

Orava Asuntorahasto

Yhtiöraportti

7/2017

inde
res.

Tuotto-odotus edelleen heikko

Päivitämme Orava Asuntorahaston tavoitehinnan 4,10 euroon (aik. 4,40 euroa) ja annamme osakkeelle vähennä-suosituksen (aik. vähennä). Ennustamme osakkeen kokonaistuoton jäävän lähivuosina n. 4 %:n tasolle, minkä takia pidämme peruskenaariossa osakkeen hinnoittelua 60 % alle vuoden 2017 ennustamamme NAV:in perusteltuna. Oravan tuotto on herkkä asuntojen hintojen muutoksille ja hankinnoissa saavutettaville tukkualennuksille. Mikäli asuntojen hinnat lähtisivät vahvaan (n. 3 %) nousuun ja/tai yhtiön asuntohankinnat ylittäisivät ennustamamme tason, voisi osakkeen tuotto yltää jopa 10 %:iin. Emme kuitenkaan pidä näitä skenaarioita todennäköisinä lähivuosina. Oravan osakkeen matala arvostustaso voisi osittain korjaantua nopeastikin myös REIT-rakenteen purkamisen ja omien osakkeiden ostojen kautta, mutta näiden toteutuminen on toistaiseksi epävarmaa.

Orava on pörssilistattu REIT-asuntorahasto

Orava Asuntorahasto on pörssilistattu REIT-asuntorahasto. REIT-mallin hyötyjä ovat yhtiön verovapaus, pörssilistauksen tarjoama likviditeetti ja suljettu rahastorakenne, joka suojaa yhtiötä pakkomyynneiltä. REIT-malli asettaa toiminnalle verovapauden vastineeksi myös useita rajoitteita, kuten vähintään 90 %:n osingonjakovelvoite realisoituneesta tuloksesta ja yli 5-vuoden omistusvelvoite kiinteistöjen verovapaalle myynnille. Oravan liiketoimintamallissa tuotot muodostuvat vuokratuotoista, jatkuvasta asuntojen osto- ja myyntitoiminnasta sekä asuntojen arvomuutoksista. Orava ostaa asuinkiinteistöjä tukkumarkkinoilta alennettuun hintaan, vuokraa ne eteenpäin ja myy vuokratuotoista vapautuvia asuntoja. Yhtiö tavoittelee tällä toimintamallilla 7-10 % kokonaistuottoa osakekohtaiselle nettovarallisuudelle (NAV).

Vuokratuotot kattavat operatiiviset kulut - muut tuottoerät jäämässä mataliksi

Oravan nettovuokratuotot riittävät ennusteessamme lähivuosina kattamaan yhtiön operatiiviset kulut. Yhtiön hankintojen määrä perusskenaariossamme kuitenkin laskee merkittävästi, minkä takia tukkualennusten tuotot pienenevät ja asuntojen hintamuutos jää 1,5-2,0 %:iin. Mallissamme osakkeen kokonaistuotto jää n. 4 %:n tasolle lähivuosina. Mikäli asuntojen hinnat kääntyisivät ennustamaamme voimakkaampaan nousuun ja/tai yhtiön hankintojen kautta saavuttamat tukkualennukset ylittäisivät ennustemme, olisi Oravalla kuitenkin potentiaalia yltää myös yli 4 %:n kokonaistuottoon. Nykyisellä osakekurssilla Oravan kasvumahdollisuudet ovat rajalliset ja oman pääoman saatavuus on vaikeutunut, joten emme ennusta portfolioon kasvua.

Korkea alennus NAV:iin perusteltua nykytilanteessa

Oravan oman pääoman tuottovaade on perusskenaariossamme 11 %, joten vuosien 2017-2019 ennustetulla n. 4 %:n kokonaistuotolla osakkeen alennuksen NAV:iin tulisi liikkua noin 60 %:n tasolla. Tällä hetkellä alennus on 58 %, joten emme näe osakkeessa nousuvaraa. Jos sijoittaja tyytyy 8 %:n tuottovaateeseen, on noin 5 euron osakekurssi perusteltu. Osakkeen riskiprofiili on mielestämme yhä korkea (mm. vaisun asuntomarkkinan ja tukkualennusten heikentyneen saatavuuden takia).

Analyytikot

Jesse Kinnunen

+358 50 373 8027

jesse.kinnunen@inderes.fi



Suositus ja tavoitehinta

Vähennä

Edellinen: Vähennä



4,10 EUR

Edellinen: 4,40 EUR

Osakekurssi: 4,17 EUR

Potentiaali: -1,7 %

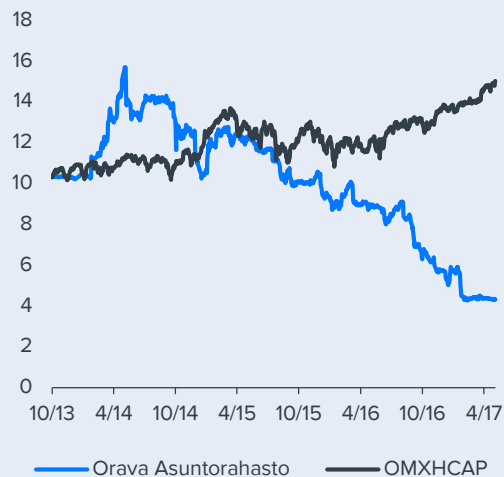
Avainluvut

	2016	2017e	2018e
Liikevaihto yhteensä	13,9	15,2	15,8
Bruttovuokratuotot	12,5	13,2	13,2
Tuotto voitoista	1,4	1,9	2,6
EBIT	4,6	5,4	5,9
-EBIT-%	33 %	36 %	37 %
Tulos ennen veroja	1,6	2,3	3,0
Nettotulos	1,5	2,1	3,0
EPS	0,17	0,22	0,31
Osinko	0,12	0,22	0,31
P/E	24,0	19,0	13,6
P/NAV	0,41	0,41	0,40
ROE-%	1,6 %	2,2 %	3,0 %
Bruttovuokratuotto-%*	6,0 %	6,2 %	6,2 %
Osinkotuotto-% (NAV)	1 %	2 %	3 %
Kokonaistuotto-% NAV:ille	-4 %	2 %	3 %

*Oikaistu kiinteistöportfolion k.a arvolla

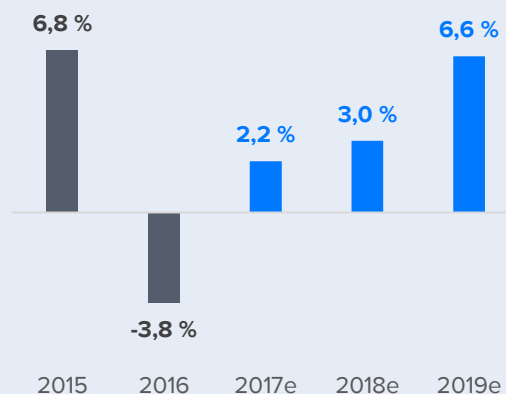
Lähde: Inderes

Kurssikehitys



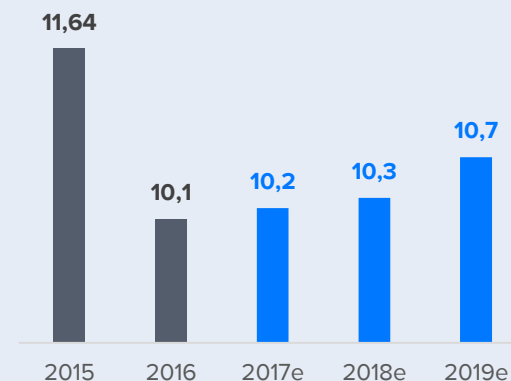
Lähde: Reuters

Osakkeen kokonaistuotto-%*



*Vuotuinen osinko + osakekohtaisen NAV:in muutos
Lähde: Orava, ennusteet Inderes

EPRA NAV per osake (euroa)



Lähde: Orava, ennusteet Inderes



Arvoajurit

- Asuntojen hintojen mahdollinen nousu
- Tukkualennuksella tehtävien asuntohankintojen määrä
- Omien osakkeiden ostaminen ja REIT-rakenteen purku
- NAV-pohjaisen arvostustason nousu



Riskitekijät

- Asuntojen hintojen lasku ja asuntomarkkinoiden vaatimaton kehitys
- Tukkualennusten pienentyminen
- Uuden rahoituksen saatavuuden heikentyminen ja hinnan nousu
- Korkotason mahdollinen nousu



Arvostus

- Osakkeelle ennustamamme kokonaistuotto-% jää lähivuosina 4 %:n tasolle
- P/NAV-alennus kompensoi heikkoa kokonaistuottoa
- Pidämme osakkeen hinnoittelua 60 % alle NAV:in tällä hetkellä perusteltuna

Sisällysluettelo

Yhtiöesittely	s. 5-7
Sijoitusprofiili	s. 8-11
Liiketoimintamalli	s. 12-13
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	s. 14-15
Markkinakatsaus	s. 16-17
Taloudellinen kehitys	s. 18-22
Ennusteet	s. 23-27
Skenaarioanalyysi 1: Asuntomarkkinat	s. 28-29
Skenaarioanalyysi 2: Omien osakkeiden osto	s. 30-32
Arvonmääritys ja suositus	s. 33-35
Taulukot	s. 36-38
Vastuuvapauslauseke	s. 39

Yhtiöesittely

REIT-pohjainen asuntorahasto

Orava Asuntorahasto on Suomen ensimmäinen ja toistaiseksi ainoa pörssilistattu REIT-asuntorahasto. REIT-rahaston keskeisiä etuja sijoittajalle ovat yhtiön verovapaus, pörssilistauksen tuoma likviditeetti, mahdollisuus päästä hyötymään asuntomarkkinoiden tukkualennuksista sekä neljännesvuosittain maksettava osinko.

Oravan toimintamallina on ostaa kokonaisia kiinteistöjä (esimerkiksi kokonaisia kerrostaloja) tukkumarkkinoilta alennettuun hintaan, vuokrata ne eteenpäin ja myydä vuokratyöstä vapautuvia asuntoja käypään hintaan markkinoilla. Yhtiö tavoittelee tällä toimintamallilla 7-10 % osinkotuottoa osakekohtaiselle nettovarallisuudelle (NAV).

Asuntoportfolion hallinnointi

Oravan kiinteistöjen käypä arvo oli maaliskuussa 2017 noin 207 miljoonaa euroa. Yhtiö omisti 1672 asuinhuoneistoa 129 eri asunto-osakeyhtiöstä yhteensä 41 eri kaupungista. Vuonna 2016 Oravan bruttovuokratuotto vuokrasalkulle oli 6,8 prosenttia (2015: 6,8 %) ja oman pääoman tuotto oli 1,6 % (2015: 8,4 %).

Oravan yhtiörakenne on jaettu varsinaiseen REIT-asuntorahastoon (Orava Asuntorahasto Oyj) ja erilliseen hallinnointiyhtiöön (Orava Rahastot Oyj). Hallinnointiyhtiö vastaa rahaston toiminnan ja hallinnon järjestämisestä, hoitamisesta ja kehittämisestä. Listatulla yhtiöllä ei ole lainkaan henkilöstöä, eikä henkilöstökuluja tai toimitilakuluja, sillä näistä huolehtii hallinnointiyhtiö. Asuntomanageeraus on ulkoistettu kahdelle ulkopuoliselle

palveluntuottajalle Newsec Asset Management Oy:lle ja Ovenia Oy:lle.

Hallinnointipalkkio

Korvauksena hallinnointipalveluista Asuntorahasto maksaa hallinnointiyhtiölle hallinnointipalkkion. Hallinnointipalkkio koostuu kiinteästä ja tulossidonnaisesta osasta. Kiinteä hallinnointipalkkio on 0,6 % vuodessa yhtiön varojen käyvästä arvosta. Tulossidonnainen palkkio on 20 % asuntorahaston vuotuisesta seitsemän prosentin aikakoron ylittävistä tuotosta. Tulossidonnainen palkkio maksetaan kuitenkin vain jos tilikauden päättävä osakekurssi on korkeampi kuin aiempien tilikausien korkein päättävä pörssikurssi osinko, osakeanti- ja splittikorjattuna.

Verovapaus

Orava hyödyntää toiminnassaan niin sanottua REIT-lainsäädäntöä, minkä johdosta se on tietyin edellytyksin kokonaan vapautettu tuloveron ja myyntivoittoveron suorittamisesta. Lainsäädännön puitteissa yhtiö saa sijoittaa pääsääntöisesti ainoastaan asuntoihin ja sen pitää maksaa vähintään 90 % tuloksestaan osinkoina, pois lukien realisoimattomat arvonnousut.

Voitonjakopolitiikka

Oravan tavoitteena on jakaa neljännesvuosittain 7-10 %:n vuotuinen osinkotuotto suhteessa nettovarallisuuteen (NAV). Verohuojennuslain mukaan Oravan on jaettava vähintään 90 % voitoistaan osinkoina, pois lukien realisoimattomat arvonnousut.

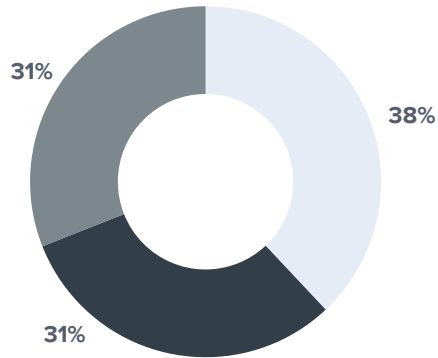
REIT sijoittajien näkökulmasta

Oravan REIT-rakenne tarjoaa sijoittajille tiettyjä etuja, mutta asettaa myös toiminnalle rajoitteita. Nämä hyödyt ja rajoitteet ovat tiivistetysti seuraavat:

- **Hyödyt** sijoittajille ovat pörssilistauksen tuoma likviditeetti, velkavivun rajoitus (enintään 80 % LTV-%), osingonjakovelvoite (90 % tuloksesta) pois lukien realisoitumattomat käyvän arvon muutokset sekä verovapaus (ei yhteisövero tai luovutusvoittovero tietyin edellytyksin). Lisäksi Oravalla ei ole ns. avoimista asuntorahastoista poiketen asuntojen pakkorealisoinnin riskiä, sillä osakkeiden kaupankäynti tapahtuu pörssissä. Viimeiseksi, Oravan minimisijoitus on useihin muihin asuntosijoittamisen vaihtoehtoihin nähden pieni (1 osake).
- **Rajoitteena** on erityisesti 5-vuoden omistuksen edellytys verovapaudelle eli yhtiön on pitänyt omistaa asunto tai kiinteistö yli 5 vuotta ennen kuin se voi myydä vuosittain enintään 10 % portfoliostaan verovapaasti. Toinen rajoite on se, että yhtiön osingot ovat 100 % veronalaista tuloa osakkeenomistajille. Suomessa julkisesti noteeratuista osakkeista tavallisesti 85 % on omistajille veronalaista pääomatuloa ja 15 % on verotonta tuloa. Oravan henkilöomistajille osingot ovat kuitenkin täysimääräisesti veronalaista tuloa eli osinkojen veroprosentti (30 % ja 34 %) on korkeampi kuin tavallisten listayhtiöiden osingoista, joissa se on vastaavasti 25,5 % ja 28,9 %.

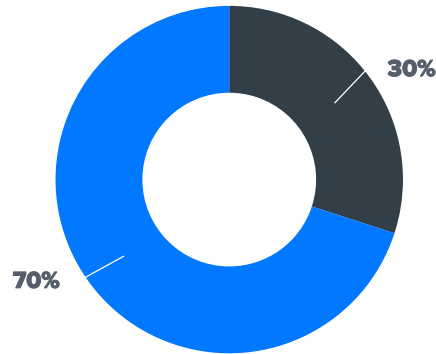
Oravan asuntoportfolio 31.3.2017

Maantieteellinen jakauma käyvän arvon perusteella

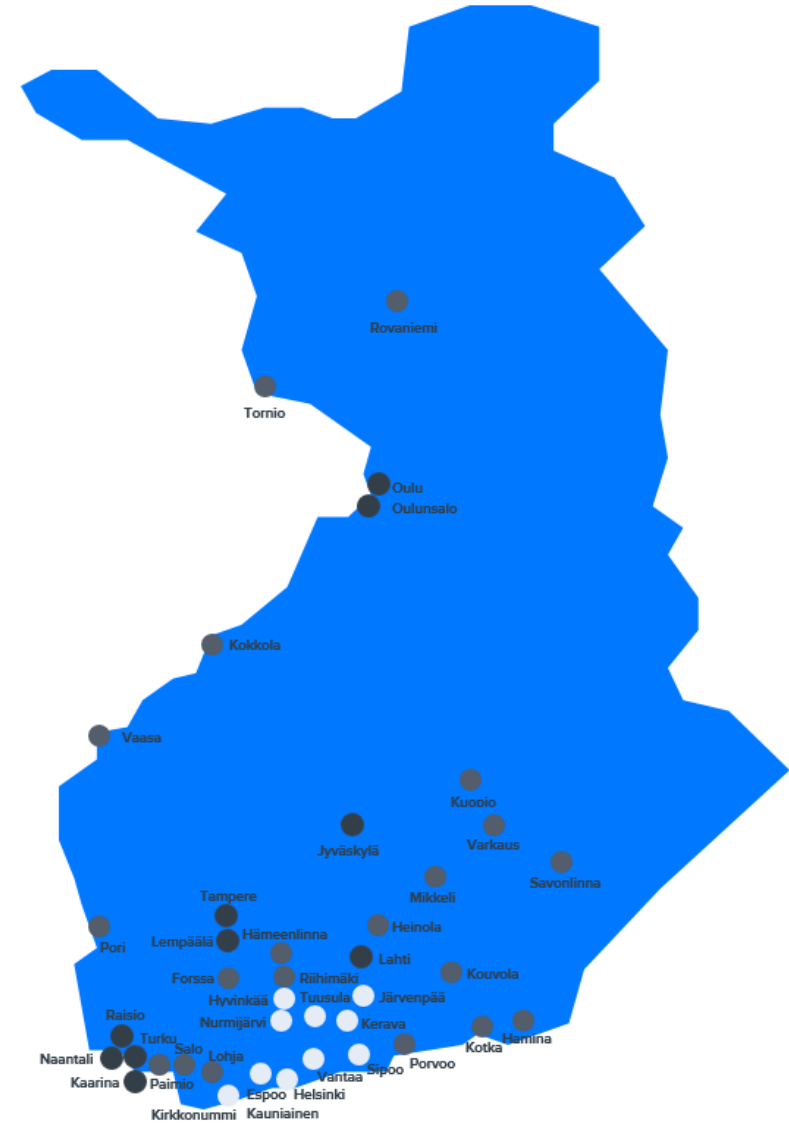


- Helsingin seutu
- Suuret kaupungit
- Muu Suomi

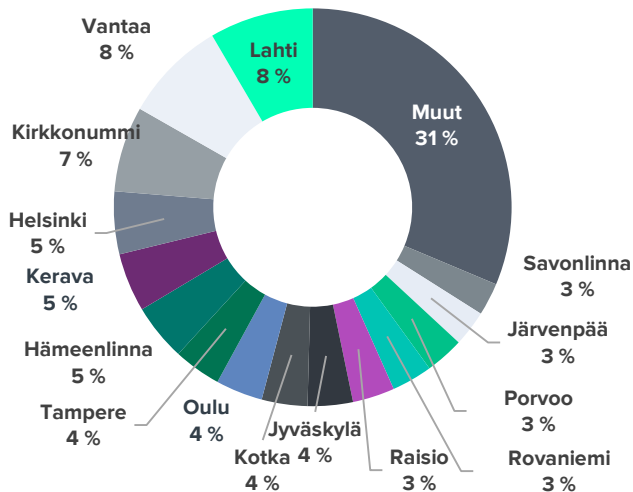
Ikäjakauma käyvän arvon perusteella



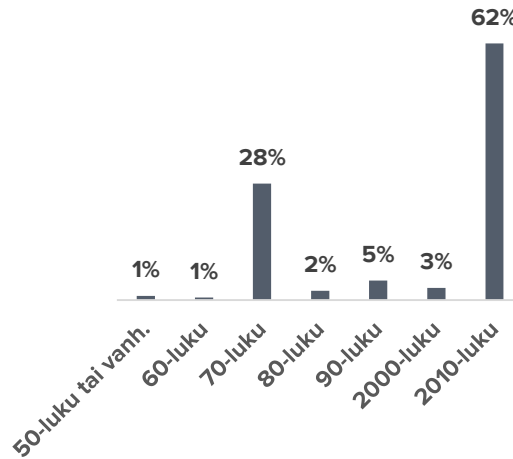
- 1989 valmistuneet ja vanhemmat
- 1990 ja sen jälkeen valmistuneet



Maantieteellinen jakauma käyvän arvon perusteella



Ikäjakauma vuosikymmen perusteella (Inderesin arvio)



Oravan historia ja virstanpylväät

2010 Toiminnan perustaminen

- REIT-lainsäädäntö astuu voimaan marraskuussa 2010
- Orava Asuntorahasto perustetaan joulukuussa 2010
- Perustamisvaiheessa oma pääoma n. 5 MEUR, kiinteistöportfoliossa kaksi Lahdessa sijaitsevaa asunto-osakeyhtiötä

2011 kasvun käynnistyminen

- Finanssivalvonta (Fiva) hyväksyy kiinteistösijoitus-toiminnan säännöt
- Kolme transaktiota: laajeneminen Haminaan, Hämeenlinnaan, Tornioon, Nurmijärvelle, Kauniaisiin ja Sipooseen.
- Tilikauden lopussa kiinteistöportfolion arvo 22,3 MEUR

2012 Myyntejä ja hankintoja

- Tammikuussa Konserniverokeskus myöntää vapautuksen tuloverosta
- Hankinnat: 2 sijoituskohdetta Vantaalta, 1 Kotkasta, 4 toimistohuoneistoa Jyväskylästä ja 19 huoneistoa Tornion
- Myytiin 25 huoneistoa
- Tilikauden lopussa portfolion arvo 32 MEUR

