

Orava Asuntorahasto

Yhtiöraportti

11/2016

**inde
res.**

Tuotto-odotus heikentynyt

Päivitämme Orava Asuntorahaston tavoitehinnan 6,60 euroon (aik. 8,20 euroa) ja annamme osakkeelle lisää-suosituksen (aik. vähennä). Ennustamme osakkeen kokonaistuoton jäävän lähivuosina n. 6 %:n tasolle, minkä takia pidämme peruskenaariossa osakkeen hinnoittelua 35-40 % alle NAV:in perusteltuna. Oravan tuotto on herkkä asuntojen hintojen muutoksille ja hankinnoissa saavutettaville tukkualennuksille. Mikäli asuntojen hinnat lähtisivät vahvaan (n. 3 %) nousuun ja/tai yhtiön asuntohankinnat ylittäisivät ennustamamme tason, voisi osakkeen tuotto yltää 10 %:iin. Emme pidä tätä skenaariota todennäköisenä lähivuosina huomioiden Suomen talouden vaatimattomat näkymät ja Oravan heikentyneet mahdollisuudet tukkualennuksien hyödyntämiseen.

Orava on pörssilistattu REIT-asuntorahasto

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

Vuokratuotot kattavat operatiiviset kulut - muut tuottoerät jäämässä mataliksi

Oravan nettovuokratuotot riittävät ennusteessamme lähivuosina kattamaan yhtiön operatiiviset kulut. Yhtiön hankintojen määrä perusskenaariossamme kuitenkin laskee merkittävästi, minkä takia tukkualennusten tuotot pienenevät ja asuntojen hintamuutos jää 1,5-2 %:iin. Mallissamme osakkeen kokonaistuotto painuu n. 6 %:n tasolle lähivuosina. Mikäli asuntojen hinnat kääntyisivät ennustamaamme voimakkaampaan nousuun ja/tai yhtiön hankintojen kautta saavuttamat tukkualennukset ylittäisivät ennustemme, olisi Oravalla kuitenkin potentiaalia yltää myös yli 6 %:n kokonaistuottoon. Nykyisellä osakekurssilla Oravan kasvumahdollisuudet ovat rajalliset ja oman pääoman saatavuus on vaikeutunut, joten emme ennusta portfolioon kasvua.

Korkea alennus NAV:iin perusteltua nykytilanteessa

Oravan oman pääomantuottovaade on perusskenaariossamme 10 %, joten vuosien 2017-2018 ennustetulla n. 6 %:n kokonaistuotolla osakkeen alennuksen NAV:iin tulisi liikkua 35-40 %:n tasolla. Tällä hetkellä alennus on 43 %, joten näemme osakkeessa pientä nousuvaraa. Jos sijoittaja tyytyy 8 %:n tuottovaateeseen, on noin 8 euron osakekurssi perusteltu. Osakkeen riskiprofiili on yhä korkea (mm. vaisun asuntomarkkinan ja tukkualennusten heikentyneen saatavuuden takia).

Analyytikot

Jesse Kinnunen

+358 50 373 8027

jesse.kinnunen@inderes.fi

Petri Aho

+358 50 340 2986

petri.aho@inderes.fi

Suositus ja tavoitehintaa

Lisää

Edellinen: Vähennä

6,60 EUR

Edellinen: 8,20 EUR



Osakekurssi: 6,20 EUR

Potentiaali: +6,5 %

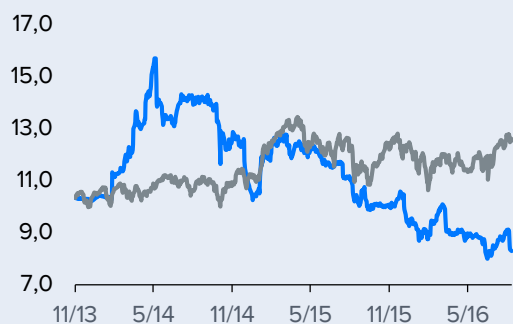
Avainluvut

	2015	2016e	2017e
Liikevaihto yhteensä	17,5	19,0	19,1
Bruttovuokratuotot	10,1	12,5	13,3
Tuotto voitoista	7,4	6,5	5,8
EBIT	9,7	9,6	9,5
-EBIT-%	56 %	50 %	50 %
Tulos ennen veroja	7,1	6,6	6,1
Nettotulos	6,9	6,6	6,1
EPS	0,96	0,82	0,69
Osinko	1,08	0,74	0,69
P/E	9,9	7,5	9,0
P/NAV	0,82	0,56	0,57
ROE-%	8,4 %	6,8 %	6,2 %
Bruttovuokratuotto-%*	6,1 %	6,1 %	6,1 %
Osinkotuotto-% (NAV)	9 %	7 %	7 %
Kokonaistuotto-% NAV:ille	7 %	4 %	6 %

*Oikaistu kiinteistöportfolion k.a arvolla

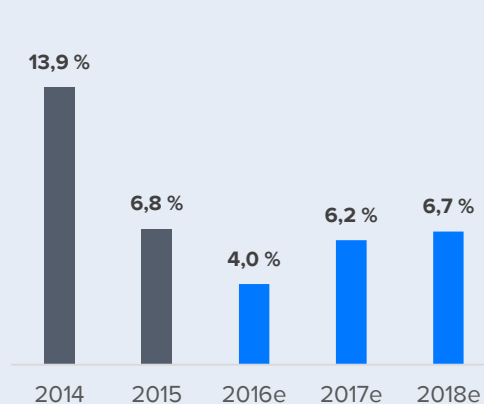
Lähde: Inderes

Kurssikehitys



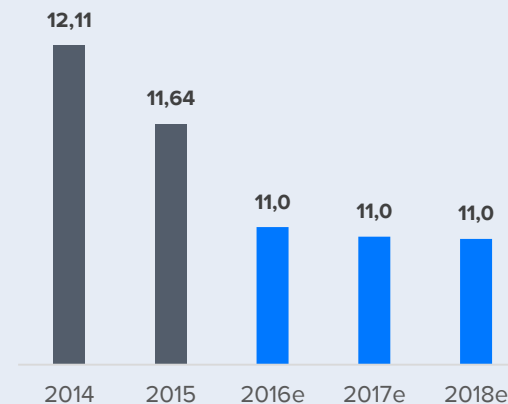
— Orava Asuntorahasto — OMXHCAP
Lähde: Bloomberg

Osakkeen kokonaistuotto-%*



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

NAV per osake (euroa)



Lähde: Orava, ennusteet Inderes

P/NAV
0,56x
2017e

Kokonais-
tuotto-%
6,2 %
2017e

NAV/Osake
11,0
EUR
2017e

Osinko-%
(NAV:ille)
6,8 %
2017e



Arvoajurit

- Asuntojen hintojen nousu
- Tukkuualennuksella tehtävien asuntohankintojen määrä
- Nettovuokratuotto-%:n kasvattaminen
- NAV-pohjaisen arvostustason nousu



Riskitekijät

- Asuntojen hintojen lasku ja Suomen talouden vaatimaton kehitys
- Tukkuualennusten pienentyminen
- Uuden rahoituksen saatavuuden heikentyminen ja hinnan nousu
- Korkotason mahdollinen nousu



Arvostus

- Osakkeelle ennustamamme kokonaistuotto-% jää lähivuosina 6 %:n tasolle
- P/NAV-alennus kompensoi heikkoa kokonaistuottoa
- Pidämme osakkeen hinnoittelua 35-40 % alle NAV:in perusteltuna

Sisällysluettelo

Yhtiöesittely	s. 5-7
Sijoitusprofiili	s. 8-12
Liiketoimintamalli	s. 13-14
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	s. 15-16
Markkinakatsaus	s. 17-18
Taloudellinen kehitys	s. 19-23
Ennusteet	s. 24-27
Skenaarioanalyysi	s. 28-29
Arvonmääritys ja suositus	s. 30-32
Taulukot	s. 33-35
Vastuuvapauslauseke	s. 36

Yhtiöesittely

REIT-pohjainen asuntorahasto

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

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

Asuntoportfolion hallinnointi

Oravan kiinteistöjen käypä arvo oli kesäkuussa 2016 noin 212 miljoonaa euroa. Yhtiö omisti 1733 asuinkiinteistöä 124 eri asunto-osakeyhtiöstä yhteensä 40 eri kaupungista. Vuonna 2015 Oravan bruttovuokratuotto vuokrasalkulle oli 6,8 prosenttia (2014: 6,7 %) ja oman pääoman tuotto oli 8,4 % (2014: 14,7 %).

