

# Ovaro Kiinteistösijoitus

Yhtiöraportti

3/2019

# Passiivisesta rahastosta kiinteistöliiketoimintaan

Toistamme Ovaro Kiinteistösijoituksen aikaisemman 5,0 euron tavoitehintamme ja annamme osakkeelle lisää-suosituksen (aik. vähennä). Odotamme Ovaron käynnissä olevan saneerauksen onnistuvan ja osakkeen arvostustason vähitellen nousevan yhtiön huoneistomyyntien edetessä, omien osakkeiden ostojen jatkuessa ja yhtiön riskiprofiilin laskiessa. Osake arvostetaan tällä hetkellä alle sen arvioimamme likvidointiarvon (5,0 euroa) ja tämä taso asettaa mielestämme lattian osakkeen hyväksyttävälle arvostustasolle.

## Ovaro on saneerauksessa oleva kiinteistösijoitusyhtiö

Ovaro Kiinteistösijoitus (aikaisemmalta nimeltään Orava Asuntorahasto) on alun perin vuonna 2010 perustettu kiinteistösijoitusyhtiö, joka sijoittaa vuokra-asuntoihin ja toimitiloihin Suomessa. Pääomistajan vaihtumisen jälkeen yhtiössä käynnistettiin saneeraus vuonna 2018 ja toteutettiin merkittäviä uudistuksia: yhtiön hallitus erotettiin, toiminimi muutettiin, sopimus hallinnointiyhtiön kanssa irtisanottiin, yhtiörakenne muutettiin, uusi johto nimitettiin ja uusi 2018-2021 strategia julkaistiin. Nykyisessä vuoteen 2021 kestävässä saneerauksessa Ovaro pyrkii normaalin kiinteistösijoitusyhtiön liiketoimintamalliin ja saneeraukseen jälkeen 10 %:n vuotuisen kokonaistuottoon. Saneerauksessa keskeistä on heikosti tuottavan kiinteistöomaisuuden myynti sekä hallinnon ja rahoituksen tehostaminen. Näistä kolmesta toimenpiteestä hallinnon tehostaminen on jo toteutettu. Myyntejä yhtiö toteuttaa noin 39 %:lla koko kiinteistöportfolion arvosta heikosti tuottavista kohteista. Tämän myötä yhtiön nettovuokratuotto-% ja kassavirtaperusteinen kannattavuus paranisivat huomattavasti ja yhtiöllä olisi kohtuullisen hyvät edellytykset rahoituksen uudelleenneuvotteluun ja omien osakkeiden ostoihin.

## Osakkeen tuottopotentiali nojaa kiinteistömyyntien onnistumiseen

Ovaro profiloituu tällä hetkellä saneerausyhtiöksi. Osakkeen tuottopotentiali nojaa siihen, onnistuuko yhtiön uusi johto saneerauksessa ja erityisesti kiinteistömyynneissä. Ovarosta on näkemyksemme mukaan mahdollista saada saneerattua kannattava kiinteistösijoitusyhtiö ja arviomme mukaan edellytykset tässä onnistumiselle ovat nykyisen johdon aikaisemmat näytöt huomioiden kohtuulliset. Mikäli myynnit ja ennustamamme merkittävät omien osakkeiden ostot onnistuvat, voi osakkeessa olla merkittävää nousupotentiaalia. Korostamme, että saneeraus tulee kuitenkin todennäköisesti kestämaan läpi vuodet 2019-2021 ja sen onnistumiseen liittyy myös riskejä erityisesti rahoituslainojen uudelleenneuvottelun osalta.

## Näkemyksemme mukaan osakkeen käypä arvo on nykyistä osakekurssia korkeampi

Eri arvonmääritysmenetelmiä soveltamalla Ovaron osakkeen arvo vaihtelee 2,5-7,3 euron välillä. Inderesin näkemyksen mukaan Ovaron käypä arvo on nykyistä osakekurssitasoa korkeampi, mutta tämä arvo ei todennäköisesti pääse täysimääräisesti realisoitumaan lyhyellä aikavälillä saneeraukseen liittyvien epävarmuustekijöiden ja saneerauksesta aiheutuvien kulujen takia. Arvostuksen korjaantuminen verrokkiryhmän tasolle vaatisi arviomme mukaan a) tuottotason nousua lähelle verrokkiryhmää b) riskiprofiilin laskua c) uskottavia kasvunäkymiä ja kasvuedellytyksiä.

## Analyttikko

Jesse Kinnunen  
+358 503738027  
jesse.kinnunen@inderes.fi



## Suositus ja tavoitehintaa

Lisää 

Edellinen: Vähennä

**5,00 EUR**

Edellinen: 5,0 euroa

**Osakekurssi: 4,52 EUR**

**Potentiaali: +10,6 %**

## Avainluvut

	2018	2019e	2020e
Kiinteistöjen arvo (MEUR)	179,2	157,7	127,0
Liikevaihto (MEUR)	12,8	12,2	11,6
Nettovuokratuotto (MEUR)	7,4	6,8	6,5
Operatiivinen tulos (MEUR)	1,4	1,5	1,9
Operatiivinen EPS	0,14	0,16	0,20
EPRA NAVPS	8,55	8,42	8,31
Nettotuotto-% (k.a)	3,9 %	4,1 %	4,5 %
P/EPRA EPS	33,9	28,7	22,5
P/EPRA NAV	0,56	0,54	0,54
ROE-% (raportoitu)	-17,1%	-1,9 %	-1,6 %
LTV-%	55,4 %	50,7 %	43,2 %

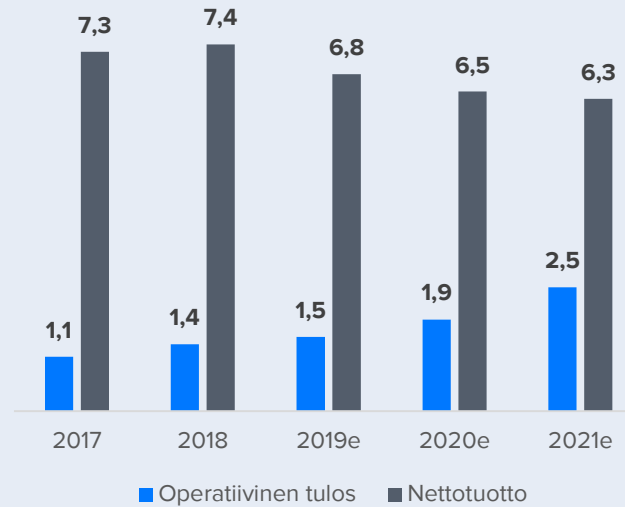
Lähde: Inderes

## Kurssikehitys 2015-2018

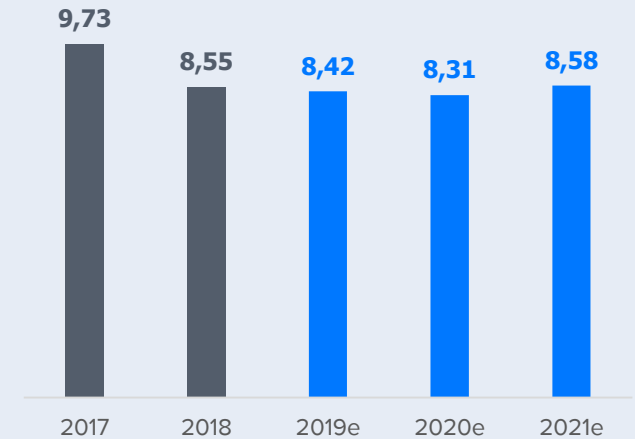


Lähde: Thomson Reuters

## Nettotuotto ja operatiivinen tulos



## Osakekohtainen EPRA NAV



### Arvoajurit

- Huoneistomyyntien onnistuminen
- Omien osakkeiden ostaminen
- Vieraan pääoman uudelleenrahoitus
- Sijoittajien luottamuksen vahvistuminen



### Riskitekijät

- Huoneistomyyntien onnistuminen
- Kassavirran riittävyys
- Vieraan pääoman uudelleenrahoitus
- Äkilliset kalliit kiinteistöjen peruskorjaukset
- Suomen asuntomarkkinoiden riskit
- Yleistoloudelliset riskit ja korkojen mahdollinen nousu
- Ydintoimintojen vuokrausaste



### Arvostus

- Eri arvostusmenetelmät antavat Ovaron osakkeen arvoksi 2,5-7,3 euroa
- Ovaron likvidointiarvo on arviomme mukaan noin 5,0 euroa ja tämä taso asettaa mielestämme lattian osakkeen hyväksyttävälle arvostustasolle

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja sijoitusprofiili	s. 5-10
Strategia ja muutosprosessi	s. 11-15
Markkinakatsaus	s. 16-18
Liiketoimintamalli ja taloudellinen tilanne	s. 19-22
Ennusteet	s. 23-30
Arvonmääritys	s. 31-35
Liitteet ja taulukot	s. 36-40
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	s. 41

# Ovaro Kiinteistösijoitus Oyj lyhyesti

Ovaro Kiinteistösijoitus on Suomessa toimiva vuokra-asuntoihin ja toimitiloihin sijoittava kiinteistösijoitusyhtiö.

**2010**

PERUSTAMINEN

**2018**

UUDELLEENLISTAUS  
PÖRSSIIN

**1567 kpl**

HUONEISTOJEN MÄÄRÄ 2018 LOPUSSA

**179 MEUR** (-10 % vs. 2017)

KIINTEISTÖJEN KÄYPÄ ARVO Q4 2018

**1,35 MEUR** (+23 % vs. 2017)

OPERATIIVINEN EPRA TULOS 2018

**4,4 %**

Nettotuotto-%  
Q4'18 (EPRA)

**94,7 %**

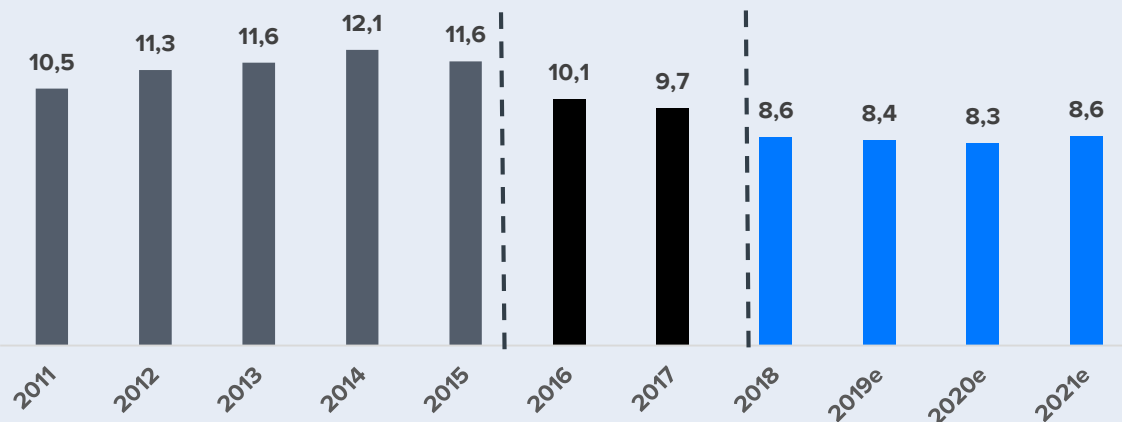
Taloudellinen  
vuokrausaste Q4'18

Perustaminen ja kasvu. Orava Asuntorahasto perustetaan joulukuussa 2010 ja yhtiö listautuu pörssiin vuonna 2013. Kasvu on voimakasta vuodet 2013-2015 ja yhtiö ylittää korkeisiin tuottoihin positiivisten käyvän arvon muutosten myötä.

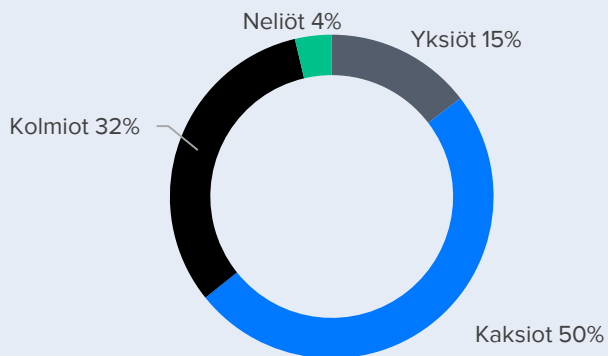
Kriisiytyminen 2016-2017. Tukku-alennuksiin perustuvan liiketoimintamalli ei enää toimi, tuotot romahtavat.

Saneerauksen alkaminen ja uusi suunta. Uusi johto aloittaa lokakuussa 2018 ja yhtiö julkaisee uuden omistaja-arvon kasvua korostavan strategian. Yhtiön nimi muuttuu Ovaro Kiinteistösijoitus Oyj:ksi

EPRA NAV per osake



## Kiinteistötyypit (Ydintoiminta)

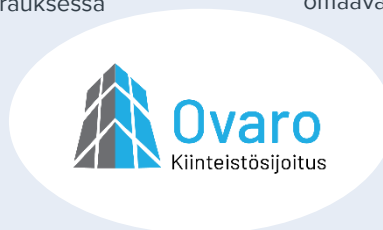


## Liiketoimintaidea

**Ovaro Kiinteistösijoitus sijoittaa vuokra-asuntoihin ja toimitiloihin Suomessa. Yhtiö pyrkii ensisijaisesti omistaja-arvon kasvattamiseen ja tavoittelee osakkeenomistajille vähintään 10 %:n vuotuista kokonaistuottoa.**

Yhtiö on tällä hetkellä saneerauksessa

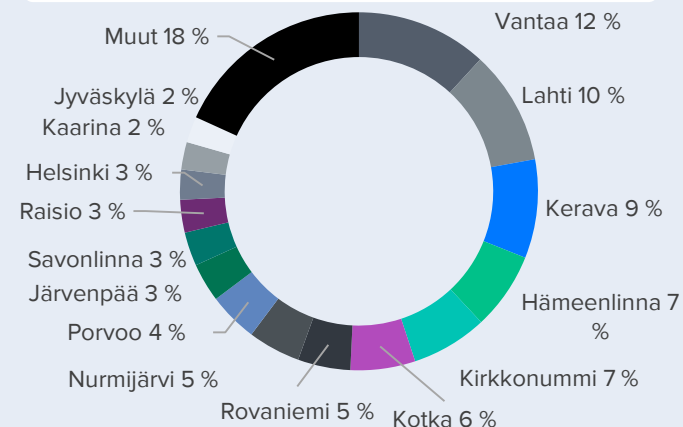
Pitkän kokemuksen omaava johto



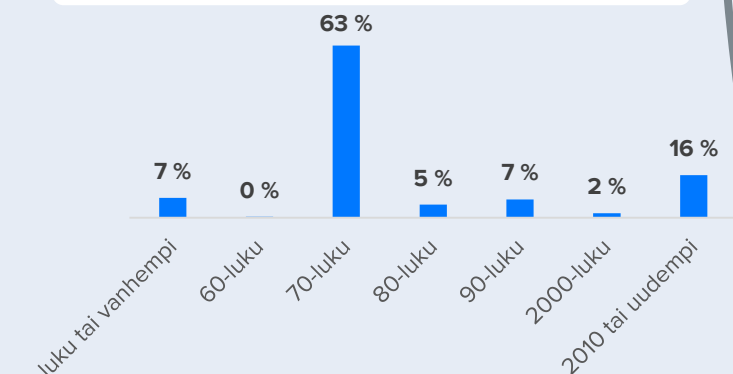
Uusi omistaja-arvoa korostava 2018-2021 strategia

Tavoitteena syventyä kiinteistösijoittamisen arvoketjussa

## Maantieteellinen jakauma (Ydintoiminta)



## Rakennusvuodet\* (Ydintoiminta)



\*Neliöiden perusteella

## Omistaja-arvon luomisen keinot

- Tavoite 10 %:n vuotuinen tuotto osakkeenomistajille
- Saneeraus ”normaaliksi” kiinteistösijoitusyhtiöksi
- Passiivisesta rahastosta kiinteistöliiketoimintaan
- Pääoman palauttaminen osakkaille joko osinkoina tai omien osakkeiden ostoilla
- Valmius yritys- ja kiinteistöjärjestelyihin

## Kiinteät kulut

4 hlö (2019)

2,4 m€ (2019e)



Hallinnon kulut  
(67% kustannuksista)



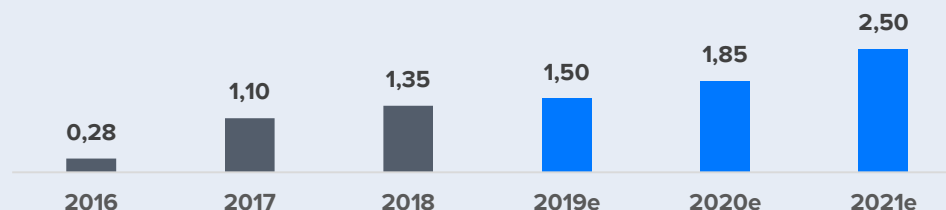
Vuokraustoiminnan kulut  
(17%)



Muut liiketoiminnan kulut  
(17%)

## EPRA tulos

Liikevaihto 12,2 m€  
EPRA tulos 1,5 m€ (2019e)



# Yhtiökuvaus

## Asuntoihin ja toimitiloihin sijoittava kiinteistösijoitusyhtiö

Ovaro Kiinteistösijoitus (aikaisemmalta nimeltään Orava Asuntorahasto) on alun perin vuonna 2010 perustettu kiinteistösijoitusyhtiö, joka sijoittaa vuokra-asuntoihin ja toimitiloihin Suomessa. Yhtiö omisti vuoden 2018 lopussa 1567 huoneistoa 126 eri kohteessa. Huoneistoista 25 oli toimitiloja ja loput asuntoja. Kiinteistöjen käypä arvo oli 2018 lopussa noin 179 MEUR ja käyvän arvon perusteella 41 % huoneistoista sijaitsi Helsingin seudulla, 30 % suurissa kaupungeissa ja 29 % keskisuurissa kaupungeissa. Sijoituksista 76 % oli vuonna 1990 ja sen jälkeen valmistuneita kohteita. Ovaron nettovuokratuotto (EPRA alkutuotto) oli vuoden 2018 lopussa 4,4 % ja velkaantuneisuusaste (LTV-%) oli noin 55 %.

## Yhtiö on tällä hetkellä saneerauksessa

Vuonna 2017 kiinteistösijoitusyhtiö Investors House (IH) teki julkisen vaihtotarjouksen silloisesta Orava Asuntorahastosta ja nousi yhtiön suurimmaksi omistajaksi. Tämän jälkeen IH on toteuttanut yhtiössä merkittäviä uudistuksia: yhtiön hallitus erotettiin, toiminimi muutettiin, sopimus hallinnointiyhtiön kanssa irtisanottiin, yhtiö rakenne muutettiin, uusi johto nimitettiin ja uusi 2018-2021 strategia julkaistiin.

Käytännössä yhtiö muutettiin rahastosta normaaliksi sijoitusyhtiöksi, jolla on 4 hengen johto-organisaatio erillisen hallinnointiyhtiön sijaan. Yhtiön uusi strategia tähtää omistaja-arvon kasvattamiseen ja kassavirtaperusteisen operatiivisen tuloksen moninkertaistamiseen. Ovaro onkin tällä hetkellä saneerausyhtiö ja sijoittajien on olennaista arvioida minkälainen yhtiö Ovarosta saneerauksen jälkeen muodostuu.

## Ovaro tähtää normaaliksi kiinteistösijoitusyhtiöksi

Nykyisessä saneerauksessa Ovaro pyrkii normaalin kiinteistösijoitusyhtiön liiketoimintamalliin ja saneeraukseen jälkeen 10 %:n vuotuiseseen kokonaistuottoon. Saneerauksessa keskeistä on heikosti tuottavan kiinteistöomaisuuden myynti sekä hallinnon ja rahoituksen tehostaminen. Näistä kolmesta toimenpiteestä hallinnon tehostaminen on jo saatu valmiiksi. Myyntien osalta yhtiö on kertonut myyvänsä 39 % kiinteistöportfoliostaan pois heikosti tuottavia kohteita. Tämän myötä yhtiön nettovuokratuotto-% ja kassavirtaperusteinen kannattavuus paranisivat huomattavasti ja yhtiöllä olisi kohtuullisen hyvät edellytykset rahoituksen uudelleen neuvotteluun. Saneerauksen onnistumisen kannalta huoneistomyynnit ovatkin näkemyksemme mukaan avainasemassa.

## Saneerauksen onnistuminen on epävarmaa

Nykyisessä strategiassa yhtiön tavoitteena on kasvun käynnistäminen saneerauksen jälkeen vuosina 2020-2021. Yhtiön tarkoituksena on pureutua kiinteistösijoittamisen arvoketjussa syvemmälle ja näin laajentaa sen tuottopohjaa ja nostaa kannattavuutta. Strategia muistuttaa tämän osalta hieman IH:n omaa strategiaa ja arviomme mukaan yhtiön uudella johdolla on lähtökohtaisesti hyvät edellytykset toteuttaa strategiaa. Sijoittajien kannalta olennaista Ovarossa on kuitenkin tiedostaa, että yhtiö saneeraus tulee näkemyksemme mukaan kestäämään läpi vuodet 2019-2021 ja tänä aikana yhtiön raportoima tulos tulee todennäköisesti olemaan heikko. Saneerauksen onnistumiseen liittyy myös lukuisia riskitekijöitä.