2013 Listautuminen pörssiin

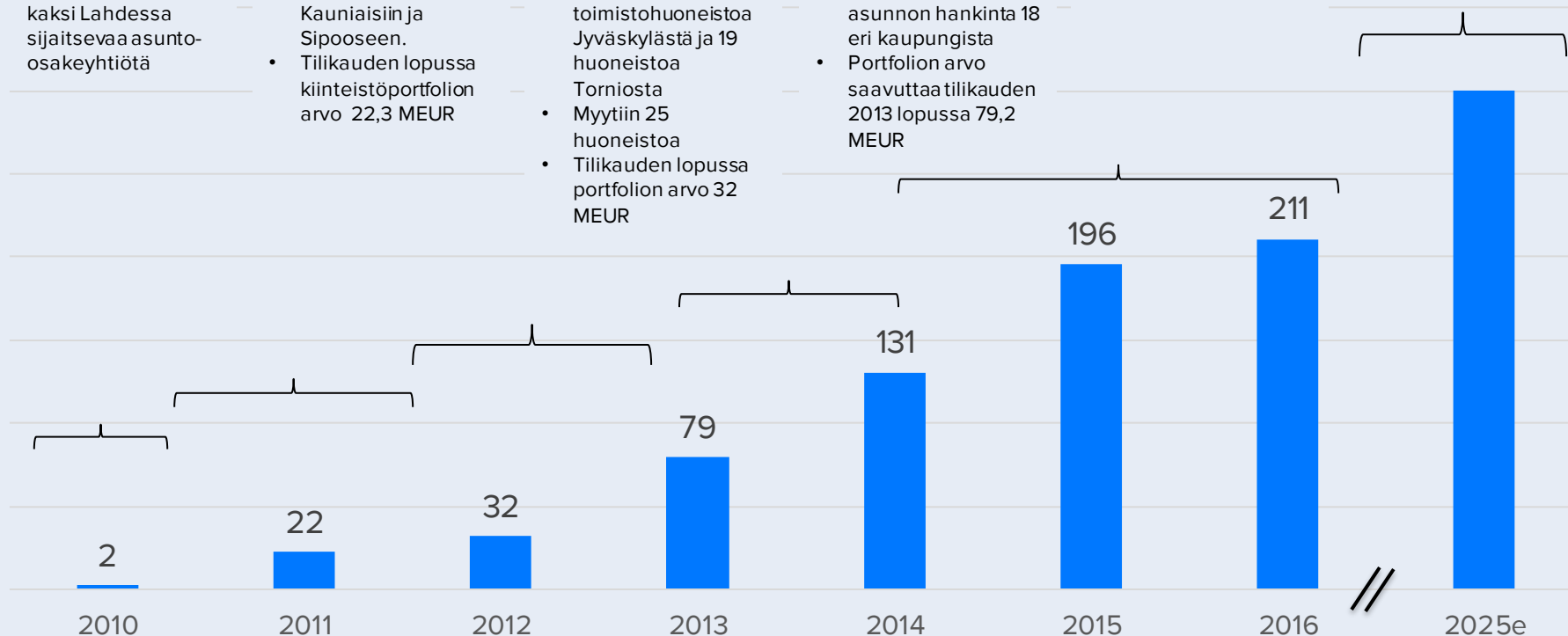
- Osakeanti ja listautuminen pörssiin lokakuussa 2013
- Orava kerää 27 MEUR uutta pääomaa listautumisannilla
- Vuoden aikana yhteensä 443 asunnon hankinta 18 eri kaupungista
- Portfolion arvo saavuttaa tilikauden 2013 lopussa 79,2 MEUR

2014-2016 tuhannen asunnon raja rikkoutuu

- Yhteensä 125 MEUR:n edestä hankintoja 2014-2016.
- Q1'17 lopussa 1672 asuntoa 129 eri kohteessa 41 eri kaupungissa
- Portfolion arvo Q1'17 lopussa 207,0 MEUR

2017-2025 kasvu jatkuu

- Keskipitkällä aikavälillä tavoite ylläpitää vähintään noin 20 % vuotuista kasvua
- Visio: Suomen johtava asuntorahasto vuonna 2025



Sijoitusprofiili 1/2

Sijoitusprofiili poikkeaa selvästi muista pörssin kiinteistösijoitusyhtiöistä

Oravan sijoitusprofiili poikkeaa muista pörssin kiinteistöyhtiöistä erityisesti hallintorakenteen, yhtiörakenteen ja liiketoimintamallin kautta. Yhtiön tuottojen ja kulujen rakenne sekä tulonjakomalli ovat näistä syistä johtuen erilaiset. Yhtiön toimintamallin riskiprofiili on arviomme mukaan kokonaisuudessaan korkeampi verrattuna kiinteistösijoittamisen vaihtoehtoihin, joissa merkittävämpi osuus tuotoista syntyy jatkuvista sekä ennakoitavista tulovirroista.

Sijoitusomaisuutta hallinnoi erillinen yhtiö

Oravan toiminnasta vastaa erillinen hallinnointiyhtiö, Orava Rahastot Oyj, joka perii hallinnoinnista pörssilistatun Orava Asuntorahasto Oyj:n sijoitusportfolion käypään arvoon sidotun hallinnointipalkkion sekä mahdollisen tulospalkkion. Myös muu rahaston operatiivinen toiminta, kuten vuokralaisten hallinnointi ja kiinteistöjen myynti on ulkoistettu. Pääosin prosentuaalisiin palkkioihin sidottujen kulujen takia yhtiön kulurakenne ei arviomme mukaan merkittävästi skaalaudu. Tältä osin Oravan kulurakenne on lähempänä ei-listattuja ns. avoimia asuntorahastoja, kuin muita pörssilistattuja kiinteistösijoitusyhtiöitä.

Vuokratuotot kattavat suorat operatiiviset kulut - tulos tehdään pääasiassa muilla tuottoerillä

Oravan hallintorakenteesta ja rahoitusmallista johtuen yhtiön vuokratulot riittävät tyypillisesti kattamaan yhtiön suorat operatiiviset kulut (esim. hallinnointipalkkiot, hoito- ja rahoituskulut), mutta ei välttämättä kaikkia muita

toiminnan kuluja, kuten hankintojen transaktiokustannuksia. Tästä johtuen yhtiön operatiivinen tulos (EPRA) on ollut hyvin pieni, kun se muilla pörssin kiinteistösijoitusyhtiöllä on tyypillisesti selvästi positiivinen ja muodostaa merkittävän osan tuloksesta.

Oravan tuloksen muodostumisen ja riskiprofiilin kannalta olennaisia komponentteja ovatkin kiinteistöjen realisoituneet ja realisoitumattomat käyvän arvon muutokset.

Liiketoimintamallin potentiaali nojaa portfolion arvonnousuun ja nopeaan kiertonopeuteen

Toimintamallinsa mukaisesti Orava ostaa jatkuvasti kiinteistöjä ja kirjaa ostohetkellä kiinteistön laskennallisen käyvän arvon ja hankintahinnan erotuksen tulokseen. Orava siis ostaa kiinteistöjä alle yhtiön käyttämän arvonnäytteen osoittaman markkinahinnan ja kirjaa arvioimansa markkinahinnan ja ostohinnan välisen summan tulokseksi. Menettely vastaa IFRS:n mukaisia kirjauskäytäntöjä. Vastaavasti yhtiö pyrkii myös myymään vuosittain noin 5-10 % asunnoistaan ja näillä myynneillä yhtiö rahoittaa osinkoja sekä uusia kiinteistökehityksiä. Vuokraustoiminnan, asuinkiinteistöjen osto- ja myyntitoiminnan, sekä asuntomarkkinoiden oletetun arvonnousun avulla yhtiö pyrkii saavuttamaan 7-10 % osinkotuoton osakkeelle.

Voitonjakopolitiikka

Orava jakaa osinkoina koko tuloksen (mukaan lukien arvonnousu), kun tyypillisesti muut pörssin kiinteistöyhtiöt jakavat osinkoa vain operatiivisesta vuokraustoiminnan tuloksesta. Tämän takia Orava tarvitsee tyypillisesti

vuokraustoiminnan tuloksen lisäksi huoneistomyynnejä osinkonsa rahoittamiseen.

Eröt avoimiin asuntorahastoihin

Oravan REIT-rakenne tarjoaa tiettyjä etuja sijoittajille verrattuna ei-listattuihin ns. avoimiin asuntorahastoihin. Oravalla ei ole asuntojen pakkorealisoinnin riskiä sijoittajien irtautuessa, sillä osuuksien kaupankäynti tapahtuu pörssissä. Toiseksi, osakkeen likviditeetti on pörssikaupankäynnin ansiosta hyvä. Viimeiseksi, alhaisen minimisijoituksen ansiosta Orava Asuntorahasto on hyvin piensijoittajien ulottuvissa.

Kasvu vaatii oman pääoman lisäämistä

Orava on strategiansa mukaisesti koko toimintahistoriansa ajan kerännyt omaa pääomaa kasvua varten osakeannilla, VVK-lainoilla, sekä ottamalla vastaan kiinteistöjä apporttisijoituksena. Tällä pääomalla Orava on pystynyt tekemään asuntokehityksiä tukkualennuksin, jotka ovat kasvattaneet yhtiön tulosta.

Oman pääoman kerääminen pääasiassa alle osakkeen osakekohtaisen nettovarallisuuden (NAV) on kasvattanut yhtiön osakemäärää ja laimentanut vanhojen osakkeenomistajien omistusta. Laimentuminen on kuitenkin omistaja-arvon luonnin kannalta perusteltua niin kauan, kun tukkualennuksista tehtävät hankinnat kasvattavat NAV:ia per osake. Arviomme mukaan tämä on mahdollista, kun saatavat tukkualennukset ylittävät 15 % ja osakkeen alennus suhteessa NAV:iin on korkeintaan 25 %.

Sijoitusprofiili 2/2

Asuntorahasto, jonka tuotto nojaa arvonnousuihin

Orava profiloituu asuntorahastoksi, jonka tuotto nojaa vaihteleviin asuntohankinnoista saavutettaviin tukkualennuksiin sekä asuntojen hintojen muutoksiin. Näiden syiden takia yhtiön tulevan tuottotason epävarmuus on korkea ja ennustettavuus heikko. Osakkeen NAV-pohjainen arvostustaso on hyvin alhainen, mutta tämänhetkisen matalan tuotto-odotuksen ja tulokseen liittyvän korkean epävarmuuden takia nykyinen arvostustaso on mielestämme perusteltu. Osakkeen matala arvostustaso voisi osittain korjaantua nopeastikin esimerkiksi REIT-rakenteen purkamisen kautta, mutta tämän toteutuminen on toistaiseksi epävarmaa. Myös jos asuntojen hinnat kääntyisivät voimakkaaseen nousuun, voisivat tuotto ja arvostustaso nousta.

Potentiaali

Näkemyksemme mukaan Oravan keskeiset mahdolliset positiiviset arvoajurit ovat:

- **REIT-rakenteen purku ja omien osakkeiden ostaminen** kasvattaisivat arviomme mukaan Oravan osakekohtaista NAV:ia huomattavasti ja voisivat nostaa osakkeen arvostustasoa.
- **Asuntojen hintojen nousu.** Asuntojen hintojen nousu heijastuisi vipuvaikutuksella Oravan tulokseen. Esimerkiksi 4 % asuntohintojen nousu heijastuisi Oravan nykyisellä pääomarakenteella arviomme mukaan laskennallisesti noin 9 % lisäyksenä omaan pääomaan.
- **Asuntohankintojen kiihdyttäminen.** Yhtiö pystyisi saavuttamaan nykyistä korkeampia tuottoja mikäli se pystyisi keräämään lisää pääomaa ja tekemään tällä lisää

asuntohankintoja tukkualennuksella. Käytännössä yhtiö voisi kiihdyttää huoneistomyntejään tai kerätä lisää omaa tai vierasta pääomaa suoraan markkinoilta. Esimerkiksi 10 MEUR:illa tehdyt asuntohankinnat 15 % tukkualennuksella nostaisivat Oravan oman pääoman tuottoa arviomme mukaan noin 1,6 prosenttiyksikköä.

- **Osakkeen arvostustason nousu pörssissä.** Oravan osake arvostettiin pörssissä heinäkuussa 2017 noin 58 % alle osakekohtaisen nettovarallisuuden, mikä on alhainen arvostus suhteessa osakkeen historialliseen arvostustasoon (13 % alle NAV:in). Mikäli Orava onnistuisi nostamaan tuottotasoaan nykyisestä tai yhtiön riskiprofiili laskisi nykyisestä voisi NAV-perusteisessa arvostustasossa olla nousuvaraa nykyisestä.

Riskit

Sijoittajan kannalta keskeisimmät riskit ovat näkemyksemme mukaan seuraavat:

- **Hankintoihin tarvittavan pääoman saatavuus.** Mikäli yhtiö ei saisi tehtyä lainkaan uusia asuntohankintoja, laskisi yhtiön tuotto arviomme mukaan hyvin alhaiseksi. Orava rahoittaa uusia hankintoja pääasiassa huoneistomyynneillä (5-10 % vuosittain) sekä keräämällä omaa ja vierasta pääomaa markkinoilta.
- **Asuntojen hintakehitys.** Asuntojen yleinen hintakehitys muodostaa näkemyksemme mukaan potentiaaliksi lisäksi keskeisen riskin Oravaan sijoituskohteena. Asuntojen hintojen voimakas lasku voisi pahimmillaan heikentää yhtiön vakavaraisuutta ja pakottaa yhtiön hakemaan uutta pääomaa taseen vahvistamiseksi.

- **Asuntohankinnoista saatavat tukkualennukset** ovat arviomme mukaan viime vuosina olleet kaikkein tärkein Oravan tulokseen vaikuttava komponentti. Mikäli markkinoilta saatavat hankintojen tukkualennukset laskisivat, voisi tällä olla merkittävä heikentävä vaikutus yhtiön tulokseen. Esimerkiksi ilman hankintojen tukkualennusten tulosvaikutusta Oravan 2014-2015 tulokset olisivat olleet tappiollisia.
- **Korkotason muutokset** vaikuttavat yhtiön lainarahoituksen hintaan.
- **Yhtiön käyttämien arvostusmenetelmien virheet** ovat mahdollisia, vaikka yhtiön käyttämä arvostusmalli auditoidaan säännöllisesti ja malli ei yhtiön mukaan jätä sijaa subjektiivisille arvioille. Mikäli yhtiö havaitsee, että käypiä arvoja on arvioitu väärin, voi tällä olla oleellisia vaikutuksia NAV:iin. 30.6.2016 tehdyn ulkopuolisten arvioitsijoiden arviolaskelmien mukaan Oravan sijoituskiinteistöjen arvo oli 1,7 % alempi kuin yhtiön taseen käypä arvo.
- **Osakkeen kurssikehitys sekä osakkeen volatilitteetti pörssissä** saattavat poiketa oleellisesti siitä, mikä on rahaston salkun todellinen arvonkehitys ja volatilitteetti. Tällöin sijoittajat kantavat korkeampaa riskiä ja rahastosta irtautuva sijoittaja voi joutua myymään omistuksensa alemmalla osakekurssilla suhteessa NAV:iin kuin alkuperäisessä sijoituksessa. Heinäkuussa 2017 Oravan osake hinnoiteltiin pörssissä 58 % alle NAV:in ja osakkeenomistaja eivät näin ollen tällä hetkellä saa myytäessä rahastosta kiinteistöportfolion arvoa vastaavaa summaa.

Sijoitusprofiili

1. Tuotot erittäin herkkiä asuntojen hintojen muutoksille
2. Tuotto herkkä asuntohankinnoille ja siten pääoman saatavuudelle
3. REIT-rakenteen verovapaus
4. Ei asuntojen pakkorealisoinnin riskiä
5. Tavoittelee 7-10 %:n osinkotuottoa

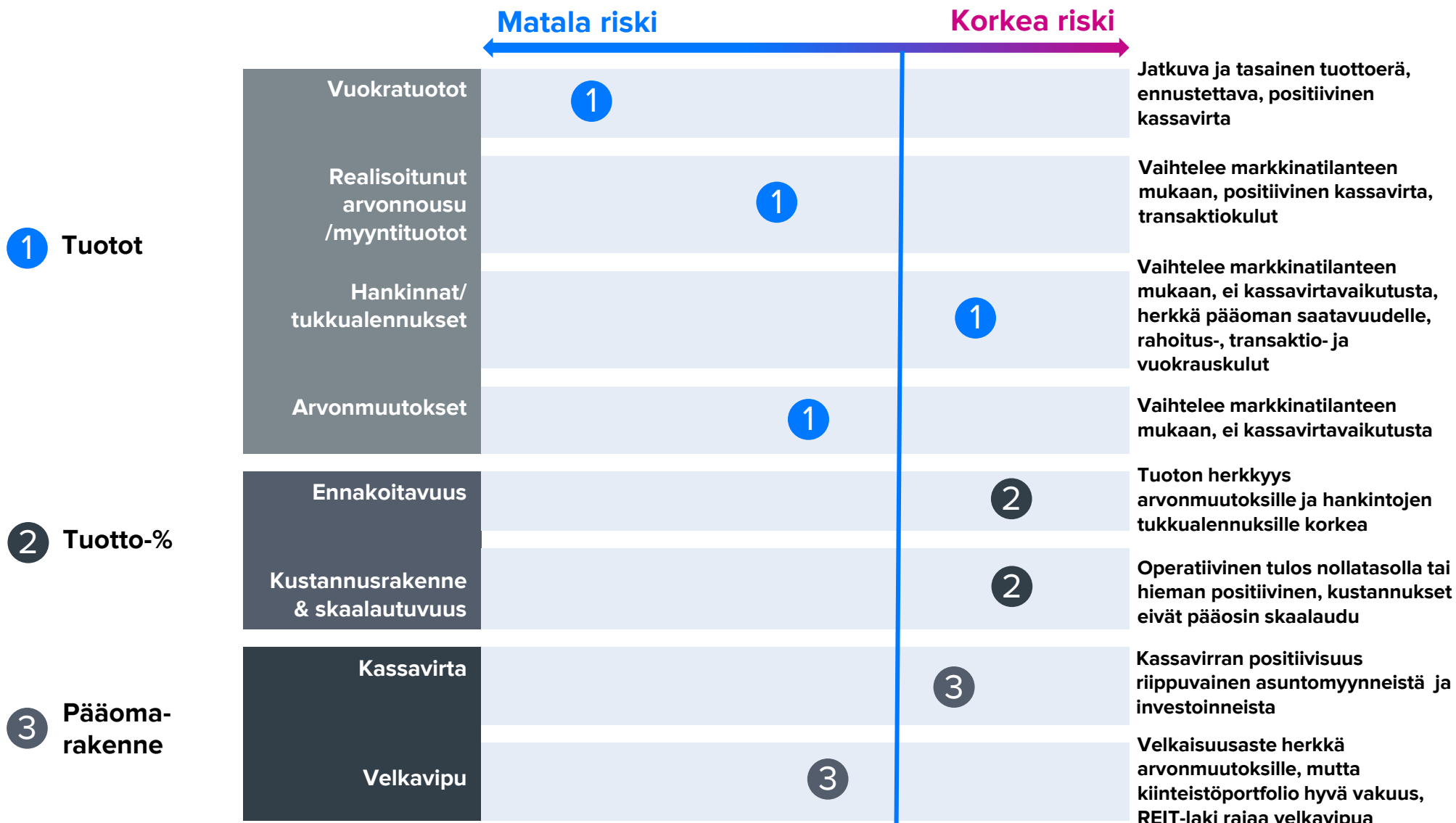
Potentiaali

- Asuntojen hintojen mahdollinen nousu
- Asuntohankintojen kiihdyttäminen
- Omien osakkeiden ostaminen ja REIT-rakenteen purku
- Nykyisen suhteellisesti alhaisen NAV-perusteisen arvostustason nousu

Riskit

- Asuntojen hintojen heikko kehitys
- Tukkualeenusten pienentyminen
- Uuden pääoman keräämisen vaikeutuminen
- Korkotason mahdollinen nousu

Liiketoiminnan riskiprofiili



Liiketoimintamalli 1/2

Tukkualennukset ja arvonnousu keskiössä

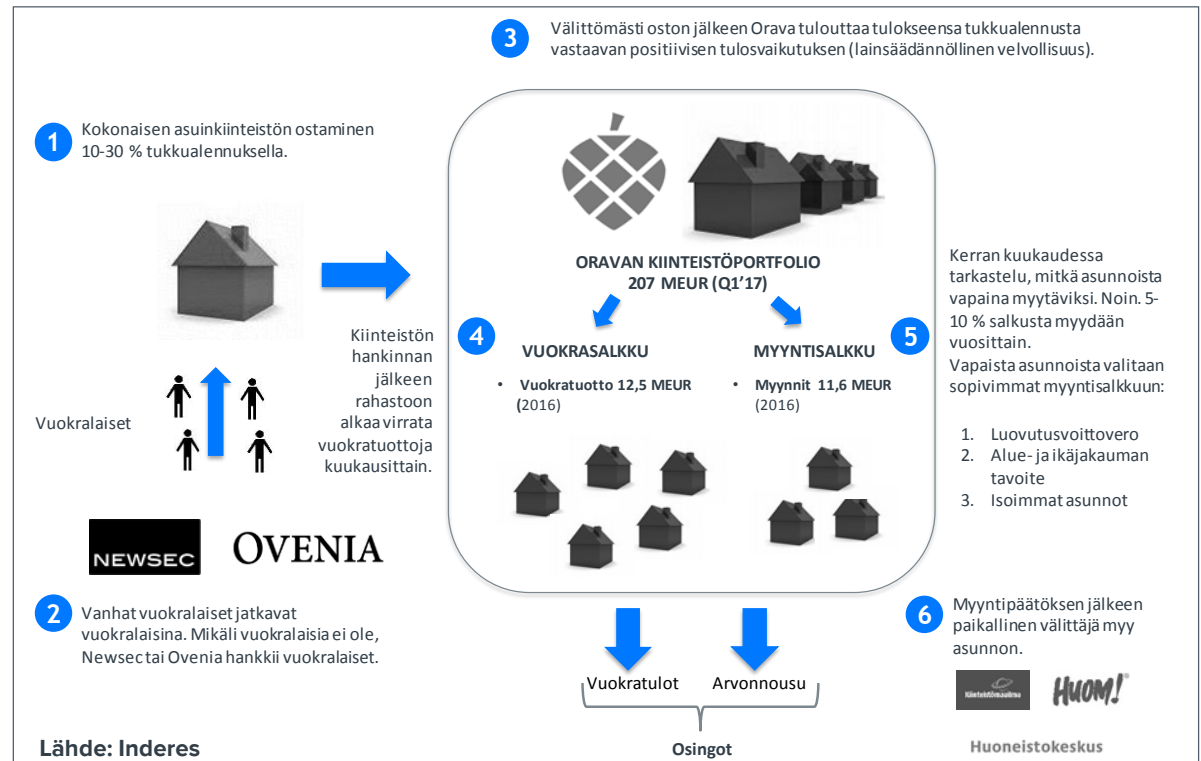
Oravan liiketoimintamallissa on keskeistä havainnollistaa yhtiön kiinteistöportfolion pyöriminen. Liiketoiminta kulminoituu vahvasti asuntohankintojen tukkualennuksen järjestelmälliseen hyödyntämiseen. Yhtiön operatiivisen toiminnan kannalta keskeisiä funktioita ovat muun muassa osto- ja myyntikohteiden valinta sekä rahaston rahavirtojen hallinta. Asuntomanageerauksesta vastaavilla Newsec Asset Management Oy:llä ja Ovenia Oy:llä on vastaavasti kokonaisvastuu yhtiön omistamien asuinkiinteistöjen hoitamisesta.