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

on ulkoistettu kahdelle ulkopuoliselle palveluntuottajalle Newsec Asset Management Oy:lle ja Oventia Oy:lle.

Hallinnointipalkkio

Korvauksena hallinnointipalveluista Asuntorahasto maksaa hallinnointiyhtiölle hallinnointipalkkion. Hallinnointipalkkio koostuu kiinteästä ja tulossidonnaisesta osasta. Kiinteä hallinnointipalkkio on 0,6 % vuodessa yhtiön varojen käyvästä arvosta. Tulossidonnainen palkkio on 20 % asuntorahaston vuotuisesta seitsemän prosentin aikakoron ylittävistä tuotosta. Tulossidonnainen palkkio maksetaan kuitenkin vain jos tilikauden päättävä osakekurssi ylittää aikaisemman tilikauden päätöskurssin.

Verovapaus

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

Voitonjakopolitiikka

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

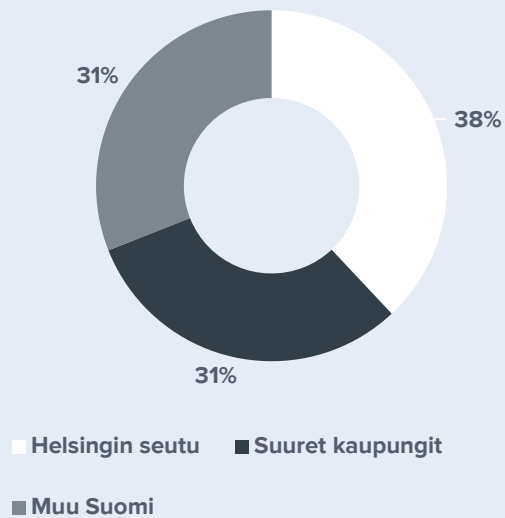
REIT sijoittajien näkökulmasta

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

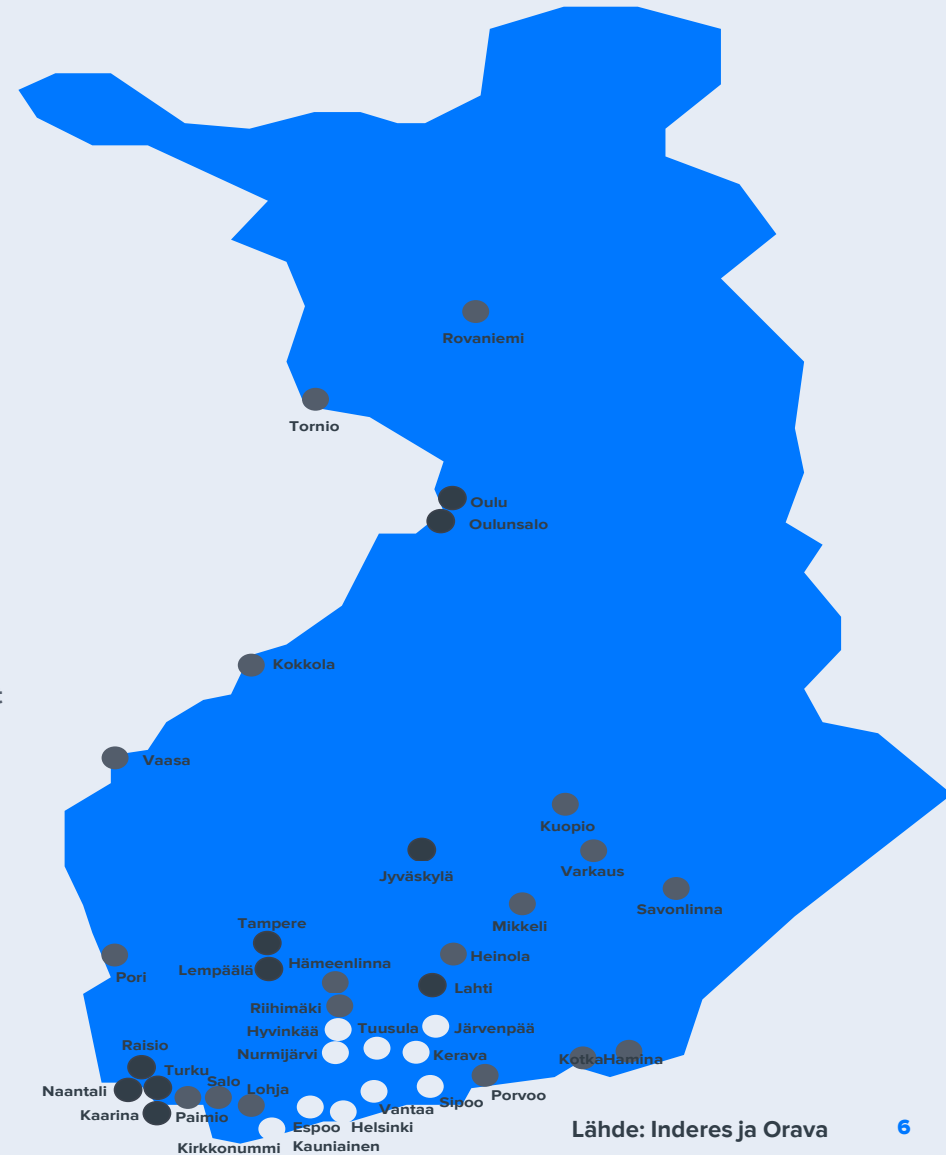
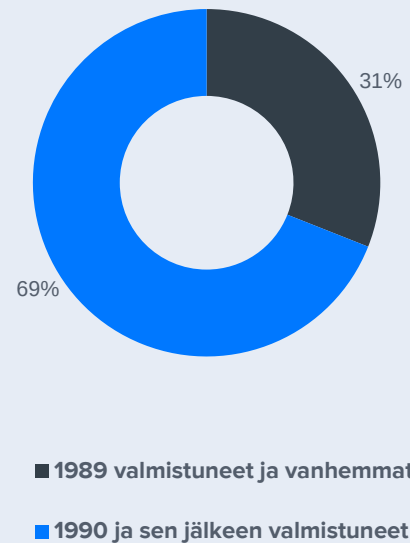
- **Hyödyt** sijoittajille ovat pörssilistauksen tuoma likviditeetti, velkavivun rajoitus (enintään 80 % LTV-%), osingonjakovelvoite (90 % tuloksesta) pois lukien realisoitumattomat käyvän arvon muutokset sekä verovapaus (ei yhteisöveroa tai luovutusvoittoveroa tietyin edellytyksin). Lisäksi Oravalla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

Oravan asuntoportfolio 30.6.2016

Maantieteellinen jakauma



Ikäjakauma



Oravan historia ja virstanpylväät

2010 Toiminnan perustaminen

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

2011 kasvun käynnistyminen

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

2012 Ensimmäiset huoneistomyynnit

- Tammikuussa Konserniverokeskus myöntää vapautuksen tuloverosta 30.12.2010 alkaen
- Hankinnat: 2 sijoituskohdetta Vantaalta, 1 Kotkasta, 4 toimistohuoneistoa Jyväskylästä ja 19 huoneistoa Tornioista
- Myytiin 25 huoneistoa
- Tilikauden lopussa portfolion arvo 32 MEUR

