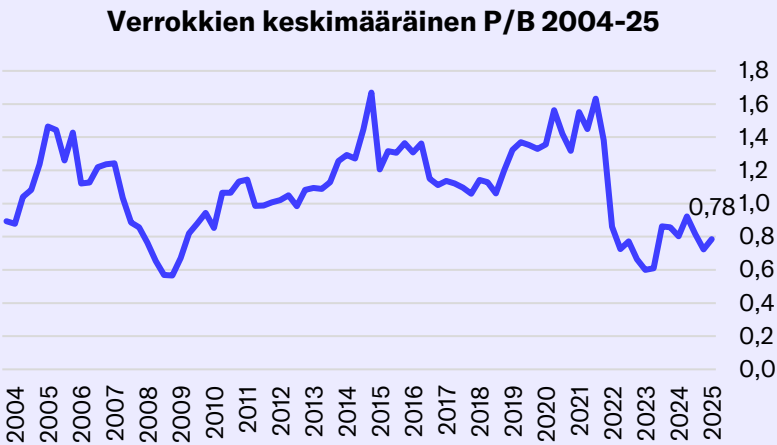
Asuntosalkku arvostetaan suhteessa arvioimaamme käypään arvoon kertoimella 0,67x. NAV-alennus on näin -33 % ja tasealennus -15 %. Osakkeen nousuvaraksi käännettynä 33 %:n tasealennus vastaa 50 % nousuvaraa, mikäli osake hinnoiteltaisiin linjassa NAV:n kanssa. Absoluuttisesti arvostustaso on mielestämme matala ja näemme siinä nousuvaraa. Nousuvaraa kaventaa kuitenkin ennusteissamme lähivuosina matalaksi jäävä kassavirta (FFO-tuotto 2026–27 ka. 3,7 %) ja kokonaistuotto NAV:lle (2026–27 ka. 4,5 %). Korkotason laskettua näemme kuitenkin nykyisen tasepohjaisen arvostustason matalana, joka saa myös tukea lähivuosien tulostuotosta (E/P 2026e–27e: 6,2–7,9 %). Tämä tulostuotto on mielestämme houkutteleva matalariskiselle asuntosijoitusyhtiölle. Arvostusta himmentää se, että joudumme katsomaan yli kuluvan tilikauden lukujen.

Tasearvostus on verrokkien valossa houkutteleva

Asuntosalkun verrokkiryhmä arvostetaan tällä hetkellä taaksepäin katsoen P/B 0,81x, joka on suhteessa Asuntosalkun 0,69x tasoon 17 %:n preemiolla. Mikäli sovellamme verrokkiryhmän NAV-hinnoittelua Asuntosalkulle H1'25:n nettovarallisuuteen (118 €/osake) ja arvioimaamme tämän hetkiseen käypään osakekohtaiseen NAV-arvoon (123 €/osake), muodostuisi osakkeen arvoksi 96–100 euroa.

Lähimmät verrokkit Kojamo ja Balder arvostetaan puolestaan tällä hetkellä toteutuneella P/B-luvulla noin 0,68–0,87x arvostuksella. Näiden yhtiöiden arvostusta ja määrittämäämme portfolioon käypää arvoa soveltaen Asuntosalkun osakkeen arvo olisi 84–107 euroa.

Portfolioiden arvonmääritysskenaariot	H1'25	Konservatiivinen	Käypä arvo (Inderes)	Optimistinen
Suomi	157,9	145,2	152,8	161,1
Tallinna valmiit	104,2	104,2	121,0	130
Koko kiinteistöportfolion arvo	262,1	249,4	273,8	291,1
Suhteessa nykyarvoon	0 %	-5 %	4 %	11 %
Muut varat	4,1	4,1	4,1	4,1
Velat	149,4	149,4	149,4	149,4
NAV	116,8	104,1	128,5	145,8
NAV per osake	118,4	105,5	130,3	147,7
Suhteessa nykyarvoon	0 %	-11 %	10 %	25 %
Tallinnan maks verovelat	3,6	3,6	6,9	8,7
NAV huomioiden Tallinnan "verovelat"	113	101	122	137
Per osake	114,8	101,9	123,2	138,9
Suhteessa nykyarvoon	-3 %	-14 %	4 %	17 %