Ensimmäisessä vaiheessa yhtiö ostaa kokonaisen asuinkiinteistön, jossa se saa tyypillisesti noin 10-30 %:n tukkualennuksen verrattuna yksittäisten asuntojen markkinahintoihin (kohta 1). Vanhoissa kohteissa on normaalisti vuokralaiset valmiina, mutta mikäli kohteessa ei ole valmiina vuokralaisia, hoitavat asuntomanagement-palveluista vastaavat Newsec ja Ovenia kohteeseen vuokralaiset (kohta 2). Välittömästi oston jälkeen (kohta 3) Orava tulouttaa tulokseensa tukkualennusta vastaavan positiivisen tulosvaikutuksen (lainsäädännöllinen velvollisuus). Kun kiinteistö on hankittu, alkaa rahastoon virrata vuokratuottoja (kohta 4).

Osana kiinteistösalkun hallintaa tarkastelee Orava kerran kuukaudessa, mitkä sen asunnoista ovat vapaina myytäviksi. Yhtiön toimintaperiaatteisiin kuuluu, ettei vuokra-asuntoja myydä kenenkään asukkaalta pois. Tyypillisesti vuokralaiskannan vaihtuvuus on noin 20-25 % vuodessa. Vapaista asunnoista yhtiö valitsee tilanteen mukaan asuntoja niin sanottuun myyntisalkkuun (kohta 5).

Yhtiön tavoitteena on toimintamallin mukaisesti myydä noin 5-10 prosenttia portfolion arvosta vuosittain. Myyntisalkkuun valitaan asuntoja ensisijaisesti minimoiden mahdollisia verotettavia myyntivoittoja. Toisena kriteerinä myynneillä on tasapainottaa asuntosalikon maantieteellistä tavoitejakaumaa sekä iän tavoitejakaumaa. Kolmantena kriteerinä on pyrkiä irtautumaan suurimmista asunnoista. Kun myyntipäätös on tehty, paikallinen kiinteistövälittäjä myy asunnon (kohta 6).

Olettaen muuttumaton rahoitusrakenne, rahaston kassaan virtaavat rahat syntyvät nettovuokratuotoista sekä yksittäisten asuntojen myynneistä sitä mukaa kun niitä vapautuu käytöstä. Rahaston kassasta ulos virtaavat rahavirrat syntyvät kiinteistöinvestoinneista, kuluista, korkokustannuksista sekä osingonmaksusta. REIT-toimintamallin yksi merkittävä etu Oravalle on se, ettei yksittäisen sijoittajan irtautuminen rahastosta johda yhtiöstä ulosmeneviin rahavirtoihin, sillä sijoittaja myy omistuksensa markkinoilla. Seuraavassa osiossa havainnollistamme, millä oletuksilla yhtiön tavoittelema 7-10 % osinkotuotto on mahdollista.



Liiketoimintamalli 2/2

Tuloksen muodostuminen liiketoimintamallissa

Keskeisiä Oravan tuottoa ohjaavia tekijöitä ovat 1) arvonnousu, 2) nettovuokratuotto, 3) uusien hankintojen määrä sekä 4) hankintojen tukkualennuksen suuruus. Oheinen esimerkki havainnollistaa, miten yhtiön nettotulos muodostuu eri komponenteista sekä miten yhtiö voi ohjata käytännössä tukkualennuksista syntyvää arvonnousua osinkoihin. On tärkeää huomata, että yhtiön toimintamalli periaatteessa mahdollistaa tavoitellun 7-10 % osingon, vaikka tukkualennusten hyödyntämisestä syntyvä välitön voitto on ainoastaan kirjanpidollinen. Tämä johtuu siitä, että yhtiö pystyy vuosittain myymään kiinteistöportfoliostaan enintään 10 % verovapaasti ja lisäksi se pystyy keräämään uutta omaa ja vierasta pääomaa markkinoilta hankintojensa rahoittamiseksi.

Esimerkissä yhtiön kiinteistöportfolion arvo on lähtötilanteessa 100. Yksinkertaistuksen vuoksi oletamme, että yhtiön vieraan pääoman ja oman pääoman suhde ovat muuttumattomia, eli lainoja nostetaan ja lyhennetään samaan tahtiin ja osakeanneilla kerättävä pääoma tehdään täsmälleen taseen osakekohtaisen nettovarallisuuden (NAV) hintaan pörssissä. Luototusaste on oletettu 45 %:iin.

Oletukset asuntojen arvonnoususta (4,0 %), bruttovuokratuotosta (7,0 %), lainakorosta (5,0 %), hoito- ja korjauskuluista (3,6 %) sekä hallinnon kuluista (1,0 %) perustuvat Oravan omiin arvioihimme yhtiön pitkän aikavälin potentiaalisesta tasosta.

Aitakoron ylittävään tuottoon ja osakekurssin kehitykseen perustuva tulospalkkio on oletettu

0,3 %:iin. Käsittelemme arvojen lähiajan ennusteita tarkemmin raportin sivuilla 23-27.

Kun bruttovuokratuottojen sekä kiinteistöjen laskennallisesta arvonnoususta vähennetään kaikki kulut, muodostuu nettotulokseksi ennen osinkoja 5,4. Olettaen 100 % osingonjakosuhte, tämä vastaa 9,7 % osinkotuottoa laskettuna osakekohtaisesta nettovarallisuudesta (NAV:ista) 55.

Esimerkki osoittaa, että yhtiön kiinteistöportfolion arvo säilyy vakaana 100:ssa, vaikka NAV:lle maksetaan 9,7 %:n vuotuista osinkoa.

Oletukset	
Portfolion arvo	100
Oma pääoma	55
Vieras pääoma	45
Lainakorko	5,0 %
Bruttovuokratuotto	7,0 %
Arvonnousu	4,0 %
Hoito- ja korjauskulut	3,6 %
Hallinnon kulut	1,0 %
Tulospalkkio	0,3 %

Tuloslaskelma	Vuosi 1	Vuosi 2	Vuosi 3	...
Bruttovuokratuotto	7,0	7,0	7,0	7,0
Arvonnousu	4,0	4,0	4,0	4,0
Tukkualennuksen vaikutus*	1,5	1,5	1,5	1,5
Korkokulut	-2,3	-2,3	-2,3	-2,3
Hoito- ja korjauskulut	-3,6	-3,6	-3,6	-3,6
Hallinnon kulut	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
Tulospalkkio	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Tulos ennen veroja	5,4	5,4	5,4	5,4
Osingonmaksu	-5,4	-5,4	-5,4	-5,4
Tulos osinkojen jälkeen	0	0	0	0
Portfolion arvo	100	100	100	100
Osinkotuotto NAV:ille	9,7 %	9,7 %	9,7 %	9,7 %

*Tukkualennuksen vaikutus	
Hankintoja vuodessa	10,0 %
x Tukkualennus kulujen jälkeen	15 %
= Vaikutus	1,5 %

Lähde: Inderes

Strategia ja taloudelliset tavoitteet

Sijoituskohteiden hankinta ja myynti

Orava pyrkii hyödyntämään asuntomarkkinoilla usein saavutettavissa olevaa 10-30 % tukkualennusta hankkimalla salkkuunsa pääsääntöisesti kokonaisia kohteita joko ostamalla tai rakennuttamalla niitä. Vuokrauskäytössä vapautuneita yksittäisiä huoneistoja myydään vuosittain uusien hankintojen rahoittamiseksi.

Kohdestrategia

Kohdestrategia keskittyy makro- ja mikrosijaintiin sekä huoneiston ja kiinteistön ominaisuuksiin. Oravan ensisijaiset makrosijaintikriteerit ovat väestön määrä (vuokra- ja jälleenmyyntimarkkinoiden likviditeetti) ja väestönkasvu (markkina-arvon kehittyminen) alueella. Sijoitussalkun maantieteellinen kohdestrategia koostuu kolmesta osasta: pääkaupunkiseutu ja kehyskunnat, suuret kaupungit sekä muu Suomi (vähintään noin 20 000 asukkaan kaupungit).

Yhtiö tavoittelee kiinteistösalkussaan Suomen markkinaportfolion mukaista asuntojen hajautusta. Tällä painotuksella Orava pyrkii saavuttamaan tasapainon pienempien kaupunkien korkean vuokratuoton ja suurempien kaupunkien paremman likviditeetin välillä. Pääkaupunkiseudulla ja suurissa kunnissa läsnäolo on tärkeää näiden kohteiden hyvän likviditeetin ansiosta, mutta pienemmissä kaupungeissa vuokratuotot ovat korkeampia.

Aluejakaumatavoitteen mukaan huoneistojen markkina-arvosta 53 prosenttia sijaitsee Helsingin seudulla, 22 prosenttia suurissa kaupungeissa ja 25 prosenttia keskisuurissa kaupungeissa plus miinus noin 10 prosentin vaihteluvälillä. Ikäjakamatavoitteen mukaisesti 1990-luvulla ja sen jälkeen valmistuneiden

kohteiden paino on 53 prosenttia ja ennen vuotta 1990 valmistuneiden kohteiden paino 47 prosenttia plus miinus noin 10 prosenttia sijoitussalkun markkina-arvosta laskettuna.

Yhtiölle hankittavien kohteiden tulee pääsääntöisesti sijaita kaupungeissa, joille Tilastokeskus ennustaa väestönkasvua. Jos kohdekaupungin ennustettu väestönkasvu jää olennaisesti alle koko maan keskiarvon, hankittavan kohteen edellytetään lisäksi sijaitsevan kaupungin keskustan jalankulkuvyöhykkeellä.

Mikrosijaintikriteereistä tärkeimmät ovat kohteen liikenteelliset yhteydet palvelu- ja työpaikka-alueisiin sekä lähialueen palvelutaso. Asuntorahasto pyrkii hyödyntämään esimerkiksi kehiteillä olevien raideliikennehankkeiden valmistumisen mukanaan tuomaa arvonnousua asemien läheisyydessä sijaitseville kohteille.

Rahoitus- ja suojausstrategia

Orava pyrkii optimoimaan luototusastettaan kulloiseenkin korkotasoon ja markkina-tilanteeseen sopivaksi. Yhtiön luototusaste pyritään pitämään 30-60 %:n välissä ja nykyisen luototusasteen tavoitetaso vuodelle 2017 on noin 50 %. Rahoitusstrategiaa rajaavat verohuojennuslain ehdot. Ehtojen mukaan enintään 10 % yli 5 vuotta omistetuista rahaston avaavan taseen portfoliosta voidaan realisoida vuodessa, osinkoina tulee jakaa vähintään 90 % rahaston tuotoista ennen käyvän arvon muutoksia ja luototusasteen on oltava alle 80 %.

Riskienhallintapolitiikkansa mukaisesti Orava käyttää korkojohdannaisia pienentääkseen vaihtuvakorkoisten lainojensa korkoriskiä. Oravan korkoriskin suojausaste oli maaliskuussa 2017 kuitenkin 0 % emoyhtiön rahoituslainojen osalta.

Strategiset päätavoitteet

Oravan joulukuussa 2016 päivitetyn strategian mukaiset päätavoitteet ovat seuraavat:

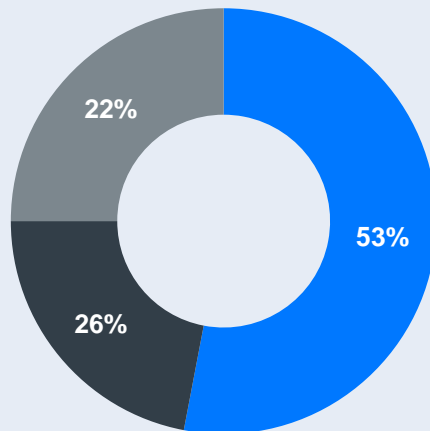
- Oman pääoman kasvattaminen 110-120 MEUR:oon vuonna 2017 ja keskipitkällä aikavälillä ylläpitää noin 20 %:n vuotuista kasvua.
- Taloudellisen käyttöasteen nostaminen vuonna 2017 yli 95 prosentin
- Kiinteistöjen hoito- ja korjauskulujen, vuokraustoiminnan kulujen ja hallinnon kulujen alentaminen suhteessa salkun arvoon vuonna 2017
- Huoneistomyyntien kasvattaminen vuonna 2017 ja pitäminen keskipitkällä aikavälillä 5-10 prosentissa avaavan taseen sijoitusomaisuuden arvosta.
- Sijoittajille suunnattavan informaation määrän ja laadun kehittäminen

Keskipitkän aikavälin tavoitteet

Oravan tavoitteena on keskipitkällä aikavälillä ylläpitää vähintään noin 20 %:n vuotuista kasvua. Suurimpana etuna on kasvun antama portfolion maantieteellisen hajautuksen parantuminen ja asuntokohtaisen riskin pienentyminen, mikä alentaa koko rahaston riskiprofiilia. REIT-rahastoille ominaisella tavalla Orava tulee rahoittamaan kasvunsa ulkopuolisen rahoituksen avulla (osakeannit ja velan kasvu). Siten pidämme mahdollisena, että yhtiö tulee jatkamaan pääoman keräämistä osakeanneilla tulevaisuudessa, mikäli se on osakkeenomistajien kannalta perusteltua.

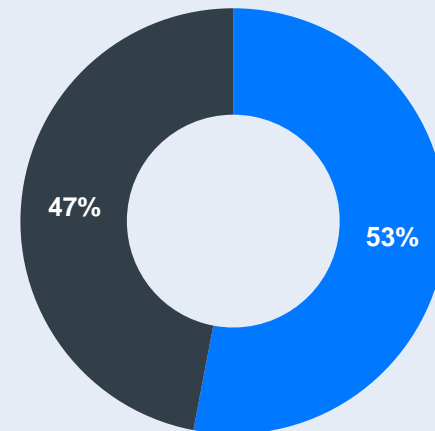
Oravan tavoiteportfolio

Maantieteellinen jakauma (+- 10 %)



■ Helsingin seutu ■ Suuret kaupungit ■ Muu Suomi

Ikäjakauma (+- 10 %)



■ 90-luvun ja 2000-luvun kohteet ■ Vanhat kohteet

Suomen asuntomarkkinat

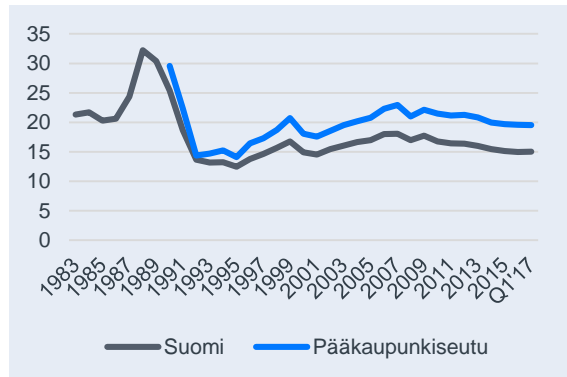
Asuntohintojen kehitys vuosia viime vuodet - 2000-luvulla hinnat nousseet 3,8 %/vuosi

Suomen vanhojen osakeasuntojen hintojen kehitys on ollut vuosia viime vuodet ja koko maan tasolla hinnat ovat lähes samalla tasolla kuin vuoden 2013 alussa. Tilastoista näkyy selvästi Suomen asuntomarkkinoiden eriytyminen taantuviin alueisiin ja kehittyviin kasvukeskuksiin. Taustalla on erityisesti muuttoliikkeestä aiheutuvat kysyntämuutokset. Pääkaupunkiseudulla hinnat ovat nousseet 2000-luvun alusta lukien keskimäärin 4,3 % vuodessa, kun taas muualla Suomessa hinnat ovat nousseet keskimäärin 2,7 % vuodessa.

Hintojen kehitys vakaata suhteessa tuloihin ja vuokriin

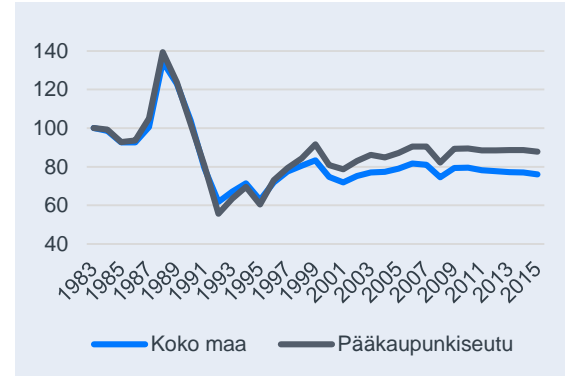
Näkemyksemme mukaan asuntojen keskimääräiset hinnat eivät ole poikkeuksellisen korkealla tai matalalla tasolla suhteessa keskimääräiseen vuokratason tai kotitalouksien käytettävissä oleviin tuloihin.

Asuntojen hinnat suhteessa neliövuokriin



Lähde: Tilastokeskus

Asuntojen hinnat käytettävissä oleviin tuloihin



Lähde: Tilastokeskus

Asuntojen peruskysyntäajurit vahvistuneet

Asuntokysyntää ja -hintoja määrittää pitkällä aikavälillä peruskysynnän (väestönkasvu, muuttoliike, asumisväljyys), ansiotason ja työllisyyden kehitys. Lyhyellä aikavälillä kysyntää ohjaa voimakkaasti myös korkotason, kuluttajaluottamuksen, rahoituksen saatavuuden ja sijoittajien tuottovaatimuksen muutokset.

Näkemyksemme mukaan asuntojen peruskysyntätekijät ovat hyvin positiiviset, sillä Suomessa on käynnissä vilkas muuttoliike maaseudulta kaupunkiseuduille, väestönkasvu keskittyy kaupunkeihin ja asuntokuntien koko pienenee. Kuluttajien asunnonostokykyssä ei ole nähdäksemme tapahtunut merkittäviä muutoksia, mutta trendi on ollut lievästi positiivinen johtuen ansiotason hienoisesta kasvusta, korkotason laskusta ja asuntohintojen maltillisesta kehityksestä. Näkemyksemme mukaan asunnonostokyky tulee säilymään myös lähivuodet melko vakaana, sillä emme odota

isoja muutoksia korkoihin tai ansiotasoon. Tämä pitänee myös yhdessä kasvavan tarjonnan ja maltillisesti kehittyvien rakennuskustannusten kanssa asuntojen hintojen kehityksen maltillisena.

Asuntojen sijoittajakysyntä on ollut viime vuosina erittäin vahvaa. RT:n mukaan asuntorahastot ostivat esim. vuoden 2014 kerrostalotuotannosta noin puolet. Odotamme sijoittajakysynnän säilyvän historiallisen hyvällä tasolla myös lähivuosina, sillä asuntojen vuokratuottojen kehitys on jatkunut vahvana ja riskittömän koron ja asuntojen nettovuokratuoton ero on edelleen ennätyskorkea. Asuntosijoitukset ovat Suomessa tuottaneet kaikista kiinteistösijoituksista parhaiten viimeisen 10 ja 5 vuoden ajanjaksolla. Vuotuinen kokonaistuotto on ollut keskimäärin 8,3 %.

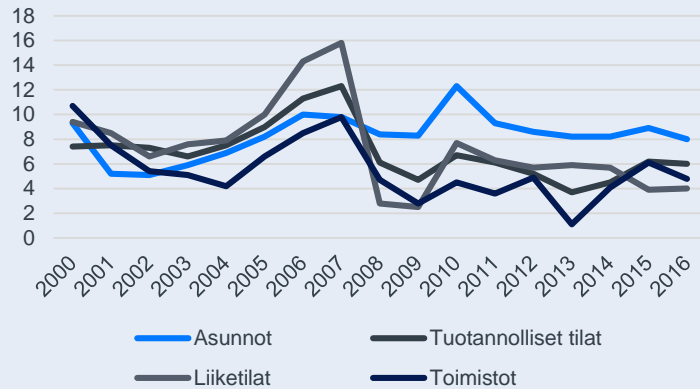
Odotamme asuntojen hintoihin 1,5-2,0 %:n kasvua lähivuosina

Nykyisten talousnäkömien ja asuntojen lisääntyvän tarjonnan valossa odotamme vuodelta 2017 noin 1,5 %:n keskimääräistä nimellistä asuntohintojen nousua ja vuodelta 2018 noin 2,0 %:n hintanousua (2016 toteutunut +0,9 %). Odotamme hintojen nousevan lähivuosina, mutta jäävän silti selvästi alle Suomen pitkän aikavälin asuntojen hintojen nousuvauhdin (noin 4 %).