2013 Listautuminen pörssiin

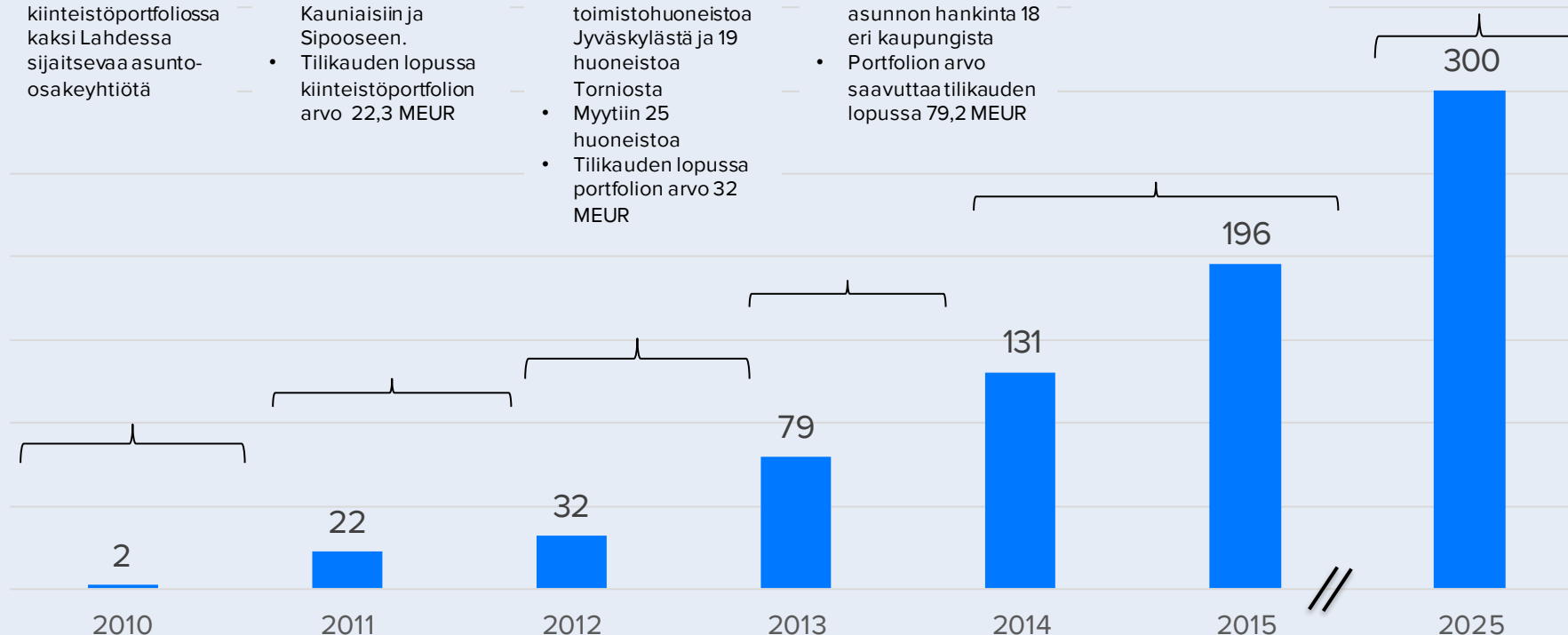
- Osakeanti ja listautuminen pörssiin lokakuussa 2013
- Orava kerää 27 MEUR uutta pääomaa listautumisannilla
- Vuoden aikana yhteensä 443 asunnon hankinta 18 eri kaupungista
- Portfolion arvo saavuttaa tilikauden lopussa 79,2 MEUR

2014-2015 tuhannen asunnon raja rikkoutuu

- Yhteensä 111,4 MEUR:n edestä hankintoja 2014-2015.
- Q2'16 lopussa 1733 asuntoa 124 eri kohteessa 40 eri kaupungissa
- Portfolion arvo 2015 lopussa 195,9 MEUR

2016-2025 kasvu jatkuu

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



Sijoitusprofiili 1/2

Sijoitusprofiili poikkeaa selvästi muista pörssin kiinteistösijoitusyhtiöistä

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

Sijoitusomaisuutta hallinnoi erillinen yhtiö

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

Vuokratuotot kattavat suorat operatiiviset kulut - tulos tehdään pääasiassa muilla tuottoerillä

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

toiminnan kuluja, kuten hankintojen transaktiokustannuksia. Tästä johtuen yhtiön operatiivinen tulos (EPRA) on ollut negatiivinen tai hyvin pieni, kun se muilla pörssin kiinteistösijoitusyhtiöllä on tyypillisesti selvästi positiivinen.

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

Liiketoimintamallin potentiaali nojaa portfolion arvonnousuun ja nopeaan kiertonopeuteen

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

Voitonjakopolitiikka

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

vuokraustoiminnan tuloksen lisäksi huoneistomyyntejä osinkonsa rahoittamiseen.

Erot avoimiin asuntorahastoihin

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

Kasvu vaatii oman pääoman lisäämistä

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

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

Sijoitusprofiili 2/2

Oravan tuottoa kannattaa arvioida osakkeen kokonaistuoton kautta

Tällä hetkellä Oravan osinkotuotto-% on korkea n. 12 prosenttia. Osinkotuotto ei kuitenkaan ota huomioon osakekohtaisen nettovarallisuuden (NAV) muutoksia, minkä takia olennaisempi mittari kuvaamaan sijoittajan saamaa tuottoa Oravan osakkeesta on mielestämme osakkeen kokonaistuotto-% (osinko + osakekohtaisen NAV:in muutos). Mikäli kokonaistuotto-% alittaa sijoittajan tuottovaateen osakkeelle tulisi osakkeen hinnan alittaa osakekohtaisen NAV:in, ja siten kompensoida heikompa tuottoa.

Potentiaali

Näkemyksemme mukaan Oravan keskeiset positiiviset arvoajurit ovat:

- **Asuntojen hintojen nousu.** Asuntojen hintojen nousu heijastuisi vipuvaikutuksella Oravan tulokseen. Esimerkiksi 4 % asuntohintojen nousu heijastuisi Oravan nykyisellä pääomarakenteella arviomme mukaan laskennallisesti noin 9 % lisäyksenä omaan pääomaan.
- **Asuntohankintojen kiihdyttäminen.** Yhtiö pystyisi saavuttamaan nykyistä korkeampia tuottoja mikäli se pystyisi keräämään lisää pääomaa ja tekemään tällä lisää asuntohankintoja tukkualennuksella. Käytännössä yhtiö voisi kiihdyttää huoneistomyyntejään tai kerätä lisää omaa tai vierasta pääomaa suoraan markkinoilta. Esimerkiksi 10 MEUR:lla tehdyt asuntohankinnat 15 % tukkualennuksella nostaisivat Oravan oman pääoman tuottoa arviomme mukaan noin 1,6 prosenttiyksikköä.