Arvonmääritys – Tallinnan portfolio

Inderes näkemys	Lähtötilanne	Vuosi 1	Vuosi 2	Vuosi 3	Vuosi 4	Vuosi 5	Vuosi 6	Vuosi 7	Vuosi 8	Vuosi 9	Vuosi 10	Term.
Bruttotuottopotentiali	5,3	5,4	5,5	5,6	5,8	5,9	6,0	6,1	6,3	6,4	6,5	6,7
Vajaakäyttöaste	2,6 %	2,6 %	2,6 %	2,6 %	2,6 %	2,6 %	2,6 %	2,6 %	2,6 %	2,6 %	2,6 %	2,6 %
- Vajaakäyttövähennys	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Bruttotuotto	5,1	5,3	5,4	5,5	5,6	5,7	5,8	6,0	6,1	6,2	6,4	6,5
- Ylläpitokustannukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotuotto (NOI I)	5,1	5,2	5,3	5,5	5,6	5,7	5,8	5,9	6,1	6,2	6,3	6,5
- Ajanmukaistamiskustannukset	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7
Nettotuotto (NOI II)	4,6	4,7	4,8	4,9	5,0	5,1	5,2	5,3	5,4	5,5	5,7	5,8
Nykyarvo		4,4	4,2	4,0	3,9	3,7	3,6	3,4	3,3	3,2	3,1	
Kassavirta vuonna 11	5,8											
Jäännösarvo	130,1											
Jäännösarvon nykyarvo	84,2											
10 vuoden kassavirran nykyarvo	36,8											
KOHTEEN MARKKINA-ARVO	121,0											
Keskeiset parametrit												
Vuokrattava pinta-ala	25 351											
Kassavirran tuottovaatimus, %	4,38 %											
Jäännösarvon tuottovaatimus, %	4,45 %											
Keskimääräinen vuokrausaste	97,4 %											
Inflaatio-oletus, %	2,0 %											
Markkinavuokrien muutos vuodessa, %	2,2 %											
Kulujen muutos vuodessa, %	2,0 %											
Vuokrat, €/m2/kk	17,36											
Hoitokulut, €/m2/kk	0,10											
Ajanmukaistamiskustannukset, €/m2/kk	1,80											

Lähde: Inderes

Tallinnan portfolio

- Inderes näkemys Tallinnan portfolion arvosta, jolla se saataisiin realisoitua nykyisessä markkinatilanteessa:
 - 121,0 MEUR.** Laskelman parametrit on kuvattu vasemmalla. Keskeisin muutos on painotetun tuottovaatimuksen lasku 4,99 % → 4,40 %.
- Hyväksymämme tuottovaatimus perustuu pääkaupunkiseudun prime-kohteiden tuottovaatimukseen (4,4 %) sekä yhtiön tekemiin myynteihin Tallinnassa (~4,0%).
- Mikäli yhtiö myisi kaikki asunnot omistusasuntomarkkinoille ja korkotaso vakiintuisi nykytasolle, tuottovaatimus voisi mielestämme olla matalampikin kuin 4,40 %. Yhtiö onkin antanut tästä myös kohtuullisesti näyttöä. Muiden tekijöiden pysyessä ennallaan, 4,10 %:n tuottovaatimuksella arvo olisi **130,0 MEUR.**