## Yhtiön muutos

### Ennen

- ✓ Liiketoimintamalli nojaa tukkualennuksiin ja asuntojen oletettuun arvonnousuun
- ✓ Osinkoa maksetaan arvomuutoksista
- ✓ Hallinnointipalkkion takia kulurakenne ei skaalaudu
- ✓ Johdolla kannustin kasvattaa ensisijaisesti asuntoportfolion kokoa
- ✓ Omistuksessa pääasiassa asuntoja
- ✓ REIT-verovapaus tietyin edellytyksin

### Nyt

- ✓ Fokus omistaja-arvossa
- ✓ Omistukseen jatkossa myös kaupallisia kiinteistöjä
- ✓ Liiketoimintamalli nojaa kassavirtaperusteiseen operatiiviseen tulokseen
- ✓ Ammattimainen palkkajohto ja skaalautuva kulurakenne
- ✓ Ei REIT-verohyötyjä



- Liiketoiminta tällä hetkellä saneerauksessa
- Kunnianhimoinen omistaja-arvoa korostava 2018-2021 strategia
- Saneerauksen onnistuminen nojaa erityisesti huoneistomyynteihin

# Sijoitusprofiili

## Saneerausyhtiö

Ovaro profiloituu tällä hetkellä saneerausyhtiöksi. Osakkeen tuottopotentiaali nojaa siihen, onnistuuko yhtiön uusi johto saneerauksessa ja erityisesti kiinteistömyynneissä. Ovarosta on näkemyksemme mukaan mahdollista saada saneerattua kannattava kiinteistösijoitusyhtiö ja arviomme mukaan edellytykset tässä onnistumiselle ovat nykyisen johdon näytöt huomioiden olemassa. Mikäli saneeraus onnistuu on osakkeessa arviomme mukaan merkittävää nousupotentiaalia arvostustason normalisoitumisen kautta.

Painotamme, että Ovaron saneerauksen liittyä lukuisia riskejä ja epävarmuustekijöitä eikä onnistumisesta ole takeita. Osakkeen riskiprofiili on tavallista korkeampi ja potentiaalin realisoituminen vaatii kärsivällisyyttä.

## Potentiaali

Näkemyksemme mukaan Ovaron keskeiset positiiviset arvoajurit ovat:

- **Huoneistomyyntien onnistuminen:** Mikäli yhtiö onnistuu myymään tavoittelemansa 39 % huoneistosta lähelle nykyisiä tasearvoja, paranisi yhtiön kassavirtaperusteinen kannattavuus välittömästi ja tase vahvistuisi. Näiden myötä yhtiöllä olisi kohtuullisen hyvät edellytykset uudelleenrahoittaa kalliit rahoituslainansa, tehdä uusia hankintoja sekä ostaa omia osakkeita.
- **Omien osakkeiden ostaminen:** omien osakkeiden ostot kasvattavat nykyisellä kurssitasolla osakekohtaista NAV:ia verotehokkaasti ja siten kasvattavat omistaja-arvoa. Yhtiö voisi teoriassa käyttää lähes kaikki huoneistomyynneistä saatavat varansa

omien osakkeiden ostamiseen.

- **Vieraan pääoman uudelleenrahoitus:** on yhtiölle riski, mutta se voi olla lyhyellä aikavälillä myös positiivinen arvoajuri osakkeelle. Yhtiöllä on tällä hetkellä merkittäviä vuosina 2019-2021 erääntyviä kalliita lainoja. Onnistunut uudelleenrahoitus laskisi yhtiön riskiprofiilia, parantaisi kassavirtaa ja nostaisi operatiivista tulosta.
- **Sijoittajien luottamuksen vahvistuminen:** Sijoittajien luottamus Ovaroa kohtaan on erittäin heikko yhtiössä aikaisemmin tehtyjen virheiden ja osakekurssin laskun myötä. Mikäli yhtiön saneeraus onnistuu ja yhtiö etenee nykyisen strategiansa kanssa, luottamus todennäköisesti vähitellen vahvistuu, mikä todennäköisesti tukisi yhtiön arvostusta.

## Riskit

Sijoittajien kannalta keskeisimmät riskit ovat näkemyksemme mukaan seuraavat:

- **Huoneistomyynnit** ovat näkemyksemme mukaan keskeisin Ovaroon liittyvä riski. Mikäli yhtiö joutuisi myymään Muut-toiminnot salkun huomattavalla (yli 20 %:n) alennuksella suhteessa tasearvoon, sen myynneistä saatavat nettovarot jäisivät vähäisiksi (alle 15 MEUR), mikä voisi vaikeuttaa tai jopa estää yhtiön rahoituslainojen uudelleenrahoituksen.
- **Ydintoiminta -salkun vuokrausasteen kehitys** on olennainen yhtiön ennustamamme kannattavuuskäänteen kannalta. Mikäli yhtiö ei saisi nostettua tätä (Q4'18: 83,8 %), jäisi yhtiön tuloskehitys selvästi ennustamaamme heikommaksi lähivuosina ja rahoituslainojen uudelleenrahoitus voisi myös vaarantua.
- **Kassavirran riittävyys** on saneerauksen aikana riski, koska Ovaron kassavirtaperusteinen kannattavuus on tällä hetkellä suhteellisen matala ja yhtiön täytyä jatkuvasti lyhentää taloyhtiölainojaan. Pahimmillaan yhtiö voisi ajautua kassakriisiin ja joutua myymään kiinteistöjään tappiolla mikäli se ei saisi uudelleenrahoitettua lainojaan ja myytyä kiinteistöjään.
- **Äkilliset kalliit peruskorjaukset ja niiden rahoittaminen:** Ovaron portfoliossa on huomattava määrä 70-luvulla rakennettuja kerrostaloja (noin 45 000 neliötä), joihin ei ole tehty lainkaan peruskorjauksia (mm. viemäri, käyttövedet, julkisivut, katto, parvekkeet). Ylläpitävä putkivuoto tai vastaava korjaustarve voisi heikentää yhtiön kassavirtaa ja vakavaraisuutta. Näiden peruskorjausten rahoittamiseen liittyy myös riskejä joidenkin asunto-osakeyhtiöiden osalta.
- **Asuntojen hintakehitys.** Asuntojen yleinen hintakehitys muodostaa keskeisen riskin Ovarossa. Yhtiöllä on asuntoja myös muuttotappiopaikkakunnilla ja sen asuntojen arvo on viime vuosina kehittynyt heikommin kuin kerrostaloasunnot Suomessa keskimäärin. Asuntojen hintojen voimakas lasku voisi pahimmillaan heikentää yhtiön vakavaraisuutta ja pakottaa yhtiön hakemaan uutta pääomaa taseen vahvistamiseksi.
- **Yleistalouden riskit ja korkotason nousu** vaikuttavat markkinoilta saatavan lainarahoituksen hintaan. Korkojen nousu voisi heikentää yhtiön tulosta ja kassavirtaa, sillä Ovaron lainat ovat valtaosin korkosuojaamattomia. Yleistalouden epävarmuuden kasvu voisi nostaa yhtiön olemassaolevien lainojen marginaaleja ja myös vaikeuttaa lainojen uudelleenrahoitusta.



# Sijoitusprofiili



# Riskiprofiili

## Liiketoimintamallin riskiprofiili



Kiinteistösijoitustoimiala muuttuu hitaasti

Yhtiöllä on selkeä strategia, mutta saneeraus on vielä kesken ja siihen liittyy epävarmuutta

Yleistoloudellinen suhdanne vaikuttaa erityisesti rahoituksen hinnan ja saatavuuden kautta Ovaroon

Yhtiö omistaa kiinteistöjä 126 eri kohteesta ja hajautus on siten kohtuullinen

Markkinataso määrittää vuokrat, ei merkittävää hinnoitteluvoimaa

Nykyinen kiinteä kulurakenne on osittain skaalautuva

Kiinteistöt sitovat pääomaa, mutta yhtiön asunnot ovat tarvittaessa suhteellisen hyvin likvidoitavissa

Vanha asuntokanta tarvitsee ylläpitoinvestointeja, jotka ovat kuitenkin suhteellisen ennakoitavia

Inderesin arvio Ovaron liiketoiminnan kokonaisriskitasosta

# Strategia ja muutosprosessi 1/5

## Menestystä seurasi kriisiytyminen

Orava Asuntorahasto perustettiin vuonna 2010 ja se listautui pörssiin vuonna 2013. Orava oli Suomen ensimmäinen yhteisöverosta vapautettu asunto-REIT ja sen alku oli monelta osin menestyksenkäs. Liiketoimintamalli perustui hankinnoista saavutettaviin tukkualennuksiin ja yhtiö pystyi ensimmäisinä vuosinaan ostamaan kohteita huomattavilla tukkualennuksilla ja näin saavuttamaan korkeita raportoituja tuottoja. Yhtiö myös maksoi käytännössä koko tuloksensa osinkoina omistajille ja osinkotuotto oli yksi pörssin korkeampia.

Vuoden 2013 pörssilistautumisen jälkeen yhtiön uusien kiinteistöhankintojen painopiste siirtyi kokonaisista kerrostaloista rakennusliikkeiltä hankittaviin nippuihin uudisasuntoja. Nämä uudisasunnot olivat osittain kalliita ja suuria perheasuntoja, joiden vuokratuotto oli matala ja vuokrattavuus huono. Nettovuokratuotto-% laski pääasiassa näiden takia vuoden 2012 noin 4,8 %:ista noin 3,8 %:iin vuonna 2016.

Yhtiö oli myös ottanut kalliita vieraan pääoman lainoja huomattavilla, jopa 5,0 %:n koroilla, minkä lisäksi yhtiön kulurakenne oli kasvanut korkeaksi. Näiden tekijöiden seurauksena yhtiön kassavirtapohjainen kannattavuus romahti. Pörssilistautumisen jälkeen myös hankinnoista saavutettavat tukkualennukset markkinoilla laskivat ja yhtiön omistamien asuntojen hinnat myös laskivat. Näiden seurauksena Oravan tulos romahti tappiolle vuonna 2017, osinko laski nollaan ja yhtiö ajautui ”kriisiin”.

Kriisiytymisen vuoksi osakemarkkinoiden luottamus yhtiötä kohtaan romahti. Osake painui vuonna 2017 noin 4,1 euroon, kun listautumishinta vuonna 2013 oli 10,3 euroa.

## Kriisiytymisen taustalla strategiset virheet ja väärät kannustimet

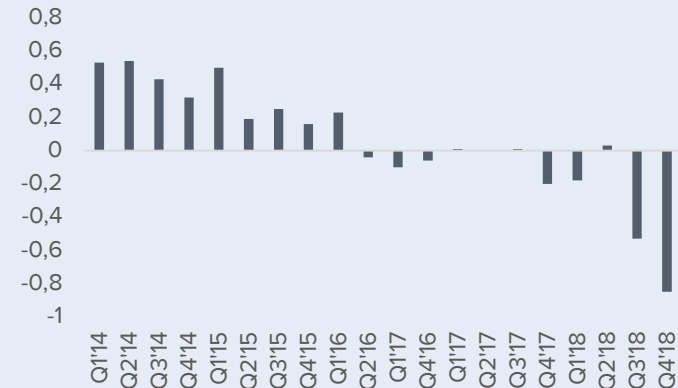
Näkemyksemme mukaan Oravan kriisiytymisen taustalla olivat strategiset virheet ja johdon väärät kannustimet. Yhtiö laski sen varaan, että asuntojen hinnat Suomessa nousevat ja tämä ennen pitkään nostaa yhtiön tulosta. Yhtiö hankki asuntoja lähinnä saavutetun tukkualennuksen perusteella eikä painottanut vuokratuottoja tai asuntojen myytävyyttä. Lisäksi osinkoa maksettiin liian aggressiivisesti eikä kiinnitetty riittävästi huomiota kassavirtaan tai operatiiviseen tulokseen. Yhtiö ei myöskään reagoanut muutokseen markkinatilanteessa.

Merkittävä vaikuttava tekijä oli näkemyksemme mukaan myös johdon kannustimet. Johdon omistama hallinnointiyhtiö sai kiinteän hallintopalkkion, joka oli sidottu Oravan kiinteistöportfolion arvoon. Näin ollen johdon intresseissä oli Oravan euromääräisen portfolion koon kasvu, mutta ei niinkään omistaja-arvon kasvu. Johdon suorat osakeomistukset olivat suhteellisen vähäisiä eikä tuottosidonnainen hallinnointipalkkio riittänyt kompensoimaan tätä. Tämä osaltaan vauhditti sitä, että Orava kasvoi liian nopeasti ja osti asuntoja, jotka eivät soveltuneet hyvin vuokraustoimintaan.

## Vaihtotarjous käynnisti muutoksen

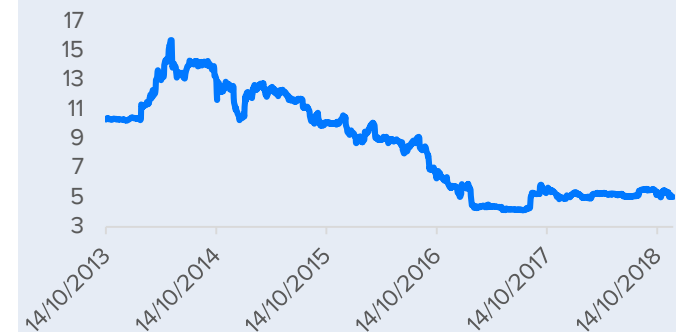
Elokuussa 2017 tilanne muuttui, kun kiinteistösijoitusyhtiö Investors House teki julkisen vapaaehtoisen vaihtotarjouksen Oravasta ja saavutti sillä 25,2 %:n omistuksen yhtiössä. Tämän jälkeen Oravan hallitus erotettiin, sopimus hallinnointiyhtiön kanssa irtisanottiin ja Oravan saneeraus aloitettiin. Saneerauksessa yhtiön toiminimi muutettiin vuonna 2018 Ovaro Kiinteistösijoitus Oyj:ksi.

## EPS 2014-2018



Lähde: Ovaro

## Osakekurssi 2013-2018



Lähde: Nasdaq

# Strategia ja muutosprosessi 2/5

## Oravasta Ovaro

Kiinteistösisijoitusyhtiön Investors House (IH) saavutti lokakuussa 2017 päättyneellä vaihtotarjouksella 25,2 %:n omistusosuuden Orava Asuntorahastossa ja tämän jälkeen yhtiössä on toteutettu huomattavia muutoksia. Jo toteutetut muutokset ovat lyhyesti seuraavat:

- **Uusi hallitus.** Oravan hallitus erotettiin joulukuussa 2017 ja yhtiölle valittiin uusi viisihenkinen hallitus, jonka puheenjohtajaksi valittiin IH:n toimitusjohtaja Petri Roininen.
- **Uusi johto ja hallinto.** Uusi hallitus irtisanoi välittömästi sopimuksen hallinnointiyhtiön kanssa ja nimitti myöhemmin uudeksi toimitusjohtajaksi Kari Sainion. Tämän lisäksi yhtiöön nimitettiin 3 muuta johtajaa. Sopimus hallinnointiyhtiön kanssa päättyi 18.12.2018 ja jatkossa 4-henkinen uusi johtoryhmä vastaa yhtiön johtamisesta ja hallinnosta.
- **Yhtiörakenteen ja nimen muutos.** Ylimääräinen yhtiökokous päätti syyskuussa 2018 muuttaa Oravan yhtiömuodon REIT-yhtiöstä tavalliseksi kiinteistösisijoitusyhtiöksi. Samalla yhtiön toiminimi muutettiin Ovaro Kiinteistösisijoitus Oyj:ksi, vanhat kiinteistösisijoitustoiminnan säännöt kumottiin ja hallitukselle myönnettiin valtuutus omien osakkeiden ostamiseen.
- **Ulkopuoliseen arvonnääritykseen siirtyminen.** Ovaro siirtyi kiinteistökannan arvostuksessa ulkopuolisen arvioijan mukaisten arvojen käyttämiseen vuonna 2018 hallinnointiyhtiön menetelmän sijaan. Uusi arvo oli noin 4,7 % alempi kuin hallinnointiyhtiön esittämä arvo.

- **Uusi omistaja-arvoa korostava strategia.** Lokakuussa 2018 Ovaro julkaisi uuden ”Normistrategian” ja uudet strategiset tavoitteet vuodelle 2021. Strategia pyrkii ensisijaisesti omistaja-arvon kasvattamiseen ja se tavoittelee vähintään 10 %:n vuotuista kokonaistuottoa osakkeenomistajille. Strategiakaudelle on ensin tarkoitus toteuttaa saneeraus 2018-2019 ja sen jälkeen käynnistää kehitystoimet 2020-2021.

Edellisten lisäksi Ovaro on myös muutti raportointiaan, käynnisti omien osakkeiden ostot ja järjesti pääomamarkkinapäivän (CMD), jossa se avasi aikaisempaa tarkemmin tasettaan ja kertoi lisätietoja sen strategisesta suunnasta.

## Normistrategia tähtää omistaja-arvon kasvattamiseen

Ovaron strategian keskiössä on omistaja-arvon kasvu normalisoitumalla. Yhtiö pyrkii muuttamaan nykyisestä saneerausyhtiöstä normaalksi kiinteistösisijoitusyhtiöksi strategiakaudella 2018-2021. Tässä ”normistrategiassa” yhtiö pyrkii tyypilliseen kiinteistösisijoitusyhtiön liiketoimintamalliin ja tätä kautta poistamaan syyt nykyisen NAV-alennuksen taustalla.

Yhtiö tavoittelee kaudella vähintään 10 %:n vuotuista kokonaistuottoa osakkeenomistajille ja vähintään 45 %:n omavaraisuusastetta. Kokonaistuotto muodostuu osakkeen arvonkehityksestä sekä voitonjaosta. Voitonjako voi tapahtua joko osingonmaksuna tai omien osakkeiden ostamisena. Strategiakausi jakaantuu saneerausvaiheeseen 2018-2019 ja kasvun käynnistämiseen vuosina 2020-2021. Ovaro voi myös toteuttaa kiinteistö- ja

yrittäjärjestelyjä, mikäli ne tukevat omistaja-arvon kasvattamista.

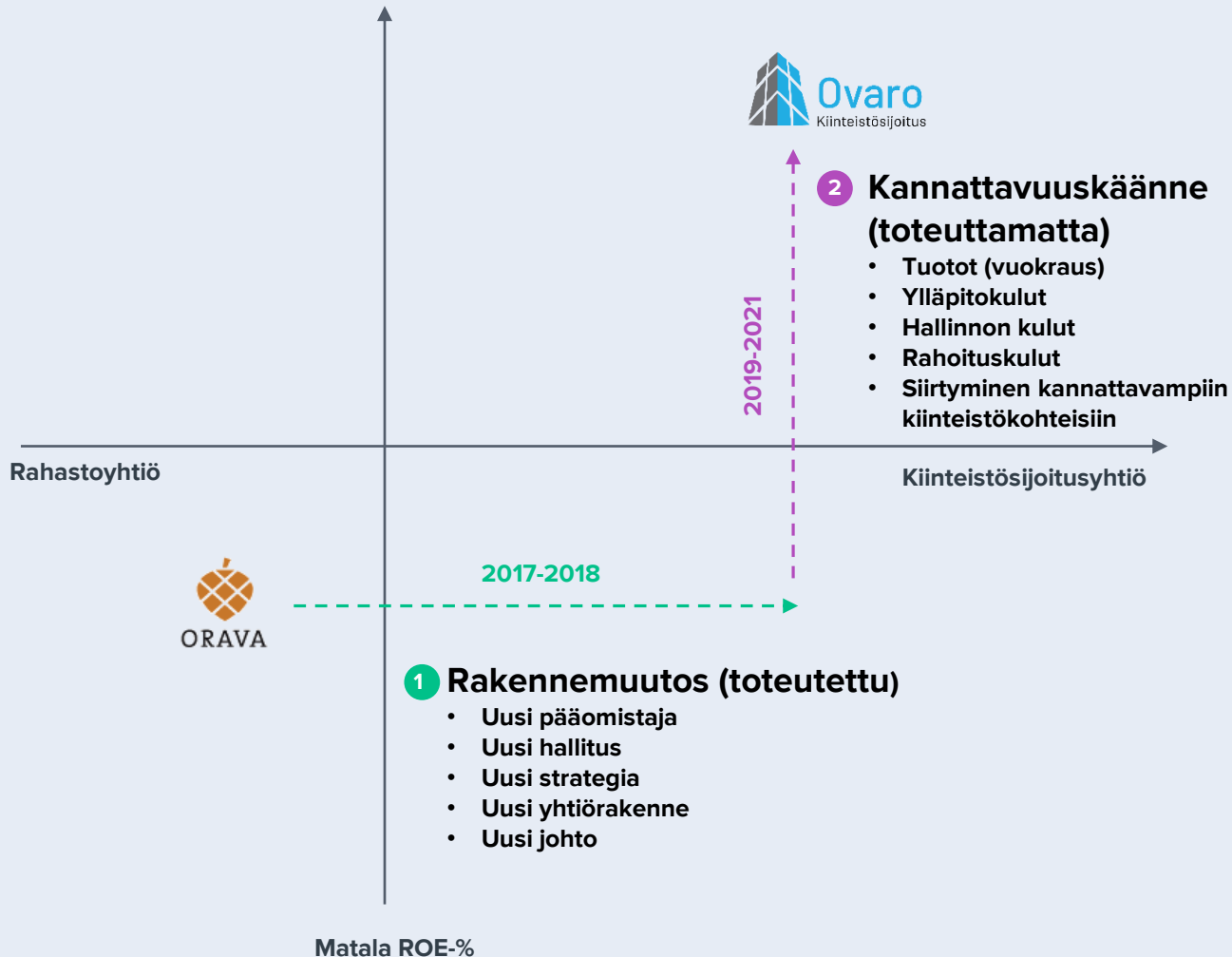
Saneerauskaudella yhtiön noin 1600 asunnon omistukset jaetaan ydintoiminnan ja muun toiminnan omistuksiin. Ydintoiminnan omistuksia kehitetään mm. ostamalla, rakennuttamalla ja myymällä. Muun toiminnan kohteiden eri myyntivaihtoehdot kartoitetaan ja toteutetaan parhaan lopputuloksen aikaansaamiseksi. Kannattavuutta parannetaan myös hallintoa tehostamalla ja kohteiden vähentäminen edesauttaa tässä. Tavoitteena on avoin viestintä ja sijoittajainformaation läpinäkyvyyden parantaminen.

Ydintoiminnan omistusten kehittämisellä ja muun toiminnan omistuksista luopumisella sekä hallinnon ja rahoituksen tehostamistoimilla pyritään siihen, että operatiivinen tulos (EPRA) moninkertaistuisi vuoden 2017 tasoon verrattuna.