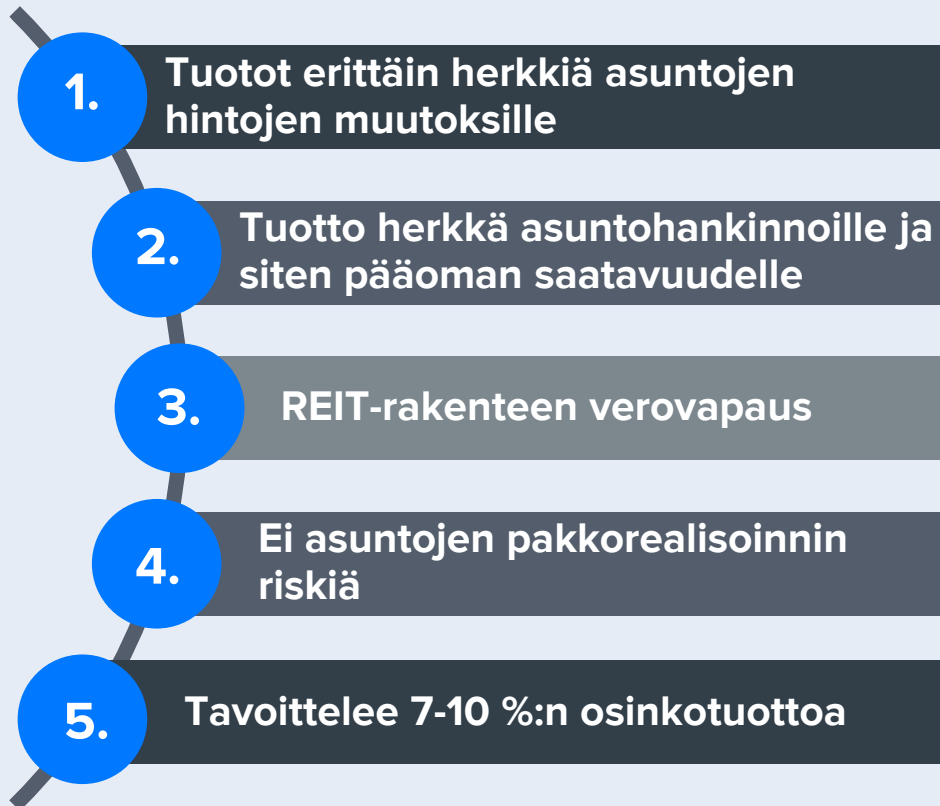
- **Osakkeen arvostustason nousu pörssissä.** Oravan osake arvostettiin pörssissä marraskuussa 2016 noin 43 % alle osakekohtaisen nettovarallisuuden, mikä on alhainen arvostus suhteessa osakkeen historialliseen arvostustasoon (11 % alle NAV:in). Mikäli Orava onnistuisi nostamaan tuottotasoaan nykyisestä tai yhtiön riskiprofiili laskisi nykyisestä voisi nykyisessä NAV-perusteisessa arvostustasossa olla nousuvaraa nykyisestä.

Riskit

Sijoittajan kannalta keskeisimmät riskit ovat näkemyksemme mukaan seuraavat:

- **Hankintoihin tarvittavan pääoman saatavuus.** Mikäli yhtiö ei saisi tehtyä lainkaan uusia asuntohankintoja, laskisi yhtiön tuotto arviomme mukaan hyvin alhaiseksi. Orava rahoittaa uusia hankintoja pääasiassa huoneistomyynteillä (5-10 % vuosittain) sekä keräämällä omaa ja vierasta pääomaa markkinoilta.
 - **Asuntojen hintakehitys.** Asuntojen yleinen hintakehitys muodostaa näkemyksemme mukaan potentiaalin lisäksi keskeisen riskin Oravaan sijoituskohteena. Asuntojen hintojen voimakas lasku voisi pahimmillaan heikentää yhtiön vakavaraisuutta ja pakottaa yhtiön hakemaan uutta pääomaa taseen vahvistamiseksi.
 - **Asuntohankinnoista saatavat tukkualennukset** ovat arviomme mukaan viime vuosina olleet kaikkein tärkein Oravan tulokseen vaikuttava komponentti. Mikäli markkinoilta saatavat hankintojen tukkualennukset laskisivat, voisi tällä olla
- merkittävä heikentävä vaikutus yhtiön tulokseen. Esimerkiksi ilman hankintojen tukkualennusten tulosvaikutusta Oravan 2014-2015 tulokset olisivat olleet tappiollisia.
 - **Korkotason muutokset** vaikuttavat yhtiön kahdella tavalla. Ensiksi, ne vaikuttavat markkinoilta saatavan lainarahoituksen hintaan Toiseksi, yhtiö suojaa osittain koronvaihtosopimuksilla vaihtuvakorkoiset lainansa. Tämän johdosta korkotason muutokset aiheuttavat yhtiön tulokseen laskennallisia eriä ja vaikuttavat NAV:iin.
 - **Yhtiön käyttämien arvostusmenetelmien virheet** ovat mahdollisia, vaikka yhtiön käyttämä arvostusmalli auditoidaan säännöllisesti ja malli jättää yhtiön mukaan vähän sijaa subjektiivisille arvioille. Mikäli yhtiö havaitsee, että käypiä arvoja on arvioitu väärin, voi tällä olla oleellisia vaikutuksia NAV:iin. 30.6.2016 tehdyn ulkopuolisten arvioitsijoiden arviolaskelmien mukaan Oravan sijoituskiinteistöjen arvo oli 1,7 % alempi kuin yhtiön taseen käypä arvo.
 - **Osakkeen kurssikehitys sekä osakkeen volatiliiteetti pörssissä** saattavat poiketa oleellisesti siitä, mikä on rahaston salkun todellinen arvonkehitys ja volatiliiteetti. Tällöin sijoittajat kantavat korkeampaa riskiä ja rahastosta irtautuva sijoittaja voi joutua myymään omistuksensa alemmalla osakekurssilla suhteessa NAV:iin kuin alkuperäisessä sijoituksessa. On myös mahdollista, että osaketta hinnoitellaan alle NAV:n pörssissä, jolloin osakkeenomistaja ei myyntihetkellä saa rahastosta kiinteistöportfolion arvoa vastaavaa summaa.

Sijoitusprofiili



Potentiaali

- Asuntojen hintojen nousu
- Asuntohankintojen kiihdyttäminen
- Nettovuokratuotto-%:in kasvattaminen
- Nykyisen suhteellisesti alhaisen NAV-perusteisesti arvostustason nousu