Arvonmääritys – Asuntosalkku Oy

Inderes näkemys	Lähtötilanne	Vuosi 1	Vuosi 2	Vuosi 3	Vuosi 4	Vuosi 5	Vuosi 6	Vuosi 7	Vuosi 8	Vuosi 9	Vuosi 10	Term.
Bruttotuottopotentiali	9,0	9,2	9,4	9,6	9,8	10,0	10,3	10,5	10,7	11,0	11,2	11,5
Vaajakäyttöaste	2,3 %	2,3 %	2,3 %	2,3 %	2,3 %	2,3 %	2,3 %	2,3 %	2,3 %	2,3 %	2,3 %	2,3 %
- Vaajakäyttövähennys	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3
Bruttotuotto	8,7	9,0	9,2	9,4	9,6	9,8	10,0	10,3	10,5	10,7	11,0	11,2
- Ylläpitokustannukset	-2,5	-2,6	-2,6	-2,7	-2,7	-2,8	-2,8	-2,9	-3,0	-3,0	-3,1	-3,1
Nettotuotto (NOI I)	6,2	6,4	6,5	6,7	6,8	7,0	7,2	7,4	7,5	7,7	7,9	8,1
- Ajanmukaistamiskustannukset	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,2	-1,2
Nettotutto (NOI II)	5,3	5,4	5,5	5,7	5,8	6,0	6,1	6,3	6,4	6,6	6,7	6,9
Nykyarvo		5,0	4,8	4,6	4,4	4,2	4,0	3,9	3,7	3,5	3,4	

Kassavirta vuonna 11	6,9
Jäännösarvo	131,7
Jäännösarvon nykyarvo	79,0
10 vuoden kassavirran nykyarvo	41,6
KOHTEN MARKKINA-ARVO	120,6

Keskeiset parametrit	
Vuokrattava pinta-ala	43 286
Kassavirran tuottovaatimus, %	5,14 %
Jäännösarvon tuottovaatimus, %	5,24 %
Keskimääräinen vuokrausaste	97,7 %
Inflaatio-oletus, %	2,0 %
Markkinavuokrien muutos vuodessa, %	2,3 %
Kulujen muutos vuodessa, %	2,0 %
Vuokrat, €/m2/kk	17,24
Hoitokulut, €/m2/kk	4,86
Ajanmukaistamiskustannukset, €/m2/kk	1,85

Arvonmääritysskenaarioita, koko Suomen portfolio	Tasearvo H1'25	Realisointiarvo nyky- markkinassa	Asteittain paraneva markkina	SATO:n parametrit	Kojamon parametrit
Painotettu tuottovaatimus	5,19 %	5,19 %	4,94 %	4,34 %	4,57 %
Inflaatio-oletus	2,0 %	2,0 %	2,0 %	1,8 %	2,0 %
Vuokrien kasvuoletus	3,0 %	2,3 %	2,3 %	2,3 %	2,6 %
Kulujen kasvuoletus	2,2 %	2,0 %	2,0 %	2,3 %	2,5 %
Vuokrausaste	97,2 %	97,7 %	97,7 %	98,0 %	97,2 %
Käypä arvo (MEUR)	157,9	145,2	154,0	175,4	166,5
Inderoksen arvonmäärityksessä annettu paino	17,5 %	50,0 %	17,5 %	7,5 %	7,5 %
Painotettu arvonmääritysnäkemys	152,8				