Myös eri ennustelaitosten antamat arviot asuntohintojen muutoksesta ovat saman suuntaisia. Esimerkiksi Hypo arvio, että asuntohinnat nousevat kuluvana vuonna 1,5 % ja ensi vuonna 1,5 %. PTT:n ennuste vuoden 2017 hintanousuksi on 1,8 %.

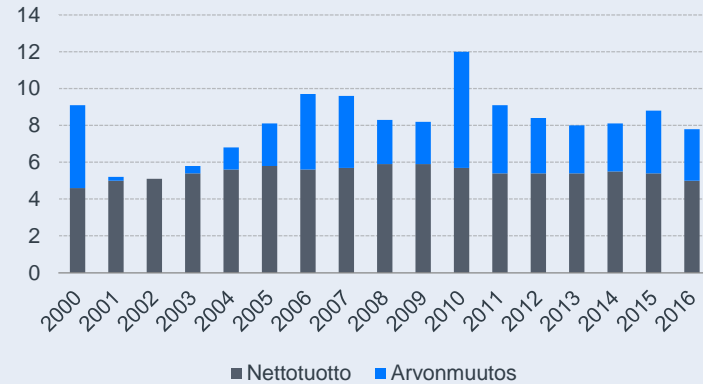
Suomen Asuntomarkkina

Kiinteistösjoitusten kokonaistuotot



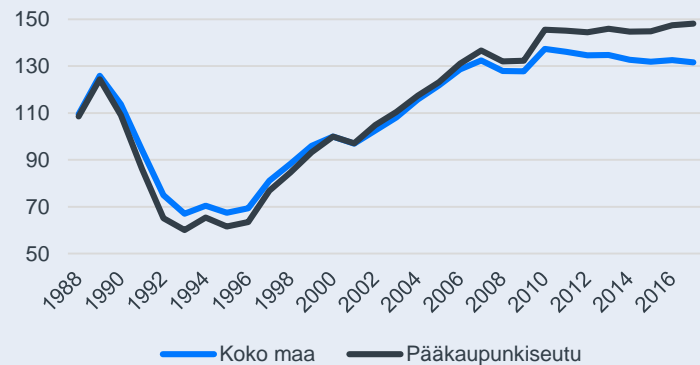
Lähde: KTI

Asuntosijoitusten kokonaistuotot



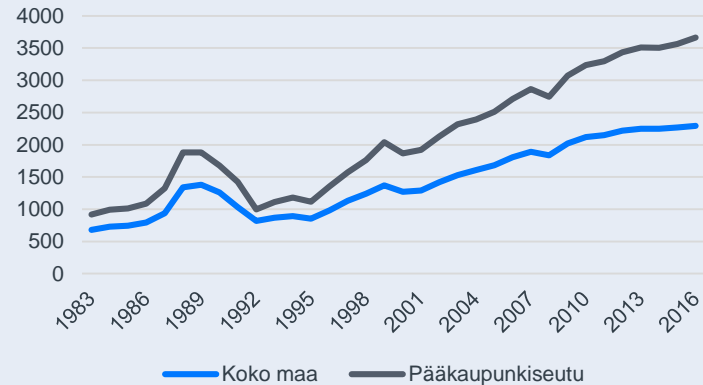
Lähde: KTI

Asuntojen reaali hinnat, 2000 = 100



Lähde: Tilastokeskus

Asuntojen nimelliset hinnat 1983-2016



Lähde: Tilastokeskus

Taloudellinen kehitys 1/4

Oravan portfolio on kasvanut voimakkaasti

Käymme läpi seuraavaksi Oravan taloudellista kehitystä vuosina 2013-2016. Vuodet 2010-2012 olivat yhtiölle toiminnan ylösajon aikaa, joten jätämme jakson heikon vertailukelpoisuuden takia tämän aikajakson arvioinnin ulkopuolelle.

Oravan kiinteistöportfolion arvo on vuoden 2013 lokakuun pörssilistautumisen jälkeen lähes viisinkertaistunut n. 44 MEUR:sta n. 207 MEUR:oon maaliskuuhun 2017 mennessä. Voimakas kasvu on vaikuttanut merkittävästi yhtiön tuloksentelekykyyn, sillä se on kasvattanut tukkualennusten osuutta tuotoista ja toisaalta nostanut yhtiön kuluja (mm. vuokralaishankinnan kulut ja pääoman hankintakulut) sekä alentanut vuokrausastetta.

Asuntohankinnat nostivat kokonaistuoton vahvalle tasolle vuosina 2013-2015

Tilastojen mukaan asuntojen keskimääräiset hinnat Suomessa laskivat vuosina 2014-2015. Oravan asuntosalikon arvonmuutokset ilman tukkualennusten vaikutusta jäivät laskelmamme mukaan tällä ajanjaksolla markkinoiden keskimääräistä kehitystä heikommaksi. Poikkeama heijastaa arviomme mukaan mm. yhtiön asuntoportfolion painottumista jakson alkupuolella markkinajakautaa vahvemmin keskisuuriin kaupunkeihin, joissa asuntojen hinnat kehittyivät suuria kaupunkeja ja PK-seutua heikommin.

Orava pystyi vuosina 2014-2015 kompensoimaan asuntohintojen laskun vaikutuksen tuottoihin tekemällä yhteensä n. 111

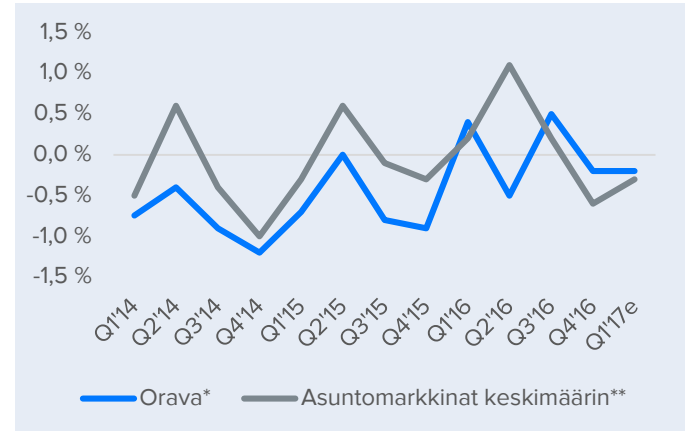
MEUR:n arvosta asuntohankintoja tukkualennuksella. Yhtiö ylsi vuosina 2014-2015 hyvään 6,8-14,9 %:n kokonaistuottoon osakkeelle (osinko + NAV:in kasvu). Pääosa jakson kokonaistuotosta muodostui arviomme mukaan asuntohankintojen tukkualennuksista.

Vuonna 2016 kokonaistuotto painui tappiolle

Vuonna 2016 Oravan tuottotaso heikkeni selvästi ja osakkeen kokonaistuotto jäi negatiiviseksi (-3,6 %). Lasku johtui arviomme mukaan pääasiassa siitä, että Oravan läpi vuoden 2016 omistetun asuntoportfolion arvo ei juurikaan noussut ja yhtiö ei pystynyt saavuttamaan aikaisemmassa mittakaavassa tuottoja asuntohankintojen tukkualennuksilla.

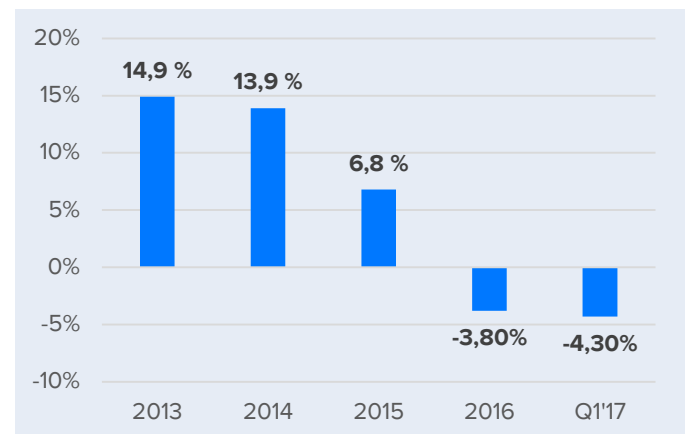
Yhtiö teki vuoden 2016 aikana asuntohankintoja 20,1 MEUR:n edestä, kun vuoden 2015 vastaavana ajankohtana yhtiö teki hankintoja 64,6 MEUR:n edestä. Lisäksi hankinnat vuonna 2016 tapahtuivat arviomme mukaan vuodentakaista alemmilla tukkualennuksilla.

Oravan asuntoportfolion arvonmuutos



*Oravan koko kvartaalin ajan omistaman asuntosalikon arvonmuutos
**Suomen vanhojen osakeasuntojen nimellisten hintojen muutos
Lähde: Tilastokeskus ja Orava

Osakkeen kokonaistuotto-%



Lähde: Inderes ja Orava

Taloudellinen kehitys 2/4

Nettovuokratuotto-% heikentynyt

Oravan vuokrasalkun nettovuokratuotto-% on laskenut vuoden 2013 4,5 %:sta 3,8 %:iin vuoteen 2016 mennessä. Laskun taustalla on arviomme mukaan osittain kiinteistöportfolion painotuksen kääntyminen kohti matalariskisempiä, mutta suhteellisesti heikompaa vuokratuottoa tarjoavia uudempiä kiinteistöjä ja pääkaupunkiseutua.

Oravan nettovuokratuotto-% on jäänyt viime vuosina myös Suomen asuntomarkkinan keskimääräistä tuottoa matalammaksi. Tilastokeskuksen mukaan Suomen vanhojen osakeasuntojen keskimääräinen nettovuokratuotto oli vuonna 2016 noin 4,4 %.

Tukkuualennukset ovat viime vuosina laskeneet

Arviomme mukaan Oravan saamat hankintojen tukkuualennukset ovat viimeisen kahden vuoden aikana laskeneet selvästi. Laskelmiemme mukaan Oravan saamat nettotukkuualennukset (kulujen jälkeen) ovat laskeneet vuoden 2014 noin 20-25 prosentista noin 10-15 prosenttiin vuoteen 2016 mennessä. Laskun taustalla vaikuttaa näkemyksemme mukaan erityisesti rakennusliikkeiden laskenut tarve tukkuualennusten myöntämiseen kuluttajamyynnin kasvun ja myyntivarastojen pientymisen seurauksena.

Huoneistomyyntien osuus laskenut

Oravan suhteelliset huoneistomyynnit laskivat vuodesta 2014 vuoteen 2016 ja ne ovat jääneet yhtiön strategisen tavoitetaso alarajalle. Vuonna 2014 myynnit olivat 5,7 MEUR eli noin 7 % avaavan taseen arvosta, vuonna 2015 6,1 MEUR eli noin 4,7 % ja vuonna 2016 ne olivat 11,6 MEUR eli noin 5,9 %.

Yhtiön strategisena tavoitteena on myydä vuosittain noin 5-10 % edestä avaavan taseen arvosta asuntoja ja rahoittaa näillä myynneillä osinkoja sekä uusia kiinteistöhankintoja. Arviomme mukaan Orava ei ole yltänyt viime vuosina myyntitavoitteeseen, koska asuntomarkkinoiden kaupankäyntivolyymit ovat olleet yleisesti laskussa ja asuntojen kysyntä on ollut heikkoa pääkaupunkiseudun ulkopuolella johon Oravan asuntoportfolio on keskittynyt.

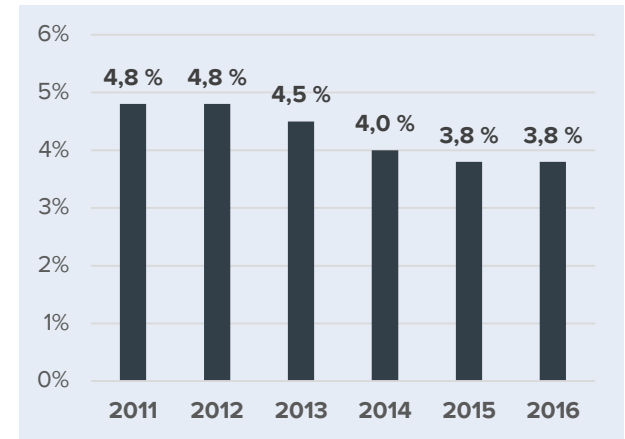
Oravan huoneistomyynnit ovat tyypillisesti historiallisesti tapahtuneet alle niiden taseeseen kirjatun käyvän arvon. Tämä johtuu arviomme mukaan osittain siitä, että tasearvoihin ei ole sisällytetty myyntien transaktiokuluja. Huomioiden alkuperäinen hankintahinta, yhtiön myynnit ovat kuitenkin olleet arviomme mukaan selvästi voitollisia.

Kulusuhde pieneni hieman vuonna 2016

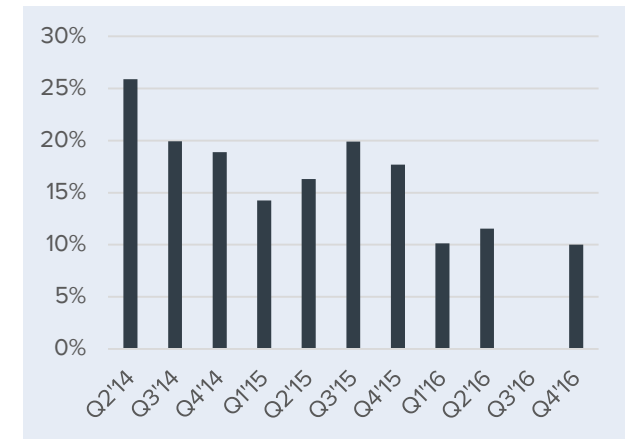
Oravan kulusuhde pieneni hieman viime vuonna. Kiinteistöjen hoito- ja korjauskulujen suhteellinen osuus kiinteistöportfolion arvosta laski vuoden 2015 noin 3,1 %:sta noin 2,9 %:iin vuonna 2016. liiketoiminnan muiden kulujen (hallinnon kulut + vuokraustoiminnan kulut + liiketoiminnan muut tuotot ja kulut) suhteellinen osuus laski vuoden 2015 noin 1,63 %:sta noin 1,56 %:iin vuonna 2016. Edelleen keskimääräiset rahoituskulut laskivat vuoden 2015 noin 3,4 %:sta noin 2,8 %:iin vuonna 2016.

Arviomme mukaan kulusuhteen lasku on johtunut pääosin yhtiön asuntohankintojen määrän pientymisestä sekä portfolion painottumisesta vahvemmin uusiin asuntoihin (uusien asuntojen osuus 70 % vuoden 2016 lopussa vs. 58 % vuoden 2014 lopussa).

Oravan vuokrasalkun nettovuokratuotto-%



Oravan hankintojen nettotukkuualennus-%*



*Q3'16 ei tehty hankintoja

Lähde: Inderes

Taloudellinen kehitys 3/4

Tulos ja NAV per osake laskeneet

Asuntojen keskimääräisten hintojen lasku, laskenut tukkualennus-%, laskenut nettovuokratuotto-% ja pääoman kasvattamisen myötä merkittävästi noussut osakemäärä ovat johtaneet Oravan osakekohtaisen tuloksen laskuun vuosina 2013-2016.

Osakekohtainen nettovarallisuus (NAV) on myös laskenut, minkä taustalla on arviomme mukaan ollut erityisesti Oravan korkea osingonjakosuhte. Osakekohtaisen NAV:in kehitystä olennaisempi tunnusluku on kuitenkin mielestämme yhtiön raportoima osakkeen kokonaistuotto (osinko + NAV:in kasvu).

Oman pääoman määrä kasvanut merkittävästi

Orava on vuodesta 2014 alkaen kerännyt pääomaa markkinoilta laskemalla liikkeeseen vaihtovelkakirjalainoja, jotka on suoraan konvertoitu markkinoilla osakkeiksi. Käytännössä menettely vastaa suunnattua osakeantia. Yhtiö keräsi 6/2015-6/2016 välisenä aikana VVK:illa noin 12 MEUR lisää omaa pääomaa markkinoilta, mikä vastaa noin 14 % lisäystä omaan pääomaan. Lisäksi oman pääoman määrää on kasvattanut osakevaihdoilla tehdyt kiinteistöihankinnat.

Vuonna 2016 Oravan oli arviomme mukaan aikaisempaa vaikeampaa kerätä lisää omaa pääomaa heikon osakekurssikehityksen takia. Osakeannit alle osakekohtaisen NAV:in hinnalla johtavat vanhojen osakkeenomistajien omistuksen laimentumiseen ja nykyiset, noin 10-15 % tukkualennukset eivät arviomme mukaan

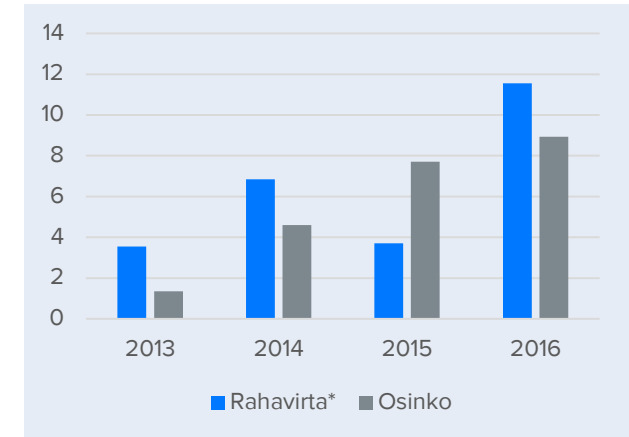
riitä kompensoimaan yli 25 % NAV-alennuksella tehtyjen osakeantien laimennusvaikutusta. Arviomme mukaan tästä syystä johtuen Orava keskeytti VVK-lainojen liikkeeseenlaskut syyskuussa 2016. VVK-lainojen keskeyttäminen oli mielestämme perusteltua ja positiivista Oravan omistaja-arvon kehityksen kannalta.

Kassavirta vaihdellut merkittävästi vuositasolla

Oravan kassavirta on vaihdellut melko paljon vuosina 2013-2016. Yhtiön raportoima liiketoiminnan nettorahavirta oli negatiivinen vuonna 2015 ja vuonna 2016, kun taas vuosina 2013-2014 se oli positiivinen. Tunnusluku, mikä kuvaa mielestämme kuitenkin Oravan kassavirtaa kokonaisuutena parhaiten on yhtiön raportoima liiketoiminnan nettorahavirta yhdistettynä huoneistomyyntien velattomaan arvoon.

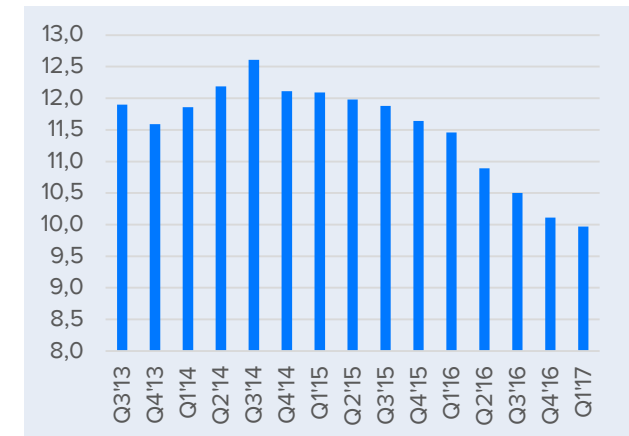
Tämä tunnusluku kasvoi merkittävästi (+93 %) vuodesta 2013 vuoden 2014 loppuun mennessä, mutta laski jälleen vuonna 2015 3,7 MEUR:oon (2014: 6,8 MEUR) ja oli vuonna 2016 11,6 MEUR. Koko Oravan toimintahistoriaa tarkasteltaessa Oravan liiketoiminnan nettorahavirta ja huoneistomyynnit olivat maaliskuuhun 2017 mennessä yhteensä 28,1 MEUR ja maksetut osingot vastaavasti 23,5 MEUR. Yhtiö on siis pystynyt koko toimintahistoriansa aikana rahoittamaan osinkonsa huoneistomyynneillä ja liiketoiminnan rahavirralla.

Oravan rahavirta ja osinko



*Rahavirta: Liiketoiminnan nettorahavirta + myyntien velaton kauppahinta
Osinko maksuvuoden mukaan

Oravan osakekohtainen EPRA NAV



Lähde: Orava

Taloudellinen kehitys 4/4

Lainaportfolio

Oravalla oli korollista velkaa 31.3.2017 taseessa 112,4 MEUR:n edestä. Merkittävin osa korollisista veloista koostui yhtiön omistamien asunto-osakeyhtiöiden osakkeisiin kohdistuvista yhtiölainoista. Nämä olivat arvoltaan noin 75 MEUR maaliskuussa 2017. Näiden taloyhtiölainojen marginaalit ovat käsityksemme mukaan 1-2 % välillä. Toinen merkittävä vieraan pääoman erä on yhtiön huhtikuussa 2015 liikkeeseenlaskema 5-vuoden 20 MEUR:n joukkovelkakirjalaina, jonka korko on kiinteä 4,25 %. Näiden lisäksi Oravalla oli maaliskuussa 2017 18 MEUR:n edestä pankkilainoja Collector Bank AB:lta, jotka erääntyvät vuosina 2020 ja 2021. Emoyhtiön rahalaitoslainojen keskiporko on arviomme mukaan noin 3 %. Kaikkien lainojen keskimääräinen laina-aika on arviomme mukaan noin 10-vuotta.