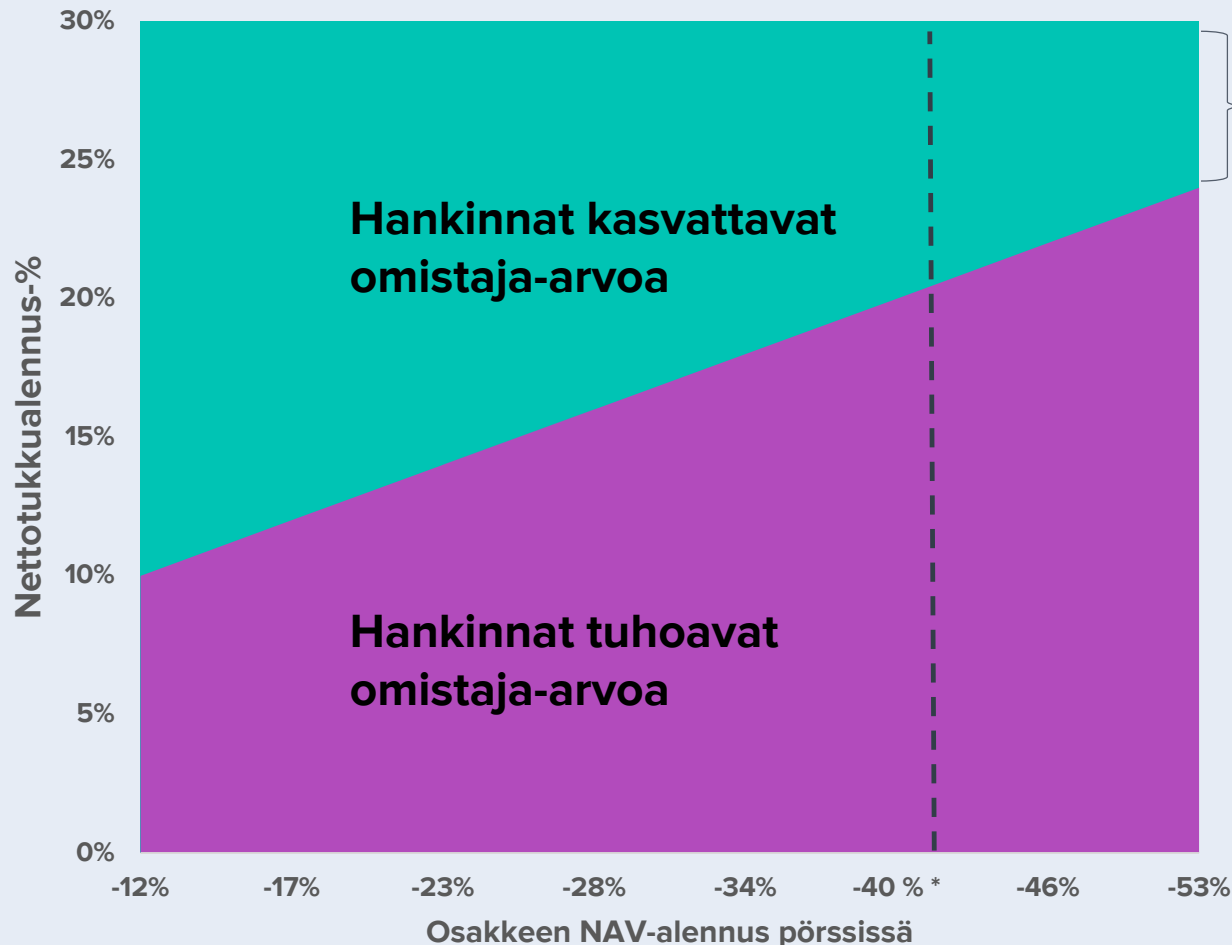
Riskit

- Asuntojen hintojen lasku ja Suomen talouden vaatimaton kehitys
- Tukkualeenusten pientyminen
- Uuden pääoman keräämisen vaikeutuminen
- Korkotason mahdollinen nousu

Liiketoiminnan riskiprofiili

		Matala riski	Korkea riski	
1 Tuotot	Vuokratuotot	1		Jatkuva ja tasainen tuottoerä, ennustettava, positiivinen kassavirta
	Realisoitunut arvonnousu /myyntituotot	1		Vaihtelee markkinatilanteen mukaan, positiivinen kassavirta, transaktiokulut
	Hankinnat/tukkualennukset		1	Vaihtelee markkinatilanteen mukaan, ei kassavirtavaikutusta, herkkä pääoman saatavuudelle, rahoitus-, transaktio- ja vuokrauskulut
	Arvonmuutokset	1		Vaihtelee markkinatilanteen mukaan, ei kassavirtavaikutusta
2 Tuotto-%	Ennakoitavuus		2	Herkkyys arvonmuutoksille ja hankintojen tukkualennuksille korkea
	Kustannusrakenne & skaalautuvuus		2	Operatiivinen tulos nollassa tai negatiivinen, kustannukset eivät pääosin skaalaudu
3 Pääoma-rakenne	Kassavirta		3	Kassavirran positiivisuus riippuvainen asuntomyynteistä ja investoinneista
	Velkavipu	3		Velkaisuusaste herkkä arvonmuutoksille, mutta kiinteistöportfolio hyvä vakuus, REIT-laki rajaa velkavipua

Omalla pääomalla rahoitettavien asuntohankintojen vaikutus Oravaan



Osakkeen NAV-alennuksen ollessa suuri on omalla pääomalla rahoitettavia** omistaja-arvoa kasvattavia hankintoja vähemmän tarjolla Oravalle.

Arviomme mukaan 15 %:n tukqualennukset eivät riitä kompensoimaan osakkeen yli 25 %:n NAV-alennuksella tehtyjen hankintojen laimennusvaikutusta**.

*Osakkeen NAV-alennus marraskuussa 2016

**Oletuksena 50 % LTV-%.

Lähde: Inderes

Liiketoimintamalli 1/2

Tukkuualennukset ja arvonnousu keskiössä

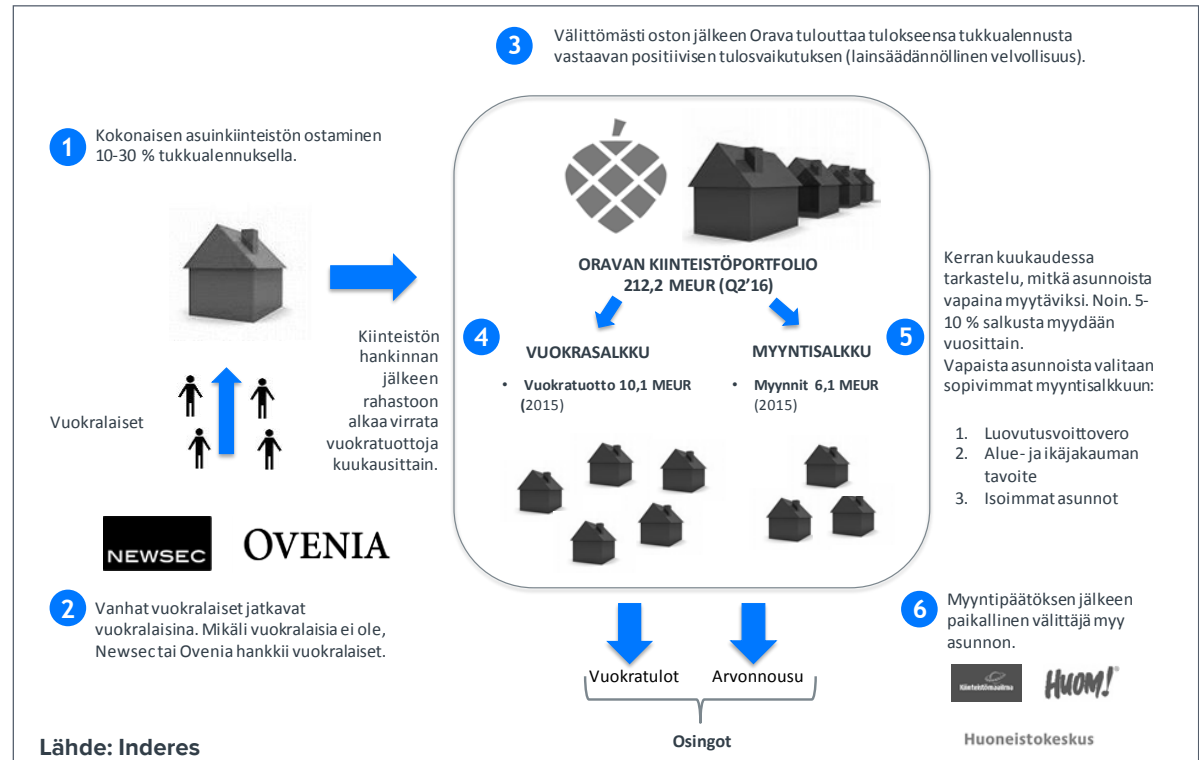
Oravan liiketoimintamallissa on keskeistä havainnollistaa yhtiön kiinteistöportfolion pyöriminen. Liiketoiminta kulminoituu vahvasti asuntohankintojen tukkuualennuksen järjestelmälliseen hyödyntämiseen. Yhtiön operatiivisen toiminnan kannalta keskeisiä funktioita ovat muun muassa osto- ja myyntikohteiden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

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

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

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

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



Liiketoimintamalli 2/2

Tuloksen muodostuminen liiketoimintamallissa

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

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

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

Perustamme oletuksemme tilastokeskuksen pitkän aikavälin tilastoihin ja yhtiön omiin

tavoitetasoihin. Aitakoron ylittävään tuottoon ja osakekurssin kehitykseen perustuva tulospalkkio on oletettu 0,3 %:iin. Käsitlemme arvojen lähiajan ennusteita tarkemmin raportin sivuilla 23-24.