Suomen koko portfolio

- Inderesin näkemys Suomen portfolion arvosta, jolla se saataisiin realisoitua nykyisessä markkinatilanteessa:
 - 145,2 MEUR.** Laskelman parametrit on kuvattu vasemmalla. Keskeisin muutos on vuokrien kasvun lasku 3,0 %→ 2,3 %.
 - Emme kuitenkaan usko, että arvot painuvat tänne asti. Korkojen vakiintuessa nykytasolle ja asuntomarkkinan jälleen piristyessä, näkisimme Asuntosalkun tuottovaatimuksissa jonkin verran laskuvaraa lähivuosina. Mielestämme painotettu tuottovaatimus voisi laskea nykyisestä 5,19 % → 4,94 %:iin. Tällä tuottovaateella arvo olisi **154 MEUR.**
 - Hyvä tapa tutkia arvonmääritysmenetelmien konservatiivisuutta on soveltaa keskeisten verrokkien arvonmääritysparametreja Asuntotosalkun kassavirtalaskelmaan.
 - Mikäli käytämme Saton arvonmääritysparametreja (*tuottovaatimus 4,34 %, inflaatio-oletus 1,8 %, vuokrien ja kulujen kasvu 2,3 %*), saamme Asuntosalkun Suomen portfolion arvoksi **175,4 MEUR**
 - Mikäli sovellamme Kojamon koko portfolion arvonmääritysparametrejä (*kassavirran tuottovaatimus 4,49 % ja jäännösarvon tuottovaatimus 4,64 %, inflaatio-oletus 2,0 %, vuokrien kasvu 2,6 %, kulujen kasvu 2,5 %*), saamme Asuntosalkun Suomen portfolion arvoksi **166,5 MEUR**
- Portfolioiden asuntokannan maantieteellisen jakauman ja iän ollessa kohtuullisen lähellä toisiaan, voidaan mielestämme todeta, että Asuntosalkun Suomen portfolion käyvät arvot perustuvat verrokkeja konservatiivisimpiin arvioihin

Painotettu arvonmääritysnäkemys: 152,8 MEUR

Arvonmääritys – Suomen Asuntovarainhoito Oy

Inderes näkemys	Lähtötilanne	Vuosi 1	Vuosi 2	Vuosi 3	Vuosi 4	Vuosi 5	Vuosi 6	Vuosi 7	Vuosi 8	Vuosi 9	Vuosi 10	Term.
Bruttotuottopotentiali	2,1	2,2	2,2	2,3	2,3	2,4	2,4	2,5	2,5	2,6	2,6	2,7
Vajaakäyttöaste	2,3 %	2,3 %	2,3 %	2,3 %	2,3 %	2,3 %	2,3 %	2,3 %	2,3 %	2,3 %	2,3 %	2,3 %
- Vajaakäyttövähennys	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Bruttotuotto	2,1	2,1	2,1	2,2	2,2	2,3	2,4	2,4	2,5	2,5	2,6	2,6
- Ylläpitokustannukset	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
Nettotuotto (NOI I)	1,4	1,4	1,5	1,5	1,5	1,6	1,6	1,6	1,7	1,7	1,8	1,8
- Ajanmukaistamiskustannukset	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Nettotutto (NOI II)	1,1	1,1	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,3	1,3	1,3	1,4	1,4
Nykyarvo		1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	
Kassavirta vuonna 11	1,4											
Jäännösarvo	26,8											
Jäännösarvon nykyarvo	16,1											
10 vuoden kassavirran nykyarvo	8,5											
KOHTEEN MARKKINA-ARVO	24,5											
Keskeiset parametrit												
Vuokrattava pinta-ala	10 992											
Kassavirran tuottovaatimus, %	5,16 %											
Jäännösarvon tuottovaatimus, %	5,26 %											
Keskimääräinen vuokrausaste	97,7 %											
Inflaatio-oletus, %	2,0 %											
Markkinavuokrien muutos vuodessa, %	2,3 %											
Kulujen muutos vuodessa, %	2,0 %											
Vuokrat, €/m2/kk	15,94											
Hoitokulut, €/m2/kk	5,06											
Ajanmukaistamiskustannukset, €/m2/kk	2,43											

Lähde: Inderes

Suomen portfolion arvonmääritys

Suomen Asuntovarainhoito Oy:n portfolion kassavirtalaskelma. Tämä on osa edellisen sivun Suomen koko portfolion arvonmääritystä.