## Huoneistomyynnit ovat strategian onnistumisessa avainasemassa

Suhtaudumme Ovaron strategiaan lähtökohtaisesti myönteisesti. Strategia painotti omistaja-arvoa ja operatiivista, kassavirtaperusteista kannattavuutta. Yhtiön tuotto ei siten jatkossa olisi enää niin riippuvainen asuntojen laskennallisista arvonmuutoksista. Yhtiö avasi CMD:llä askelmerkit strategiaan ja kannattavuuskäänteeseen vaadittavat toimenpiteet vaikuttavat mielestämme uskottavilta. Arviomme mukaan huoneistomyynnit ja niissä onnistuminen ovat strategian onnistumisen kannalta avainasemassa.

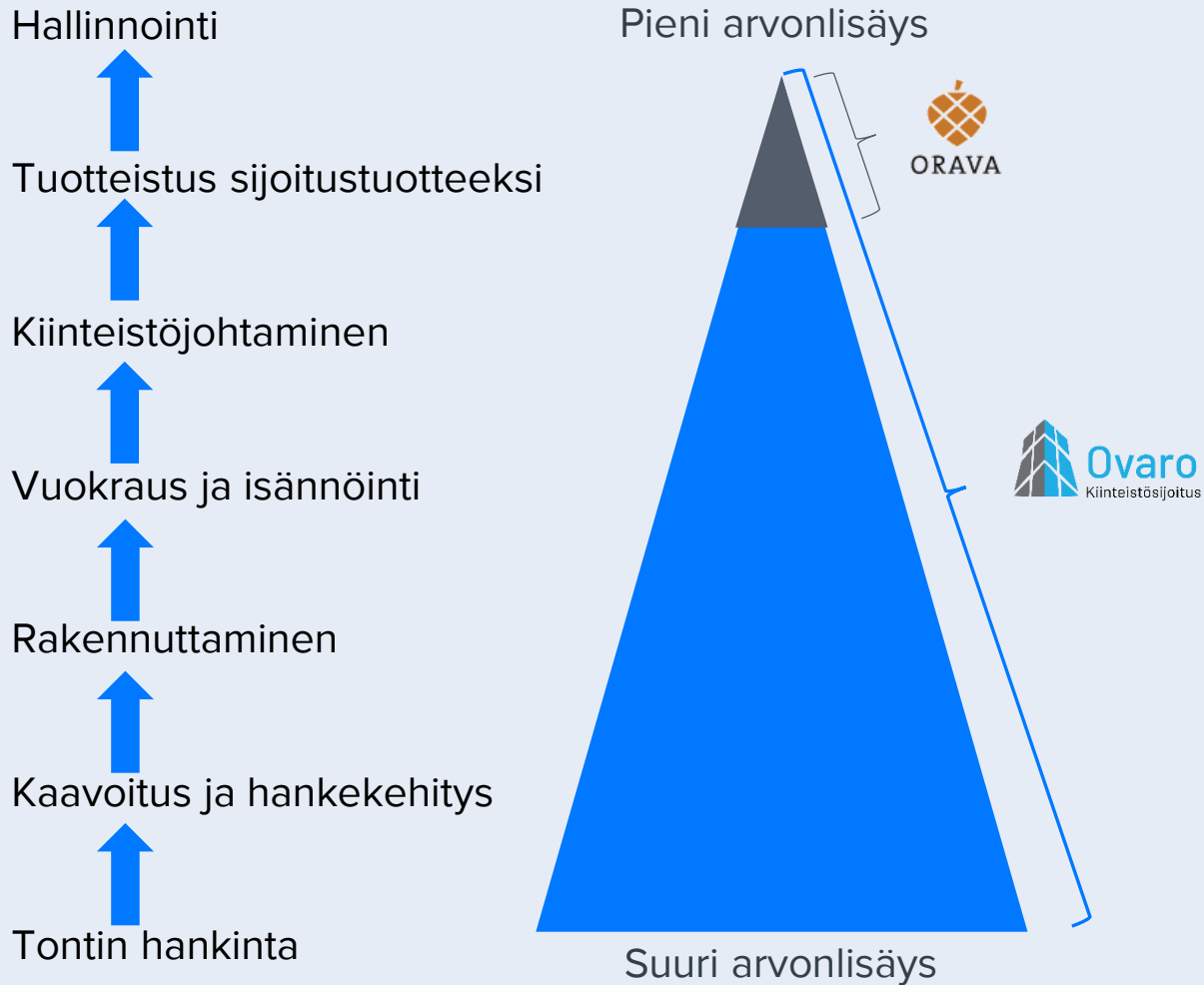
# Strategia ja muutosprosessi 3/5



## Rakennemuutoksen **1** kautta kannattavuuskäännne **2**

- Syvemmälle kiinteistösijoittamisen arvoketjussa
- Matalampi kulurakenne
- Kevyempi sääntely, ei REIT-rajoitteita
- Johdon ja omistajien intressit yhteneviä
- Pienempi riippuvuus asuntojen arvonmuutoksiin
- Kannattavuuden kautta rahoituksen hinnan lasku
- Omien osakkeiden ostaminen mahdollista

# Strategia ja muutosprosessi 4/5



## Tavoitteena laajentua kiinteistösijoittamisen arvoketjussa

- Uusi yhtiö rakenne mahdollistaa muutoksen
- Mahdollistaa aikaisempaa korkeamman tuoton saavuttamisen
- Ovaron johdolla ja hallituksella on konkreettista näyttöä tämän strategian onnistumisesta toisessa kiinteistösijoitusyhtiössä (Investors House)

# Strategia ja muutosprosessi 5/5

## Asuntorahaston perustaminen

- Suomen ensimmäinen REIT ja menestynyt listautuminen pörssiin
- Liiketoiminta perustuu tukkualennuksilla saavutettaviin arvonmuutoksiin
- Omistuksissa pääosin kokonaisia kerrostalokohteita, jotka soveltuvat vuokraustoimintaan
- Operatiivinen tulos selvästi positiivinen

2010-2013

## Tuottojen hiipuminen ja kriisiytyminen

- Hankinnoista saavutetut tukkualennukset hiipuvat markkinatilanteen muuttuessa
- Kiinteistöportfolioon aletaan hankkimaan huonosti vuokraustoimintaan soveltuvia perheasuntoja
- Asuntojen hinnat laskusuunnassa Suomessa
- Vuosina 2016-2017 kriisiytyminen ja tulos tappiolle
- 2017 uudeksi pääomistajaksi nousee kiinteistösijoitusyhtiö Investors House

2014-2017

## Saneeraus ja ”Normistrategia”

- IH käynnistää saneerauksen vuonna 2018
- Tavoitteena omistaja-arvon kasvu
- Muuttuminen normaaliksi kiinteistösijoitusyhtiöksi
- Saneerausvaihe 2018-2019 ja tämän jälkeen kasvun käynnistäminen 2020-2021

2018 –

## Strategian Must Win Battles

### Toteutunut

- Uusi yhtiörakenne
- Uusi strategia vuoteen 2021 ja konkreettiset askelmerkit sen toteuttamiseen
- Uusi pääomistaja ja hallitus
- Hallinnointiyhtiö irtisanottu, tilalle kokenut palkkajohto
- Kulurakennetta on jo saatu laskettua
- Omien osakkeiden ostot on aloitettu (keskeytyivät kuitenkin vuonna 2019)

### Lähitulevaisuus 1-2v

- Ydintoimintaan kuulumattomien perheasuntojen onnistunut myynti
- ”Myyntisalkun” lakkauttaminen
- Rahoituksen uudelleenneuvottelu
- Ydintoiminta-salkun matalan vuokrausasteen nostaminen korkeammaksi
- Kulujen ja kassavirran hallinta saneerauksen aikana

### Seuraavat 5 vuotta

- Vieraan pääoman lainojen optimointi
- Onnistunut pääoman allokointi omien osakkeiden ostot/osingot/uudet kiinteistöthankinnat
- Uusien kasvuhankkeiden löytäminen
- Nykyisten vanhojen kohteiden peruskorjausten suunnittelu ja toteuttamisen aloittaminen

# Markkinakatsaus 1/3

## Talouden vahvin vaihe on takana

Kokonaisuutena Suomen toimintaympäristön talousnäkymät ovat mielestämme edelleen kohtuullisen hyvät, mutta kehitys ei anna Ovaron liiketoiminnalle tukea viime vuosien mittakaavassa. Suomen talouskasvu oli vuosina 2016-2018 vahvaa ja euroalueen kasvua nopeampaa. Vuosina 2019-2020 kasvun ennustetaan kuitenkin hidastuvan. Finanssiala ry:n kokoaman viimeisempien talousennusteiden mukaisesti BKT:n kasvu jää noin 1,5-1,9 %:n tuntumaan kuluvana vuonna ja 0,8-1,7 %:iin ensi vuonna. Inflaation ennustetaan puolestaan kiihtyvän 1,2-2,0 %:iin.

## Asuntojen hintakehitys on ollut vaisua viime vuodet

Suomen vanhojen osakeasuntojen hintojen kehitys on ollut vaisua viimeiset 5-vuotta ja koko maan tasolla hinnat ovat lähes samalla tasolla kuin vuonna 2013. Tilastoista näkyy selvästi Suomen asuntomarkkinoiden eriytyminen taantuviin alueisiin ja kehittyviin kasvukeskuksiin. Esimerkiksi pääkaupunkiseudulla nimellisten neliöhintojen keskinousu (CAGR) oli vuosina 2014-2018 keskimäärin +1,7 % vuosittain, kun muualla Suomessa sama lukema oli -0,1 % vuosittain. Taustalla on näkemyksemme mukaan erityisesti muuttoliikkeestä aiheutuvat kysyntämuutokset.

## Asuntojen peruskysyntäajurit ovat edelleen positiiviset

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 edelleen positiiviset, sillä Suomessa on käynnissä vilkas muuttoliike maaseudulta kaupunkiseuduille, väestönkasvu keskittyy kaupunkeihin ja asutuskuntien koko pienenee. Kuluttajien asunnonostokyvyssä ei ole nähdäksemme tapahtunut merkittäviä muutoksia, mutta trendi on ollut lievästi positiivinen johtuen ansiotason hienoisesta kasvusta ja asuntolainojen marginaalien laskusta. Näkemyksemme mukaan asunnonostokyky tulee säilymään myös lähivuodet melko vakaana, sillä emme odota isoja muutoksia korkoihin tai ansiotasoon.

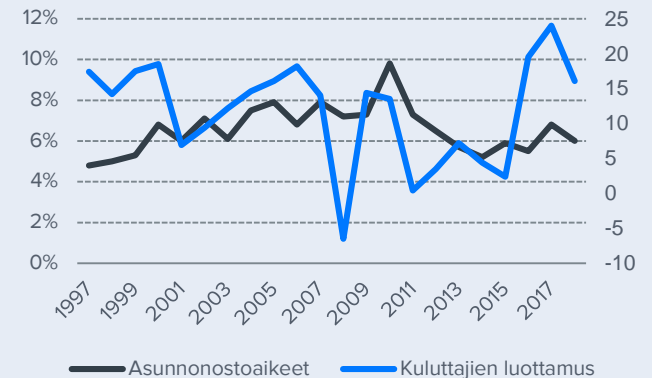
Viime aikoina on ollut merkkejä yksityisten asuntosijoittajien kysynnän vähentymisestä, mutta vastaavasti ulkomaisten sijoittajien kiinnostus suomalaisia asuntosijoituksia kohtaan on edelleen vahvaa. Odotamme sijoittajakysynnän säilyvän historiallisen hyvällä tasolla myös lähivuosina, sillä asuntojen vuokratuottojen kehitys on jatkunut vahvana ja riskittömän koron ja asuntojen nettovuokratuoton ero on edelleen ennätyksellisen korkea. Asuntosijoitukset ovat Suomessa tuottaneet KTI:n tilastoissa kaikista kiinteistösijoituksista parhaiten viimeisen 10 ja 5 vuoden ajanjaksolla. Vuotuinen kokonaistuotto on ollut keskimäärin 8,5 %.

## Suomen BKT:n kasvuennusteet

Ennuste	2018e	2019e	2020e
Nordea	2,3 %	1,5 %	1,0 %
OP Ryhmä	2,4 %	1,6 %	0,8 %
Hypo	2,5 %	1,5 %	1,5 %
Danske Bank	2,3 %	1,7 %	1,5 %
S-Pankki	2,3 %	1,7 %	1,7 %
Handelsbanken	2,5 %	1,9 %	1,2 %

Lähde: Finanssiala ry

## Kuluttajien luottamus (oikea) ja asunnonostoihkeet (vasen)



Lähde: Tilastokeskus



# Markkinakatsaus 2/3

## Ennustamme korkotason pysyvän matalana vuoteen 2020 asti

Asuntojen kysynnän siivittäjänä on ollut etenkin euroalueen lainanottoa suosinut matala korkotaso. 12 kuukauden euribor-korko on edelleen pitkälti negatiivinen ja EKP on viestinyt rahapolitiikan pysyvän elvyttävänä. Nykytilanteessa ensimmäinen ohjauskoron nosto olisi edessä aikaisintaan 2020 alussa, ja sen jälkeenkin tahti pysynee hitaana. Odotamme 12 kuukauden euribor-koron nousevan positiiviseksi vasta vuonna 2020. Ennuste olettaa, ettei merkittäviä negatiivisia sokkeja taloudessa realisoidu ja maltillinen kasvu jatkuu sekä inflaatio kiihtyy hiljalleen.

## Asuntojen lisääntyvä tarjonta painaa hintakehitystä

Arvioimme asuntojen lisääntyvän tarjonnan painavan asuntojen hintoja kuluvana vuonna ja ensi vuonna. Vuonna 2018 Suomessa aloitettiin noin 45 900 asunnon rakentaminen, kun vuonna 2017 niitä aloitettiin noin 44 100 kappaletta. Määrä on huomattava, sillä 2008-2016 keskiarvo on noin 29 000 asuntoa. Kerrostaloasuntoja osalta 2017-2018 kappalemääräiset aloitusmäärät ovat yli kaksinkertaisia verrattuna 2008-2016 keskimääräiseen tasoon. Nämä aloitetut asunnot valmistuvat vuosina 2019-2020.

EK:n tammikuun 2019 suhdannebarometrin perusteella valmiiden myymättömien asuinhuoneistojen määrä lähti jyrkkään nousuun vuoden 2018 lopun jälkeen. Tilastokeskuksen tilastoissa vanhojen asuntojen kauppamäärät laskivat myös selvästi loppuvuonna 2018. Nämä viittaavat mielestämme siihen, että asuntojen

tarjonta ylittää tällä hetkellä kysynnän ja hinnat ovat paineessa tarjonnan vain lisääntyessä 2019-2020. Tämän myötä emme odota vanhojen asuntojen hintojen nousevan kuluvana vuonna tai ensi vuonna koko maan mittakaavassa.

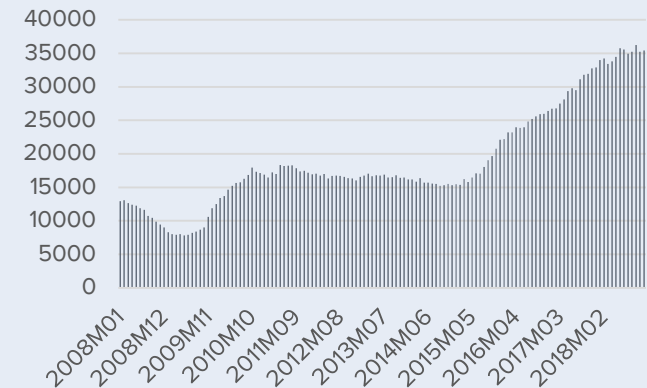
Myös useiden ennustelaitosten antamat arviot asuntohintojen muutoksesta ovat saman suuntaisia. Esimerkiksi Hypo arvio asuntojen hintojen muutoksen olevan kuluvana vuonna 0,0 % ja ensi vuonna -0,5 %. PTT:n ennuste vuoden 2019 hintanousuksi on +1,2 %.

## Odotamme vuokrien nousevan lähivuosina

Asuntovuokrien nousuvauhti on viime vuosina ollut nousujohteista talouskasvun ja kaupungistumisen myötä eikä asuntojen tarjonnan kasvu ole vielä vaikuttanut niihin merkittävästi. Tilastokeskuksen mukaan vapaarahoitteisten asuntojen vuokrien vuosinousu oli vuoden 2018 viimeisellä neljänneksellä 2,3 % koko maassa. Pääkaupunkiseudulla vuokrat nousivat 2,5 %, kun muun Suomen osalta päästiin 2,2 %:iin.

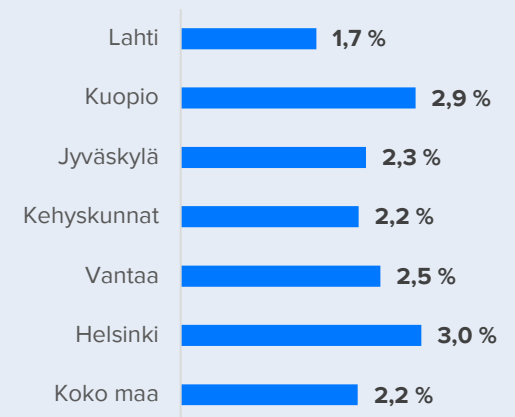
Viimevuosien aikana vuokrat ovat nousseet voimakkaasti erityisesti pääkaupunkiseudulla, mutta arvioimme lisääntyvän asuntotarjonnan vähentävän nousupaineita lähivuosina. Odotamme vuokrien kasvun hidastuvan noin 1-2 %:iin koko maassa, mutta pysyvän kuitenkin kokonaisuutena suotuisana tulevina vuosina. PTT on arvioinut vuokrien kasvun olevan vuonna 2019 noin 1,8 % koko maassa. Kasvun odotetaan hidastuvan etenkin suurissa kasvukeskuksissa, joihin on lähivuosina valmistumassa merkittävästi lisää asuntoja.

## Kerrostaloasuntojen aloitukset rullaava 12kk



Lähde: Tilastokeskus

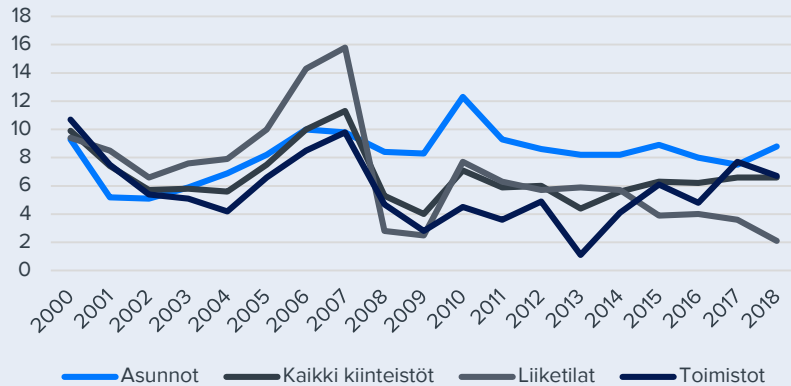
## Neliövuokrien k.a kasvu vuosittain 2014-2018



Lähde: Tilastokeskus

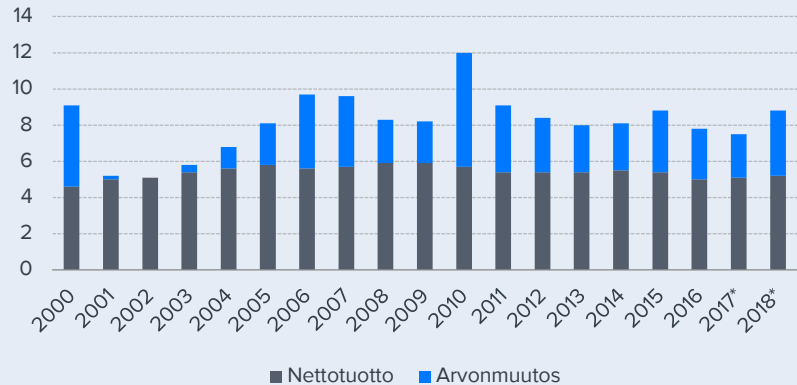
# Markkinakatsaus 3/3

## Kiinteistösijoitusten kokonaistuotto-%



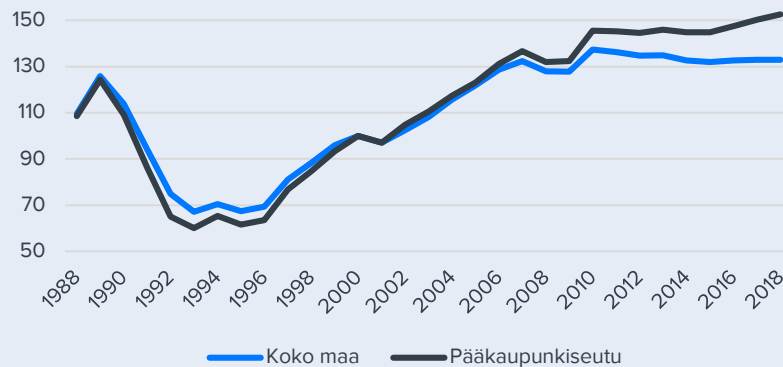
Lähde: KTI

## Asuntosijoitusten kokonaistuotto-%



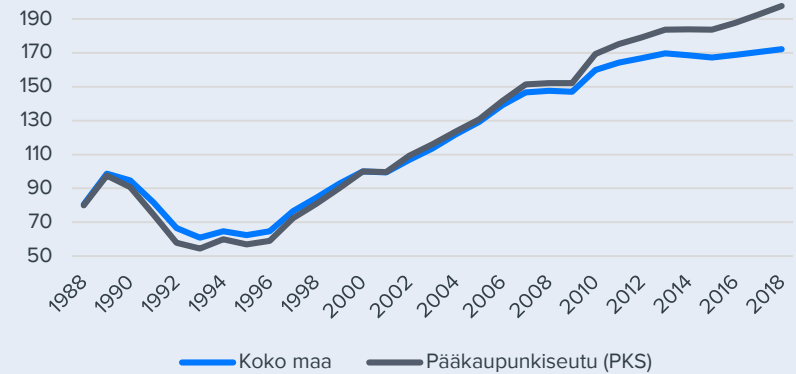
Lähde: KTI, \*2017 ja \*2018 jakaumat ovat Inderesin arvioita

## Asuntojen reaali hinnat, 2000 = 100



Lähde: Tilastokeskus

## Asuntojen nimelliset hinnat 1988-2018



Lähde: Tilastokeskus

# Liiketoimintamalli ja taloudellinen tilanne 1/4

## Ovaron raportointi on muuttunut

Ovaron tuloslaskelman raportointi on viime vuosina muuttunut, minkä takia käsittelemme tällä sivulla tuloslaskelman pääerät lyhyesti läpi.