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

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

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

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

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

Lähde: Inderes

Strategia ja taloudelliset tavoitteet

Sijoituskohteiden hankinta ja myynti

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

Kohdestrategia

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

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

Aluejakaumatavoitteen mukaan huoneistojen markkina-arvosta 53 prosenttia sijaitsee Helsingin seudulla, 22 prosenttia suurissa kaupungeissa ja 25 prosenttia keskisuurissa kaupungeissa plus miinus noin 10 prosentin

vaihteluvälillä. Ikäjakaumatavoitteen mukaisesti 1990-luvulla ja sen jälkeen valmistuneiden kohteiden paino on 51 prosenttia ja ennen vuotta 1990 valmistuneiden kohteiden paino 49 prosenttia plus miinus noin 10 prosenttia sijoitussalkun markkina-arvosta laskettuna.

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

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

Rahoitus- ja suojausstrategia

Orava pyrkii optimoimaan luototusastettaan kulloiseenkin korkotasoon ja markkinatilanteeseen sopivaksi. Nykyisen luototusasteen tavoitetaso on noin 50 %. Rahoitusstrategiaa rajaavat verohuojennuslain ehdot. Ehtojen mukaan enintään 10 % yli 5 vuotta omistetuista rahaston avaavan taseen portfoliosta voidaan realisoida vuodessa, osinkoina tulee jakaa vähintään 90 % rahaston tuotoista ja luototusasteen on oltava alle 80 %.

Oravan korkoriskin suojausaste oli kesäkuussa 2016 38 % emoyhtiön rahoituslainojen osalta. Suojaus on toteutettu koronvaihtosopimuksilla.

Strategiset päätavoitteet

Oravan tammikuussa 2016 päivitetyn strategian mukaiset päätavoitteet ovat seuraavat:

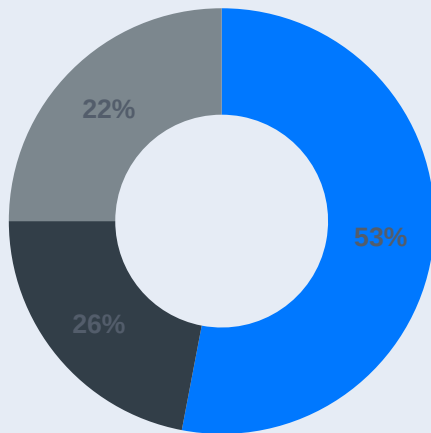
- Oman pääoman kasvattaminen 110 miljoonaan euroon vuonna 2016 ja keskipitkällä aikavälillä ylläpitää vähintään noin 20 % vuotuista kasvua.
- Vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen hankinnan monipuolistaminen
- Taloudellisen käyttöasteen nostaminen yli 95 prosentin, kiinteistöjen hoitokulujen saaminen 5 prosenttia ja korjauskulujen 10 prosenttia alle tilastollisen benchmarkin
- Huoneistomyynnit 5-10 prosenttia avaavan taseen sijoitusomaisuuden arvosta.

Keskipitkän aikavälin tavoitteet

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

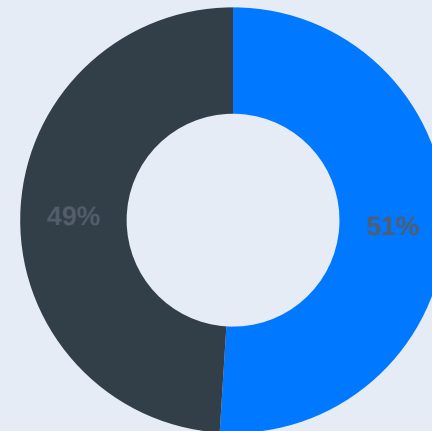
Oravan tavoiteportfolio

Maantieteellinen jakauma (+- 10 %)



■ Helsingin seutu ■ Suuret kaupungit ■ Muu Suomi

Ikäjakauma (+- 10 %)



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

Suomen asuntomarkkinat

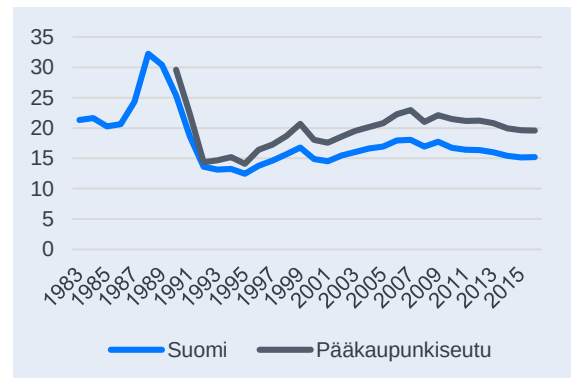
Asuntohintojen kehitys väisua viime vuodet - 2000-luvulla hinnat nousseet 3,6 %/vuosi

Suomen vanhojen osakeasuntojen hintojen kehitys on ollut väisua viime vuodet ja koko maan tasolla hinnat ovat lähes samalla tasolla kuin vuoden 2013 alussa. Tilastoista näkyy selvästi Suomen asuntomarkkinoiden eriytyminen taantuviiin alueisiin ja kehittyviin kasvukeskuksiin. Taustalla on erityisesti muuttoliikkeestä aiheutuvat kysyntämuutokset. Pääkaupunkiseudulla hinnat ovat nousseet 2000-luvun alusta lukien keskimäärin 4,3 % vuodessa, kun taas muualla Suomessa hinnat ovat nousseet keskimäärin 2,9 % vuodessa.

Hintojen kehitys väakata suhteessa tuloihin ja vuokriin

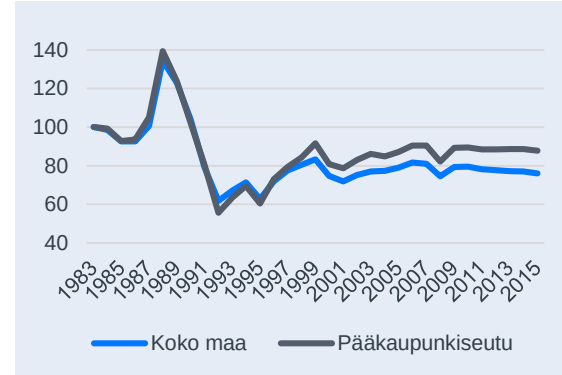
Näkemyksemme mukaan asuntojen keskimääräiset hinnat eivät ole poikkeuksellisen korkealla tai matalalla tasolla suhteessa keskimääräiseen vuokratasoon tai kotitalouksien käytettävissä oleviin tuloihin.

Asuntojen hinnat suhteessa neliövuokriin



Lähde: Tilastokeskus

Asuntojen hinnat käytettävissä oleviin tuloihin



Lähde: Tilastokeskus

Asuntojen peruskysyntäajurit vahvistuneet

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

Näkemyksemme mukaan asuntomarkkinoiden peruskysyntätekijät ovat hyvin positiiviset, sillä Suomessa on käynnissä ennätyksellisen vilkas muuttoliike kaupunkiseuduille, väestönkasvu keskittyy kaupunkeihin ja asuntokuntien koko pienenee. Kuluttajien ostovoimassa ei ole nähdäksemme tapahtunut merkittäviä muutoksia, mutta trendi on ollut tänä vuonna jälleen lievästi positiivinen johtuen ansiotason hienoisesta kasvusta, korkojen laskusta, asuntohintojen maltillisesta kehityksestä sekä kuluttajaluottamuksen noususta. Näkemyksemme mukaan ostovoiman kehitys tulee säilymään myös lähivuodet melko vakaana,

sillä emme odota isoja muutoksia korkoihin tai ansiotasoon. Tämä pitänee yhdessä voimakkaasti kasvavan asuntojen tarjonnan kanssa asuntojen hintojen kehityksen maltillisena.