Arvonmääritys 3/4

Yhtiön tase olisi realisoituna nykyistä osakekurssia selkeästi arvokkaampi

Kuten edellä kävimme läpi, näemme Asuntosalkun taseen olevan kokonaisuutena hieman aliarvostettu tällä hetkellä, mikäli korkotaso vakiintuu nykytasolle. Asuntosalkku on myynyt Tallinnassa yhteensä 69 asuntoa tilikausina 2023-2025/YTD keskimäärin noin 21,8 % tasearvoa korkeammin myyntihinnoin. Taseen arvo realisoituna olisikin nähdäksemme nykyistä pörssihinnoittelua huomattavasti korkeampi. Yhtiön ongelmana on mielestämme hyvin puhtaasti matala kassavirrantuottokyky korkeammalla korkotasolla. Erityisesti Tallinnan asuntokanta olisi mielestämme arvokkaampi myytynä, minkä vuoksi suhteellisen matalat tuottovaatimuksetkin ovat mielestämme perusteltuja. On hyvä huomioida, että erinomaisella sijainnilla sijaitsevien ja erittäin laadukkaiden asuntojen nettotuottovaatimusten kuuluukin olla matalia. Ongelmana realisoinnissa on sen aikaa vievyys, koska omistukset koostuvat pääosin yksittäisistä asunnoista. Teimme karkean realisointiskenaarion, missä yhtiö myisi

asuntokantansa seuraavan kahdeksan vuoden aikana alkaen vuodesta 2025 1,5 %:n alennuksella suhteessa käypään arvoon. Oletamme vuokratuottojen kattavan hallinnon ja rahoituskulut. Oletamme vuonna 2030 yhtiön arvostuksen olevan P/NAV 0,97x, kun tase koostuu pääosin likvideistä varoista. Nykyiseen hinnoitteluun suhteutettuna (P/NAV 0,68x), skenaario tarjoaisi 65 %:n tuoton, joka annualisoituna vastaisi 10,3 %:n tuottoa.

Mikäli yhtiö alkaisi tähän operaatioon ja kykenisi sitä onnistuneesti toteuttamaan, matala NAV-arvostus todennäköisesti korjautuisi ylöspäin jo huomattavasti ennen vuotta 2030, jolloin sijoittajan tuotto todellisuudessa realisoituisi nopeammin. Toisaalta realisointi voisi kestää todellisuudessa pidempään ja vaatisi nykyistä parempaa markkinatilannetta. Yhtiöllä on myös jo melko hyvin evidenssiä Tallinnan asuntojen myynneistä selvästi yli nykyisten arvonmääritystasojen. Menetelmä on karkea ja nykyhetkessä teoreettinen, sillä emme usko yhtiön lähtevän realisoimaan koko tasettaan. Se kuitenkin kuvaa mielestämme taseen potentiaalia. On hyvä huomioida, että

mikäli asuntoja myytäisiin isompina nippuina sijoittajille, kaupoissa sovellettaisiin todennäköisesti portfolioalennusta.

Mikäli tasealennus säilyisi nykyisen kaltaisena, yhtiö pystyisi kiihdyttämään omistaja-arvon luontia selvästi omien osakkeiden ostoilla, mitä se nyt tekeekin. Nykystrategian mukaisesti yhtiöllä olisi sen pörssiarvostuksella mielestämme edellytykset luoda merkittävästi omistaja-arvoa myymällä asuntoja ja ostamalla omia osakkeita. Asuntosalkku onkin käynnistänyt omien osakkeiden ostot, mitä pidämme erittäin positiivisena. Ostoja vaikeuttaa osakkeen melko matala likviditeetti, mutta pidemmällä aikavälillä vipu osakkeenomistajan tuottoihin voi olla merkittävä, mikäli olemme arvioineet taseen arvon oikein. Asuntosalkun kannattaisi myös mielestämme selvittää voisiko se ostaa omia osakkeita käänteisellä nopeutetulla tarjousmenettelyllä, kuten [Lemonsoft](#) teki. Yhtiö onkin kommentoinut harkitsevansa tätä.

