

Ostamme Orava Asuntorahastoa mallisalkkuun

Olemme tänään ostaneet 2000 Orava Asuntorahaston osaketta mallisalkkuamme hintaan 4,95 euroa per osake. Määrä vastaa noin 5 %:n painoa mallisalkussamme. Pidämme todennäköisenä, että Oravan uusi hallitus tulee toteuttamaan merkittäviä rakenne- ja strategiamuutoksia yhtiössä joiden myötä Oravan operatiivinen kannattavuus parantuu ja sijoittajien luottamus vahvistuu. Lopulta näiden myötä myös osakkeen taseperusteisesti matala arvostustaso vähitellen korjaantuu.



Yhtiön kehitys on ollut erittäin heikkoa viime vuodet

Oravan kehitys on viime vuosina ollut synkkää, sillä tulos painui vuonna 2017 tappiolle ja osake on laskenut yli 60 % viimeisen kolmen vuoden aikana. Yhtiön ongelmien taustalla on näkemysmme mukaan ollut mm. asuntojen tukkualennuksiin perustuvan liiketoimintamallin heikko tuotto nykyisessä markkinatilanteessa sekä yhtiön rakenteeseen ja liiketoimintamalliin liittyvät ongelmat. Sijoittajien luottamus Oravaa kohtaan on arviomme mukaan erittäin matala erityisesti heikosta tuloskehityksestä, osingon leikkaamisesta ja kurssilaskusta johtuen. Näkemysmme mukaan taseessa on kuitenkin arvoa, ja osakkeen nykyinen taseperusteinen arvostustaso ja käynnissä oleva liiketoimintamallin murros tarjoavat riskikorjattuna houkuttelevan tuotto-odotuksen muutaman vuoden tähtäimellä. Ostomme ei perustu haluamme sijoittaa Suomen asuntomarkkinoihin, vaan sijoitusideamme on luonteeltaan opportunistinen.

Osakekurssi



Oravan liiketoimintamalli on tällä hetkellä murroksessa

Toinen kiinteistöyhtiö Investors House (IH) saavutti viime lokakuussa päättyneellä vaihtotarjouksella 25,2 %:n omistuksen Oravassa ja siitä tuli Oravan ylivoimaisesti suurin osakkeenomistaja. Joulukuussa Oravalle valittiin uusi hallitus, jonka puheenjohtajaksi valittiin IH:n toimitusjohtaja. Uusi hallitus ryhtyi välittömästi toimenpiteisiin ja irtisanoi Oravan hallinnointiyhtiön kanssa tehdyn hallinnointisopimuksen sekä ryhtyi valmistelemaan Oravalle strategiatäsmennystä, mikä julkaistaan arviolta 20.3. mennessä. Hallituksen päätökset ovat arviomme mukaan olleet tähän mennessä pitkälti IH:n linjan mukaisia, sillä IH on aikaisemmin kertonut tavoittelevansa Oravan liiketoimintamallin muuttamista, merkittävää kannattavuuden ja kassavirran parantamista sekä 1,5-2,5 MEUR:n vuotuisten kustannus- ja tuottosynergioiden saavuttamista vuoteen 2019 mennessä.

Tuotto-odotus nojaa tulokäänteeseen ja luottamuksen palautumiseen

Pidämme noin 1,5 MEUR:n operatiivisen tuloksen kasvua Oravassa vuonna 2019 todennäköisenä, mikäli Orava muuttuu sijoitusyhtiöksi ja uusi hallitus saa esittämänsä uudistukset läpi. Tähän säästöön riittäisi arviomme mukaan myyntiportfolion lakkauttaminen, hallinnon uudistaminen ja rahoituksen uudelleenjärjestely. Näillä uudistuksilla Oravan oman pääoman tuotto-odotus nousee ennusteissamme noin 7 %:n tasolle vuonna 2019 (2017: -2,9 %). Odotamme markkinoiden alkavan hinnoitella yhtiön uutta kannattavuustasoa vähitellen, kun uudistuksia saadaan ajettua läpi ja markkinoiden luottamus yhtiötä kohtaan näillä toimenpiteillä vahvistuu. Tällöin Oravan nykyisen noin 49 %:n NAV-alennuksen (suhteessa Q4-NAV:iin) pitäisi arviomme mukaan kaventua selvästi. Odotamme NAV-alennuksen supistuvan lähivuosina noin 20-30 %:n tasolle ja NAV-kehityksen kääntyvän positiiviseksi, jolloin vuotuinen tuotto-odotuksemme on karkeasti noin 15-23 %. NAV-ennusteemme sisältää noin 2,9 %:n asuntoporfolion alaskirjauksen emmekä pidä nykyisten tietojen valossa merkittävästi tätä suurempaa alaskirjausta todennäköisenä.