## Liikevaihto

**Liikevaihto** sisältää kassavirtaperusteiset tuotot vuokraustoiminnasta. Näitä ovat bruttovuokratuotot, käyttökorvaukset ja asukaspalvelut. Vuonna 2018 96 % liikevaihdosta koostui bruttovuokratuotoista ja noin 4 % käyttökorvauksista ja palvelutuotoista. Yhtiön vuokrasopimukset ovat lähes kaikki toistaiseksi voimassa olevia ja vuokralaisella on yhden kuukauden irtisanomisaika. Vuokrasopimusten korotusehto on elinkustannusindeksi +2,5 % tai +3,25 %.

## Liiketoiminnan kulut

Ovaro jakaa liiketoiminnan kulut neljään pääosaan:

**Kiinteistöjen hoitokulut** sisältävät yhtiön omistamien kiinteistöjen hoito-, huolto ja vuosikorjauskulut. Nämä sisältävät myös mahdolliset tonttivuokrat. Huoneistoremonttien osalta osa kirjataan kuluiksi ja osa aktivoidaan taseeseen. Hoitokulut vähennetään liikevaihdosta ja näin muodostuu nettovuokratuotto.

**Vuokraustoiminnan kulut** sisältää ulkopuolisen kiinteistömanagerin eli tällä hetkellä Colliers International Finland Oy:n kulut vuokralaisten hankinnasta. Yhtiö on ulkoistanut kiinteistöjen teknisen ja hallinnollisen isännöinnin sekä asuntojen vuokrauksen Colliersille ja tämä

sopimus on käsityksemme mukaan voimassa vuoden 2019 loppuun asti.

**Hallinnon kulut** sisältää hallituksen palkkiot ja muut hallinnon kulut, joita ovat mm kiinteistömanagerin hallinnon kulut, pörssin, arvopaperikeskuksen ja tilintarkastajan palkkiot sekä kulut kiinteistöjen ulkopuolisesta arvonnäytelmästä. Aikaisemmin tähän erään sisältyi myös hallinnointiyhtiön kiinteä hallinnointipalkkio, mutta hallinnointisopimus päättyi 18.12.2018 ja jatkossa hallinnointiyhtiön tehtävät hoitaa 4 hengen johto-organisaatio, joka on yhtiön omalla palkkalistalla.

**Muut liiketoiminnan kulut** sisältää mm. luottotappiot vuokraustoiminnasta sekä kertaluonteiset ylimääräiset hallinnon kulut. 18.12.2018 asti tämä sisälsi myös hallinnointiyhtiön mahdollisen tulossidonnaisen hallinnointipalkkion.

## Käyvän arvon muutokset

Ovaron käyvän arvon muutoksia arvioitaessa on olennaista tiedostaa, että osa näistä eristä on kirjanpidollisia ja osa kassavirtaperusteisia erä:

**Tuotot luovutuksista** muodostuu kun kaudelle myytyjen huoneistojen tai kiinteistöjen velattomasta myyntihinnasta vähennetään edellisen neljänneksen päättävä tasearvo. Erä sisältää myös myyntien transaktiopalkkiot eli välittäjien palkkiot.

**Käypien arvojen muutokset** kirjataan ulkopuolisen arvonnäyttäjän arvojen perusteella. Sijoituskiinteistöt on alun perin arvostettu hankintamenuun sisältäen varainsiirtoveron. Käyvän arvon muutoksessa on

vähennettävänä eränä otettu huomioon pitkävaikutteiset korjausmenot ja hankittujen sijoituskiinteistöjen tulevat hankintamenot.

## Rahoituskulut

**Rahoituskulut** sisältää yhtiön omistamien asunto-osakeyhtiöiden taloyhtiölainojen ja emoyhtiön rahoituslainojen korkokulut sekä palkkiot lainoista ja korkosuojauksista.

## Verot

**Verojen** osalta yhtiön aikaisempi REIT-vero-ohjelmus lakkasi vuoden 2018 lopussa ja vuodesta 2019 alkaen yhtiö on verovelvollinen normaalilla 20 %:n yhteisöveroprosentilla. Verojen osalta on tärkeä huomata, että laskennallisista käyvän arvon muutoksista syntyvä vero ei ole kassavirtaperusteinen ja nämä kirjataan taseeseen laskennalliseen verovelkaan. Tuloslaskelman verot eivät välttämättä ole siis jatkossa kokonaan kassavirallisia erä.

## Operatiivinen tulos kuvaa jatkuvien toimintojen tuottoja

**Operatiivinen EPRA tulos** antaa mielestämme parhaan kuvan Ovaron operatiivisesta tuloksentekokyvystä. Se ei ota myyntivoittoja eikä -tappioita huomioon eikä myöskään käyvän arvon muutoksia. Huomautamme, että tämä tunnusluku ei kuitenkaan huomioi Ovaron taseeseen aktivoimia kiinteistöjen korjauskuluja ja se ei siten vastaa täysin Ovaron vuokraustoiminnan kassavirtaa.

# Liiketoimintamalli ja taloudellinen tilanne 2/4

## Korolliset velat

Oravalla oli korollista velkaa 31.12.2018 taseessa 99,2 MEUR:n edestä. Merkittävin osa (62 %) korollisista veloista koostui yhtiön omistamien asunto-osakeyhtiöiden osakkeisiin kohdistuvista yhtiölainoista. Nämä olivat arvoltaan 61,5 MEUR. Näiden taloyhtiöainojen 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 Ovarolla oli joulukuussa 2018 kaksi Bullet-lainaa. Ensimmäinen näistä on joulukuussa 2019 erääntyvä 8 MEUR:n laina, jonka korko on 4,5 % + Euribor. Toinen Bullet-laina on 10 MEUR:n suuruinen ja sen korko on 5,0 % + Euribor. Tämä laina erääntyy huhtikuussa 2021.

## Kovenantit

Jvk-lainan sekä emoyhtiön lainojen kovenantit on sidottu velkaantuneisuusasteeseen (LTV-%), omavaraisuusasteeseen ja lainanhoitokatteeseen. Yhtiö ei ole julkistanut kaikkia kovenanttirajoja, mutta käsityksemme mukaan Ovaron voi olla tällä hetkellä vaikea nostaa velkaantuneisuusastetta (LTV-%) merkittävästi yli 55 prosentin kovenanttiehtojen takia. Velkaantuneisuusaste oli joulukuun 2018 lopussa 55,4 % ja omavaraisuusaste oli 43,0 %.

Helmikuussa 2019 Ovaro tiedotti, keskeyttävänsä sen omien osakkeiden ostot, koska tulkinta lainaehdoista voi estää

lisähankinnat. Kyseessä oli mielestämme negatiivinen signaali yhtiön tilanteesta ja taloudellisesta liikkumavarasta. Yhtiön julkisesti saatavilla olevassa 20 MEUR:n jvk-lainan listalleottoesitteessä on ehto, jossa kielletään omien osakkeiden ostot, mikäli luototusaste LTV-% ylittää 55 % ja arvelemme tämän ehdon olevan keskeyttämisen takana.

## Uudelleenrahoitusriski

Oravalla oli sen 2018 vuosikertomuksen tietojen perusteella joulukuun 2018 lopussa 1-vuoden sisällä erääntyviä lainoja 12,2 MEUR:n edestä, 1-5-vuoden sisällä erääntyviä lainoja 50,1 MEUR:n edestä ja yli 5-vuoden päästä erääntyviä lainoja 29,7 MEUR:n edestä. Näiden yhteenlaskettu summa (noin 92 MEUR) ei vastaa yhtiön 2018 lopun korollisten velkojen määrää (99,2 MEUR), mikä selittyy myytävänä olevien asuntojen yhtiölainaosuuksilla. Ovarolla oli puolestaan joulukuun 2018 lopussa kassavaroja noin 3,6 MEUR.

Ovaro kertoo 2018 vuosikertomuksessa, että sen kassavirrallinen tulos ei ole riittävä taloyhtiölainojen rahoitusvastikkeiden maksuun, minkä takia yhtiö myy asuntoja käyttäkseen niistä saatuja varoja rahoitusvastikkeisiin. Ovaro itse arvioi, että se pystyy rahoittamaan 2019 joulukuussa erääntyvän 8 MEUR lainansa ja kertoo 2018 vuosikertomuksessaan, että sen rahoitus on turvattu seuraavalle 12 kuukaudelle.

Oman arviomme mukaan yhtiön tilanne ei ole kriittinen ja Ovaro pystyy operoimaan nykyisellä rahoitusrakenteella vuoden 2019. Viimeistään joulukuussa 2019 on edessä ensimmäisen

Bullet-lainan uudelleenrahoitus. Pidämme todennäköisenä, että tämä laina saadaan uudelleenrahoitettua, mutta paremmat rahoitusehdot vaativat todennäköisesti taakseen yhtiön kannattavuuskäänteen.

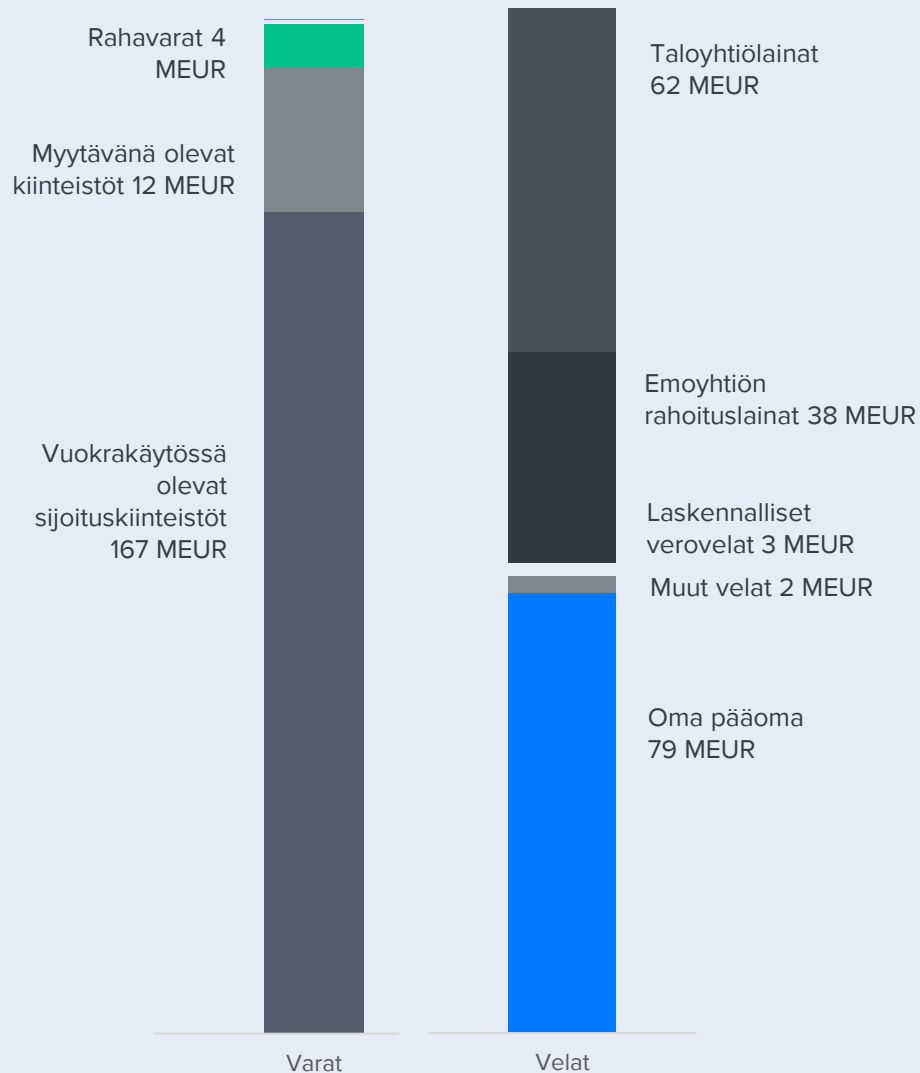
Emme pidä varsinaista kassakriisiä kovin todennäköisenä, koska yhtiön omistamat varallisuuserät (asunto-osakeyhtiöt ja tontit) ovat tarvittaessa suhteellisen hyvin likvidoitavissa ja niillä on rahoittajien näkökulmasta vakuusarvo. Ovaron koko Muu toiminta-salkku on käsityksemme mukaan tarvittaessa mahdollista käyttää lisävakuutena huomioiden kuitenkin, että tämän salkun asunnot sisältävät huomattavan määrän taloyhtiölainaa.

## Korkoriski

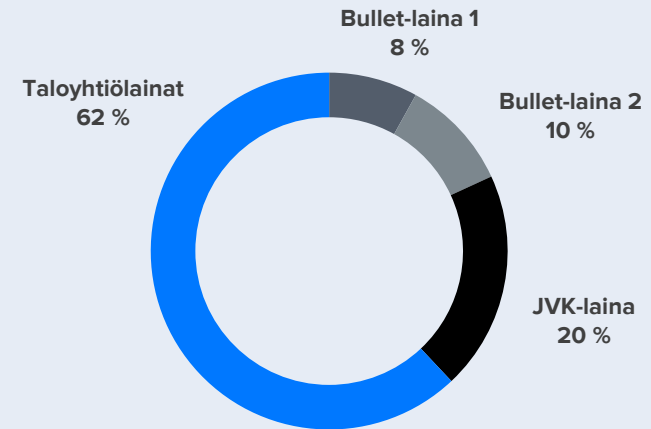
Oravan emoyhtiön lainojen suojausaste oli joulukuun lopussa 0 %. Asunto-osakeyhtiöiden yhtiölainat ovat pääsääntöisesti suojaamattomia. Yhtiö siten altistuu korkoriskille ja sen oman arvion mukaan yhden prosenttiyksikön koronnostolla olisi noin 0,99 MEUR:n heikentävä vaikutus vuotuisen tulokseen.

# Liiketoimintamalli ja taloudellinen tilanne 3/4

## Taserakenne Q3'18 (MEUR)



## Lainaportfolio Q4'18



## Lainojen maturiteetti (Q4'18 tilanne)



# Liiketoimintamalli ja taloudellinen tilanne 4/4

## Korjausvelka nostaa riskiprofilia

Ovaron tulevien ylläpitoinvestointien arvioimiseksi sijoittajien on olennaista arvioida yhtiön omistamien kiinteistöjen tulevia peruskorjaustarpeita. Aikaisemmin yhtiön strategiana oli myydä 10 % asunnoistaan vuosittain ja sen tarkoitus ei pääsääntöisesti ollut tehdä merkittäviä peruskorjauksia lainkaan. Nyt uudessa strategiassa ydintoimintojen omistukset pidetään, mutta niitä kehitetään mm. ostamalla, rakennuttamalla ja myymällä. Yhtiö pyrkii tekemään vain sellaisia korjauksia, joista on mahdollista saada tuottoa. Käytännössä kuitenkin peruskorjauksia on seuraavan 10-vuoden aikana pakko ruveta tekemään huomioiden kiinteistöjen kunto ja useat Ovaron osittain omistamat asunto-osakeyhtiöt mainitsevatkin pitkän tähtäimen suunnitelmissaan peruskorjaussuunnitelmia.

Ovaron ydintoimintojen portfoliossa on Inderesin arvion mukaan 23 eri 70-luvulla rakennettua kiinteistökohdetta, joissa on noin 50 000 neliötä vuokrattavaa pinta-alaa. Näistä neljään kohteeseen on yhtiön mukaan tehty joitain peruskorjauksia. Suurimmassa osasta näitä kohteita ei ole saatavilla kuntotietoja, mutta käsityksemme mukaan peruskorjauksia ei ole tehty. Arvioimme karkeasti, että noin 45 000 neliötä eli neliömäärän osalta noin 57 % koko ydintoimintojen salkusta tarvitsee peruskorjauksia seuraavan 10-vuoden aikana.

Tarvittavia kalliita peruskorjauksia ovat erityisesti käyttövesiputket, viemärit, julkisivut, parvekkeet, ikkunat, asuntojen märkätilat, katot ja hissit. Näiden käyttöikä vaihtelee, mutta Kiinteistöliiton tutkimuksen mukaan esimerkiksi kerrostalojen putkien ja julkisivujen käyttöikä on tyypillisesti Suomessa 40-50 vuotta. Tarkkaa kustannusta

Ovarolle näiden korjauksesta on mahdoton määrittää, koska lopullinen kustannus riippuu remonttien toteutustavasta. Perinteinen putkiremontti voi maksaa Suomessa jopa yli 1000 euroa per neliö, mutta esimerkiksi viemärien pinnoittamisella ja käyttövesien pintavedolla on mahdollista toteuttaa vastaava peruskorjaus jopa alle 400 euroa per neliö hintaan.

Olemme arvioineet Ovaron peruskorjaamattoman 45 000 neliön asuntokannan korjausvelaksi karkeasti 500-1000 euroa per neliö eli noin 23-45 MEUR. Korjausvelalla tarkoitamme määrää, joka on pakko investoida rakennuksiin, jotta ne olisivat käytön kannalta hyvässä kunnossa. Mikäli nämä toteutettaisiin tasaisesti seuraavan 10-vuoden aikana olisivat vuotuiset ylläpitoinvestoinnit 2,3-4,5 MEUR eli ne voisivat olla suurempia kuin Ovaron operatiivinen tulos ennusteissamme.

On tärkeä tiedostaa, että tämä ns. korjausvelka ja kiinteistöjen kunto on huomioitu JLL:n arvonnäilytyksessä kiinteistöjen käyvässä arvossa. Käytännössä kuitenkin kerrostalojen peruskorjaukset eivät Suomessa pääsääntöisesti heijastu täysimääräisesti kiinteistöjen käypään arvoon ja myöskään vuokratasot eivät usein ole korkeampia peruskorjausten jälkeen. Näin ollen peruskorjauksiin investoitavien pääomien tuotto voi olla hyvin heikko seuraavan 10-vuoden aikana.

## Korjausten rahoitukseen liittyy riskejä

Viime vuosina taloyhtiölainojen ehtoja on Suomessa kiristetty ja useat pankit ovat ilmoittaneet, etteivät ne myönnä lainaa kuin enintään 50 % käyvästä arvosta vanhoille taloyhtiöille. Tämän myötä Ovaron joidenkin taloyhtiöiden voi arviomme mukaan olla haastavaa itse rahoittaa niiden tarvittavia peruskorjauksia. Esimerkiksi noin 25 000 neliötä Ovaron 70-luvun

asunnoista on JLL:n julkisista lähteistä saatavilla olevassa 2017 arvonnäilytyksessä arvostettu alle 1000 euroa per neliö arvolle ja näistä lähes puolet sijaitsee vuokratontilla, mikä voi edelleen vaikeuttaa taloyhtiölainan saantia. Näiden osalta Ovaron emoyhtiö voi joutua itse rahoittamaan peruskorjauksia.

Erityisesti riski on mielestämme kolmessa vuokratontilla sijaitsevassa taloyhtiössä: Kotkan Vuorenrinne 19, Salon Ristikedonkatu 33 ja Savonlinnan Välimäentie 5-7 sekä omatonttiset Varkauden Parsius, Varkauden Onnela ja Porin Pihlavakangas. Näiden arvo on vuoden 2017 JLL:n arvonnäilytyksessä vain 390-660 euroa per neliö ja niiden peruskorjauksessa ei välttämättä ole taloudellisesti järkevää vaan edessä voi olla tulevaisuudessa jopa kiinteistöjen purkaminen. Näiden arvo oli yhteensä 8,7 MEUR viimeisessä tiedossa olevassa arvonnäilytyksessä eli ne vastasivat karkeasti 8 % ydintoimintojen portfolion Q4'18 arvosta. On tärkeä kuitenkin tiedostaa, että vaikka näiden kohteiden jäännösarvo voi olla hyvin pieni tai jopa negatiivinen, niin kohteilla on silti taloudellinen arvo, koska ne tuottavat vuokratassavirtaa. Käytännössä Ovaro todennäköisesti ns. ajaa loppuun nämä kiinteistöt tekemättä peruskorjauksia ja osa niistä voi olla myös kohtuullisia sijoituksia.

Kokonaisuutena arvioiden Ovaro ei ole akuutissa kriisissä peruskorjausten kanssa, mutta sijoittajien on tärkeä tiedostaa ne osaketta arvioidessa. Käytännössä yhtiö tuskin tulee toteuttamaan kaikissa kiinteistöissä peruskorjauksia, vaan mieluummin myy kohteita. Yhtiön johdon kommenttien perusteella yksittäisiä asuntoja voidaan myydä remonttien rahoittamiseksi ja myös kokonaisia kerrostaloja voidaan myydä ennen peruskorjauksia Ydintoiminta-salkusta.

# Ennusteet 1/8

## Vuokrausaste nousee hieman

Ennustamme Ovaron pystyvän nostamaan sen vuokrattavana olevien asuntojen taloudellisen vuokrausasteen 95 %:iin vuoden 2020 loppuun mennessä (2018: 94,7 %). Huomautamme, että tähän ennusteeseen liittyy epävarmuutta, koska Ydintoiminta-salkun neliöperusteinen vuokrausaste oli 2018 lopussa vain 83,8 %. Tämä johtui kuitenkin arviomme mukaan osittain siitä, että osa näistä asunnoista oli vanhan johdon aikana viime joulukuussa ns. myyntisalkussa eli niitä ei välttämättä edes yritetty vuokrata ja vuokraukseen ryhdyttiin vasta Q4'18 lopussa.

Ovaron hoitovastikkeiden ennustamme nousevan 1-2 % vuodessa lähivuodet ja keskimääräisten neliövuokrien nousevan yhtiön vuokrankorotusehtojen myötä myös 1-2 % vuosittain. Ennusteessamme yhtiön nettovuokratuotto-% nousee ennustamamme arvonmuutokset huomioiden 5,4 %:iin vuonna 2021 ja operatiivinen tulos noin 2,5 MEUR:oon vuoteen 2021 mennessä (2018 1,4 MEUR). Ovaron vertailukelpoiset nettovuokratuotot (Like-for-like) nousivat 2,8 % vuonna 2017 ja tämä antaa meille pientä luottamusta siitä, että yhtiön vuokria on mahdollista korottaa. Ennusteemme ovat yhtiön viimeisimmän 2019 ohjeistuksen kanssa yhteneviä.