Realisointiskenaario	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	Verrokkiryhmän EBITDA/EV-%	2025e	2026e
Asuntoja yhteensä	2 075	1 777	1 477	1 177	877	577	277	0	Oikaistu EBITDA	8,7	9,2
Sijoituskiinteistöt käypäarvo 2025 lopussa	263	230	195	158	120	81	40	0	Verrokkit EBITDA/EV (mediaani)	4,0 %	4,2 %
Käypä arvo per asunto, TEUR	127	129	132	134	137	140	143	145	EV	221	222
Realisoinnit, kpl		300	300	300	300	300	300	277	Korollinen nettovelka	-144	-147
Alennus käypään arvoon (sis. Transaktiokulut)		-2 %	-2 %	-2 %	-2 %	-2 %	-2 %	-2 %	Osakekannan arvo	77	75
Realisoinnit, meur		38	39	40	41	41	42	40	Per osake	79	77
Korollinen nettovelka H1'25 lopussa - muut varat	143	105	66	26	-14	-56	-98	-138			
Sijoituskiinteistöt-nettovelat	120	125	129	132	135	136	137	138			
Per osake	121	126	130	134	136	138	139	139			
Osakekurssi	82					134	135	135			
P/NAV	0,68					0,97	0,97	0,97			
Tuotto	65 %										
Vuotuinen tuotto	10,3 %										

Arvonmääritys 4/4

Arvostus Tukholman kiinteistösektorin historiallisen NAV-alennuksen valossa

Tukholman pörssin kiinteistösektori on EPRA:n tilastojen mukaan arvostettu 2000-luvulla keskimäärin noin 4 %:n alennuksella EPRA-nettovarallisuuteen nähden. Mikäli Asuntosalkulle oltaisiin valmiita hyväksymään sektorin pitkän aikavälin arvostus (P/EPRA NAV 0,96x), muodostuisi osakkeen arvoksi arvioimallamme nykyisellä käyvällä arvolla 126 €/osake. Vaikka uskomme, että arvostukset tulevat palautumaan ennemmin tai myöhemmin kohti historiallista keskiarvoa, emme ole valmiita antamaan tälle hinnoitteluperusteelle merkittävää painoarvoa, koska matala kassavirta ja heikko pääoman tuotto eivät mielestämme perustele näin korkeaa arvostusta. Toisaalta, kuten aiemmin arvioimme, yhtiön tase olisi realisoituna huomattavasti nykyistä pörssi-arvostusta arvokkaampi.

Tuottoperusteinen arvostus

Lähestymme Asuntosalkun arvostusta vuosien 2025-2026 EBITDA/EV-tuottotason kautta. EBITDA/EV-tunnusluku on listattujen kiinteistösijoitusyhtiöiden kohdalla käytännössä markkinaehtoinen vastine suorien kiinteistösijoitusten nettotuottovaatimuksille ja tunnusluvussa huomioidaan myös yhtiöiden hallintokulut. Käytännössä tunnusluku kuvastaa sitä, millaista EBITDA-tuottotasoa sijoittajat yhtiöiltä vaativat suhteessa niiden velattomiin yritysarvoihin (EV). EBITDA/EV-tuottotason selkeä etu onkin, että se tekee yhtiöiden taserakenteista vertailukelpoiset, kun arvostusta lähestytään velattomien arvojen kautta.

Asuntosalkun kiinteistöt painottuvat erinomaisilla sijainneilla sijaitseviin asuntoihin (erityisesti Tallinna), mikä osaltaan selvästi laskee riskiprofilia ja siten tukee arvostusta.

Vastapainona kuitenkin näemme, että Asuntosalkun verrokkeja pienemmällä kokoluokalla tulisi olla selkeä riskiprofilia nostava vaikutus. Kokonaisuudessaan näkemyksemme onkin, että Asuntosalkun EBITDA/EV-perusteisen tuottotason tulisi olla noin linjassa verrokkien kanssa.