Kovenantit

Jvk-lainan sekä emoyhtiön lainojen kovenantit on sidottu yhtiön 2016 vuosikertomuksen perusteella velkaantuneisuusasteeseen (LTV-%), omavaraisuusasteeseen ja lainanhoitokatteeseen. Yhtiö ei ole julkistanut kovenanttirajoja, mutta käsityksemme mukaan Oravan voi olla tällä hetkellä vaikea nostaa velkaantuneisuusastetta (LTV-%) merkittävästi yli 60 prosentin. Emme pidä yli 60 %:n velkaantuneisuusastetta myöskään Oravalle todenköisenä, sillä yhtiön strategian mukainen maksimi velkaantuneisuusaste on 60 %. Velkaantuneisuusaste oli maaliskuussa 2017 lopussa 53,1 % ja omavaraisuusaste oli 45,3 %.

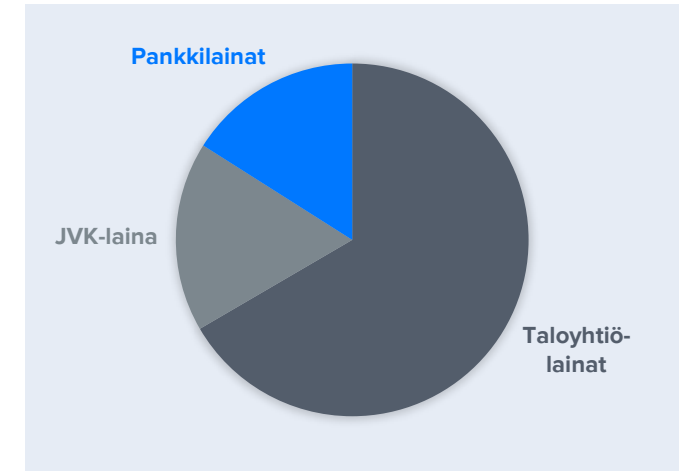
Uudelleenrahoitusriski

Oravalla oli maaliskuun 2017 lopussa 1-vuoden sisällä erääntyviä lainoja 2,7 MEUR:n edestä, 1-5-vuoden sisällä erääntyviä lainoja 50,4 MEUR:n edestä ja yli 5-vuoden päästä erääntyviä lainoja 59,3 MEUR:n edestä. Yhtiöllä oli puolestaan maaliskuun lopussa kassavaroja 3,4 MEUR:n edestä. Arviomme mukaan yhtiön maksuvalmiusriski ei ole taserakenteen ja lainojen erääntymisten perusteella poikkeuksellisen suuri, vaikka yhtiön vuotuinen kassavirta onkin vaihdellut. Yhtiön omistamat varallisuuserät (asunto-osakeyhtiöt ja tontit) ovat tarvittaessa suhteellisen hyvin likvidoitavissa ja niillä on hyvä vakuusarvo. Tämän lisäksi Orava voi tarvittaessa vähentää kvartaaleittain maksamaansa osingon määrää, mikä parantaisi maksuvalmiutta olennaisesti.

Korkoriski

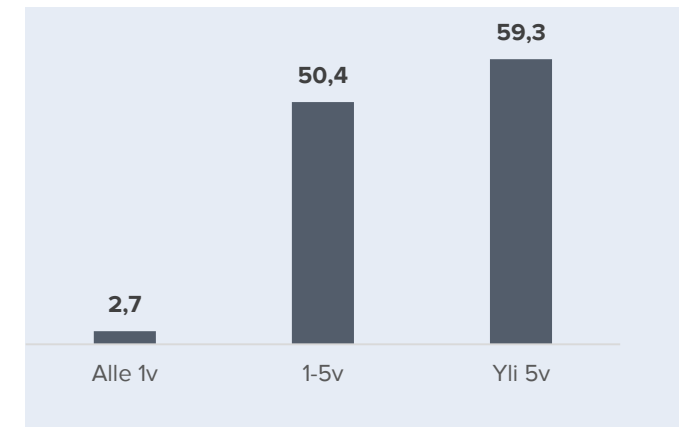
Oravan emoyhtiön lainojen suojausaste oli maaliskuun lopussa 0 %. Asunto-osakeyhtiöiden yhtiölainat ovat lisäksi suojaamattomia. Orava siten tällä hetkellä altistuu korkoriskille näiden lainojen osalta. Inderesin arvion mukaan lyhyiden markkinakorkojen nousu yhdellä prosenttiyksiköllä kasvattaisi Oravan vuotuisia korkokuluja karkeasti arvioiden noin 0,9 MEUR:lla vuodessa eli vuotuisia rahoituskuluja noin 31 % (2016 rahoituskulut: 3,0 MEUR).

Oravan lainaportfolio 31.3.2017



Lähde: Orava

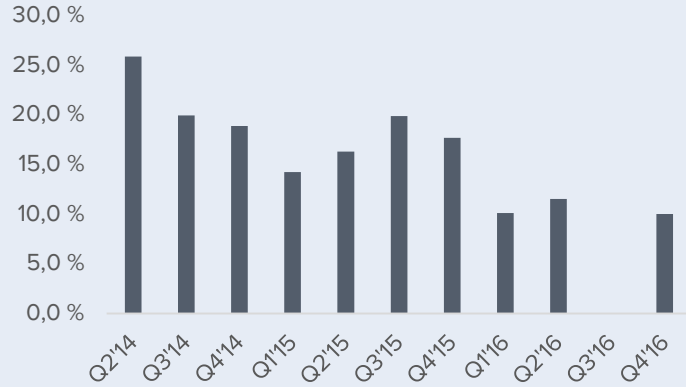
Lainojen erääntyminen, MEUR



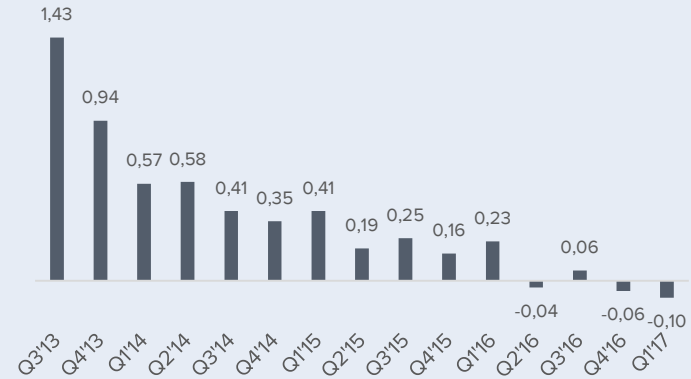
Lähde: Orava

Oravan historiallinen suorituskyky

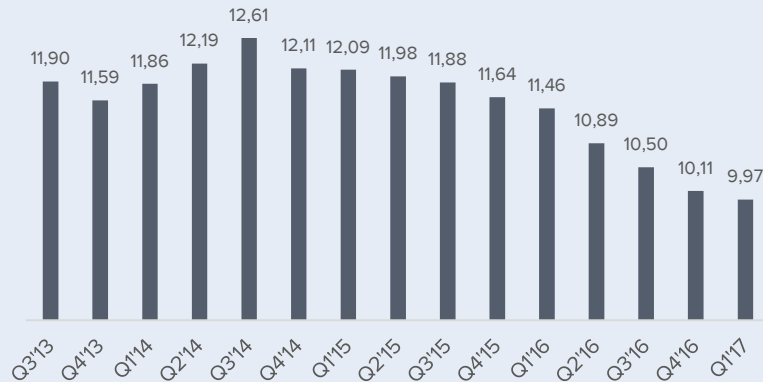
Arvioitu tukkualennus-%*



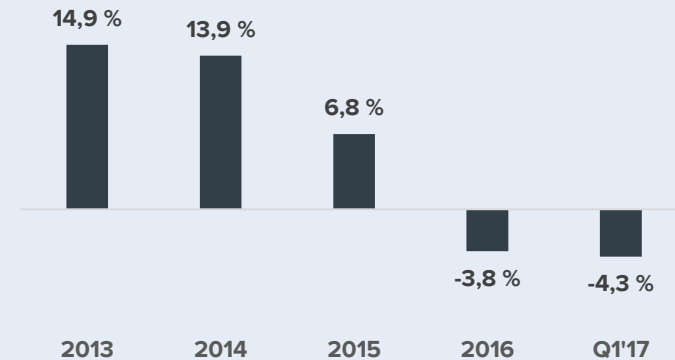
Osakekohtainen tulos (euroa)



EPRA NAV per osake (euroa)



Osakkeen kokonaistuotto-%



*Q3'16 ei tehty hankintoja
Lähde: Orava ja Inderes

Ennusteet 1/3

Ennustamme n. 4 %:n kokonaistuottoa lähivuosille

Orava ei arviomme mukaan lähivuosina yllä vuosien 2013-2015 vahvaan tuottotasoon (7-15 %), sillä markkinoilla saavutettavissa olevat tukkualennukset ovat laskeneet emmekä pidä huomattavaa asuntojen keskimääräisten hintojen nousua todennäköisenä. Lisäksi Oravan voi arviomme mukaan olla vaikea tehdä asuntohankintoja lähivuosina vuosien 2013-2015 mittakaavassa, sillä tähän vaadittavaa pääomaa voi olla vaikea kerätä huoneistomyynneillä ja nykyisellä osakekurssitasolla.

Odotamme kuitenkin yhtiön tuottotason nousevan lähivuosina vuoden 2016 negatiivisesta tasosta (-3,8 %) pääasiassa hieman vahvemman asuntomarkkinan, ennustamme ja jo tapahtuneen vuokrausasteen nousun (Q1'16: 90,0 %, Q1'17: 93,8 %) ja vvk-lainojen liikkeeseenlaskun loppumisen takia. Ennustamme Oravan osakkeen kokonaistuoton jäävän vuosina 2017-2019 keskimäärin noin 4 %:n tasolle (2015: 6,8 %, 2016: -3,8 %). Käsittelemme seuraavaksi tärkeimmät oletuksemme ennusteemme taustalla.

Vuokratuotot

Oravan tulevia vuokratuottoja ennustaessa on tärkeä tiedostaa, että yhtiön raportoima bruttovuokratuotto-% mittaa yhtiön vuokrasalkun tuottoa. Esimerkiksi joulukuussa 2016 Oravan myytävänä olevien sijoituskiinteistöjen käypä arvo oli 13,1 MEUR ja vuokratyössä olevien kiinteistöjen arvo oli 198 MEUR. Yhtiön raportoima bruttovuokratuotto oli vuonna 2016 keskimäärin 6,8 %, mutta jos laskemme bruttovuokratuoton koko vuoden 2016

kiinteistöportfolion keskimääräiselle käyväälle arvolle (mitä sovellamme ennustemallissamme) oli bruttovuokratuotto 6,2 %. Odotamme bruttovuokratuotto-%:n nousevan vuokrausasteen nousun vuodelta 2017 yhtiön vuokrausasteen ennustamamme vahvistumisen myötä. Ennustamme vuokrausasteen nousevan vuonna 2017 noin 95 prosenttiin (Q1'17: 93,8 %) yhtiön strategian mukaisesti ja säilyvän tällä tasolla pitkällä aikavälillä. Bruttovuokratuotto-% on vuosina 2017-2022 kuitenkin 6,2 %.

Asuntohankinnat

Oravan tuloksen merkittävänä ajurina vuosina 2013-2015 olivat onnistuneet asuntohankinnat tukkualennuksella, joista yhtiö kirjasi merkittävän arvonnousun. Esimerkiksi vuonna 2015 Orava hankki asuntoja n. 65 MEUR:n edestä ja kirjasi näistä hankinnoista arvonnousua kulujen jälkeen arviomme mukaan noin 11 MEUR. Asuntohankintoja varten yhtiö tarvitsee pääomaa, jota yhtiö saa pääsääntöisesti joko a) huoneistomyynneillä tai b) keräämällä ulkoista rahoitusta. Ulkoinen rahoitus jakautuu taas omaan ja vieraaseen pääomaan.

Arviomme mukaan Oravalla voi olla vaikea tehdä asuntohankintoja lähivuosina vuosien 2013-2015 mittakaavassa, sillä yhtiön oman pääoman kerääminen on vaikeutunut 2016-2017 heikon osakekurssikehityksen takia, minkä vuoksi yhtiö ei ennusteissamme tee VVK-lainojen liikkeeseenlaskua. Vastaavasti yhtiön voi olla arviomme mukaan vaikea kasvattaa velkaantuneisuusastetta merkittävästi maaliskuun lopun noin 53 prosentista (LTV-%). Pääoman kerääminen asuntohankintoja varten nojaa siten jatkossa arviomme mukaan huoneistomyynneihin.

Odotamme myyntien olevan jatkossa vuosittain keskimäärin 7 % (2016: 5,9 %) kiinteistöportfolion avaan taseen arvosta keskipitkällä aikavälillä. Odotamme myyntien transaktiokustannusten olevan keskimäärin 4 % myytävien kohteiden arvosta vuosittain (2016: huoneistomyyntien välityspalkkiot 3,3 %). Huoneistomyyntien avulla Orava pystyy arviomme mukaan tekemään uusia asuntohankintoja vuosittain noin 10-15 MEUR:n edestä lähivuosina.

Tukkualennukset

Arviomme mukaan asuntohankinnoista saatavat tukkualennukset ovat viime vuosina pienentyneet kiristyvän kilpailun, rakennusliikkeiden myymättä olevien asuntojen varastojen kutistumisen sekä asuntojen lisääntyneen kuluttajakäynnän myötä. Odotamme markkinoilla saatavien tukkualennusten säilyvän lähivuosina nykyisellä tasolla ja arviomme Oravan tulevien asuntohankintojen transaktiokulujen jälkeisen tukkualennuksen olevan lähivuosina n. 10 % (2016 k.a: n. 9 %).

Kiinteät kulut ja hoito- ja korjauskulut

Emme odota merkittäviä muutoksia Oravan kulurakenteeseen lähivuosina. Yhtiön kulurakenne ei arviomme mukaan merkittävästi skaalaudu kiinteistöportfolion kasvun kanssa, joten odotamme liiketoiminnan muiden kulujen yhteensä olevan vuosittain keskimäärin 1,6 % asuntoportfolion arvosta keskipitkällä aikavälillä (2016: 1,6 %). Hoito- ja korjauskulujen oletamme pitkällä aikavälillä hieman nousevan nykyisestä kohti Suomen asunto-osakeyhtiöiden tilastollista keskiarvoa noin 3,4 prosenttiin.

Ennusteet 2/3

Arvonnousu

Ennustamme Oravan olemassa olevien kiinteistöjen arvon nousevan vuonna 2017 noin 0,5 prosenttia. Ennustemme Oravan vuoden 2018 keskimääräiseksi asuntojen hintanousuksi on noin 1,0 prosenttia. Keskipitkällä aikavälillä ennustamme Oravan asuntojen arvonnousun olevan noin 2,5 % vuosittain. Ennustemme perustuvat oletukseen, jonka mukaan Oravan omistamien asuntojen hinnat kehittyvät lähivuosina ja pitkällä aikavälillä 1,0 prosenttiyksikköä asuntomarkkinoiden keskiarvoa heikommin. Suomen asuntomarkkinoiden ennustemme on esitetty tarkemmin raportin markkinakatsauksessa.

Oravan asuntoportfolion hintakehitys

Oravan omistamien asuntojen hintakehitys on viime vuosina jäänyt alle tilastokeskuksen tilastoiman Suomen asuntojen keskimääräisen hintakehityksen ja odotamme tämän kehityksen myös jatkuvan lähivuosina. Vuosina 2015-2016 Oravan asuntoportfolion ja Suomen asuntojen keskimääräinen arvomuutoksen ero oli keskimäärin noin -1,0 %. Verrattuna Suomen kerrostaloasuntojen arvomuutokseen ero on ollut vielä tätä suurempi. Arviomme mukaan syyt Oravan asuntojen heikompaan hintakehitykseen ovat mm. Oravan portfolion painottuminen markkinaportfoliota vahvemmin pieniin ja keskisuuriin kaupunkeihin, joissa hintakehitys on ollut markkinakeskiarvoa heikompa. Suomen 10 suurimman kaupungin (asuntojen määrällä mitattuna) ja erityisesti Helsingin paino on Oravan asuntoportfoliossa pienempi kuin Suomen asuntomarkkinan markkinaportfolio.

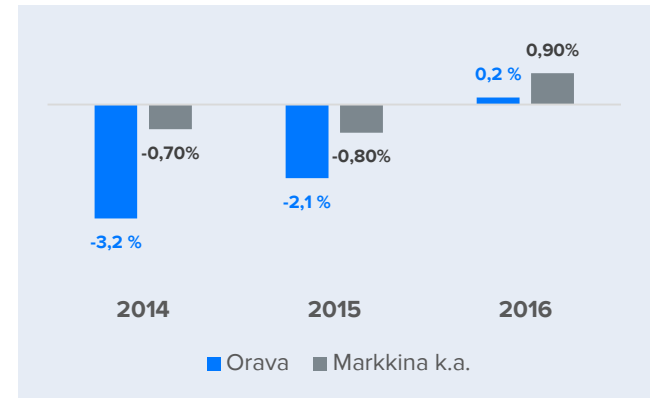
Toinen selittävä tekijä on Oravan asuntojen keskimääräinen koko. Perustuen yhtiön Q1'17 listaan sen omistamista asunto-osakeyhtiöistä Oravan omistamien asuntojen keskimääräinen koko on noin 64,2 neliötä. Tämä on selvästi korkeampi kuin Suomen kerrostaloasuntojen keskimääräinen neliökoko (2016: 56,3 neliötä). Suurten kerrostaloasuntojen hintakehitys on taas viime vuosina ollut selvästi pienempää kuin pienten yksiöiden.

Kolmannen selittävän tekijän muodostavat korjaus- ja ajanmukaistamiskulut. Tilastokeskuksen tilastoimat asuntojen hintamuutokset eivät käsityksemme mukaan huomioi asuntojen kulumista. Orava kirjaa käyvän arvon muutoksiin huoneistojen korjauskuluja joita ei ole ehditty aktivoimaan taseeseen ja tämä on arviomme mukaan ollut osittain syynä siihen, miksi Oravan asuntojen hintamuutokset ovat jääneet tilastokeskuksen tilastoimista hintamuutoksista.

Ennustamme Oravan asuntojen hintojen muutoksen jäävän alle markkinakeskiarvon

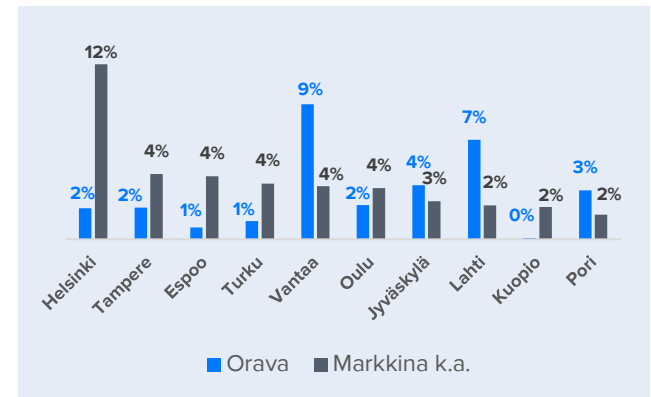
Edellisten syiden takia ennustamme Oravan raportoiman asuntojen käyvän arvon muutoksen jäävän tasan 1,0 prosenttiyksikköä alle Suomen osakeasuntojen keskimääräisten hintamuutosten lähivuosina ja pitkällä aikavälillä. Mikäli Orava muokkaa asuntoportfoliotaan enemmän suuriin kaupunkeihin painottuvaksi tai enemmän pieniin asuntoihin painottuvaksi voi hintamuutosten ero supistua. Vastaavasti jos pienempien paikkakuntien, suurien asuntojen tai/ja heikon mikrosijainnin omaavien asuntokohteiden määrä Oravan salkussa kasvaa, voi ero myös leventyä.

Oravan asuntoportfolion arvonnousu-%



Oravan koko kvartaalin ajan omistaman asuntosalkun arvonnousu ja Suomen vanhojen osakeasuntojen nimellisten hintojen muutos
Lähde: Tilastokeskus ja Orava

Oravan portfolio ja markkinaportfolio*



Suomen 10 suurimman asuntomarkkinan asuntojen jakauma ja Oravan asuntojen jakauma pinta-alan perusteella
Lähde: Tilastokeskus ja Orava

Ennusteet 3/3

Rahoituskulut

Oravalla oli korollista velkaa 31.3.2017 taseessa n. 112,4 MEUR, mikä koostui n. 104,5 MEUR:n pitkäaikaisista korollisista veloista, 2,7 MEUR:n lyhytaikaisista korollisista veloista sekä myytävänä olevien sijoituskiinteistöjen 5,3 MEUR:n veloista. Korolliset velat jakaantuivat taas 19,6 MEUR:n jvk-lainaan, 74,9 MEUR:n taloyhtiölainoihin sekä 18 MEUR:n rahoituslaitosten lainoihin. Lainojen keskimääräinen jäljellä oleva laina-aika on arviomme mukaan hieman yli 10 vuotta.

Yhtiön jvk-lainan korko on kiinteä 4,25 %. Muut korolliset velat ovat arviomme mukaan pääosin vaihtuvakorkoisia. Odotamme yhtiön rahoituskulujen laskevan vuonna 2018 noin 2,5 %:n tasolle Oravan käynnissä olevan yhtiölainojen kilpailutuksen takia ja asettuvan pitkällä aikavälillä 3,0 prosenttiin (2016: 2,8 %).

Verot

Orava on REIT-rakenteensa ansiosta vapautettu tietyin edellytyksin yhteisöveron ja myyntivoittoveron suorittamisesta. Asuntojen myyntivoitot ovat verovapaita, mikäli yhtiö on omistanut kohteen yli 5 vuotta ja vuotuiset myynnit ovat alle 10 % avaavan taseen arvosta. Historiansa aikana Orava on maksanut myyntivoittoveroa, sillä 5-vuoden omistusaika ei ole kaikissa myynneissä täyttynyt (Orava perustettu 2010).

Lähivuosina Oravan on arviomme mukaan helpompi myydä kohteita verovapaasti, sillä yhä enemmän kiinteistöjä täyttää verovapauden edellyttämän 5-vuoden omistusajan. Ennustamme siksi Oravan veroasteen olevan pitkällä aikavälillä 0 %.