## Liiketoiminnan kulut laskevat

Ovaron uusi hallinto koostuu palkkajohdosta aikaisemman hallinnointiyhtiön sijaan. Olemme arvioineet uuden hallinnon liiketoiminnan kulujen olevan yhteensä vuonna 2019 noin 0,8 MEUR matalammat, kuin vuonna 2017. Tämä

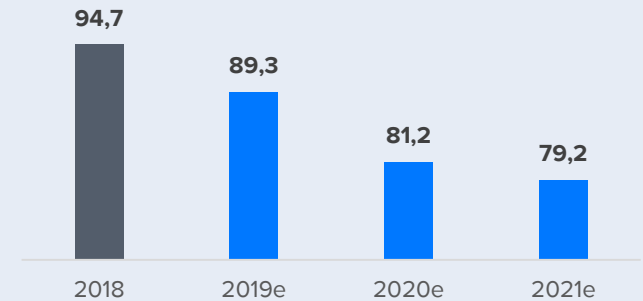
osaltaan vaatii sen, että yhtiö pystyy laskemaan kulujaan edelleen Q4'18 tasosta vuonna 2019.

Vuonna 2020 pidämme todennäköisenä, että Ovaro pystyy tuottamaan itse osan sen aikaisemmista vuokraustoiminnan palveluista, sekä edelleen tehostamaan toimintaansa. Muiden toimintojen myyntien jälkeen yhtiön taloyhtiöiden määrä laskisi 126 taloyhtiöstä (Q4'18) 56 taloyhtiöön. Tämän pitäisi toteutuessaan selvästi laskea vuokraustoiminnan kuluja. Ennustamme yhtiön pystyvän laskemaan liiketoiminnan kuluja yhteensä 1,3 MEUR:lla vuonna 2020 verrattuna vuoteen 2017. Tämän jälkeen ennustamme liiketoiminnan kulujen kasvavan 2 % vuodessa koko ennusteperiodimme ajan.

## Odotamme yhtiön jälleärahoittavan lainansa

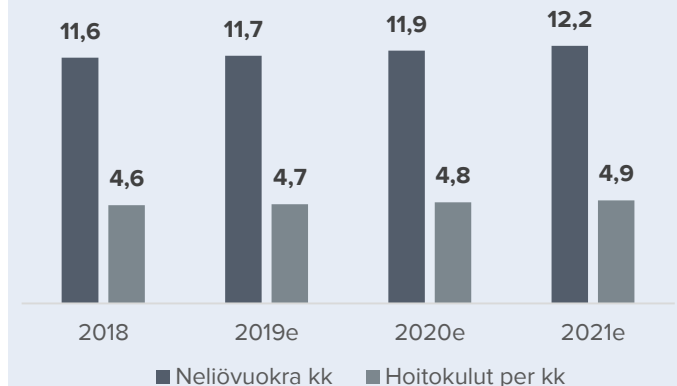
Ovarolle erääntyy lähivuosina lähes 40 MEUR:n edestä rahoituslainoja. Ennustamme yhtiön uuden johdon pystyvän jälleärahoittamaan nämä lainansa, koska Ovaron operatiivinen tulos on jo nyt noussut huomattavasti ja koska yhtiön LTV-% laskee merkittävästi mikäli huoneistomyynnit onnistuvat. Olemme myös keskustelleet suoraan Ovaron potentiaalisten rahoittajien kanssa ja näiden perusteella pidämme jälleärahoitusta mahdollisina. Ennustemallissamme Ovaron rahoituslainojen korot laskevat nykyisestä 4,25-5,0 %:n tasosta 2,5 %:iin vuonna 2021. Korostamme, että tähän jälleärahoitukseen liittyy riskejä ja sen onnistuminen nykyistä matalammalla korkotasolla on riippuvaista huoneistomyyntien onnistumisesta.

## Vuokrattavana oleva pinta-ala kauden lopussa (tuhatta neliötä)



Lähde: Inderes

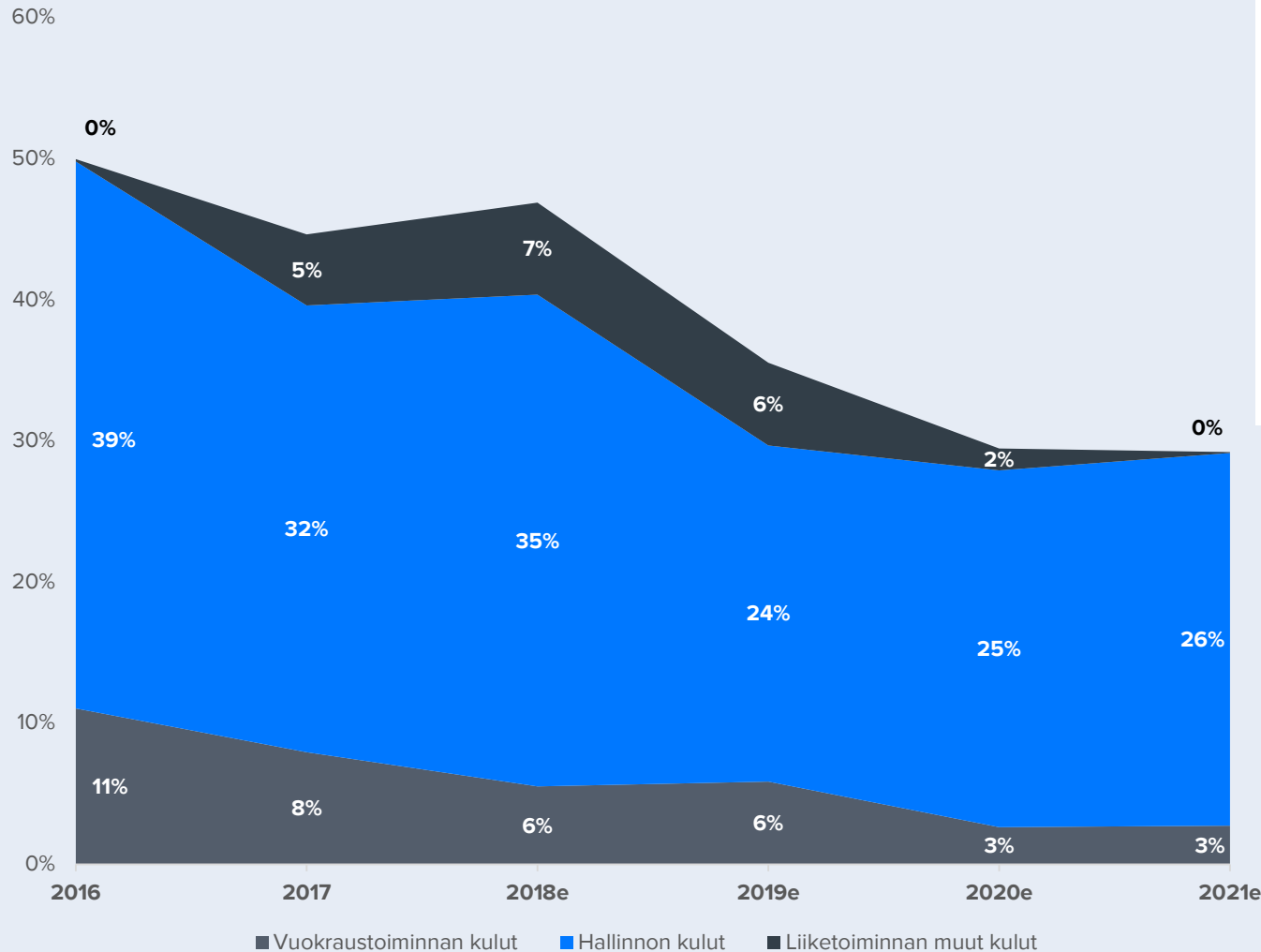
## Neliövuokra ja hoitokulut per neliö kuukaudessa



Lähde: Inderes

# Ennusteet 2/8

Ovaron liiketoiminnan kulut suhteessa nettotuottoihin-%



## Inderesin kommentti:

Ovaron kulurakenne on jo nyt saneerauksen myötä laskenut merkittävästi. Pidämme saneerauksen jälkeistä liiketoiminnan kulujen noin 30 %:n tasoa suhteessa nettotuottoihin realistisena yhtiölle. Kuluissa voi olla myös arvioimaamme enemmän laskuvaraa huomioiden verrokkiryhmän kulutaso (raportin sivu 36).



# Ennusteet 3/8

## Arvonlasku jatkuu

Ovaron omistamien asuntojen arvot laskivat vuosina 2014-2018 keskimäärin noin 1,5 % vuosittain ja hintakehitys jäi selvästi koko Suomen keskimääräisestä asuntojen hintojen vuotuisesta kehityksestä. Tämä johtui arviomme mukaan erityisesti siitä, että yhtiö omisti paljon muuttotappiopaikkakunnilla sijaitsevia asuntoja. Ennustamme tämän kehityksen jatkuvan ja Ovaron asuntojen arvon laskevan noin 1,0 % vuonna 2019 ja noin 0,5 % per vuosi vuosittain 2020-2021. Ennustamme arvonlaskun loiventuminen johtuu Muu-toiminta -salkun myynnistä ja siitä, että uuden johdon myötä yhtiö panostaa aikaisempaa enemmän kiinteistöjen ylläpitoon ja kunnossapitoon, jolloin niiden arvo ei heikkene yhtä voimakkaasti.

## Ennustamme Muu toiminta-salkun myynnin tapahtuvan vuosina 2019-2021

Ennustamme Ovaron myyvän sen Muu toiminta-salkun (Q4'18: 69,8 MEUR 39 % portfoliosta) vähitellen vuosina 2019-2021 keskimäärin 10 %:n tappiolla suhteessa Q4'18 tasearvoon. Tämän taustalla on oletus, että noin puolet kohteista myydään kiinteistövälittäjien kautta, jolloin välityspalkkio on keskimäärin 4 % ja samalla annetaan pieni alennus nykyiseen tasearvoon. Samalla puolet myydään 10-15 %:n alennuksilla sijoittajille. Näiden myyntien seurauksena Ovaro saa myynneistä noin 21,1 MEUR nettona itselleen yhtiölainojen maksun jälkeen.

Myyntien suhteen Ovaron strategia on se, että

yhtiö pitää jatkuvasti noin 50-60 asuntoa kerralla myynnissä ja loput Muu toiminta-salkusta on vuokralla. Vuokrasopimukset irtisanotaan vähitellen siten, että kerralla myynnissä ei olisi samasta taloyhtiöstä samankaltaisia asuntoja. Tällöin myös Muu toiminta-salkku tuo siis yhtiölle vuokratuloja 2019-2021 Ydintoiminnan salkun lisäksi.

Ovaro ei ole aikaisemmin päässyt huoneistomyynneissään ennustamallemme tasolle, vaikka yhtiöllä oli aikaisemmin voimassa aggressiiviset myyntitavoitteet. Yhtiön aikaisempi johto kuitenkin vältteli tappiollisia myyntejä eikä johdolla välttämättä ollut kannustinta myydä asuntoja merkittävästi. Lisäksi aikaisempi johto myi myös vanhoja Ydintoiminta- salkun asuntoja, jotka ovat paremmin sijoitusasunnoksi soveltuvia, kun nyt myytävät asunnot ovat pääsääntöisesti uudehkoja omistusasumiseen soveltuvia perheasuntoja. Nykyinen johto on viestinyt myyvänsä nämä asunnot markkinahintaan.

Tehtyjä kauppia ja hyväksytyjä tarjouksia oli tehty 1.1.2019-17.2.2019 välillä yhteensä 15 asunnosta 4,1 MEUR:n velattomaan hintaan. Myyntitahti on siis kiihtynyt vuoden 2018 tasosta (2018 myynnit 8,5 MEUR). Odotamme myyntimäärän edelleen lisääntyvän H2'19 mennessä, kun myytävien asuntojen vuokrasopimusten irtisanomisaika päättyy. Viive johtuu siitä, että Uusi johto pääsi käytännössä aloittamaan vasta 18.12.2018 ja asunnot myydään pääsääntöisesti vuokraamattomina. Vuokrasopimusten irtisanomisaika Suomessa on taas 3-6kk.

Ennustamme myyntien olevan yhteensä 20 MEUR vuonna 2019, 30 MEUR vuonna 2020 ja noin 20 MEUR vuonna 2021.

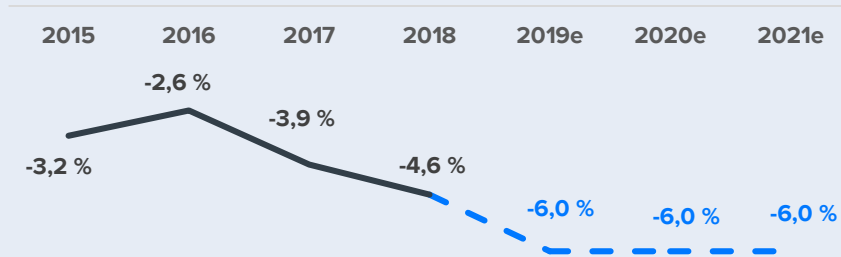
## Ylläpitoinvestoinnit ovat noin 1 MEUR vuosittain

Ennustamme yhtiön johdon kommenttien perusteella vuosittaisten korjauskulujen ja ylläpitoinvestointien olevan noin 1 MEUR vuosina 2019-2021. Taso on hieman korkeampi kuin 2018 toteutunut taso 0,8 MEUR, mutta alempi kuin vuoden 2017 taso (2,7 MEUR) ja vastaa noin 12,3 euroa per neliö vuodessa suhteessa Ydintoiminnot Q4'18-salkkuun. Tähän ennusteeseemme liittyy epävarmuutta, koska Ydintoiminnot-salkun korjausvelka vaatisi arviomme mukaan keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä suurempia peruskorjauksia. Ennustemallissamme tehdyt ylläpitoinvestoinnit heijastuvat täysimääräisinä yhtiön kiinteistöjen arvoon, mikä heijastaa sitä, että johto tekee vain välttämättömiä korjauksia, joista saadaan tuottoa.

Yllättävä putkivuoto, kattovuoto tai vastaava voisi pakottaa yhtiön tekemään arviota suurempia korjauksia. Tällöin yhtiön negatiiviset käyvät arvon muutokset olisivat todennäköisesti ennustamaamme korkeampia ja yhtiön raportoitu tulos tämän myötä ennustamaamme matalampi.

# Ennusteet 4/8

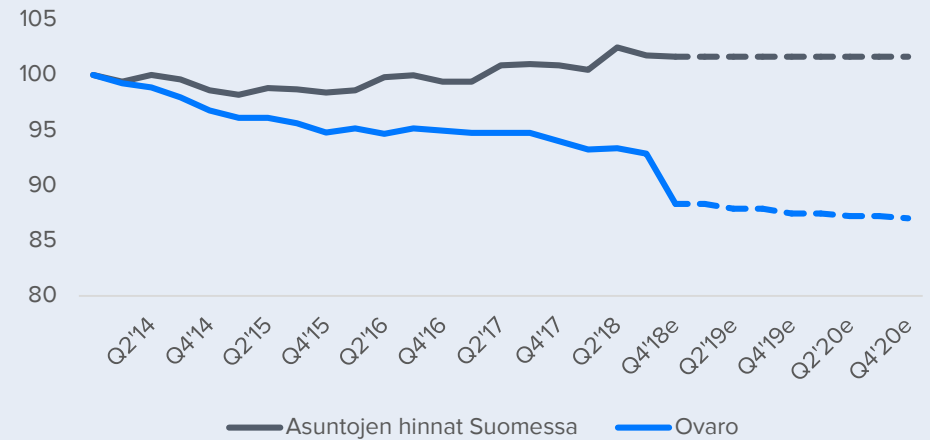
## Ovaron myyntitappiot myynneistä\*



\*Ilman myyntien välityspalkkioita suhteessa myyntiä edeltäneeseen viimeisimpään tasearvoon

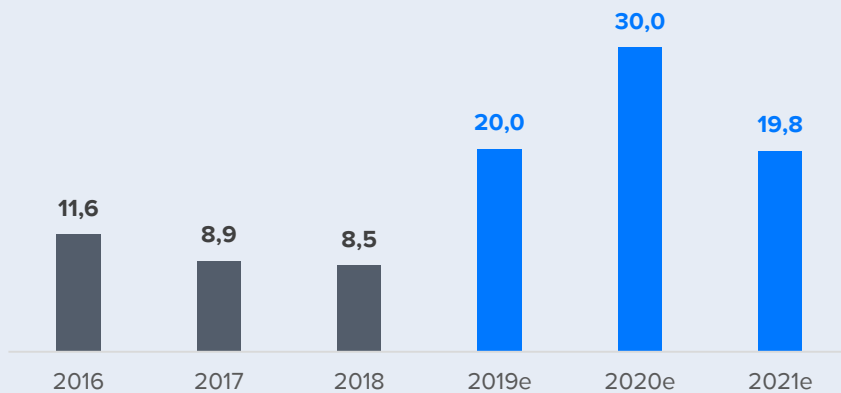
Lähde: Inderes

## Ovaron asuntoportfolion hintamuutos



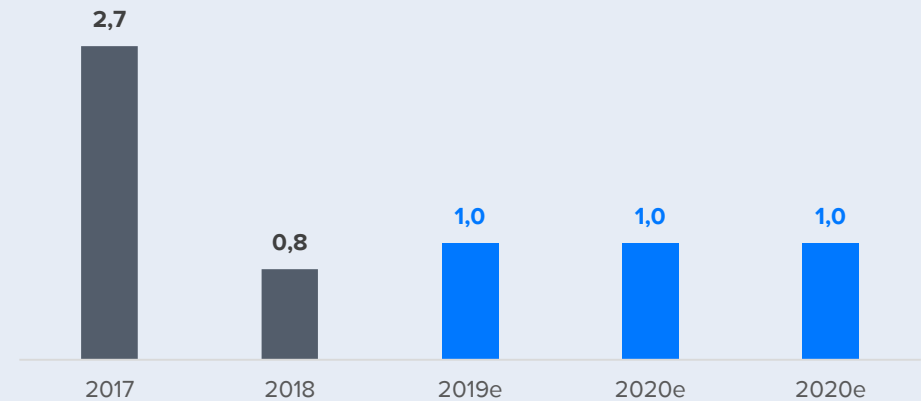
Lähde: Asuntojen historialliset tiedot Tilastokeskus. Ennusteet Inderes

## Velattomat huoneistomyynnit (MEUR)



Lähde: Inderes

## Ylläpitoinvestoinnit (MEUR)



# Ennusteet 5/8

## Odotamme edelleen huomattavia omien osakkeiden ostoja

Ovaron johto on viestinyt omien osakkeiden ostojen olevan yksi keskeinen keino luoda omistaja-arvoa yhtiössä tulevaisuudessa ja pidämme hyvin todennäköisenä, että yhtiö tulee ostamaan merkittävän määrän omia osakkeita lähivuosina. Yhtiö aloitti omien osakkeiden osto-ohjelman viime joulukuussa, mutta helmikuussa 2019 ostot jouduttiin ainakin tilapäisesti keskeyttämään. Arvioimme edelleen yhtiön käyttävän huomattavan osan Muu toiminta-salkun myynnistä saamansa varat omien osakkeiden ostamiseen ja odotamme yhtiön osakekohtaisten tunnuslukujen nousevan näiden ostojen myötä.

## Teoriassa ostot ovat hyvin kannattavia

Teoriassa omien osakkeiden ostot alle osakkeen käyvän arvon luovat omistaja-arvoa ja ostot yli käyvän arvon tuhoavat omistaja-arvoa. Kiinteistösijoitusyhtiöissä käypä arvo on usein lähellä osakekohtaista nettovarallisuutta (NAV) ja siten se on suhteellisen helposti määriteltävissä. Ovaron osakekurssi arvostetaan tällä hetkellä noin 47 % alle Q4'18 EPRA NAV:in ja teoriassa omien osakkeiden ostot tällä osakkeen arvostustasolla kasvattavat osakekohtaista NAV:ia ja siten omistaja-arvoa verotehokkaasti.

## Ostoissa on myös rajoitteita

Ovaron johto on viestinyt, että se mieluummin ostaa nykyisellä Ovaron osakkeen

arvostustasolla omia osakkeita kuin tekee uusia kiinteistöhankintoja. Käytännössä Ovarolla on kuitenkin tiettyjä rajoitteita omien osakkeiden ostoissa. Ensinnäkin, omien osakkeiden hankinnat vähentävät yhtiön omaa pääomaa ja siten yhtiön vakavaraisuus heikkenee omien osakkeiden ostojen myötä. Ovaron tavoitteena on pitää omavaraisuusaste vähintään 45 %:ssa (Q4'18: 43 %) ja yhtiön pitää käytännössä laskea velkamääräänsä ennen merkittäviä omien osakkeiden ostoja.

Toiseksi, Ovarolla ei ole tällä hetkellä voitonjakokelpoisia varoja ja yhtiö pystyy käsityksemme mukaan hyödyntämään vain oman pääoman SVOP-rahastoa (Q4'18: noin 23,2 MEUR) omien osakkeiden ostamiseen. Kolmanneksi, Ovaron osakkeen vaihtomäärä pörssissä rajoittaa omien osakkeiden ostoja. Pörssin sääntöjen mukaan omien osakkeiden hankittava määrä saa olla enintään 25 % keskimääräisestä päivittäisestä vaihtovolyymistä. Tietyin edellytyksin tämä voi kuitenkin nousta 50 %:iin. Ovaron osakkeen vaihto oli vuonna 2018 noin 12,6 MEUR (2017: 38,1 MEUR) ja tämän perusteella omia osakkeita voitaisiin ostaa karkeasti noin 6-19 MEUR:illa vuosittain olettaen, että osakkeen vaihtomäärä jatkuu näillä tasoilla.

Yhtiön johdon kommenttien perusteella odotamme, että yhtiö haluaa pitää voitonjakokelpoiset varansa positiivisena eli käytännössä SVOP-rahaston pitäisi kattaa yhtiön oman pääoman kertyneet tappiot (Q4'18: -16,6 MEUR). Tämän perusteella yhtiö pystyisi

käyttämään vain noin 6,6 MEUR omien osakkeiden ostamiseen.