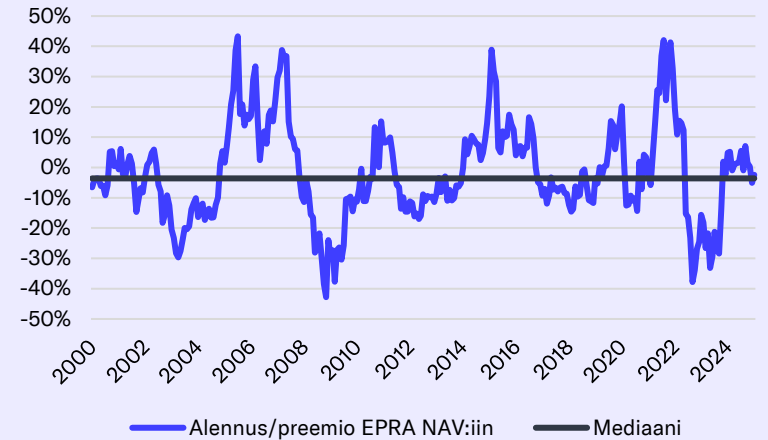
Ennustamme Asuntosalkun operatiivisen käyttökateen asettuvan tilikausilla 2025-2026 noin 8,7-9,2 MEUR:oon.

Asuntosalkku arvostetaan 2025-2026 ennusteillamme noin 3,8-4,1 %:n EBITDA/EV-tuottotasoilla. Tuottovaatimus on lähimmistä verrokeista jonkin verran alle Kojamon ja Balderin (ka. 4,4-4,5 %) tason. Koko verrokkiryhmään nähden arvostus on linjassa. Verrokkeihin nähden tästä kulmasta tarkasteltuna arvostus näyttyy mielestämme hieman kireänä.

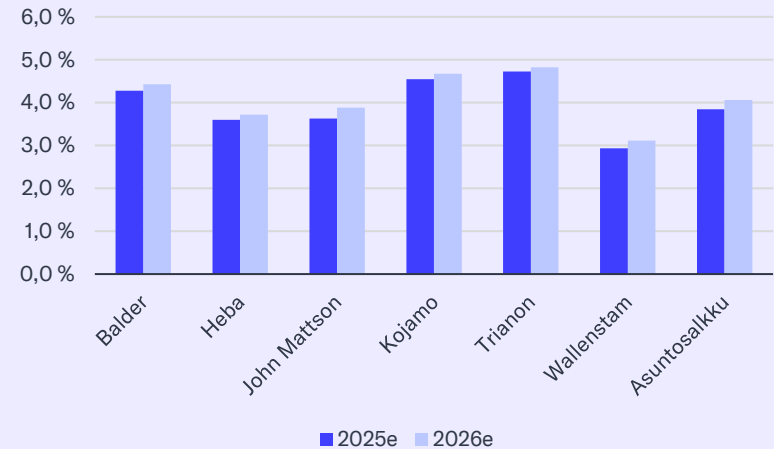
Verrokkien EBITDA/EV-tuottovaatimusta soveltamalla Asuntosalkun velaton yritysarvo asettuu 221-222 MEUR:oon ja 144-147 MEUR:n nettovelkaennusteillamme osakekannan arvoksi muodostuu 77-79 euroa per osake.

Kojamon ja Saton arvostusta soveltamalla osakekannan arvoksi muodostuu 54-56 euroa per osake. Tämä onkin mielestämme selkein Asuntosalkun nousuvaraa rajoittava tekijä. Yhtiön korkokustannukset ovat myös näitä verrokkeja korkeammat lähivuosina, mikä rasittaa suhteellista kassavirran tuottokykyä suhteessa Kojamoon ja Balderiin.