Tulospalkkio

Hallinnointiyhtiön tulossidonnainen tulospalkkio maksetaan vain, mikäli tilikauden päättävä osakekurssi on korkeampi kuin aiempien tilikausien päättävä osakekurssi. Ennustemallissamme yhtiön osakekohtainen NAV ei merkittävästi nouse ja osakekurssi ei siten ennusteissamme nouse, minkä takia tulossidonnaista palkkiota ei ennusteissamme makseta.

Osakekohtainen tulos

Ennusteidemme mukaisesti Oravan osakekohtainen tulos on vuonna 2017 0,22 euroa, vuonna 2018 0,31 euroa ja vuonna 2019 0,67 euroa (2016: 0,17e, 2015: 0,96e). Osakekohtainen tulos on ennusteissamme nouseva, mikä johtuu pääosin asuntojen hintojen ennustamastamme noususta.

Osingonjakosuhde lähivuosina 100 %

Oravan tavoitteena on jakaa osinkoa 7-10 % nettovarallisuudelle neljännesvuosittain. Verohuojennuslain mukaan yhtiön on jaettava vähintään 90 % katsauskauden voitostaan osinkoina poislukien realisoitumattomat käyvän arvon muutokset. Vuodelta 2016 maksettava osakekohtainen osinko 0,12 euroa alitti 0,17 euron osakekohtaisen tuloksen, mutta osingonjakosuhde oli 100 % voitonjakokelpoisista varoista. Arvioimme yhtiön jakavan myös lähivuosina 100 % tuloksestaan osinkoina sijoittajille pitääkseen osinkotuoton mahdollisimman korkealla.

Rahavirta positiivinen

Ennusteidemme mukaisesti Oravan rahavirta on

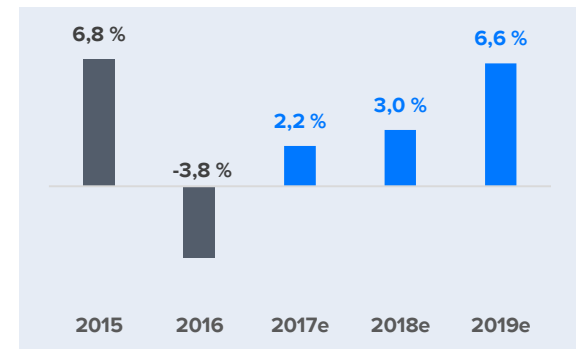
lähivuosina positiivinen osinkojen jälkeen eli vuokratuotot yhdessä velattomien huoneistomyyntien kanssa kattavat kaikki yhtiön kulut sekä osingot.

Osakkeen kokonaistuotto perusskenaariossamme 4 %

Edellisten oletusten pohjalta Oravan osakkeen kokonaistuotto (osinko + osakekohtaisen NAV:in kasvu) on ennusteemme mukaan vuosina 2017-2019 keskimäärin n. 4 prosenttia. Vuoden 2017 ennusteemme ovat yhtiön oman ohjeistuksen mukaisia. Oravan tuotto ylittäisi arviomme mukaan merkittävästi tätä korkeammaksi, mikäli asuntojen hintojen nousu olisi ennustamaamme korkeampaa tai jos yhtiö pystyisi kiihdyttämään vuotuisia asuntohankintojaan ennustamastamme 10-15 MEUR:sta.

Käsitlemme seuraavan kappaleen skenaarioanalyysissä näiden skenaarioiden todennäköisyyttä ja vaikutusta Oravan tulokseen.

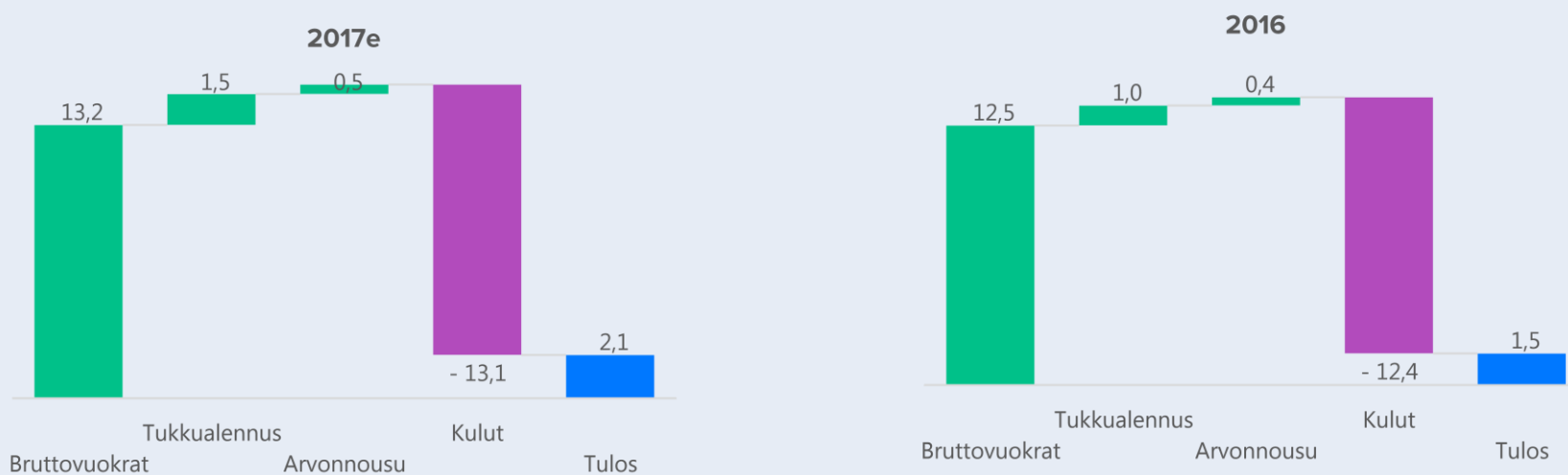
Oravan kokonaistuotto-% NAV:ille



Lähde: Orava, ennusteet Inderes

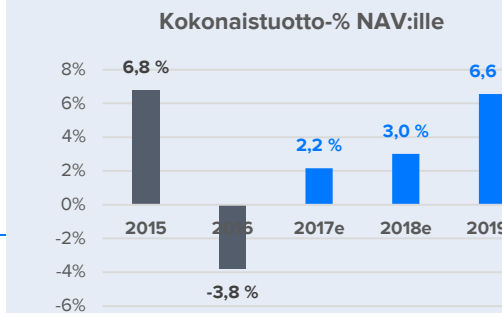
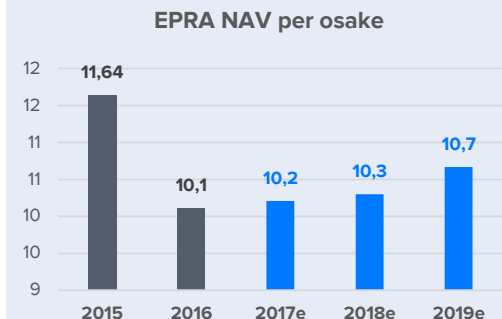
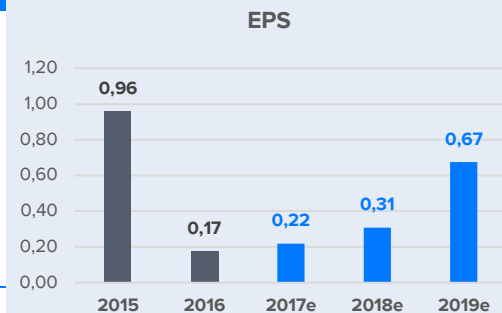
Oravan tuoton rakenne

	Tavoite	2017e	2016	2015
Bruttovuokratuotto	7,0 %	6,2 %	6,2 %	6,1 %
+ Arvonmuutos	4,0 %	0,2 %	0,2 %	-2,3 %
+ Tukkualennuksen vaikutus	1,5 %	0,7 %	0,5 %	6,8 %
- Korkokulut	-2,3 %	-1,5 %	-1,5 %	-1,6 %
- Hoito- ja korjauskulut	-3,6 %	-3,0 %	-3,0 %	-3,1 %
- Hallinnon kulut	-1,0 %	-1,6 %	-1,6 %	-1,6 %
- Tulospalkkio	-0,3 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
= Oman pääoman tuotto	10 %	2,2 %	1,6 %	8,4 %



Ennustemalli

Oletukset	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Bruttovuokratuotto-% (k.a. portfolio)	6,2 %	6,1 %	6,2 %	6,2 %	6,2 %	6,2 %	6,2 %	6,2 %	6,2 %	6,2 %	6,2 %	6,2 %
Arvonmuutos-% (k.a. portfolio)	-2,9 %	-2,3 %	0,2 %	0,5 %	1,0 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %
Tukkualennus-% (hankintojen käyvästä arvosta kulujen jälkeen)	-	-	-	9 %	10 %	10 %	15 %	15 %	15 %	15 %	15 %	15 %
Korkokulu-% (vieraasta pääomasta)	-2,8 %	-3,4 %	-2,8 %	-2,7 %	-2,5 %	-2,5 %	-3,0 %	-3,0 %	-3,0 %	-3,0 %	-3,0 %	-3,0 %
Hoito- ja korjauskulut-% (k.a. portfolio)	-2,7 %	-3,1 %	-3,0 %	-3,0 %	-3,1 %	-3,2 %	-3,3 %	-3,4 %	-3,4 %	-3,4 %	-3,4 %	-3,4 %
Liiketoiminnan muut kulut-% (k.a. portfolio)	-1,6 %	-1,6 %	-1,6 %	-1,6 %	-1,6 %	-1,3 %	-1,3 %	-1,3 %	-1,3 %	-1,3 %	-1,3 %	-1,3 %
Tulospalkkio-% (k.a. portfolio)	-0,8 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Verot-% (tuloksesta)	-1,1 %	-2,3 %	-7,7 %	-8,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Myyntit-% (ed. kauden lopun taseesta)	7,2 %	4,7 %	5,9 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %
Transaktiokulut-%, alennus tasearvoon	-	-	-	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %
Osingonjako-%	101 %	130 %	75 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %
Hankintoja vuodessa (MEUR)	46,8	64,6	20,1	15,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
Myyntejä vuodessa (brutto)	5,7	6,1	11,6	14,8	14,9	14,8	14,8	14,9	15,0	15,1	15,2	15,3
Arvonmuutos (Inderesin arvio)	-3,1	-3,7	0,4	0,5	1,5	4,6	4,6	4,7	4,7	4,7	4,8	4,8
Portfolion arvo (kauden lopussa)	130,6	195,9	210,9	213,1	210,8	211,8	213,3	214,9	216,3	217,6	218,9	220,2
Portfolion arvo (k.a.)	104,9	164,8	203,4	212,0	211,9	211,3	212,6	214,1	215,6	217,0	218,3	219,6
Vieras pääoma (kauden lopussa)	59,4	95,8	114,5	117,2	115,5	117,1	119,3	121,4	123,4	125,4	127,3	129,1
Vieras pääoma (k.a.)	48,4	77,6	105,1	115,9	116,4	116,3	118,2	120,3	122,4	124,4	126,3	128,2
Omaa pääomaa hankintoihin	-	-	-	12,2	11,7	8,4	7,8	7,9	8,0	8,0	8,1	8,2
Vieraan pääoman lisäys vuodessa	-	-	-	2,8	-1,7	1,6	2,2	2,1	2,0	2,0	1,9	1,8
EPRA NAV vuoden lopussa	70,4	94,3	97,1	98,0	98,9	102,4	102,3	102,0	102,0	102,0	102,0	102,0
LTV-% (k.a.)	46 %	47 %	52 %	55 %	55 %	55 %	56 %	56 %	57 %	57 %	58 %	58 %
Osakemäärä vuoden lopussa (miljoonaa kpl)	5,8	8,1	9,6	9,6	9,6	9,6	9,6	9,6	9,6	9,6	9,6	9,6
Osakeannit (MEUR)	-	-	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Osakekurssi annissa (euroa)	-	-	-	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5
Osakemäärän lisäys annissa (miljoonaa kpl)	-	-	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EPRA NAV/osake vuoden lopussa	12,1	11,6	10,1	10,2	10,3	10,7	10,7	10,6	10,6	10,6	10,6	10,6
Tuloslaskelma (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Bruttovuokratuotto	6,5	10,1	12,5	13,2	13,2	13,2	13,2	13,3	13,4	13,5	13,6	13,7
Arvonmuutos (Inderesin arvio)	-3,1	-3,7	0,4	0,5	1,5	4,6	4,6	4,7	4,7	4,7	4,8	4,8
Tukkualennuksen vaikutus (Inderesin arvio)	11,9	11,2	1,0	1,5	1,1	1,1	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
Korkokulut	-1,4	-2,6	-3,0	-3,1	-2,9	-2,9	-3,5	-3,6	-3,7	-3,7	-3,8	-3,8
Hoito- ja korjauskulut	-2,8	-5,1	-6,1	-6,4	-6,6	-6,8	-6,9	-7,3	-7,3	-7,4	-7,4	-7,5
Hallinnon kulut	-1,7	-2,7	-3,2	-3,4	-3,4	-2,7	-2,8	-2,8	-2,8	-2,8	-2,8	-2,9
Tulospalkkio	-0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verot	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tiilikauden tulos	8,5	6,9	1,5	2,1	3,0	6,5	6,4	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1
Osingonmaksu	-8,5	-9,0	-1,2	-2,1	-3,0	-6,5	-6,4	-6,1	-6,1	-6,1	-6,1	-6,1
Tulos osinkojen jälkeen	-0,1	-2,1	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Osinkotuotto-% NAV:ille	9,9 %	9,3 %	1,2 %	2,1 %	3,0 %	6,3 %	6,3 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %
Kokonaistuotto-% NAV:ille	13,9 %	6,8 %	-3,8 %	2,2 %	3,0 %	6,6 %	6,3 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %



Skenaarioanalyysi 1: Asuntomarkkinat

Oravan liiketoimintamalli eri markkinatilanteissa

Oravan liiketoimintamalli on hyvin herkkä kahdelle eri muuttujalle; tukkualennuksilla tehtävillä asuntohankinnoille sekä asuntojen hintojen muutoksille. Tarkistelemme tässä kappaleessa miten nämä kaksi tuottokomponenttia käyttäytyvät kahdessa erilaisessa markkinaympäristössä. Perusskenaariomme kuvasi ennustamaamme lähivuosien todennäköistä kehitystä, jossa asuntojen hinnat nousevat noin 1,5-2,0 % vuodessa. Vahvassa skenaariossa asuntojen hinnat nousevat nyt 4 % vuosittain ja heikossa skenaariossa ne laskevat -4 % vuosittain.

Tukkualennukset

Asuntojen tukkumarkkinat ovat arviomme mukaan herkkiä yleisen taloussuhdanteen ja asuntomarkkinoiden muutoksille. Heikossa taloustilanteessa markkinoilla saavutettavissa olevat tukkualennukset pääsääntöisesti nousevat, sillä rakennusliikkeillä voi olla vaikeaa ja hidasta myydä asuntoja kuluttajamarkkinoille. Tällöin ne voivat olla valmiita joustamaan hinnasta sijoittaja-asiakkaille. Vahvassa asuntomarkkinatilanteessa puolestaan rakennusliikkeiden ei välttämättä tarvitse antaa sijoittaja-asiakkaille tukkualennuksia, sillä ne pystyvät myymään asuntonsa kuluttaja-asiakkaille joka tapauksessa. Tukkualennukset ovat arviomme mukaan Oravalle pääsääntöisesti suuria heikossa asuntomarkkinatilanteessa ja pieniä hyvässä asuntomarkkinatilanteessa.

Tukkualennusprosentin lisäksi Oravalle olennainen tekijä on absoluuttinen hankintojen määrä. Orava kerää pääomaa asuntohankintoja

varten pääsääntöisesti huoneistomyynneillä sekä keräämällä omaa ja vierasta pääomaa markkinoilta. Heikossa markkinatilanteessa pääoman kerääminen pääsääntöisesti vaikeutuu, sillä pääomamarkkinat ovat sidoksissa yleisen talousympäristön kehitykseen. Vahvassa markkinatilanteessa pääoman kerääminen on puolestaan tyypillisesti helpompaa. Vastaavasti huoneistomyynntejä on tyypillisesti helppo tehdä hyvässä markkinatilanteessa ja vaikea huonossa markkinatilanteessa.

Arvonnousu

Oravan asuntoportfolion tavoitejakauma heijastaa maantieteellisesti Suomen markkinaportfolion mukaista hajautusta. Ikäjakaumaltaan painotus on hieman markkinaportfoliota uudemmissa asunnoissa. Kokonaisuutena arviomme mukaan Suomen asuntomarkkinoiden keskimääräiset hintamuutokset heijastuvat lähes samassa suhteessa (1,0 %-yks pienemmin) myös Oravan asuntoportfioon. Oravan tuotot ovat hyvin herkkiä asuntojen hintojen muutokselle, sillä vipuvaikutuksen takia asuntojen hintojen muutos heijastuu käytännössä yli kaksinkertaisena yhtiön tulokseen.

Heikko skenaario

Heikko skenaario heijastaa tilannetta, jossa Oravan asuntojen nimelliset hinnat laskevat 4 % vuodessa. Skenaario vastaisi vakavaa taantumaa tai lamaa. Esimerkiksi 90-luvun laman aikana kerrostaloasuntojen keskimääräiset hinnat laskivat Suomessa 6-20 % yksittäisinä vuosina. Arviomme mukaan 4 % keskimääräiseen asuntohintojen lasku olisi mahdollinen, mikäli

työttömyysaste nousisi merkittävästi ja/tai nykyinen korkotaso moninkertaistuisi lyhyessä ajassa esimerkiksi Suomen talouteen kohdistuvan ulkoisen shokin takia.

Heikossa skenaariossa Orava pystyisi arviomme mukaan tekemään hankintoja merkittävillä yli, 30 % tukkualennuksilla. Toisaalta asuntojen myynnit todennäköisesti vaikeutuisivat ja yhtiön olisi vaikeampi kerätä pääomaa asuntohankintoja varten. Heikossa skenaariossamme Oravan tulos olisi tappiolla ja osakkeen kokonaistuotto -9 %.

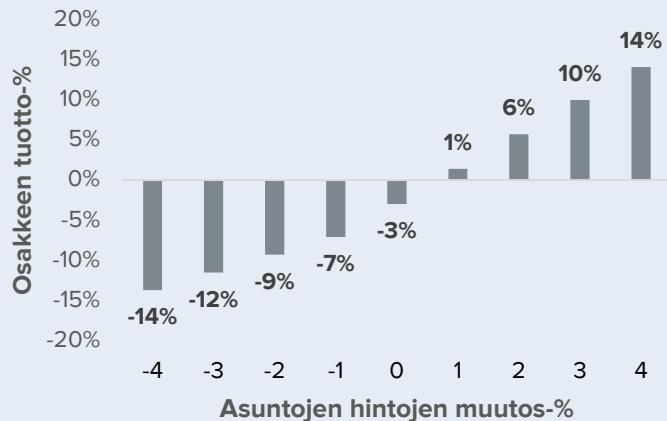
Vahva skenaario

Vahvassa skenaariossa asuntojen nimelliset hinnat nousevat vuodessa 4 %. Tämä vastaa Suomen asuntomarkkinoiden noin 40-vuoden keskiarvoa, jona aikana BKT:n keskimääräinen vuosikasvu on myös ollut noin 4 %. Viimeksi kerrostaloasuntojen keskimääräiset hinnat ovat Suomessa nousseet näin voimakkaasti vuonna 2010, jolloin vuotuinen nousu oli 9,2 %. Tällöin Suomen BKT kasvoi 3,7 % ja keskimääräinen inflaatio oli 1,3 %. Käytännössä 4 %:n keskimääräinen asuntohintojen nousu vaatisi arviomme mukaan selvää, yli 2 %:n talouskasvua ja yli prosenttiyksikön suuruista inflaatiota. Tämänkaltaista kehitys on lähivuosina periaatteessa mahdollinen, sillä vuosille 2017-2018 ennustettu talouskasvu oli Finanssialan Keskusliiton mukaan kesäkuussa 1,0-3,0 % vuodessa ja vastaavat inflaatio-ennusteet lähivuosille olivat 0,8-1,1 %:n tasolla.

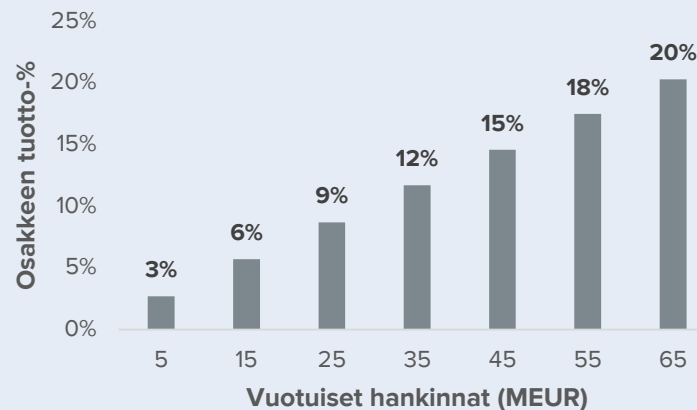
Vahvassa skenaariossa asuntohintojen nousun vaikutusta hillitsee tukkualennusprosentin selvä pienentyminen arviomme mukaan 5-10 prosenttiin. Oravan osakkeen vuotuinen tuotto on skenaariossa silti vahva +10 %.