## Tarkkaa vaikutusta on mahdoton ennustaa

Omien osakkeiden ostojen tarkkaa vaikutusta Ovarolle on mahdoton ennustaa etukäteen. Mikäli osakekurssi ei nousisi hankintojen myötä, saisi Ovaro ostettua osakkeita itselleen suurella NAV-alennuksella, mikä kasvattaisi omistaja-arvoa selvästi. Mikäli osakekurssi reagoisi omien osakkeiden ostojen takia ylöspäin, laskisi hankintojen NAV-alennus ja vaikutus jäisi pienemmäksi. Omien osakkeiden osto tulkitaan yleisesti osakemarkkinoilla johdon signaalina, jonka mukaan osakekurssi on aliarvostettu. Merkittävien omien osakkeiden oston aloittamisen tiedottamisella voisi siten olla ainakin lievä välitön positiivinen vaikutus Ovaron kurssiin.

## Odotamme yhtiön jatkavan omien osakkeiden ostoja vuonna 2019

Helmikuussa 2019 Ovaro tiedotti, keskeyttävänsä sen omien osakkeiden ostot, koska tulkinta lainaehdoista voi estää lisähankinnat. Keskeytys johtui käsityksemme mukaan LTV-% -voitonjakokovenantin rikkoutumisesta ja odotamme yhtiön jatkavan omien osakkeiden ostoja heti kun Muu toiminta-salkun asuntoja on saatu myytyä niin paljon, että LTV-% laskee alle kovenanttirajan (55 %).

# Ennusteet 6/8

## Ennustamme Ovaron ostavan huomattavan määrän omia osakkeita

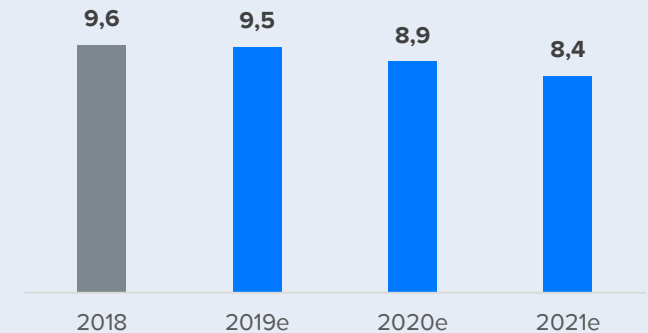
Ennustamme Ovaron käyttävän merkittävän osan Muu toiminta-salkun myynnistä saamansa varat omien osakkeiden ostamiseen ja yhtiön ostavan yhteensä noin 6 MEUR:n edestä omia osakkeita vuosina 2019-2021 keskimäärin 5,0 euron osakekohtaiseen hintaan transaktiokulut huomioiden. Pidämme tätä ostotahtia mahdollisena osakkeen viime vuosien vaihtomäärä huomioiden. Näiden ostojen myötä Ovaron osakekohtainen EPRA NAV asettuu ennustamamme Ovaron kiinteistöjen arvonkehitys huomioiden noin 8,6 euroon vuoden 2021 loppuun mennessä (Q4'18: 8,55 euroa). Omien osakkeiden ostojen myötä Ovaron osakemäärä laskee ennusteissamme noin 8,4 miljoonaan osakkeeseen vuoden 2021 loppuun mennessä (2018 lopussa 9,6 miljoonaa osaketta).

Huomautamme, että Muu toiminta-salkun onnistunut myynti ja myös yhtiön rahoituslainojen uudelleenneuvottelu ovat edellytyksiä näiden omien osakkeiden ostojen onnistumiselle. Mikäli yhtiö ei onnistu näissä, ei omien osakkeiden ostaminen ole yhtiölle todennäköisesti mahdollista tässä mittakaavassa. Omien osakkeiden ostaminen ennustamassamme mittakaavassa vaatii myös yhtiökokouksen valtuutuksen. Edelleen, mikäli Ovaro saisi ostettua omia osakkeita 5,0 euron sijaan 6,0 euron hintaan laskisi 2021 lopun NAV-ennusteemme 8,4 euroon per osake ja vaikutus myös muihin osakekohtaisiin lukuihin

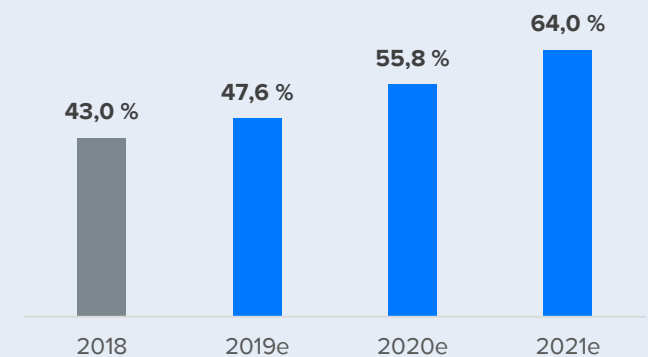
olisi ennustamaamme pienempi.

Omien osakkeiden ostojen vaikutus sisältyy seuraavalla sivulla oleviin uusiin ennusteisiimme.

## Ovaron ulkona olevien osakkeiden määrä (miljoonaa kpl)



## Ovaron omavaraisuusaste-%



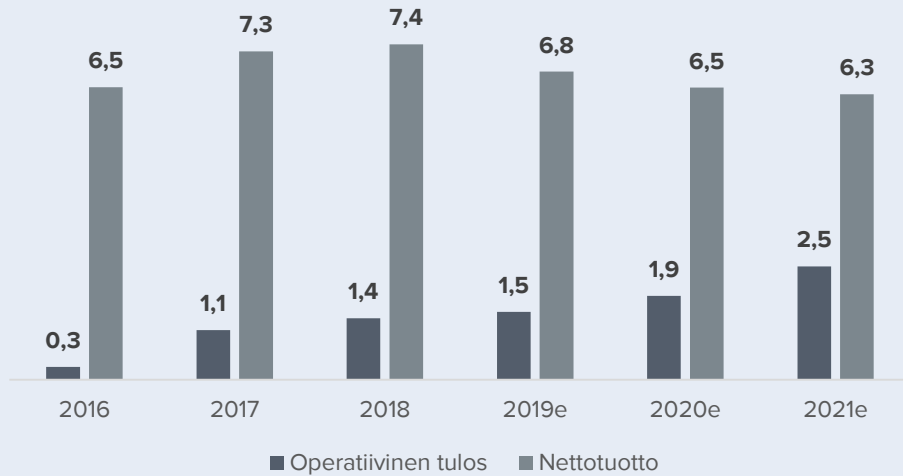
Lähde: Inderes

# Ennusteet 7/8

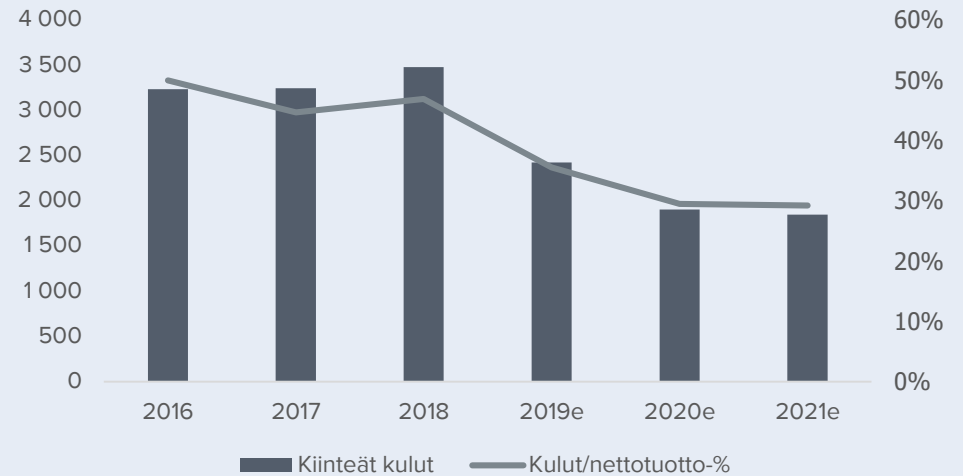
Oletukset	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19e	Q2'19e	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e
Vuokrakäytössä oleva pinta-ala	97 858	97 559	97 310	96 140	94 746	94 746	93 395	92 044	90 693	89 342	89 342	81 235	79 222
Myynnissä oleva pinta-ala	6 780	6 093	6 093	6 093	3 337	3 337	4 500	4 500	4 500	4 500	4 500	4 500	0
Vuokrausaste-% (vuokrakäytössä oleva)	94,3 %	94,8 %	95,0 %	95,0 %	94,7 %	94,7 %	94,7 %	94,7 %	94,7 %	94,7 %	94,7 %	95,0 %	95,0 %
Neliövuokrien kasvu-%	3,7 %	2,2 %	-0,6 %	-2,8 %	-3,8 %	-1,3 %	-3,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	0,7 %	2,0 %	2,0 %
Hoitokulujen per neliö kasvu-%	0,4 %	-3,7 %	1,8 %	3,9 %	-30,9 %	-7,8 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	2,0 %	2,0 %
Vero-%	-	-	-	-	-	-	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %
Pinta-ala yht.	104 638	103 652	103 403	102 233	98 083	98 083	97 895	96 544	95 193	93 842	93 842	85 735	79 222
Pinta-ala (k.a) kaikki	106 448	104 145	103 528	102 818	100 158	102 662	97 989	97 219	95 868	94 517	96 398	89 788	82 479
Pinta-ala (k.a) vuokrakäytössä oleva	99 805	97 709	97 435	96 725	95 443	96 828	94 070	92 719	91 368	90 017	92 044	85 288	80 229
<b>Neliövuokra kk (k.a)</b>	<b>11,8</b>	<b>11,9</b>	<b>11,8</b>	<b>11,5</b>	<b>11,4</b>	<b>11,6</b>	<b>11,5</b>	<b>12,0</b>	<b>11,7</b>	<b>11,6</b>	<b>11,7</b>	<b>11,9</b>	<b>12,2</b>
<b>Hoitokulut per neliö kk (k.a)</b>	<b>-5,0</b>	<b>-5,5</b>	<b>-4,7</b>	<b>-4,7</b>	<b>-3,6</b>	<b>-4,6</b>	<b>-5,5</b>	<b>-4,8</b>	<b>-4,8</b>	<b>-3,7</b>	<b>-4,7</b>	<b>-4,8</b>	<b>-4,9</b>
Ennusteet	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19e	Q2'19e	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e
<b>Bruttovuokratuotot</b>	<b>13 294</b>	<b>3 294</b>	<b>3 270</b>	<b>3 167</b>	<b>3 082</b>	<b>12 813</b>	<b>3 073</b>	<b>3 164</b>	<b>3 042</b>	<b>2 965</b>	<b>12 244</b>	<b>11 609</b>	<b>11 138</b>
Hoitokulut	-6 028	-1 608	-1 379	-1 365	-1 043	-5 395	-1 629	-1 390	-1 366	-1 043	-5 428	-5 148	-4 823
<b>Nettotuotto</b>	<b>7 266</b>	<b>1 686</b>	<b>1 891</b>	<b>1 802</b>	<b>2 039</b>	<b>7 417</b>	<b>1 444</b>	<b>1 774</b>	<b>1 675</b>	<b>1 922</b>	<b>6 816</b>	<b>6 461</b>	<b>6 315</b>
Vuokraustoiminnan kulut	-578	-86	-104	-125	-95	-410	-100	-100	-100	-100	-400	-170	-173
Hallituksen palkkiot ja muut palkkiot	-130	-24	-28	-23	-30	-105	-25	-25	-25	-25	-100	-100	-102
Hallinnointipalkkio/uudet hallinnon kulut	-1 267	-305	-301	-297	-474	-1 377	-193	-193	-193	-193	-772	-780	-796
Hallinnon muut kulut	-904	-316	-162	-141	-485	-1 104	-188	-188	-188	-188	-752	-755	-770
Muut liiketoiminnan kulut	-366	-10	-5	-221	-247	-483	-100	-100	-100	-100	-400	-100	-5
<b>Yht. liiketoiminnan kulut</b>	<b>-3 245</b>	<b>-741</b>	<b>-600</b>	<b>-807</b>	<b>-1 331</b>	<b>-3 479</b>	<b>-606</b>	<b>-606</b>	<b>-606</b>	<b>-606</b>	<b>-2 424</b>	<b>-1 905</b>	<b>-1 846</b>
Käyvän arvon muutokset	-3 794	-1 999	-248	-1 146	-9 485	-12 878	-519	-1 376	-519	-1 322	-3 736	-3 827	-2 640
Liikevoitto	228	-1 053	1 045	-150	-8 778	-8 938	319	-208	550	-6	655	729	1 829
Korkokulut	-2 924	-688	-727	-664	-506	-2 585	-643	-634	-625	-615	-2 517	-2 241	-1 339
Tulos ennen veroja	-2 696	-1 741	318	-814	-9 284	-11 521	-324	-841	-74	-622	-1 861	-1 512	490
Verot	-64	-12	-13	-4 251	1 115	-3 161	65	168	15	124	372	302	-98
Tilikauden voitto	-2 761	-1 574	305	-5 065	-8 169	-14 685	-259	-673	-59	-497	-1 489	-1 209	392
<b>Operatiivinen tulos</b>	<b>1 097</b>	<b>257</b>	<b>566</b>	<b>331</b>	<b>200</b>	<b>1 354</b>	<b>156</b>	<b>428</b>	<b>356</b>	<b>560</b>	<b>1 500</b>	<b>1 852</b>	<b>2 504</b>
<b>EPS</b>	<b>-0,29</b>	<b>-0,18</b>	<b>0,03</b>	<b>-0,50</b>	<b>-0,85</b>	<b>-1,53</b>	<b>-0,03</b>	<b>-0,07</b>	<b>-0,01</b>	<b>-0,05</b>	<b>-0,16</b>	<b>-0,13</b>	<b>0,05</b>
<b>Operatiivinen EPS</b>	<b>0,11</b>	<b>0,03</b>	<b>0,06</b>	<b>0,03</b>	<b>0,02</b>	<b>0,14</b>	<b>0,02</b>	<b>0,04</b>	<b>0,04</b>	<b>0,06</b>	<b>0,16</b>	<b>0,20</b>	<b>0,29</b>
<b>EPRA NAVPS</b>	<b>9,73</b>	<b>9,55</b>	<b>9,59</b>	<b>9,48</b>	<b>8,55</b>	<b>8,55</b>	<b>8,53</b>	<b>8,46</b>	<b>8,46</b>	<b>8,42</b>	<b>8,42</b>	<b>8,31</b>	<b>8,58</b>
<b>Nettovuokratuotto-% (koko portfolio)</b>	<b>3,5 %</b>					<b>3,9 %</b>					<b>4,1 %</b>	<b>4,5 %</b>	<b>5,4 %</b>

# Ennusteet 8/8

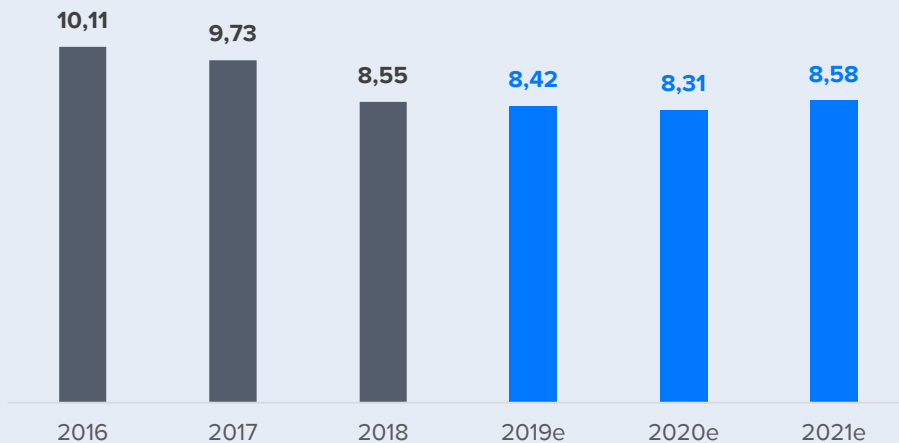
## Nettotuotto ja EPRA tulos (MEUR)



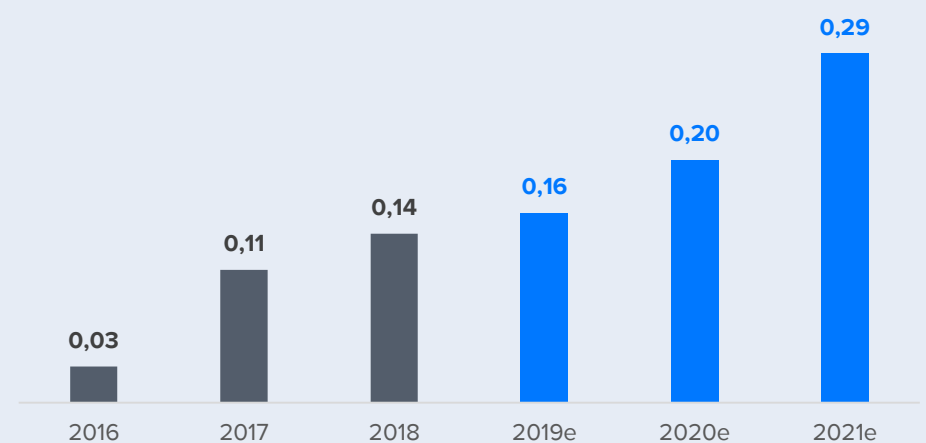
## Liiketoiminnan kulut/nettotuotto-%



## EPRA NAV per osake



## EPRA EPS



# Arvonmääritys 1/5

## Yhteenveto arvostuksesta

Ovaro on tällä hetkellä saneerauksessa ja sen tuottotaso on alle potentiaalisen tason, mikä vaikeuttaa osakkeen arvon määrittämistä. Eri arvonmääritysmenetelmiä soveltamalla Ovaron osakkeen arvo vaihtelee 2,5-7,3 euron välillä. Korkea haarukka heijastaa mielestämme yhtiön saneeraukseen liittyvää epävarmuutta. Inderesin näkemyksen mukaan Ovaron käypä arvo on nykyistä osakekurssitasoa korkeampi, mutta tämä arvo ei todennäköisesti pääse täysimääräisesti toteutumaan lyhyellä aikavälillä saneeraukseen liittyvien epävarmuustekijöiden ja saneerauksesta aiheutuvien kulujen takia.

Arvostuksen korjaantuminen verrokkiryhmän tasolle vaatisi arviomme mukaan a) tuottotason nousua lähelle verrokkiyhtiöitä b) riskiprofiilin laskua c) uskottavia kasvunäkymiä ja kasvuedellytyksiä.

## Arvostukseen vaikuttavia tekijöitä

Ovaron arvostukseen positiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat:

- Parantunut kannattavuus ja selvästi positiiviseksi noussut liiketoiminnan rahavirta
- Uskottava johto ja omistaja-arvon kasvua korostava ”normistrategia”
- Skaalautuva kulurakenne ja kuluissa selvää säästöpotentiaalia
- Mahdollisuus omistaja-arvoa kasvattaviin omien osakkeiden ostoihin

Vastaavasti arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat:

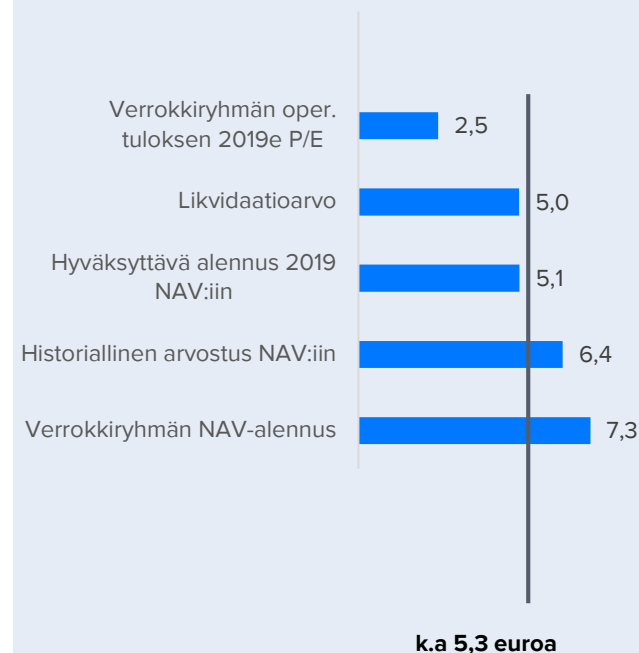
- Saneerauksen jälkeen yhtiöön jäävä kiinteistöportfolio sisältää huomattavan määrän korjausvelkaa ja sen arvonkehitysnäkymät ovat mielestämme heikot kohteiden sijainnit huomioiden
- Muu toiminta -salkun myynteihin ja rahoituslainojen uudelleenneuvotteluun liittyvä epävarmuus
- Riippuvuus asuntomarkkinoista ja yleistaloudellisesta suhdanteesta, koska nämä voisivat hankaloittaa merkittävästi myyntejä ja heikentää rahoituksen saatavuutta
- Helmikuun 2019 ilmoitus omien osakkeiden keskeyttämisestä, mikä oli mielestämme selkeä negatiivinen signaali yhtiön taloudellisesta tilanteesta

## Suositus ja tavoitehinta

Toistamme Ovaron aikaisemman 5,0 euron tavoitehintamme ja nostamme suosituksemme tasolle lisää (aik. vähennä). Odotamme Ovaron käynnissä olevan saneerauksen onnistuvan ja osakkeen arvostustason vähitellen nousevan yhtiön huoneistomyyntien edetessä, omien osakkeiden ostojen jatkuessa ja yhtiön riskiprofiilin laskeutumisessa. Osake arvostetaan tällä hetkellä alle sen arvioimamme likvidointiarvon ja mielestämme likvidointiarvo asettaa tällä hetkellä lattia osakkeen hyväksyttävälle arvostustasolle.

Korostamme, että yhtiön nykyiseen saneeraus tulee arviomme mukaan kestämaan läpi vuodet 2019-2021 eli sijoittajilta vaaditaan kärsivällisyyttä. Saneeraukseen liittyy myös riskejä ja osakkeessa voi olla myös laskuvaraa mikäli esimerkiksi yhtiön rahoituslainojen uudelleenneuvottelu ja huoneistomyynnit eivät onnistu.