Tukholman kiinteistösektorin pitkän aikavälin hinnoittelu (EPRA)



EBITDA/EV-% 2025e-2026

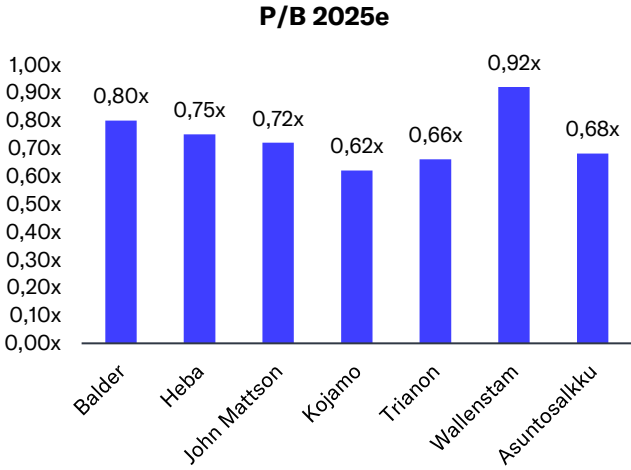


Verrokkiryhmä ja arvostuksen yhteenveto

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EBITDA/EV-%		P/E		P/B	Osinkotuotto-%	
Yhtiö	MEUR	MEUR	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2025e	2026e
Balder	7071	20501	4,3	4,4	12,8	12,1	0,80		
Heba	468	1043	3,6	3,7	21,9	21,4	0,75	2,0	2,3
John Mattson	434	1104	3,6	3,9	23,5	20,8	0,72		
Kojamo	2479	5948	4,5	4,7	17,9	16,6	0,62	3,0	3,5
Trianon	309	944	4,7	4,8	16,8	16,0	0,66	1,4	1,7
Wallenstam	2858	5914	2,9	3,1	24,5	23,6	0,92	1,2	1,3
Asuntosalkku (Inderes)	80	227	3,8	4,1	neg.	16,4	0,68	0,0 %	0,0 %
Keskiarvo			4,0	4,1	19,6	18,4	0,75	1,9	2,2
Mediaani			4,0	4,2	19,9	18,7	0,74	1,7	2,0
Erotus-% vrt. mediaani			-3 %	-2 %		-12 %	-7 %	-100 %	-100 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Arvostus	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	118	78,0	76,0	82,0	82,0	82,0	82,0
Osakkeiden lkm	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Markkina-arvo	116	77	75	80	80	80	80
Nettovelka	128	138	144	147	147	147	146
EV	244	214	219	227	227	227	226
Nettotuotto/EV	4,0 %	5,2 %	5,6 %	5,1 %	5,3 %	5,4 %	5,6 %
Oikaistu EBITDA/EV	3,2 %	4,0 %	3,5 %	3,8 %	4,1 %	4,2 %	4,3 %
Alennus/premio bruttoarvoon	-13 %	-22 %	-18 %	-14 %	-16 %	-17 %	-19 %
NAV-alennus/premio	-23 %	-44 %	-38 %	-32 %	-35 %	-37 %	-39 %
FFO-tuotto	3,8 %	5,4 %	-2,2 %	1,1 %	3,4 %	3,9 %	4,3 %
Osinkotuotto	1,8 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	2,6 %	2,6 %	2,6 %
P/FFO	26,4	18,7	-45,8	87,1	29,3	25,8	23,2
P/E	3,5	-7,1	-5,1	-46,9	16,4	13,0	12,1



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 tulevista. 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
30/01/2023	Vähennä	100,00 €	107,00 €
28/02/2023	Vähennä	95,00 €	99,50 €
24/05/2023	Vähennä	87,00 €	87,50 €
25/08/2023	Vähennä	80,00 €	84,50 €
30/08/2023	Vähennä	80,00 €	83,00 €
Analyytikko vaihtuu			
24/11/2023	Lisää	80,00 €	70,50 €
29/02/2024	Lisää	80,00 €	70,50 €
30/05/2024	Lisää	84,00 €	71,00 €
25/06/2024	Lisää	84,00 €	76,50 €
23/08/2024	Lisää	90,00 €	77,00 €
11/12/2024	Lisää	88,00 €	76,00 €
14/02/2025	Lisää	88,00 €	80,00 €
21/05/2025	Lisää	88,00 €	80,00 €
27/05/2025	Lisää	92,00 €	82,00 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

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

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

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

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

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

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

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

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

inderes.se

**inde
res.**