Skenaarioanalyysi 1: Asuntomarkkinat

Osakkeen tuotto-%, kun asuntojen hintojen muutos vaihtelee -4 % ja +4 % välillä



Osakkeen tuotto-%, kun vuotuiset kiinteistöankinnat vaihtelevat 5-65 MEUR:n välillä



Heikko skenaario



Osakkeen kokonaistuotto-% eri skenaarioissa:

- Korkotason ja/tai työttömyyden äkillinen nousu Suomessa
- Oravan asuntojen hinnat -4 %
- Hankintojen tukkualennukset 30 %

Perusskenaario



- Ennustamme todennäköisin lähivuosien kehitys
- Oravan asuntojen hinnat +0,5-1,0 %
- Hankintojen tukkualennukset 10 %

Vahva skenaario



- Vahva, noin 4 % talouskasvu Suomessa
- Oravan asuntojen hinnat +4 %
- Hankintojen tukkualennukset 5-10 %

Skenaarioanalyysi 2: Omien osakkeiden osto

Omien osakkeiden ostaminen

Oravan on kertonut selvittävänsä edellytyksiä omien osakkeiden ostamiselle. Osakkeen nykyisellä arvostustasolla (arvostus 58 % alle EPRA NAV:in) omien osakkeiden hankkiminen nostaisi tehokkaasti osakekohtaista NAV:ia ja siten loisi omistaja-arvoa. Nykyinen REIT-lainsäädäntö kuitenkin kieltää omien osakkeiden ostamisen REIT-yhtiöltä ja Orava sai huhtikuussa 2017 kielteisen päätöksen konserni-verokeskukselta hakemukselleen ostaa omia osakkeita. Yhtiö on valittanut Helsingin hallinto-oikeuteen konserni-verokeskuksen päätöksestä, mutta valituksen läpimenoa on vaikea ennakoita. Nykyisen tiedon valossa omien osakkeiden ostojen tekemiseksi Oravan pitäisi muuttaa yhtiörakennetta tavalliseksi julkiseksi osakeyhtiöksi. Käsittelemme lyhyesti tässä skenaarioanalyysissä miten omien osakkeiden ostaminen käytännössä tehtäisiin ja miten se vaikuttaisi näkemyksemme mukaan Oravan osakkeen arvoon.

REIT-rakenteen purkaminen olisi todennäköisesti peruuttamatonta

Oravan REIT-rakenteen purkaminen olisi arviomme mukaan todennäköisesti peruuttamatonta eikä yhtiön voisi enää hakea REIT-statusta takaisin osakeyhtiöksi muuttamisen jälkeen. Inderesin selvityksen perusteella REIT-rakenteesta luopumisella ei pitäisi kuitenkaan olla varsinaisia esteitä eikä se aiheuttaisi merkittäviä välittömiä veroseuraamuksia Oravalle, välittömät kulut olisivat ehkä joiain satoja tuhansia euroja.

Merkittävin haitta REIT-rakenteesta luopumiselle olisivat tämän aiheuttama verovelvollisuus jatkossa. Orava joutuisi REIT-statuksesta

luopumisen jälkeen maksamaan normaalin 20 % yhteisöveron vuotuisesta tuloksestaan sekä asuntojen myyntivoitoistaan. Yhtiön olisi mahdollista pienentää efektiivistä veroprosenttia asunto-osakeyhtiöiden yhtiölainojen tuloutuksella sekä mahdollisesti poistoilla jos Orava muuttaisi asunto-osakeyhtiöiden yhtiörakenteita kiinteistöiksi. Lisäksi Orava voisi hyödyntää asuntojen myyntitappioita verotuksesta. Edelleen realisoitumattoman arvonnousun vero ei realisoituisi verovuonna ellei yhtiö myisi huoneistoja. Näistä toimenpiteistä huolimatta yhtiön efektiivinen veroprosentti olisi silti arviomme mukaan todennäköisesti noin 10-20 % vuosittain.

Etuja REIT-rakenteesta luopumisesta olisi se, että sijoittajien osinkovero laskisi nykyisestä 30/34 %-ista listayhtiöiden tavalliselle 25,5/28,9 %:n tasolle. Lisäksi REIT-rakenteesta luopuminen toisi Oravan liiketoimintaan joustavuutta mm. Sillä että yhtiön ei tarvitsisi enää maksaa 90 % tuloksesta ilman käyvän arvon muutoksia osinkoina ja se voisi teoriassa myös sijoittaa muihin kuin asuntoihin (tämä vaatisi tosin sijoitustoiminnan sääntöjen muutoksen).

Käytännössä mahdollista toteuttaa

Merkittävin etu REIT-rakenteesta luopumiselle olisi omien osakkeiden ostamisen mahdollisuus. Orava pystyisi ostamaan tällöin omia osakkeita sidotusta omasta pääomasta eli ei pelkästään kertyneistä voittovaroista. Omien ostoissa Oravan olisi noudatettava Helsingin pörssin sääntöjä, joiden mukaan mm. omien osakkeiden ostot voisivat olla pääsääntöisesti enintään 25 % osakkeen päivävaihdosta ja omia osakkeita voi olla omistuksessa enintään 10 %:n osuus. Oravan osakkeen keskimääräinen päivävaihto oli Q1'17

aikana noin 219 TEUR ja vuonna 2016 noin 240 TEUR. Yhtiön olisi siis teoriassa mahdollista tehdä omien osakkeiden ostoja karkeasti noin 50 TEUR:lla päivässä eli noin 10 MEUR:lla vuodessa olettaen 200 pörssipäivää vuodessa. Tämän lisäksi yhtiö voisi jatkuvasti mitätöidä osakkeita jottei 10 %:n omistusosuuden raja ylity. Omien osakkeiden ostoista ei menisi varainsiirtoveroja ja transaktiokulut jäisivät arviomme mukaan suhteellisen pieniksi.

Vaikutus kokonaistuottoon

Omien osakkeiden osto olisi teoriassa hyvin kannattavaa Oravan osakkeenomistajille nykyisellä arvostustasolla. Arviomme 5 MEUR:n vuotuisten ostojen jatkuvalla 58 %:n NAV-alennuksella nostavan osakekohtaisen NAV:in noin 14,6 euroon vuoteen 2020 mennessä (Q1'17: 9,97e) eli noin 46 %. Vuotuinen osakkeenomistajien kokonaistuotto vuosina 2017-2020 olisi omien ostojen avulla keskimäärin noin 10 %. Skenaarion ennusteemme on esitetty tarkemmin sivun 32 taulukossa.

Käytännössä omien osakkeiden oston haasteena Oravalle on arviomme mukaan se, että omat osakkeet vähennetään IFRS:n mukaan omasta pääomasta. Näin ollen Oravan velkaantuneisuusaste (LTV-%) nousisi omien ostojen ja mitätöintien seurauksena ja yhtiön strategian mukainen maksimi velkaantuneisuusaste 60 % rajoittaisi arviomme mukaan osittain omien osakkeiden ostoja. Tästä syystä yhtiön olisi arviomme mukaan haasteellista tehdä omien osakkeiden ostoja yli 5 MEUR:n edestä vuosittain nykyisillä ennusteillamme.

Skenaarioanalyysi 2: Omien osakkeiden osto

Omien osakkeiden ostamisen vaikutus Oravan osakkeen arvoon

On tärkeä tiedostaa, että vaikka omien osakkeiden osto olisi kannattavaa osakkeenomistajille, se itse asiassa heijastuisi Oravan raportoimaan tulokseen aluksi heikentävästi. Omien ostojen skenaariossamme Orava ei tekisi asuntohankintoja enää lainkaan ja se ei siten saisi niistä kirjattua tukkualennusta. Lisäksi skenaarion ennusteissamme Orava lopettaisi kokonaan osingon jakamisen. Oravan raportoitu tulo ja tuotto pysyisivät siis matalana ja osingon maksu loppuisi. Käytännössä omistaja-arvoa kasvattava vaikutus näkyisi yhtiön raportoimassa osakekohtaisessa NAV:issa ja se olisi laskennallinen.

Omien ostojen vaikutusta Oravan osakekurssiin on vaikea ennustaa tarkalleen etukäteen. Mikäli osakekurssi ei nousisi hankintojen myötä, saisi Orava ostettua osakkeita itselleen suurella NAV-alennuksella ja laskennallinen tuotto NAV:ille olisi suuri, Inderesin arvion mukaan noin 10 % vuosittain. Mikäli osakekurssi reagoisi omien osakkeiden ostojen takia ylöspäin, laskisi hankintojen NAV-alennus ja tuotto jäisi tätä matalammaksi. Pidämme todennäköisenä että ostojen vaikutus Oravan kurssiin olisi kuitenkin todennäköisesti positiivinen, koska osakkeen myyntilaita vähenisi arviomme mukaan huomattavasti 5 MEUR:n vuotuisilla ostoilla ja kurssi nousisi pelkästään tämän takia.

Omien osakkeiden osto tulkitaan yleisesti osakemarkkinoilla johdon signaalina, jonka mukaan osakekurssi on aliarvostettu. Omien osakkeiden oston aloittamisen tiedottamisella voisi siten olla myös ainakin lievä välitön positiivinen vaikutus Oravan kurssiin.

Suurin välitön vaikutus saattaa tulla likvidaation todennäköisyyden kasvulla

Merkittävin välitön Oravan arvostukseen vaikuttava tekijä saattaa arviomme mukaan tässä skenaariossa nousta esille heti REIT-rakenteen luopumisen hetkellä. Tällä hetkellä Oravan osakkeita saa REIT-lain mukaan omistaa yksittäinen taho enintään 10 %:n omistusosuudella. Mikäli joku taho ylittäisi tämän omistusosuuden, joutuisi se käsityksemme mukaan verovelvolliseksi yhteisöverokannalla 10 %:n omistusosuuden ylittävästä osuudesta Oravan tuloksesta. Tämä rajoite on arviomme mukaan toiminut karkoitteena (eräänlainen ”poison pill”) sille, ettei kukaan yksittäinen taho ole yrittänyt vallata Oravaa ostamalla enemmistöä yhtiöstä itselleen.

Heti jos REIT-status purkautuu, tämä 10 %:n omistusrajoite lakkaa ja kuka tahansa taho voi vapaasti kasvattaa omistustaan Oravassa. Tällöin arviomme mukaan markkinat alkavat hinnoitella todennäköisyyttä yhtiön purkamiselle ja arvioimaan mahdollista likvidaatioarvoa. Likvidaatioarvo on periaatteessa suhteellisen helppo määrittää, sillä Orava on avoimesti julkaissut listan kaikista omistuksistaan ja nämä omistukset (asunto-osakeyhtiöt) ovat tällä hetkellä suhteellisen helposti realisoitavissa.

Likvidaatioarvo

Olemme arvioineet karkean likvidaatioarvon Oravalle, jonka lähtökohdانا on yhtiön ilmoittamaan kiinteistöportfolion 207 MEUR:n arvo. Arviomme mukaan Orava pystyisi myymään nämä kohteet kokonaisuuksina suhteellisen nopeastikin noin 20 %:n tukkualennuksella esimerkiksi asuntorahastoille eli n. 166 MEUR:lla. Tämä summa on myös

lähellä ulkopuolisten kiinteistöarvioitsijoiden arviota kesäkuussa 2016 Oravan portfolion arvosta yhtenä kokonaisuutena (170 MEUR) ja on mielestämme myös siksi suhteellisen luotettava arvio. Olettaen vielä 2 % transaktiokulut, olisi likvidaatioarvo noin 162 MEUR. Oravalla oli velkaa 31.3.2017 taseessa noin 115,9 MEUR ja lyhytaikaisia varoja (kassavarat ja saamiset) noin 4,6 MEUR. Likvidaatiosuhteessa oman pääoman arvoksi muodostuisi näin ollen noin 51 MEUR. Tämä vastaisi noin 6,0 euroa per osake. Oletuksissa ei ollut myyntivoittoveroa, koska Orava on oletuksissamme hankkinut asuntoportfolionsa alle tämän likvidaatioarvon ja myyntivoittoa ei näin ollen tässä skenaariossa syntyisi lainkaan.

Likvidaatioarvon lisäksi mahdollinen ”ostaja” haluaisi myös tuoton likvidaatio-operaatiolle. Oletamme tämän olevan noin 20 %. Tällöin tähän hankkeeseen ryhtyvää voisi maksaa näillä oletuksilla noin 5,0 euroa per osake Oravasta. Mikäli Orava ilmoittaisi purkavansa REIT-rakenteen voisi osakekurssi nousta arviomme mukaan tälle tasolle ja se voisi myös periaatteessa toimia uutena lattiana Oravan osakkeen arvostustasolle.

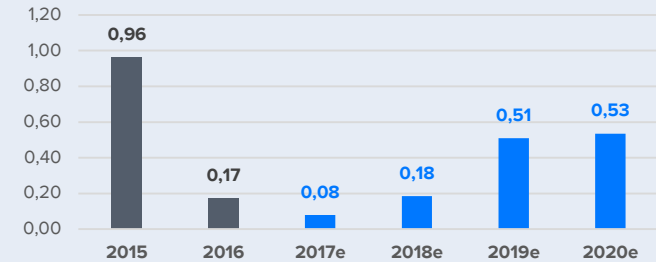
Mahdollinen arvoajuri

Kokonaisuutena REIT-rakenteesta luopuminen ja omien osakkeiden ostaminen olisivat arviomme mukaan mahdollisia arvoajureita Oravan osakkeelle. Niiden toteutuminen on kuitenkin ainakin toistaiseksi epävarmaa, minkä takia emme anna nille kovin suurta painoarvoa tässä vaiheessa osakkeen arvonmäärittämissämme. Uskomme Oravan johdon edelleen pyrkivän kasvattamaan yhtiön tulosta ensisijaisesti uusilla kohdehankinnoilla.

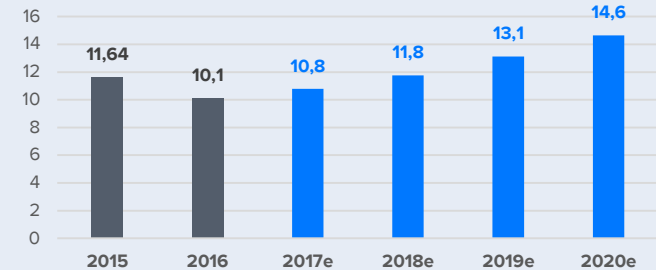
Skenaarioanalyysi 2: Omien osakkeiden osto

Oletukset	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Bruttovuokratuotto-% (k.a. portfolio)	6,2 %	6,1 %	6,2 %	6,2 %	6,2 %	6,2 %	6,2 %
Arvonmuutos-% (k.a. portfolio)	-2,9 %	-2,3 %	0,2 %	0,5 %	1,0 %	2,5 %	2,5 %
Tukkualennus-% (hankintojen käyvästä arvosta kuluun jälkeen)	-	-	-	-	-	-	-
Korkokulu-% (vieraasta pääomasta)	-2,8 %	-3,4 %	-2,8 %	-2,7 %	-2,5 %	-3,0 %	-3,0 %
Hoito- ja korjauskulut-% (k.a. portfolio)	-2,7 %	-3,1 %	-3,0 %	-3,0 %	-3,1 %	-3,2 %	-3,3 %
Liiketoiminnan muut kulut-% (k.a. portfolio)	-1,6 %	-1,6 %	-1,6 %	-1,6 %	-1,6 %	-1,3 %	-1,3 %
Tulospalkkio-% (k.a. portfolio)	-0,8 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Verot-% (tuloksesta)	-1,1 %	-2,3 %	-7,7 %	-15,0 %	-20,0 %	-20,0 %	-20,0 %
Myyntit-% (ed. kauden lopun taseesta)	7,2 %	4,7 %	5,9 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %
Transaktiokulut-%, alennus tasearvoon	-	-	-	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %
Osingonjako-%	101 %	130 %	75 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Omien osakkeiden osto (MEUR)	-	-	-	5,0	5,0	5,0	5,0
Myyntejä vuodessa (brutto)	5,7	6,1	11,6	14,8	13,8	12,9	12,3
Arvonmuutos (Inderesin arvio)	-3,1	-3,7	0,4	0,4	1,4	4,0	3,8
Portfolion arvo (kauden lopussa)	130,6	195,9	210,9	196,6	184,2	175,3	166,8
Portfolion arvo (k.a.)	104,9	164,8	203,4	203,7	190,4	179,7	171,1
Vieras pääoma (kauden lopussa)	59,4	95,8	114,5	105,7	98,9	95,5	92,5
Vieras pääoma (k.a.)	48,4	77,6	105,1	110,1	102,3	97,2	94,0
Omaa pääomaa omien osakkeiden ostoihin	-	-	-	13,7	11,8	8,4	8,0
Vieraan pääoman muutos vuodessa	-	-	-	-8,7	-6,8	-3,4	-3,0
EPRA NAV vuoden lopussa	70,4	94,3	97,1	91,6	88,0	86,3	84,4
LTV-% (k.a.)	46 %	47 %	52 %	54 %	54 %	54 %	55 %
Osakemäärä vuoden lopussa (miljoonaa kpl)	5,8	8,1	9,6	8,5	7,5	6,6	5,8
Discount-% omien ostoissa	-	-	-	58 %	58 %	58 %	58 %
Osakekurssi omien osakkeiden ostoissa (euroa)	-	-	-	4,5	4,9	5,5	6,2
Osakemäärän vähennys (miljoona kpl)	-	-	-	-1,1	-1,0	-0,9	-0,8
EPRA NAV/osake vuoden lopussa	12,1	11,6	10,1	10,8	11,8	13,1	14,6
Tuloslaskelma (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Bruttovuokratuotto	6,5	10,1	12,5	12,7	11,9	11,2	10,7
Arvonmuutos (Inderesin arvio)	-3,1	-3,7	0,4	0,4	1,4	4,0	3,8
Tukkualennuksen vaikutus (Inderesin arvio)	11,9	11,2	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korkokulut	-1,4	-2,6	-3,0	-3,0	-2,6	-2,9	-2,8
Hoito- ja korjauskulut	-2,8	-5,1	-6,1	-6,1	-5,9	-5,8	-5,6
Hallinnon kulut	-1,7	-2,7	-3,2	-3,3	-3,0	-2,3	-2,2
Tulospalkkio	-0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verot	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,3	-0,8	-0,8
Tilikauden tulos	8,5	6,9	1,5	0,7	1,4	3,3	3,1
Osingonmaksu	-8,5	-9,0	-1,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Tulos osinkojen jälkeen	-0,1	-2,1	0,4	0,7	1,4	3,3	3,1
Osinkotuotto-% NAV:ille	9,9 %	9,3 %	1,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Kokonaistuotto-% NAV:ille	13,9 %	6,8 %	-3,8 %	7,8 %	9,0 %	11,7 %	11,6 %

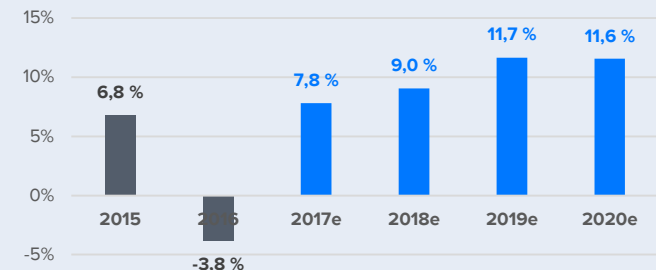
EPS



EPRA NAV per osake



Kokonaistuotto-% NAV:ille



Arvonmääritys ja suositus 1/3

Oravan arvonmäärityksen lähtökohdat

Oravan osakkeen hinnoittelun lähtökohtana toimii näkemyksemme mukaan yhtiön nettovarallisuus (NAV). Siten sijoittajan tärkein arvostusmittari yhtiössä on osakkeen markkinahinta suhteutettuna osakekohtaiseen NAV:iin (P/NAV-luku). Osakkeen arvonkehityksen kannalta keskeisiä ohjaavia tekijöitä ovat kokonaistuotto-% osakekohtaiselle NAV:ille sekä sijoittajan osakkeelle asettama tuottovaatimus.

Pelkkä osinkotuotto ei ole sijoittajien kannalta olennainen, koska se ei ota huomioon muutoksia osakekohtaisessa NAV:issa. Esimerkiksi vuonna 2016 Oravan osinkotuotto NAV:ille oli 9,3 % (2016 maksettu osinko), mutta osakkeen kokonaistuotto NAV:ille oli negatiivinen -3,8 %, sillä osakekohtainen NAV laski mm. osakeantien takia.

Oravan arvostustaso suhteessa NAV:iin

Oravan osakkeen historiallinen arvostustaso suhteessa nettovarallisuuteen on vaihdellut pörssissä 58 %:n alennuksen ja 32 %:n preemion välillä. Heinäkuussa 2017 osake arvostettiin noin 58 % alle Q1'17 NAV:iin, mikä on alhainen arvostustaso suhteessa osakkeen historialliseen keskimääräiseen arvostustasoon (n. 13 % alle NAV:iin). Nykyinen NAV-pohjainen arvostustaso ei arviomme mukaan kuitenkaan ole toimialalla poikkeuksellisen alhainen. Sijoittajat ovat historiallisesti olleet valmiita hinnoittelemaan Helsingin pörssissä kiinteistöyhtiöille erittäin korkeita NAV-alennuksia, mikäli kiinteistöyhtiön riskiprofiili on mielletty korkeaksi tai/ja tuotto-odotus heikoksi. Esimerkiksi Technopoliksen arvostustaso on viime vuosina useaan otteeseen

käynyt yli 40 %:n NAV-alennuksessa. Finanssikriisin myötä Spondan ja Cityconin NAV-alennukset tippuivat puolestaan yli 60 % tasolle. Nykyinen 58 %:n NAV-alennus ei siten mielestämme ole poikkeuksellisen suuri.