## Arvonmääritys yhteenveto



# Arvonmääritys 2/5

## Likvidointiarvo

Olemme arvioineet Ovaron likvidointiarvoksi noin 48 MEUR eli noin 5,0 euroa per osake. Tähän arvioon vaikuttavat useat eri tekijät siksi arvioon sisältyy myös epävarmuutta. Herkkyysanalyysiemme perusteella likvidointiarvo vaihtelee eri oletuksilla 3,8-6,3 euron välillä. Tämä arvioimamme likvidaatioarvo olisi näkemyksemme mukaan mahdollista saavuttaa seuraavan 12-kuukauden aikana. Keskeisin aikaa vievä asia olisi todennäköisesti Muu toiminta-salkun myynti.

Korostamme, että arvioimamme likvidaatioarvo ei ole sama asia kuin näkemyksemme Ovaron osakkeen käyvistä arvosta. Likvidaatioarvo ei anna mitään arvoa esimerkiksi yhtiön mahdollisille tuleville omien osakkeiden ostoille tai muille strategisille toimenpiteille, joilla yhtiön johdon on mahdollista kasvattaa omistaja-arvoa. Likvidointi ei ole arviomme mukaan kovin todennäköistä lyhyellä aikavälillä, sillä yhtiön johto on viestinyt, että se tavoittelee Ovaron saneerausta likvidoinnin sijaan. Nämä tekijät huomioidenkin likvidointiarvo muodostaa mielestämme tällä hetkellä lattian Ovaron hyväksyttävälle arvostustasolle.

## Keskeisin muuttuja Ydintoiminnan nettotuotto-%

Perustamme likvidaatioarviomme yhtiön 2018 lopun nettovelkaan, Muu toiminta-salkun myynnistä arviomaamme saataviin varoihin sekä siihen arvioon, mihin nettovuokratuotto-%:iin sijoittaja voisi ostaa Ovaron Ydintoiminta-salkun. Arviot ovat seuraavat:

Odotamme yhtiön pystyvän myymään **Muu**

**toiminta** -salkun kokonaisuutena 10 %:in tappiolla Q4'18 tasearvoonsa sisältäen myyntien transaktiokulut. Tämä on mielestämme realistinen arvio huomioiden yhtiön viime vuosien myyntitappiotasot ja välistyspalkkiot. Näin ollen myynneistä saadaan 62,6 MEUR velattomat kauppahinnat huomioiden kulut. Myyntitappio-%:n vaihdeltaessa 6-14 %:n välillä vaihtelee Ovaron likvidaatioarvo mallissamme 4,8-5,4 euron välillä.

Likvidointiarvosta vähennetään Q4'18 **nettovelka**, joka sisältää kaikki aineelliset varat paitsi kiinteistöt sekä kaikki velat paitsi laskennalliset verovelat. Laskennallinen verovelka ei tässä skenaariossa pääsee realisoitumaan, koska kiinteistöt myydään alle niiden alkuperäisen hankintahinnan ja laskennallinen verovelka (Q4'18: 3,1 MEUR) ei siten realisoitu.

**Ydintoiminta** -salkun arvioimamme arvo perustuu arviomme, että tämä salkku yltyä noin 6,0 MEUR:n odotettuun vuotuisen nettovuokratuottotasoon seuraavan 12-kuukauden aikana, kun sen vuokrausaste on saatu nostettua 92 %:iin. Tähän arvioon sisältyy epävarmuutta, mutta pidämme tätä tasoa tällä hetkellä mahdollisena. Olemme tämän jälkeen seuraavalla sivulla olevassa taulukossa esittäneet, mikä tämän salkun arvo olisi, jos se ostettaisiin 6,5-8,5 %:n nettovuokratuotto-vaatimuksella. Tässä haarukassa Ovaron arvo olisi 4,1-6,3 euroa. Pidämme tämän salkun sijainnit ja kunto huomioiden 7,5 %:in tasoa mahdollisena saavuttaa ja tällä oletuksella likvidaatioarvo on 5,0 euroa per osake.

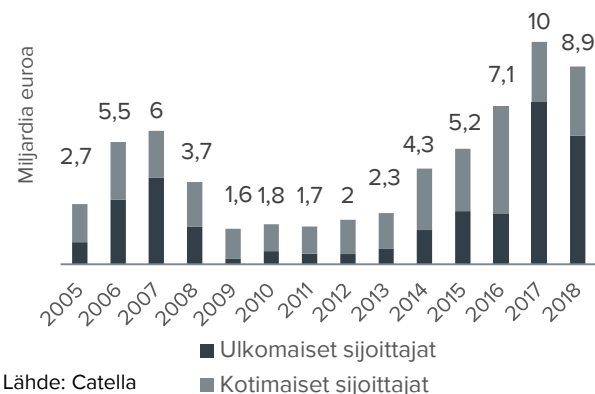
Olemme myös arvioineet herkkyysanalyysissä, miten likvidaatioarvo muuttuisi, jos Ovaron

Ydintoiminta-salkun neliövuokraoletusta ja vuokrausastetta muutettaisiin arvioimastamme tasosta.

## Ulkomaiset sijoittajat ovat erittäin aktiivisia Suomessa

Tällä hetkellä Suomen kiinteistökaupamarkkina käy kuumana ja ulkomaisten sijoittajien kiinnostus Suomea ja asuntosijoituksia kohtaan on suurta. Suomessa onkin viime aikoina nähty suuria asuntoportfoliokauppoja. Esimerkiksi viime vuonna Kojamo myi lähes 1600 asunnosta koostuvan portfolion Morgan Stanleyn rahastolle. Prime-asunnoissa nettovuokratuotto-% on KTI:n mukaan tällä hetkellä alle 3,7 %, mutta laadultaan ja sijainniltaan heikoimmissa kohteissa selvästi tätä suurempi. Ovaron pääomistaja IH myi alkuvuonna 2019 kaksi vanhaa kerrostaloa arviomme mukaan alle 6 %:n nettovuokratuotolla ulkomaiselle sijoittajalle ja tämä antaa meille luottamusta siitä, että Ydintoiminta-salkun 7,5 %:n nettovuokratuotolla myynti on Ovarolle mahdollista tämän salkun huomattava korjausvelka huomioidenkin.

## Kiinteistötransaktiot Suomessa





# Arvonmääritys 3/5

## Likvidointiarvo -herkkyysanalyysi nettotuotto-%

Ydintoiminta nettotuotto-% myynti	8,5 %	8,0 %	<b>7,5 %</b>	7,0 %	6,5 %
Ydintoiminta arvo (MEUR)	70,2	74,5	<b>79,5</b>	85,2	91,7
Muu-toiminta (MEUR)	62,6	62,6	<b>62,6</b>	62,6	62,6
Nettovelka* (MEUR)	93,8	93,8	<b>93,8</b>	93,8	93,8
Yhtiön arvo (MEUR)	38,9	43,3	<b>48,3</b>	54,0	60,5
Osakkeen arvo (euroa)	4,1	4,5	<b>5,0</b>	5,6	6,3

\*Kaikki velat paitsi verovelka

## Likvidointiarvo -herkkyysanalyysi myyntitappio

Muu-toiminta myyntitappio-%	6 %	8 %	<b>10 %</b>	12 %	14 %
Muu-toiminta (MEUR)	65,6	64,2	<b>62,6</b>	61,4	60,0
Ydintoiminta arvo (MEUR)	79,5	79,5	<b>79,5</b>	79,5	79,5
Nettovelka* (MEUR)	93,8	93,8	<b>93,8</b>	93,8	93,8
Yhtiön arvo (MEUR)	51,3	49,9	<b>48,3</b>	47,2	45,8
Osakkeen arvo (euroa)	5,4	5,2	<b>5,0</b>	4,9	4,8

\*Kaikki velat paitsi verovelka

## Likvidointiarvo -herkkyysanalyysi vuokrausaste-%

Ydintoiminta vuokrausaste-%	86 %	89 %	<b>92 %</b>	95 %	98 %
Ydintoiminta nettotuotto (MEUR)	5,3	5,6	<b>6,0</b>	6,3	6,7
Ydintoiminta arvo (MEUR)	70,1	74,8	<b>79,5</b>	84,2	83,3
Muu-toiminta (MEUR)	62,6	62,6	<b>62,6</b>	62,6	62,6
Nettovelka* (MEUR)	93,8	93,8	<b>93,8</b>	93,8	93,8
Yhtiön arvo (MEUR)	38,9	43,6	<b>48,3</b>	53,0	52,1
Osakkeen arvo (euroa)	4,1	4,6	<b>5,0</b>	5,5	5,4

\*Kaikki velat paitsi verovelka

## Likvidointiarvo -herkkyysanalyysi neliövuokra kk

Ydintoiminta neliövuokra kk	11,2	11,7	<b>12,2</b>	12,7	13,2
Ydintoiminta nettotuotto (MEUR)	5,1	5,5	<b>6,0</b>	6,4	6,8
Ydintoiminta arvo (MEUR)	67,7	73,6	<b>79,5</b>	85,4	91,3
Muu-toiminta (MEUR)	62,6	62,6	<b>62,6</b>	62,6	62,6
Nettovelka* (MEUR)	93,8	93,8	<b>93,8</b>	93,8	93,8
Yhtiön arvo (MEUR)	36,5	42,4	<b>48,3</b>	54,2	60,1
Osakkeen arvo (euroa)	3,8	4,4	<b>5,0</b>	5,7	6,3

\*Kaikki velat paitsi verovelka

# Arvonmääritys 4/5

## Nettovarallisuus NAV

NAV eli nettovarallisuus per osake lasketaan kiinteistöyhtiölle karkeasti vähentämällä kiinteistöportfolion käyvästä arvosta velat. Osakekohtainen NAV on siis yhden osakkeen teoreettinen käypä arvo. EPRA NAV:iissa tähän arvoon on oikaistu mm. laskennalliset verovelat, minkä taustalla on oletus etteivät nämä verovelat realisoidu osakkeenomistajille.

Usein 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.

## Arvostus suhteessa NAV:iin

Ovaron osakkeen historiallinen arvostustaso suhteessa viimeisimpään raportoituun EPRA nettovarallisuuteen on vaihdellut pörssissä 59 %:in alennuksen ja 32 %:n preemion välillä. Historiallinen keskimääräinen arvostustaso on ollut 25 % alle NAV:in. Maaliskuussa 2019 arvostustaso oli 47 % alle NAV:in ja siten se oli selvästi alle osakkeen historiallisen tason. Yhtiön tulevaan nettovarallisuuteen liittyy arviomme mukaan kuitenkin epävarmuutta erityisesti koska yhtiö on myymässä 39 % kiinteistöportfoliostaan pois ja näiden myyntien jälkeinen NAV ei ole vielä tiedossa. Pelkästään historiallisen NAV-alennuksen perusteella osakkeen käypä arvo olisi

kuitenkin tällä hetkellä noin 6,4 euroa per osake.

## Hyväksyttävä NAV-alennus

NAV-pohjaiseen arvostustasoon pörssissä vaikuttaa teoriassa osakkeen odotettu tuotto sekä sijoittajien asettama tuottovaatimus osakkeelle. Ovarossa osakekohtainen NAV:in kasvu on omien osakkeiden ostoista huolimatta ennusteissamme nollassa vuosina 2019-2021, pääasiassa koska ennustamme Ovaron kiinteistöjen arvojen jatkavan laskuaan. Vastaavasti odotamme kuitenkin osakkeen riskiprofiilin laskevan, kun Muu toiminta-salkun asuntoja myydään ja yhtiön velkaantuneisuus tämän myötä laskee ja kassavirta nousee. Pidämme myös todennäköisenä, että yhtiö saa rahoituslainansa uudelleen neuvoteltua, mikä toteutuessaan huomattavasti laskisi yhtiön riskiprofiilia ja oikeuttaisi korkeamman arvostustason.

Mikäli Ovaron vuotuinen kokonaistuotto nousisi yhtiön tavoittelemalle 10 %:n tasolle, voisi tasepohjainen arvostus nousta arviomme mukaan noin 20 %:n NAV-alennuksen tasolle. Tämä arvio perustuu omaan subjektiiviseen näkemyksemme osakkeen 12-13 %:n tuottovaatimuksesta. Yhtiön nykyisellä liiketoimintamallilla pidämme itse Ovarolle saneerauksen jälkeistä 7-8 %:n kokonaistuototason realistisempänä ja tämä perusteella noin 40 %:n NAV-alennus olisi perusteltua. Korostamme, että emme itse tällä hetkellä ennusta tätä tuottoa yhtiölle ja myös tuottovaatimuksemme voi muuttua mikäli yhtiön riskiprofiili muuttuu. Nykyisellä hyväksyttävällä 40 %:n NAV-alennuksella ja 2019 ennusteellamme osakkeen käypä arvo oli noin 5,1 euroa per osake.

## Arvostus suhteessa EPRA NAV:iin



## Hyväksyttävä NAV-arvostustaso eri tuottovaatimuksilla ja tuottotasolla

		Osakkeen odotettu vuotuinen tuotto-%					
		5%	6%	7%	8%	9%	10%
Tuottovaatimus-%	10%	0,50x	0,60x	0,70x	0,80x	0,90x	1,00x
	11%	0,45x	0,55x	0,64x	0,73x	0,82x	0,91x
	12%	0,42x	0,50x	0,58x	0,67x	0,75x	0,83x
	13%	0,38x	0,46x	0,54x	0,62x	0,69x	0,77x
	14%	0,36x	0,43x	0,50x	0,57x	0,64x	0,71x
	15%	0,33x	0,40x	0,47x	0,53x	0,60x	0,67x

Lähde: Inderes

# Arvonmääritys 5/5

## Arvostus suhteessa verrokkeihin

Helsingin pörssin kiinteistösijoitusyhtiöt eivät ole riski/tuotto -profiililtaan täysin vertailukelpoisia keskenään mm. koska ne ovat keskittyneet hieman toisistaan poikkeaviin kiinteistötyyppeihin. Lisäksi tässä esitetyt suuret verrokkit ovat markkina-arvoltaan jopa yli 50x Ovaroa suurempia, niiden likviditeetti on tämän myötä parempi. Näiden syiden takia verrokkien riskiprofiili on jo lähtökohtaisesti matalampi. Emme mm. näiden syiden takia pohjaa Ovaron arvonnäytystämme pelkästään verrokkiryhmäanalyysiin.

Verrokkiryhmäarvonmääritys antaa mielestämme kuitenkin objektiivisen vertailukohdan Ovaron arvostukselle. Lisäksi se antaa kuvan siitä, mille tasolle Ovaron arvostustaso voisi nousta mikäli yhtiön kannattavuuskäänte onnistuu. Verrokkiryhmä oli arvostettu maaliskuussa 2019 keskimäärin noin 0,85x P/NAV-kertoimella suhteessa niiden 2018 lopun EPRA NAV:iin mikä oli merkittävästi Ovaron vastaavan tason (0,53x) yläpuolella. Vastaavasti kuitenkin näiden yhtiöiden keskimääräinen oman pääoman tuotto oli vuonna 2018 noin 11 %, kun Ovarolla tämä oli -17 %. Lisäksi Ovaro oli vuoden 2018 lopussa selvästi velkaisempi kuin tässä esitetyt verrokkit.

Ovaron kannattavuuden pitäisi arviomme mukaan nousta lähelle verrokkiryhmää ja riskiprofiilin laskea, jotta verrokkiryhmän tasoinen NAV-pohjainen arvostus olisi perusteltu. Lisäksi Ovarolla pitäisi mielestämme olla uskottavat kasvunäkymät ja edellytykset investoida kasvuun, jotta verrokkiryhmän kaltaista arvostustasoa voitaisiin soveltaa Ovaroon. Mikäli yhtiö onnistuu näissä, niin verrokkiryhmän NAV-alennuksella Ovaron arvoksi muodostuisi 7,3 euroa per osake.

Verrokkiryhmän tulosperusteinen keskimääräinen 2018 toteutuneella operatiivisella EPRA-tuloksella laskettu keskimääräinen P/E-kerroin oli noin 17x ja vuoden 2019 konsensusennusteilla ja ennusteillamme vastaava kerroin on noin 16x. Näiden kertoimien perusteella ja ennusteillamme Ovaron käypä arvo olisi noin 2,4-2,5 euroa per osake.

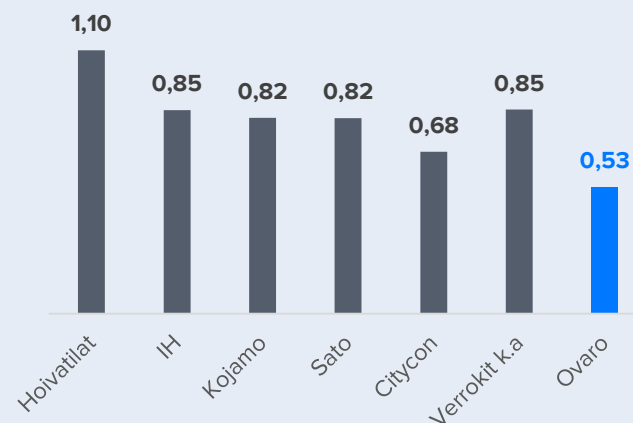
## Arvostus suhteessa Kojamoon

Ovaron suoraksi verrokkiksi soveltuisi markkina-arvon perusteella sen pääomistaja Investors House (IH). IH on kuitenkin sen rahasto- ja palveluliiketoiminnan myötä muuttunut enemmän sijoitusyhtiöksi, kuin kiinteistösijoitusyhtiöksi. Näiden lisäksi IH:lla on merkittävästi kaupallisia kiinteistöjä. IH ei mm. näiden syiden takia ole mielestämme paras verrokki Ovarolle.

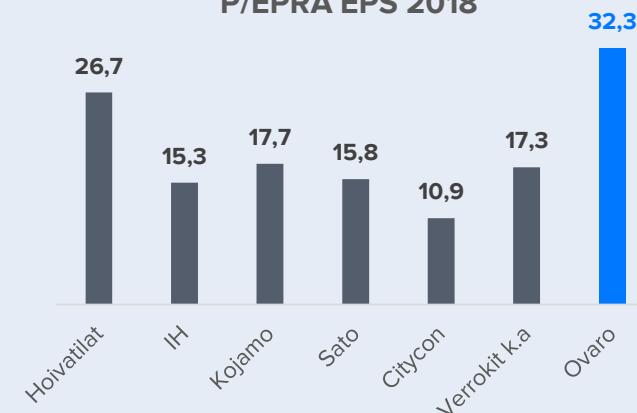
Helsingin pörssin listatuista kiinteistösijoitusyhtiöistä liiketoimintamalliltaan lähimpänä Ovaroa on näkemyksemme mukaan Kojamo. Kojamo on kuitenkin markkina-arvoltaan ja taseeltaan noin 30-50x Ovaroa suurempi. Lisäksi se on pitkään toiminut, vakiintunut ja kannattava yhtiö, jonka kiinteistöportfolio on sijainniltaan ja iältään merkittävästi Ovaroa laadukkaampi. Lisäksi Kojamon tase on merkittävästi Ovaroa vahvempi ja sen track-record on Ovaroa parempi. Ovaron arvostuskertoimia ei voi ilman selvää alennusta mielestämme soveltaa Kojamoon.

Nämä erot huomioiden Kojamon P/EPRA NAV oli maaliskuussa 2019 noin 0,82x ja operatiivisesta tuloksesta laskettu 2019e P/E-kerroin noin 18x. Näiden kertoimien ja 2019 ennusteidemme perusteella Ovaron käypä arvo olisi 7,0 euroa ja 2,8 euroa.

P/EPRA NAV 2018



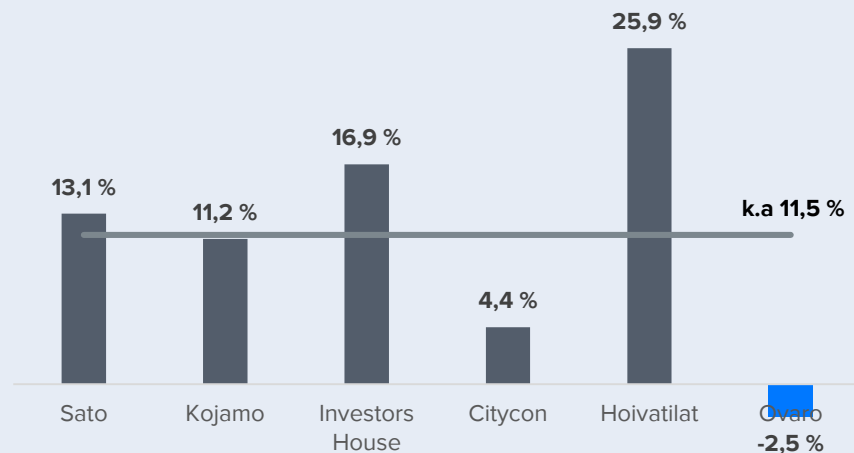
P/EPRA EPS 2018



Lähde: Inderes. Perustuu 8.3.2019 päätöskursseihin.

# Ovaro ja keskeiset verrokkit

2015-2018 k.a ROE-%

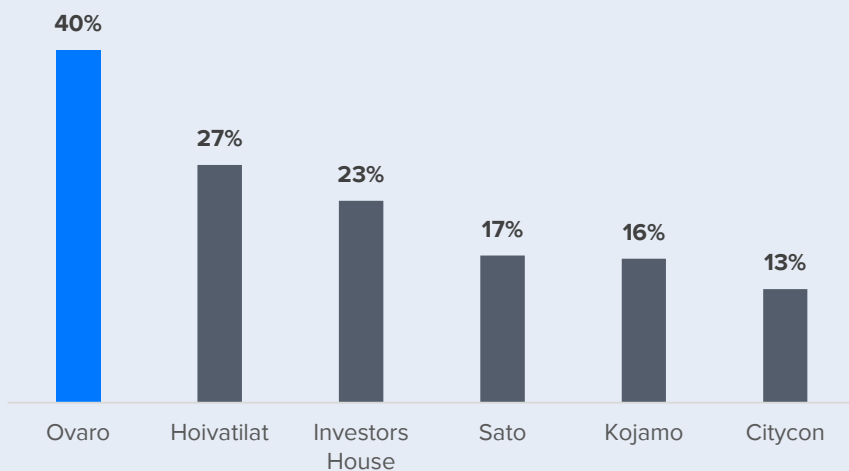


Listattujen verrokkien raportoitu oman pääoman tuotto oli keskimäärin 11,5 % vuosittain 2015-2018. Ovarolla vastaava oli -2,5 %.