Avainluvut

	Liikevaihto	Liikevoitto (EBIT)	Liikevoitto-marginaali	Tulos ennen veroja (PTP)	EPS (oik.)	Osinko/osake	EV/Liikevaihto	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	Osinko-tuotto
	MEUR	MEUR	%	MEUR	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)	(x)	%
2016	13	5	36,7 %	2	0,17	0,09	12,7	34,6	34,6	29,1	1,8 %
2017	13	0	1,7 %	-3	-0,29	0,00	11,5	672,1	672,1	-17,4	0,0 %
2018e	13	-2	-12,7 %	-4	0,19	0,00	11,0	-86,7	-86,7	26,7	0,0 %
2019e	12	9	73,1 %	7	0,66	0,20	11,0	15,1	15,1	7,5	4,0 %
2020e	13	9	74,1 %	7	0,70	0,21	10,6	14,3	14,3	7,1	4,2 %
Markkina-arvo, MEUR		47		OPO / osake 2018e, EUR			9,31			CAGR EPS, 2017-2020, %	-234 %
Nettovelka 2018e, MEUR		95		P/B 2018e			0,5			CAGR kasvu, 2017-2020, %	-2 %
Yritysarvo (EV), MEUR		143		Nettovelkaisuusaste 2018e, %			106,5 %			ROE 2018e, %	-4,3 %
Taseen koko 2018e, MEUR		210		Omavaraisuusaste 2018e, %			42,6 %			ROCE 2018e, %	-0,8 %

Oravan osakkeen arvostus suhteessa EPRA NAV:iin



Lähde: Inderes

Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2015	2016	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	10,1	12,5	13,3	12,9	12,5
EBITDA	9,7	4,6	0,2	-1,6	9,1
EBITDA-marginaali (%)	96,5	36,7	1,7	-12,7	73,1
EBIT	9,7	4,6	0,2	-1,6	9,1
Voitto ennen veroja	7,1	1,6	-2,7	-4,2	7,0
Nettovoitto	6,9	1,5	-2,8	-3,9	6,3
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	-5,7	0,0

Tase	2015	2016	2017	2018e	2019e
Taseen loppusumma	199,3	216,1	203,6	209,7	231,0
Oma pääoma	94,3	97,0	93,3	89,4	95,7
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	95,8	114,5	107,9	118,0	133,0

Kassavirta	2015	2016	2017	2018e	2019e
EBITDA	9,7	4,6	0,2	-1,6	9,1
Nettokäyttöpääoman muutos	5,3	-5,1	-2,5	0,0	0,0
Operatiivinen kassavirta	14,8	-0,6	-2,4	-1,3	8,4
Vapaa kassavirta	-50,3	-15,5	8,9	12,7	6,8

Yhtiökuvaus
Orava Asuntorahasto on ensimmäinen suomalainen REIT-muotoinen kiinteistörahasto ja se toimii kiinteistörahastolain mukaan. Orava Asuntorahaston toiminnan hoitamisesta vastaa hallinnointiyhtiö Orava Rahastot, jolle on myönnetty vaihtoehtorahaston hoitajan toimilupa ja jonka toimintaa valvoo Finanssivalvonta. Orava Asuntorahasto sijoittaa suomalaisiin vuokra-asuntoihin ja sen oman pääoman tavoitetuotto on 10 % vuodessa.

Osakekohtaiset luvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
EPS	0,96	0,17	-0,29	-0,41	0,66
EPS oikaistu	0,96	0,17	-0,29	0,19	0,66
Operat. kassavirta per osake	2,06	-0,07	-0,25	-0,14	0,88
Tasearvo per osake	13,08	11,03	9,72	9,31	9,97
Osinko per osake	1,08	0,09	0,00	0,00	0,20
Voitonjako, %	126	57	0	0	30
Osinkotuotto, %	11,4	1,8	0,0	0,0	4,0

Tunnusluvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
P/E	11,1	31,8	neg.	neg.	7,5
P/B	0,8	0,5	0,5	0,5	0,5
P/Liikevaihto	7,6	3,9	3,6	3,7	3,8
P/CF	5,2	neg.	neg.	neg.	5,6
EV/Liikevaihto	16,9	12,7	11,5	11,0	11,0
EV/EBITDA	17,5	34,6	672,1	neg.	15,1
EV/EBIT	17,5	34,6	672,1	neg.	15,1

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Investors House Oyj	25,2 %
Ollikainen Pekka	2,9 %
OP-Henkivakuutus Oy	2,4 %
Osuusasunnot Oy	1,7 %
Orava Rahastot Oyj	1,6 %
Ålands Ömsesidiga Försäkringsbolag	1,0 %

Vastuuvapauslauseke

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

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

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

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

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

Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

Suositus	Nousuvara 12-kk tavoitehintaan
Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä -	5-5 %
Myy	< -5 %

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

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