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

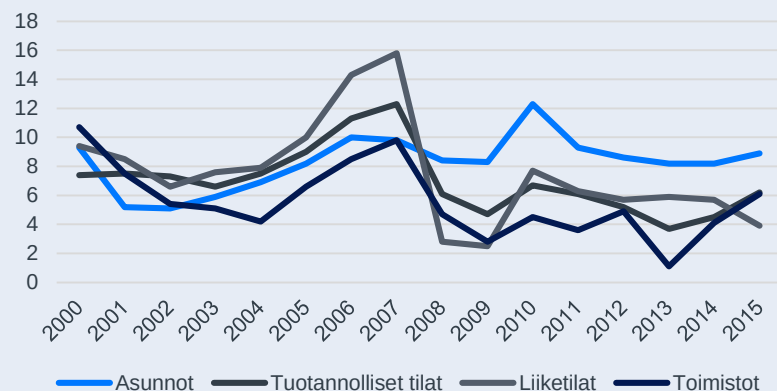
Odotamme asuntojen hintoihin 1,5-2 %:n kasvua lähivuosina

Nykyisten talousnäköymien valossa odotamme vuodelta 2016 noin 1,5 %:n ja vuodelta 2017 noin 2 %:n keskimääräistä nimellistä asuntohintojen nousua. Odotamme hintojen nousevan lähivuosina, mutta jäävän silti selvästi alle Suomen pitkän aikavälin asuntojen hintojen nousuvauhdin (noin 4 %). Perustelemme arviotamme yleisillä talouskasvu- ja inflaatioennusteilla, joiden summien keskiarvot ovat Finanssialan keskusliiton keräämien tietojen mukaan kuluvalle vuodelle 1,4 % ja ensi vuodelle 2,1 %.

Myös eri ennustelaitosten antamat arviot asuntohintojen muutoksesta ovat saman suuntaisia. Esimerkiksi Hypo arvio, että asuntohinnat nousevat kuluvana vuonna 1,0 % ja ensi vuonna 1,3 %.

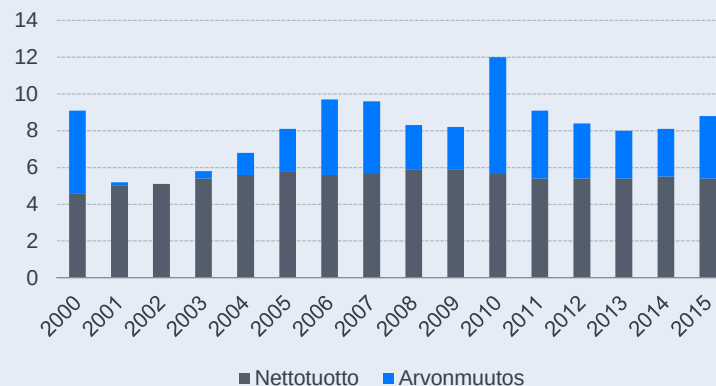
Suomen Asuntomarkkina

Kiinteistösijoitusten kokonaistuotot



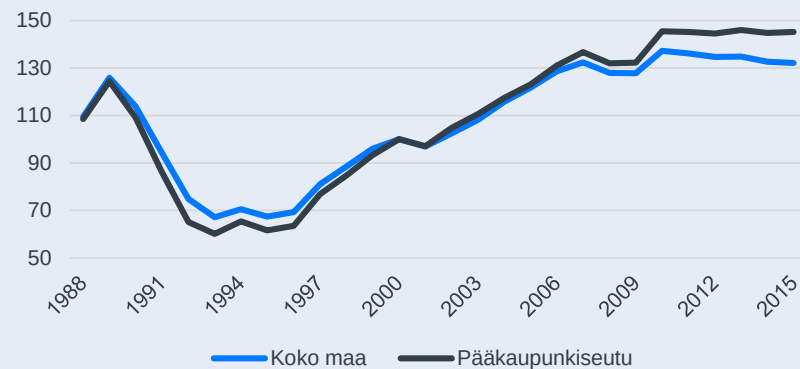
Lähde: Tilastokeskus

Asuntosijoitusten kokonaistuotot



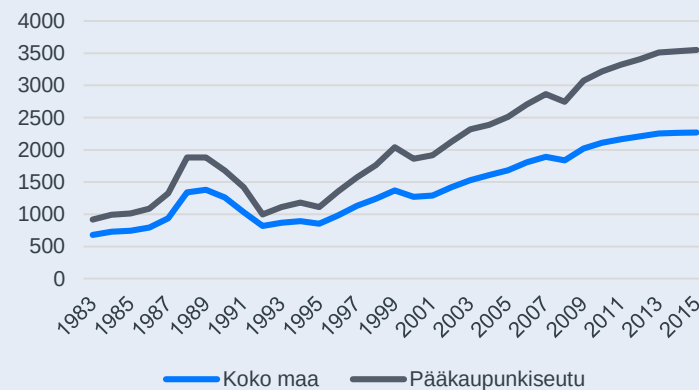
Lähde: KTI

Asuntojen reaali hinnat, 2000 = 100



Lähde: Tilastokeskus

Asuntojen nimelliset hinnat 1983-2015



Lähde: Tilastokeskus

Taloudellinen kehitys 1/4

Oravan portfolio on kasvanut voimakkaasti

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

Oravan kiinteistöportfolion arvo on vuoden 2013 lokakuun pörssilistautumisen jälkeen lähes viisinkertaistunut n. 44 MEUR:sta n. 212 MEUR:oon kesäkuuhun 2016 mennessä. Voimakas kasvu on vaikuttanut merkittävästi yhtiön tuloksentekokykyyn, sillä se on kasvattanut tukkualennusten osuutta tuotoista ja toisaalta nostanut yhtiön kuluja (mm. vuokralaishankinnan kulut ja pääoman hankintakulut) sekä alentanut vuokrausastetta.

Asuntohankinnat nostivat kokonaistuoton vahvalle tasolle vuosina 2013-2015

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

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

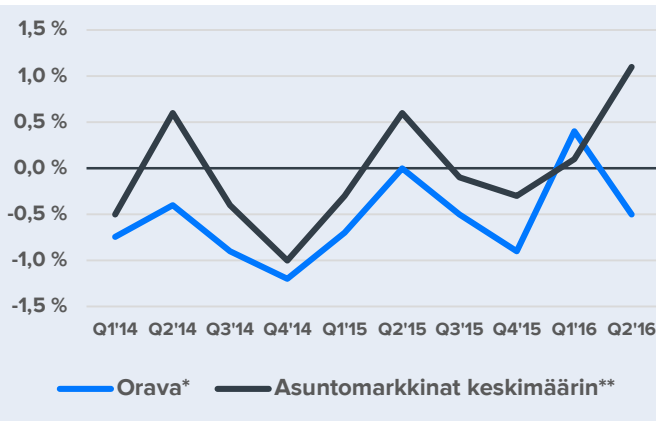
MEUR:n arvosta asuntohankintoja tukkualennuksella. Yhtiö ylsi vuosina 2014-2015 hyvään 6,8-14,9 %:n kokonaistuottoon osakkeelle (osinko + NAV:in kasvu). Pääosa jakson kokonaistuotosta muodostui arviomme mukaan asuntohankintojen tukkualennuksista.

H1'16 kokonaistuotto jäi heikoksi

Tammi-kesäkuussa 2016 Oravan tuottotaso heikkeni selvästi ja osakkeen kokonaistuotto jäi negatiiviseksi (-3,6 %). Lasku johtui arviomme mukaan pääasiassa siitä, että Oravan läpi Q1'16 ja Q2'16 kvartaalien omistetun asuntoportfolion arvo laski samalla, kun yhtiö ei pystynyt saavuttamaan aikaisemmassa mittakaavassa tuottoja asuntohankintojen tukkualennuksilla.