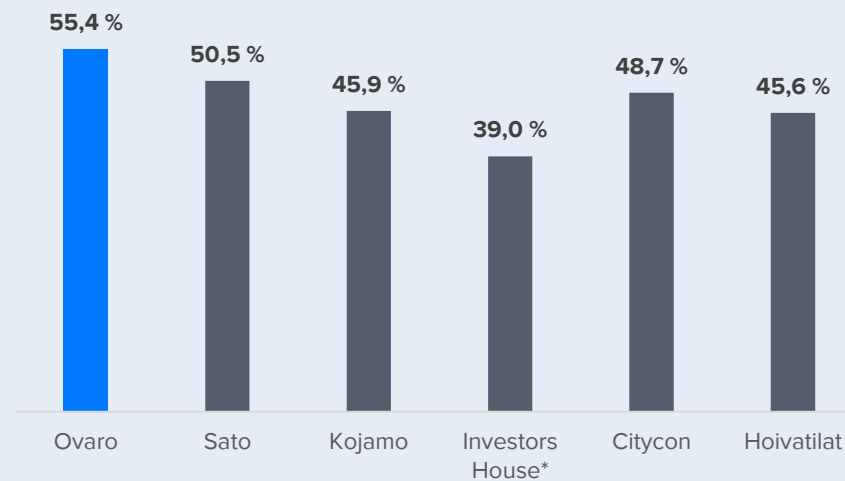
Ovaron kiinteä kulurakenne oli vuonna 2018 suhteellisesti listattuja verrokkeja korkeampi. Ero johtui arviomme mukaan mittakaavaeduista, sekä Ovaron saneerauskuiluista.

Ovaron velkaantuneisuusaste (LTV- %) noin 55,4 % oli vuoden 2018 lopussa selvästi verrokkeja korkeampi.

Kiinteät hallinnon kulut/nettotuotto\* 2018



LTV-% Q4'18



\*Tasearvolle laskettu

\*Inderesin arvio

Lähde: Inderes

# Ovaro ja keskeiset verrokkit

Yhtiö	Lyhyt kuvaus	Kiinteistöjen käypä arvo (2018 MEUR)	Nettotuotto-% (Q4'18)	Vuokrausaste-% (Q4'18)	ROE-% (2018)	LTV-% (2018)
<b>Ovaro</b>	Saneerauksessa oleva kiinteistösijoitusyhtiö	179	4,4 %	94,7 %	-17,1 %	55,4 %
Sato	Asuntosijoitusyhtiö, joka on noteerattu Privanetin kauppapaikalla	3875	5,5 %*	97,9 %	12,4 %	50,5 %
Kojamo	Suomen suurin asuntoihin sijoittava kiinteistöyhtiö	5093	5,0 %	97,0 %	10,1 %	45,9 %
Investors House	Kiinteistöalan sijoitusyhtiö	93**	5,9 %	91%***	5,0 %	39,0 %
Citycon	Pohjoismainen kauppakeskuksiin sijoittava kiinteistösijoitusyhtiö	4131	5,2 %	96,4 %	0,8 %	48,7 %
Suomen Hoivatilat	Hoivakiinteistöihin keskittynyt rakennuttaja ja vuokraaja	349	6,2 %	100 %	25,4 %	45,6 %

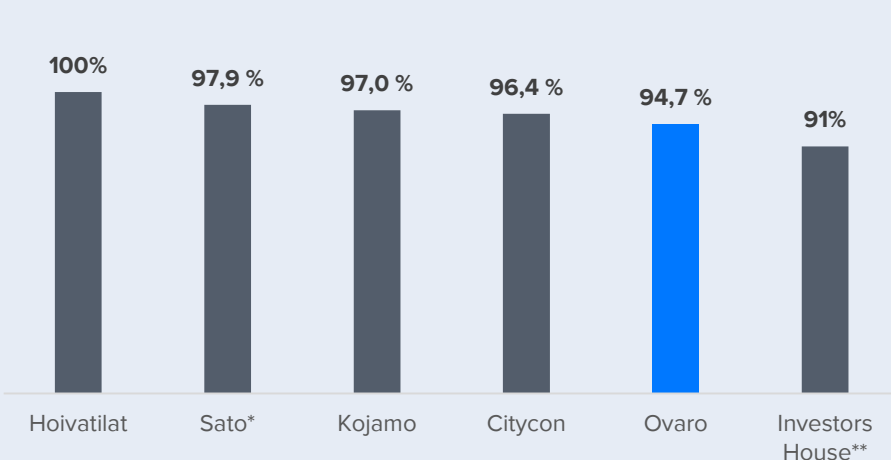
Lähde: Inderes

\*Koko vuoden 2018 nettotuotto-%

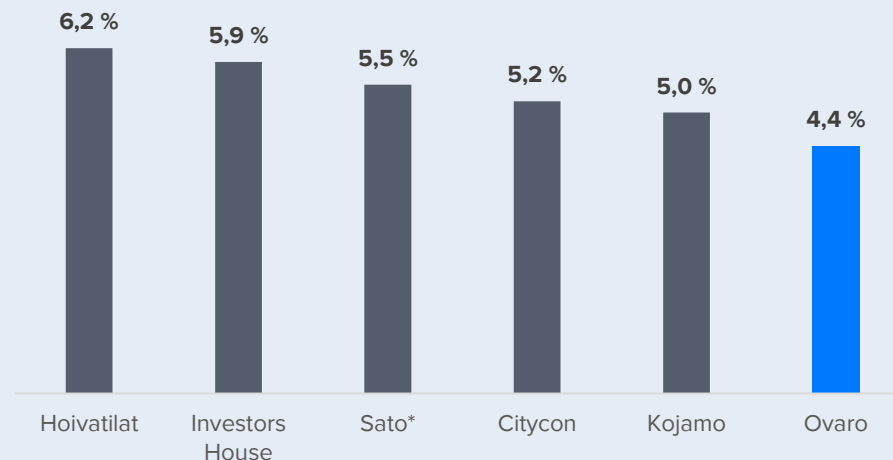
\*\*Tasearvo

\*\*\*Neliöihin perustuva vuokrausaste

## Taloudellinen vuokrausaste-% Q4'18



## Nettotuotto-% Q4'18 lopussa



\*Suomen kiinteistöjen vuokrausaste

\*\*Neliöihin perustuva vuokrausaste

\*Koko vuoden 2018 toteutunut nettotuotto-%

# Verrokkiryhmäarvonmääritys ja avainluvut

Yhtiö	P/EPRA NAV 2018	P/EPRA EPS 2018	P/EPRA EPS 2019e	2018 ROE-%	LTV-% 2018
Sato	0,82	15,8	-	12,4 %	50,5 %
Kojamo	0,82	17,7	18,0	10,1 %	45,9 %
Investors House	0,85	15,3	13,1	5,0 %	39,0 %
Citycon	0,68	10,9	11,1	0,80 %	48,7 %
Hoivatilat	1,10	26,7	21,4	25,4 %	45,6 %
k.a	0,85	17,3	15,9	10,7 %	45,9 %
Mediaani	0,82	15,8	15,6	10,1 %	45,9 %
<b>Ovaro</b>	<b>0,53</b>	<b>32,3</b>	<b>28,7</b>	<b>-17,1 %</b>	<b>55,4 %</b>
Erotus-% vrt. mediaani	-35 %	105 %	85 %	-	21 %

Lähde: Inderes ja Reuters. Tiedot kerätty 8.3.2019. Saton markkina-arvo perustuu Privanetin markkinapaikan viimeisimpään noteeraukseen.

	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Osake (euroa)	5,1	5,0	4,8	4,5	4,5	4,5
Osakkeiden määrä (miljoonaa kpl.)	9,6	9,6	9,6	9,5	8,9	8,4
Markkina-arvo (MEUR)	48,6	48,0	45,9	42,9	40,4	37,9
Kiinteistöportfolion käypä arvo (MEUR)	210,9	199,6	179,2	157,7	127,0	106,6
EPRA NAV (MEUR)	97,1	93,3	81,9	80,0	74,3	71,9
Operatiivinen tulos (MEUR)	0,28	1,10	1,35	1,50	1,85	2,50
EPRA NAVPS (euroa)	10,11	9,73	8,55	8,42	8,31	8,58
EPRA EPS (euroa)	0,03	0,11	0,14	0,16	0,20	0,29
Nettotuotto-% (k.a)	3,2 %	3,5 %	3,9 %	4,1 %	4,5 %	5,4 %
P/EPRA NAV	0,50	0,51	0,56	0,54	0,54	0,53
P/EPRA EPS	157,8	43,8	33,9	28,7	22,5	15,6
Osinko per osake	0,09	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
ROE-% (raportoitu)	1,6 %	-2,9 %	-17,1 %	-1,9 %	-1,6 %	0,5 %
LTV-%	53,0 %	53,0 %	55,4 %	50,7 %	43,2 %	34,5 %
Omavaraisuusaste-%	44,9 %	45,9 %	43,0 %	47,6 %	55,8 %	64,0 %

# Tase

Vastaavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>200</b>	<b>179</b>	<b>158</b>	<b>127</b>	<b>106</b>
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttöomaisuus	200	179	158	127	106
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>3,9</b>	<b>4,0</b>	<b>3,8</b>	<b>3,6</b>	<b>3,5</b>
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	1,3	0,4	0,4	0,3	0,3
Likvidit varat	2,7	3,6	3,4	3,3	3,1
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>204</b>	<b>183</b>	<b>161</b>	<b>130</b>	<b>110</b>

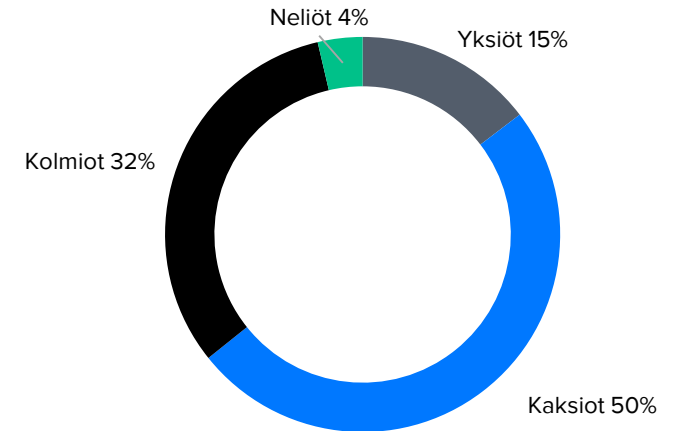
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>Oma pääoma</b>	<b>93,3</b>	<b>78,7</b>	<b>76,8</b>	<b>72,8</b>	<b>70,4</b>
Osakepääoma	72,1	72,1	72,1	72,1	72,1
Kertyneet voittovarot	-2,1	-16,6	-18,1	-19,3	-18,9
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	23,3	23,2	22,8	20,0	17,2
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>107</b>	<b>94,6</b>	<b>79,1</b>	<b>53,6</b>	<b>36,4</b>
Laskennalliset verovelat	0,0	3,1	3,2	1,5	1,5
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	106	90,8	76,0	52,1	34,9
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,8	0,7	0,0	0,0	0,0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>3,6</b>	<b>10,0</b>	<b>5,4</b>	<b>4,1</b>	<b>3,2</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	2,1	8,4	4,0	2,7	1,8
Lyhytaikaiset korottomat velat	1,5	1,5	1,4	1,4	1,3
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>204</b>	<b>183</b>	<b>161</b>	<b>130</b>	<b>110</b>

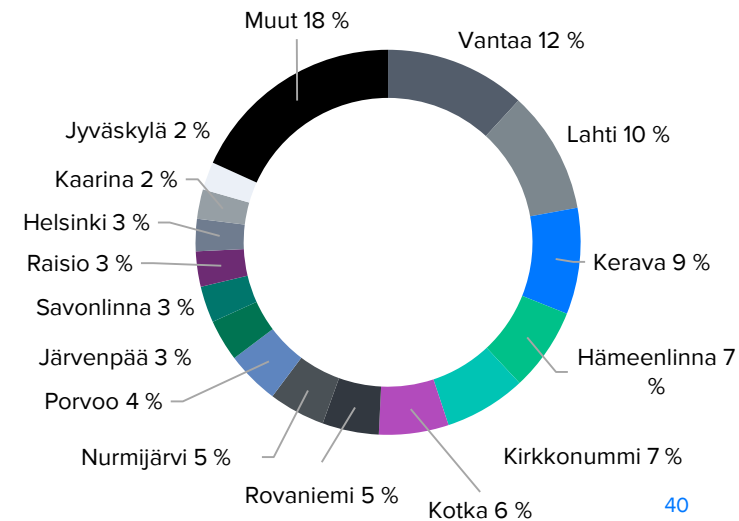
# Ydintoiminta-salkku (Inderesin arvio ja 2017 arvot)

Kohde	Paikkakunta	Rakennusvuosi	Talotyyppi	Tontti	Huoneistot	Neliöt	Arvo
As Oy Kirkkonummen Kummikallio	Kirkkonummi	1973	kerrostalo	Oma	84	5241	7 584 000
As Oy Hämeenlinnan Salmiakki	Hämeenlinna	2016	rivitalo	Vuokrattu	52	2557	6 783 000
As Oy Vantaan Maauunintie 14	Vantaa	1975	kerrostalo	Vuokrattu	71	4639	6 504 000
As Oy Keravan Ritariperho	Kerava	2011	rivitalo	Vuokrattu	19	2071	5 795 000
As Oy Kaivopolku	Porvoo	1993	kerrostalo	Vuokrattu	25	1561	4 070 000
As Oy Keravan Nissilänpiha 9-11	Kerava	1974	rivitalo	Oma	24	2109	4 052 000
As Oy Vantaan Kaakkoisväylä 4	Vantaa	1979	kerrostalo	Oma	36	2615	3 865 000
As Oy Järvenpään Tuohi	Järvenpää	2013	rivitalo	Oma	14	1116	3 860 000
As Oy Lahden Jukolan Tuomas	Lahti	2010	kerrostalo	Vuokrattu	22	1306	3 831 000
As Oy Nurmijärven Soittaja	Nurmijärvi	2013	rivitalo	Oma	15	1326	3 829 000
As Oy Lahden Jukolan Aapo	Lahti	2010	kerrostalo	Vuokrattu	22	1306	3 827 000
As Oy Raision Vaisaaren Kunnaankatu 7	Raisio	1978	kerrostalo	Oma	51	2807	3 270 000
As Oy Helsingin Koirasaarentie 1	Helsinki	2000	luhtitalo	Oma	14	829	2 988 000
As Oy Kaarinan Lampaankääpä	Kaarina	1974	kerrostalo	Vuokrattu	36	2254	2 735 000
As Oy Rovaniemen Rekimatka 29	Rovaniemi	1989	luhti ja rivi	Vuokrattu	50	2864	2 430 000
As Oy Lohjan Koukkuja	Lohja	1976	kerrostalo	Oma	41	2352	2 309 000
As Oy Lempäälän Tikanhovi	Lempäälä	2014	kerrostalo	Oma	14	842	2 273 000
As Oy Kotkan Vuorenrinne 19	Kotka	1973	kerrostalo	Vuokrattu	70	3824	2 242 000
As Oy Salon Ristikedonkatu 33	Salo	1975	kerrostalo	Vuokrattu	58	3482	2 230 000
As Oy Mällinkatu 6	Kotka	1958-1974	kerrostalo	Oma	54	2875	2 028 000
As Oy Vantaan Rasinrinne 13	Vantaa	1975	kerrostalo	Oma	21	1086	2 020 000
As Oy Savonlinnan Välimäentie 5-7	Savonlinna	1977	kerrostalo	Vuokrattu	51	2723	1 809 000
As Oy Lindhears, Sipoo	Sipoo	1982	kerrostalo	Oma	12	984	1 744 000
As Oy Jyväskylän Valskikuja 6	Jyväskylä	1995	kerrostalo	Vuokrattu	15	1229	1 710 000
AS Oy Rovaniemen Uitto	Rovaniemi	2015	kerrostalo	Oma	9	576	1 691 000
As Oy Tornion Kuparimarkka	Tornio	1975	kerrostalo	Oma	43	2480	1 654 000
AS Oy Savonlinnan Postityttö	Savonlinna	2015	kerrostalo	Oma	8	459	1 565 000
As Oy Lahden Poikkikatu 4	Lahti	1971	kerrostalo	Oma	20	1114	1 491 000
As Oy Haminan Tervaniemi	Hamina	1999	rivitalo	Oma	16	1040	1 489 000
As Oy Lahden Helkalanhovi	Lahti	1975	kerrostalo	Oma	30	1831	1 443 000
As Oy Nurmijärven Puurata 15-17	Nurmijärvi	1975	kerrostalo	Vuokrattu	18	1153	1 403 000
As Oy Porin Pihlavankangas	Pori	1974	kerrostalo	Oma	45	2454	1 261 000
As Oy Kotkan Alahovintie 7	Kotka	1974	kerrostalo	Oma	34	1823	1 206 000
As Oy Rovaniemen Rekimatka 16-18	Rovaniemi	1991	luhti ja rivi	Vuokrattu	20	1209	1 114 000
As Oy Oulun Seilittie 1	Oulu	2009	kerrostalo	Vuokrattu	8	453	1 069 000
As Oy Kotkan Alahovintie 1	Kotka	1973	kerrostalo	Oma	26	1449	986 000
As Oy Varkauden Ahlströminkatu 12	Varkaus	1954	kerrostalo	Oma	26	1266	960 000
As Oy Riihimäen Vuorelanmäki I	Riihimäki	1956	kerrostalo	Vuokrattu	16	773	953 000
As Oy Hämeenlinnan Aulangontie 39	Hämeenlinna	1974	kerrostalo	Oma	11	527	933 000
As Oy Jyväskylän Ahjotar	Jyväskylä	2014	kerrostalo	Oma	6	286	887 000
Koy Liikepuisto	Porvoo	1960	kerrostalo	Vuokrattu	6	289	866 000
As Oy Tampereen Ruuti	Tampere	2014	kerrostalo	Vuokrattu	6	301	815 000
As Oy Lahden Vuoksenkatu 4	Lahti	1970	kerrostalo	Oma	10	428	763 000
As Oy Tornion Aarnintie 7	Tornio	1974	kerrostalo	Vuokrattu	19	1138	712 000
As Oy Heinolan Tamppilahdenkulma	Heinola	1977	kerrostalo	Oma	17	1011	651 000
As Oy Varkauden Parsius	Varkaus	1973	kerrostalo	Oma	30	1648	641 000
As Oy Varkauden Onnela	Varkaus	1920	rivitalo	Oma	9	864	522 000
As Oy Heinolan Torihovi	Heinola	2015	kerrostalo	Oma	5	224	812 000
As Oy Vantaan Rusakko	Vantaa	1992	rivitalo	Vuokrattu	5	282	669 000
<b>Yht.</b>					<b>1314</b>	<b>79076</b>	<b>110 344 000</b>

Ydintoimintojen salkku



Ydintoimintojen salkku (2017 käyvä arvon perusteella)





# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehoitukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä 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 suosituskin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosisikastausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen

kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa - analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

## Suositushistoria 36kk

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
21/03/2016	Vähennä	10,00 €	10,04 €
20/05/2016	Vähennä	9,40 €	8,98 €
19/08/2016	Vähennä	8,20 €	8,51 €
14/11/2016	Lisää	6,60 €	6,20 €
18/11/2016	Vähennä	6,30 €	6,13 €
07/12/2016	Vähennä	6,00 €	5,73 €
05/01/2017	Vähennä	6,00 €	5,74 €
06/02/2017	Vähennä	5,00 €	5,10 €
02/03/2017	Vähennä	4,60 €	4,38 €
19/05/2017	Vähennä	4,40 €	4,25 €
17/07/2017	Vähennä	4,10 €	4,17 €
17/08/2017	Vähennä	4,10 €	4,30 €
21/08/2017	Lisää	5,50 €	4,98 €
21/09/2017	Lisää	6,50 €	5,72 €
17/10/2017	Lisää	6,30 €	5,50 €
26/10/2017	Osta	6,30 €	5,36 €
23/11/2017	Osta	6,30 €	4,88 €
19/12/2017	Osta	6,30 €	5,13 €
12/02/2018	Osta	6,00 €	4,97 €
28/02/2018	Osta	6,00 €	4,95 €
18/05/2018	Lisää	6,00 €	5,27 €
17/08/2018	Lisää	6,00 €	5,40 €
23/11/2018	Lisää	5,80 €	5,08 €
18/02/2019	Vähennä	5,00 €	4,78 €
09/03/2019	Lisää	5,00 €	4,52 €

# Inderes Oy

Pohjoismaiden 2. palkituin tiimi vuosina 2017 ja 2018



**2015, 2018**  
Suositus- ja ennustetarkkuus



**2014, 2016, 2017**  
Suositustarkkuus



**2014, 2015, 2016, 2018**  
Suositus- ja ennustetarkkuus



**2012, 2016, 2018**  
Suositustarkkuus



**2012, 2016, 2017, 2018**  
Suositus- ja ennustetarkkuus



**2017**  
Suositustarkkuus



**2017**  
Suositustarkkuus



**2018**  
Ennustetarkkuus

Inderes on kaikille osakesijoittajille avoin analyysipalvelu ja yhteisö. Toimintaamme ohjaavat viisi periaatetta: riippumattomuus, laadukas analyysi, intohimo osakemarkkinoita kohtaan, pääomamarkkinoiden avoimuuden parantaminen sekä toiminta yhteisönä yhteisen hyvän edistämiseksi. Tavoitteemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja kansankapitalismia. Yhteisöömme kuuluvat sijoittajat oppivat tuntemaan kohdeyhtiöt paremmin, ymmärtävät omistajuuden merkityksen ja voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi. Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyhtiötä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 20 työntekijän tiimillä intohimosta osakesijoittamiseen.

## Inderes Oy

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/inderes

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

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**