Oravan arvostus suhteessa NAV:iin



Lähde: Inderes

Arvostukseen vaikuttavia tekijöitä

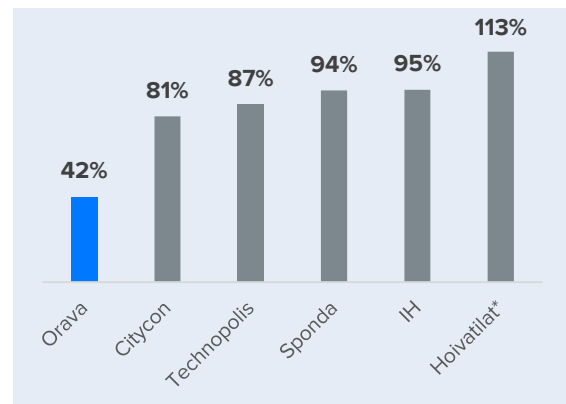
Oravan arvostukseen positiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat mielestämme osakkeen erittäin hyvä likviditeetti pörssissä, REIT-rahaston verovapaus, asuntojen defensiivinen luonne kiinteistösijoituksena, yhtiön kiinteistöportfolion riittävän suuri koko, sekä uusien asuntojen suhteellisen korkea määrä portfoliossa (Q1'17: 70 %). Arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat puolestaan yhtiön suhteellisen pieni operatiivinen tulos (EPRA), tuloksen riippuvuus pääoman saatavuudesta (asuntohankinnoista), sekä viime vuosien vaatimaton track-record osakekohtaisen NAV:iin ja osakekohtaisen tuloksen kehityksen osalta, mikä on arviomme mukaan heikentänyt

markkinoiden luottamusta yhtiöön olennaisesti.

Arvostus suhteessa verrokkeihin

Helsingin pörssin kiinteistösijoitusyhtiöt olivat arvostettu heinäkuussa 2017 noin 42-113 % suhteessa NAV:iin. Keskimääräinen arvostustaso oli 15 % alle NAV:iin. Oravan osake oli arvostettu NAV-pohjaisesti siis kaikista kiinteistöyhtiöistä alhaisimmalle tasolle. Painotamme kuitenkin, että Helsingin pörssin kiinteistöyhtiöt ovat kaikki keskittyneet hieman erilaisiin kiinteistötyyppeihin ja siten niiden riski/tuotto -profiili ei ole siten täysin vertailukelpoinen. Oravan arvostustasoa arvioitaessa on pelkän NAV-pohjaisen arvostustason ohella erityisesti otettava huomioon minkälaista kokonaistuottoa yhtiö saa tuotettua vuosittain nettovarallisuudelle, ja millä riskiprofiililla tämä tuotto muodostuu.

Kiinteistöyhtiöiden arvostus suhteessa NAV:iin



*Rakenteilla olevat ja vuokratut kiinteistöt huomioitu
Lähde: Inderes, tiedot kerätty 14.7.2017

Arvonmääritys ja suositus 2/3

Syyt NAV-alennuksen taustalla

NAV eli nettovarallisuus per osake lasketaan kiinteistöyhtiölle karkeasti vähentämällä kiinteistöportfolion käyvästä arvosta korolliset nettovelat. Osakekohtainen NAV on siis yhden osakkeen teoreettinen käypä arvo. Usein kuitenkin osakekohtainen NAV ja osakekurssi eroavat toisistaan. Tämä johtuu siitä, että osakkeenomistajat eivät omista yksittäisten kiinteistöjen yhteenlaskettua arvoa (NAV:ia), vaan he omistavat yhtiön, joka omistaa nämä kiinteistöt. Osakekohtaisen NAV:in arvo on teoriassa sama kuin osakkeen arvo vain jos a) osakkeen tuotto on täysin sama kuin NAV:in laskennassa käytetty yhteenlaskettu kiinteistöjen tuotto ja b) jos pääomamarkkinoiden asettama tuottovaatimus osakkeelle on sama kuin NAV:in laskennassa kiinteistöille laskettu painotettu tuottovaatimus.

Oravan tuotto/riski -profiili eroaa yhtiön omistaman kiinteistömäärän tuotto/riski-profiilista mm. siinä, että Oravalle merkittävä tuottokomponentti on asuntohankinnoista saavutettavat tukkualennukset ja siitä, että Oravan operatiivinen tulos oli viime vuonna suhteellisen pieni (0,28 MEUR).

Osakkeen laskuvaraa ei tällä hetkellä rajaa suuri alennus tasearvoihin

Oravan osakkeen laskuvaraa ei arviomme mukaan tällä hetkellä rajaa jo suureksi kasvanut alennus NAV:iin. Karkean arviomme mukaan Orava pystyisi nykyisessä markkinatilanteessa myymään portfoliokaupalla kiinteistönsä transaktiokulut huomioidenkin vähintään 50 % NAV:sta, mikä on yli tämän hetkisen osakekurssin NAV-alennusta (58 %). Osake ei saa kuitenkaan tukea tästä realisointiarvosta, koska sen toteutuminen ei ole todennäköistä

REIT-rakenteen 10 %:n omistusrajoitteen takia.

Sijoittajien implisiittinen oman pääoman tuottovaatimus osakkeelle on 11 %

Oravan osake arvostettiin heinäkuussa 58 % alle osakkeen osakekohtaisen nettovarallisuuden (EPRA NAV) eli markkinat hinnoittelivat yhtiön arvon alle sen laskennallisen käyvän arvon. Tämän taustalla on arviomme mukaan pääasiassa osakkeen heikentynyt tuotto-odotus, eli osakkeen tuoton odotetaan jäävän lähivuosina alle sijoittajien osakemarkkinalla asettaman tuottovaatimuksen. Mikäli markkinat odottaisivat Oravan osakkeen tuoton asettuvan markkinoiden asettaman tuottovaatimuksen tasolle, voisi osakkeen arvostustaso nousta lähelle nettovarallisuutta nykyistä korkeammalle tasolle.

Oravan osakkeen nykyinen markkinahinta 4,17 euroa tarkoittaa nykyisen ennustemallimme pohjalta arviomme mukaan noin 11 %:n implisiittistä oman pääoman tuottovaatimusta osakkeelle. Markkinoiden hinnoittelema tuottovaatimus on mielestämme tällä hetkellä suhteellisesti korkea Oravalle ja ylittää muiden pörssin kiinteistöyhtiöiden tuottovaatimuksen. Vertailun vuoksi esimerkiksi Cityconilla ja Spondalla vastaava implisiittinen oman pääoman tuottovaatimus on ennusteidemme mukaisesti noin 9 %. Orava hinnoitellaan siis riskisemmäksi kuin muut pörssin kiinteistöyhtiöt.

Tuottovaatimus vaihtelee ajan myötä

Sijoittajien on olennaista ymmärtää, että kiinteistöyhtiöltä vaadittava NAV-alennus (tai NAV-preemio) vaihtelee ajan myötä. Mikäli esimerkiksi Orava onnistuisi nostamaan tuottotasoaan tai laskemaan riskiprofiliaan, voisi osakkeelle perustella pienemmän NAV-

alennuksen tai osakkeen hinnoittelun yli NAV:in.

Vastaavasti jos Oravan riskiprofiili nousisi tai tuotto-odotus heikentyisi, voisi NAV-alennus pörssissä edelleen kasvaa nykyisestä.

Mikäli Oravan osakkeen riskiprofiili sijoittajien näkökulmasta laskisi ja/tai osakemarkkinoiden tai kiinteistösektorin yleinen riskinottohalukkuus kasvaisivat, voisi tämä johtaa Oravan osakkeen oman pääoman tuottovaatimuksen laskuun ja osakkeen hinnoitteluun nykyistä korkeammalle tasolle. Tämänkaltainen skenaario voisi arviomme mukaan olla esimerkiksi yhtiön suhteellisten huoneistomyyntien kasvaminen.

Vastaavasti myös osakkeen odotetun tuoton nousu voisi myös johtaa nykyistä korkeampaan arvostustasoon. Mikäli esimerkiksi markkinoilla saavutettavissa olevat tukkualennukset nousisivat tai asuntojen hinnat kääntyisivät Suomessa voimakkaaseen nouseeseen, voisi tämä johtaa nykyistä korkeampaan NAV-pohjaiseen arvostukseen.

Tuottovaatimuksemme on tällä hetkellä 11 %

Huomioiden Oravan toimintamallin tuotto-/riskiprofiili sekä nykyiset ennusteemme ja niihin liittyvä epävarmuus, pidämme noin 11 %:n oman pääoman tuottovaatimusta osakkeelle tällä hetkellä perusteltuna. Oravan tuottovaatimusta nostavat mielestämme yhtiön tuottojen painottuminen sellaisiin tuottokomponentteihin, jotka eivät ole jatkuvia, ennakoitavia ja kassavirtaperusteisia (tukkualennukset ja realisoitumattomat käyvän arvon muutokset). Tuottovaatimusta nostaa myös yhtiön heikon osakekurssitason takia heikentyneet mahdollisuudet oman pääoman keräämiseen ja sitä kautta vaikeutunut tukkualennusten hyödyntäminen.

Arvonmääritys ja suositus 3/3

Osakkeen kokonaistuottoon pohjautuva arvostus

Oravan osakkeen kokonaistuotto muodostuu sijoittajien näkökulmasta vuotuisista osingoista, sekä osakekohtaisen nettovarallisuuden (NAV:in) muutoksesta. Viime vuosina yhtiön osakekohtainen NAV on laskenut ja sijoittajien tuottokomponentti onkin painottunut kvartaaleittain maksettavaan osinkoon. Arviomme mukaan Oravan osakkeen kokonaistuotto NAV:ille tulee lähivuosina todennäköisesti jäämään suhteellisen matalaksi, noin 4 %:n tasolle (2015: 6,8 % 2016: -3,8 %), mikä tarkoittaa sitä, että sijoittajien tulisi vaatia NAV-alennus osakkeelle, jotta osakkeen tuotto-odotus olisi riittävän korkea. Perusskenaarion mukaisilla ennusteillamme ja 11 %:n tuottovaatimuksella NAV-alennuksen tulisi olla tällä hetkellä 55-64 %, jotta Oravan osakkeen lähivuosien tuotto (k.a 4 %) olisi riittävä.

Tuottovaatimus vaikuttaa sijoittajan hyväksymään arvostustasoon

Olemme havainnollistaneet sijoittajan asettaman tuottovaatimuksen vaikutuksen Oravan hyväksyttävään NAV-pohjaiseen arvostukseen oikealla ylhäällä. Mikäli osakkeen kokonaistuotto (osinko + osakekohtaisen NAV:in kasvu) on ennustamamme noin 4-5 % ja sijoittajan asettama tuottovaatimus osakkeelle on 11 %, tulisi osaketta hinnoitella 0,36x-0,45x suhteessa NAV:iin. Näkemyksemme mukaan osakkeen tuottovaatimus tulisi tällä hetkellä olla noin 11 % huomioiden osakkeen tuotto/riski -profiili.

Korkeampi arvostustaso kokonaistuoton tai alemman tuottovaatimuksen kautta

Oravan osakkeen korkeampi arvostustaso olisi perusteltu, mikäli osakkeen kokonaistuotto ylittäisi ennusteemme. Oravan vuotuinen tuotto voisi erityisesti ylittää 4 %:n ennusteemme, mikäli asuntojen hinnat lähtisivät ennustamaamme voimakkaampaan nousuun tai yhtiö saisi kiihdytettyä asuntohankintojaan ennustettamme korkeammaksi.

Korkeampi arvostustaso osakkeelle voisi tapahtua myös osakkeen tuottovaatimuksen (riskitason) laskun kautta. Tämän ajureina voisivat näkemyksemme mukaan toimia a) operatiivisen tuloksen (EPRA) nouseminen selvästi positiiviseksi ja b) yhtiön huoneistomyyntien onnistunut kasvattaminen. Tuottovaatimuksen kasvuun nykyiseltä tasoltaan voisi puolestaan nähdäksemme johtaa mm. a) osakemarkkinoiden yleisen tuottovaatimuksen kasvu, b) asuntomarkkinoiden kysyntätilanteen heikentyminen ja c) rahoituksen saatavuuden vaikeutuminen ja/tai rahoituskustannusten jyrkkä nousu.

Suositus ja tavoitehinta

Näkemyksemme mukaan noin 60 %:n alennus suhteessa vuoden 2017 lopun ennustamaamme NAV:iin on tällä hetkellä hyväksyttävä arvostustaso Oravalle huomioiden yhtiön nykyinen tuotto/riski-profiili ja lähivuosien ennustamamme 4 %:n kokonaistuotto NAV:ille. Asetamme siten tavoitehintamme 4,10 euroon (aik. 4,40e) ja annamme osakkeelle vähennäsuosituksen (aik. vähennä).

Hyväksyttävä NAV-pohjainen arvostustaso eri tuottovaatimustasoilla

		Kokonaistuotto NAV:ille				
		3,0 %	4,0 %	5,0 %	6,0 %	7,0 %
Tuottovaatimus-%	8 %	0,38x	0,50x	0,63x	0,75x	0,88x
	9 %	0,33x	0,44x	0,56x	0,67x	0,78x
	10 %	0,30x	0,40x	0,50x	0,60x	0,70x
	11 %	0,27x	0,36x	0,45x	0,55x	0,64x
	12 %	0,25x	0,33x	0,42x	0,50x	0,58x
	13 %	0,23x	0,31x	0,38x	0,46x	0,54x

Sijoittajan efektiivinen kokonaistuotto-% eri NAV-alennuksilla

		Kokonaistuotto NAV:ille				
		3,0 %	4,0 %	5,0 %	6,0 %	7,0 %
NAV-alennus	-50 %	6,0 %	8,0 %	10,0 %	12,0 %	14,0 %
	-55 %	6,7 %	8,9 %	11,1 %	13,3 %	15,6 %
	-60 %	7,5 %	10,0 %	12,5 %	15,0 %	17,5 %
	-65 %	8,6 %	11,4 %	14,3 %	17,1 %	20,0 %
	-70 %	10,0 %	13,3 %	16,7 %	20,0 %	23,3 %
	-75 %	12,0 %	16,0 %	20,0 %	24,0 %	28,0 %

Tuloslaskelma ja tase

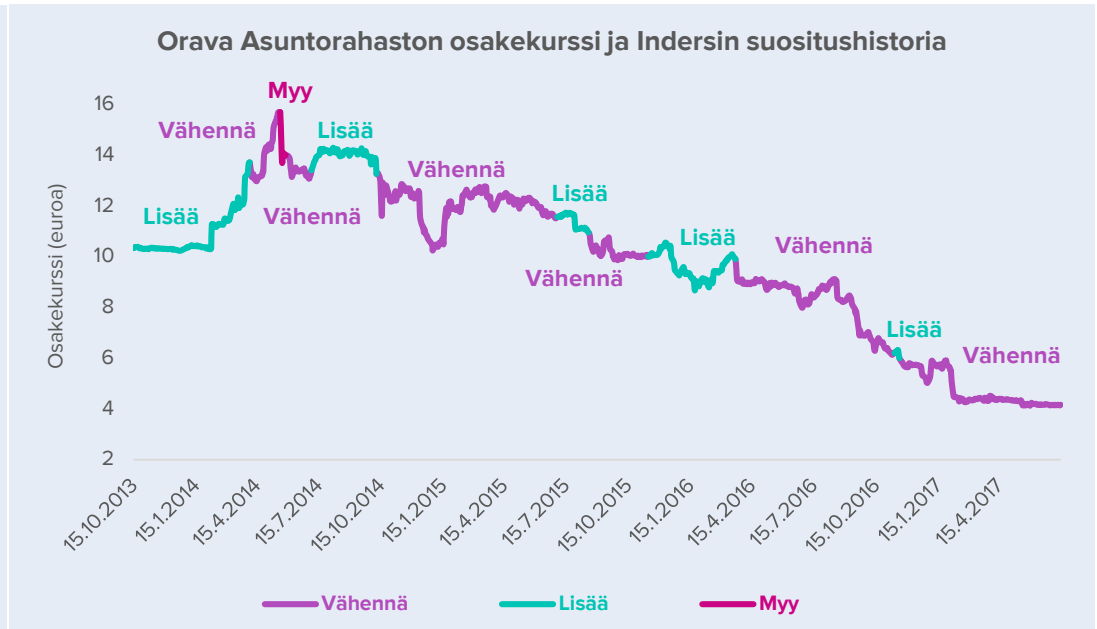
Tuloslaskelma (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto yhteensä	15,3	17,5	13,9	15,2	15,8	18,9
Bruttovuokratuotot	6,5	10,1	12,5	13,2	13,2	13,2
Tuotot voitoista	8,8	7,4	1,4	1,9	2,6	5,7
Kulut yhteensä	-5,4	-7,8	-9,3	-9,8	-10,0	-9,5
Hoito- ja korjauskulut	-2,8	-5,1	-6,1	-6,4	-6,6	-6,8
Liiketoiminnan muut kulut	-1,7	-2,7	-3,2	-3,4	-3,4	-2,7
Tulospalkkio	-0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttökate	9,9	9,7	4,6	5,4	5,9	9,4
Poistot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liikevoitto	9,9	9,7	4,6	5,4	5,9	9,4
Rahoituserät	-1,4	-2,6	-3,0	-3,1	-2,9	-2,9
Korkokulut	-1,4	-2,6	-3,0	-3,1	-2,9	-2,9
Voitto ennen veroja	8,5	7,1	1,6	2,3	3,0	6,5
Verot	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	0,0	0,0
Nettotulos	8,5	6,9	1,5	2,1	3,0	6,5
Tilikauden tulos	8,5	6,9	1,5	2,1	3,0	6,5

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Pysyvät vastaavat	130,6	195,9	210,9	213,1	210,8	211,8
Sijoituskiinteistöt	130,6	195,9	210,9	213,1	210,8	211,8
Vaihtuvat vastaavat	6,2	3,5	5,2	5,7	5,9	7,1
Myyntisaamiset	4,2	0,7	1,1	1,2	1,2	1,4
Likvidit varat	2,0	2,8	4,1	4,5	4,7	5,6
Taseen loppusumma	136,8	199,3	216,1	218,8	216,7	218,8

Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Oma pääoma	70,1	94,3	97,0	98,0	98,8	102,3
Osakepääoma	50,3	72,1	72,1	72,1	72,1	72,1
Kertyneet voittovarot	10,5	8,5	0,6	1,5	2,4	5,9
Muu oma pääoma	9,3	13,7	24,3	24,3	24,3	24,3
Pitkäaikaiset velat	58,2	92,4	112,3	113,3	115,8	130,8
Lainat rahoituslaitoksilta	57,7	91,8	111,5	112,5	115,0	130,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,5	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8
Lyhytaikaiset velat	8,5	12,5	6,8	7,5	7,4	8,2
Lainat rahoituslaitoksilta lyh.	1,7	4,0	2,9	3,3	3,0	3,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	6,8	8,5	3,8	4,2	4,4	5,2
Taseen loppusumma	136,8	199,3	216,1	218,8	222,0	241,4

Suositushistoria

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
17.8.2015	Vähennä	11,40 €	11,09 €
2.10.2015	Vähennä	10,60 €	10,07 €
16.11.2015	Lisää	10,60 €	10,02 €
4.1.2016	Lisää	10,00 €	9,50 €
22.2.2016	Lisää	10,00 €	9,47 €
21.3.2016	Vähennä	10,00 €	10,04 €
20.5.2016	Vähennä	9,40 €	8,98 €
19.8.2016	Vähennä	8,20 €	8,51 €
14.11.2016	Lisää	6,60 €	6,20 €
18.11.2016	Vähennä	6,30 €	6,13 €
7.12.2016	Vähennä	6,00 €	5,73 €
5.1.2017	Vähennä	6,00 €	5,74 €
6.2.2017	Vähennä	5,00 €	5,10 €
2.3.2017	Vähennä	4,60 €	4,38 €
19.5.2017	Vähennä	4,40 €	4,25 €
17.7.2017	Vähennä	4,10 €	4,17 €



Osakkeenomistajat

10 Suurinta osakkeenomistajaa osakelukumäärän perusteella 31.3.2017

	<u>Osakkeiden määrä, kpl</u>	<u>Omistusosuus, %</u>
1 Maakunnan Asunnot Oy	435 664	4,5 %
2 Royal House Oy	416 667	4,3 %
3 OP-Henkivakuutus Oy	263 645	2,7 %
4 Osuusasunnot Oy	122 100	1,3 %
5 Orava Rahastot Oyj	114 991	1,2 %
6 Ollikainen Pekka	112 000	1,2 %
7 Ålands Ömsesidiga Försäkringsbolag	100 000	1,0 %
8 Yli-Torkko Erkki	99 995	1,0 %
9 Godoinvest Oy	79 360	0,8 %
10 Ström Leif	63 938	0,7 %
10 Suurinta yhteensä	1 808 360	18,8 %

Vastuuvapauslauseke

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

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

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

Inderesin tuottamia raportteja ei saa muokata, kopioida tai saattaa toisten saataville kokonaisuudessaan tai osissa ilman Inderesin kirjallista suostumusta. Mitään tämän

raportin osaa tai raporttia kokonaisuudessaan ei saa missään muodossa luovuttaa, siirtää tai jakaa Yhdysvaltoihin, Kanadaan tai Japaniin tai mainittujen valtioiden kansalaisille. Myös muiden valtioiden lainsäädännössä voi olla tämän raportin tietojen jakeluun liittyviä rajoituksia ja henkilöiden, joita mainitut rajoitukset voivat koskea, tulee ottaa huomioon mainitut rajoitukset.

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

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

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

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

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

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

Inderes



2015

Ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017

Suosituustarkkuus



2014, 2015, 2016

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016

Suosituustarkkuus



2012, 2016, 2017

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017

Suosituustarkkuus



2017

Suosituustarkkuus

Inderes on suomalainen pankeista riippumaton analyysipalvelu. Löydämme sijoittajille parhaat sijoituskohteet ja teemme pörssistä paremman markkinapaikan yhdistämällä sijoittajat ja yhtiöt huippulaadukkaan osakeanalyysin avulla. Inderesin aamukatsaus, mallisalkku ja palkittuihin analyyseihin pohjautuvat suositukset tavoittavat päivittäin yli 30 000 kotimaista osakesijoittajaa. Helsingin pörssin kattavin aktiivinen osakeseurantamme sisältää yli 90 kotimaista pörssiyhtiötä, joita analysoimme päivittäin yli 10 analyytikon tiimillä.

Inderes Oy

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/inderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

**Analyysi kuuluu
kaikille.**

www.inderes.fi