Yhtiö teki H1'16:n aikana asuntohankintoja 16 MEUR:n edestä, kun vuoden 2015 vastaavana ajankohtana yhtiö teki hankintoja 32 MEUR:n edestä. Lisäksi hankinnat alkuvuonna 2016 tapahtuivat arviomme mukaan vuodentakaista alemmilla tukkualennuksilla.

Oravan asuntoportfolion arvonmuutos

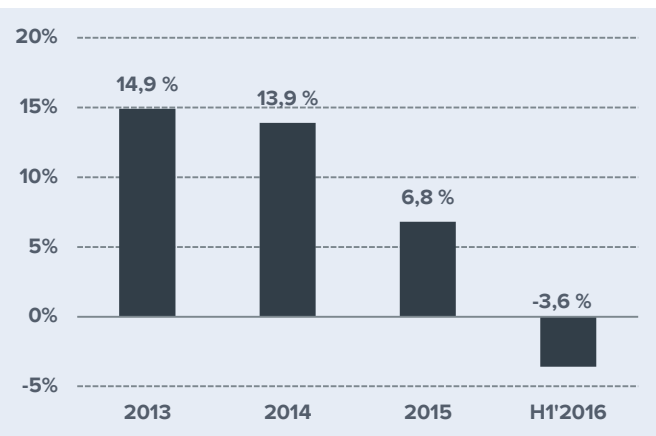


*Oravan koko kvartaalin ajan omistaman asuntosalkun arvonmuutos

** Suomen vanhojen osakeasuntojen nimellisten hintojen muutos

Lähde: Tilastokeskus ja Orava

Osakkeen kokonaistuotto-%



Lähde: Inderes ja Orava

Taloudellinen kehitys 2/4

Nettovuokratuotto-% heikentynyt

Oravan vuokrasalkun nettovuokratuotto-% on laskenut vuoden 2013 4,5 %:sta 3,8 %:iin vuoteen 2015 mennessä. Laskun taustalla on arviomme mukaan osittain kiinteistöportfolion painotuksen kääntyminen kohti matalariskisempiä, mutta suhteellisesti heikompaa vuokratuottoa tarjoavia uudempia kiinteistöjä ja pääkaupunkiseutua.

Oravan nettovuokratuotto-% on jäänyt viime vuosina myös Suomen asuntomarkkinan keskimääräistä tuottoa matalammaksi. Tilastokeskuksen mukaan Suomen vanhojen osakeasuntojen keskimääräinen nettovuokratuotto oli vuonna 2015 noin 4,7 %.

Tukkualennukset ovat viime vuosina laskeneet

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

Huoneistomyyntien osuus laskenut

Oravan huoneistomyynnit ovat suhteellisesti laskeneet vuosina 2014-2015 ja jääneet yhtiön strategisen tavoitetaso alarajalle. Vuonna 2014 myynnit olivat 5,7 MEUR eli noin 7 % avaavan taseen arvosta, vuonna 2015 6,1 MEUR ja noin 4,7 %, sekä tammi-kesäkuussa 2016 ne olivat 4,8 MEUR ja noin 4,9 %.

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

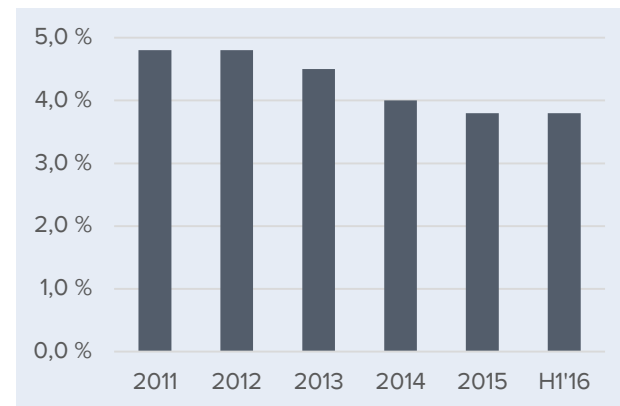
Oravan huoneistomyynnit ovat tyypillisesti historiallisesti tapahtuneet alle niiden taseeseen kirjatun käyvän arvon. Tämä johtuu arviomme mukaan osittain siitä, että tasearvoihin ei ole sisällytetty myyntien transaktiokuluja. Huomioiden alkuperäinen hankintahinta, yhtiön myynnit ovat kuitenkin olleet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

Kulusuhde nousussa kasvun myötä

Oravan kulusuhde on heikentynyt viime vuosina. Kiinteistöjen hoito- ja korjauskulujen suhteellinen osuus kiinteistöportfolion arvosta on noussut vuoden 2013 noin 2,6 %:sta noin 3,1 %:iin vuoteen 2015 mennessä. Myös hallinnointikulujen suhteellinen osuus on noussut vuoden 2013 noin 1,4 %:sta noin 1,6 %:iin vuoteen 2015 mennessä. Edelleen keskimääräiset rahoituskulut ovat nousseet merkittävästi vuoden 2013 noin 2,4 %:sta noin 3,4 %:iin vuonna 2015.

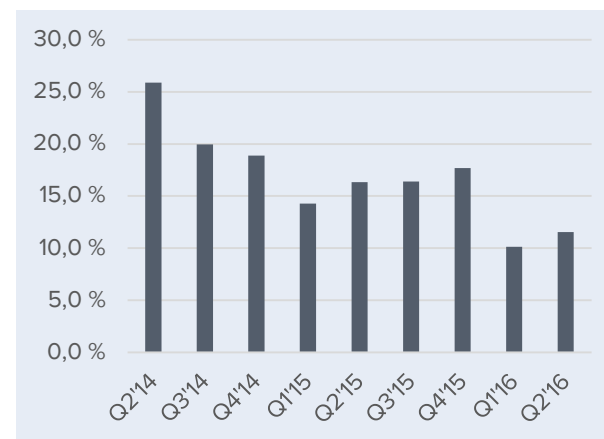
Arviomme mukaan kulusuhteen kasvuun on johtanut erityisesti portfolion nopean kasvu. Myös rahoituskulujen nousu johtuu arviomme mukaan pääasiassa voimakkaasta kasvusta, jota yhtiö on rahoittanut mm. JVK-lainan liikkeeseenlaskulla.

Oravan vuokrasalkun nettovuokratuotto-%



Lähde: Orava

Oravan hankintojen nettotukkualennus-%



Lähde: Inderes

Taloudellinen kehitys 3/4

Tulos ja NAV per osake laskenut

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

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

Oman pääoman määrä kasvanut merkittävästi

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

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

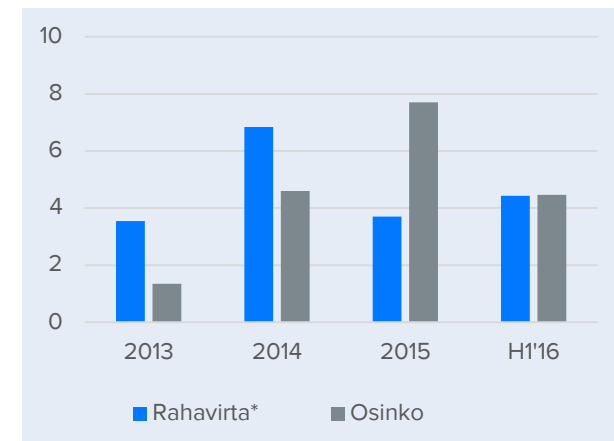
15 % tukkualennukset eivät arviomme mukaan riittä kompensoimaan yli 25 % NAV-alennuksella tehtyjen osakeantien laimennusvaikutusta. Arviomme mukaan tästä syystä johtuen Orava keskeytti läpi vuoden 2016 jatkuneet VVK-lainojen liikkeeseenlaskut syyskuussa 2016. VVK-lainojen keskeyttäminen oli mielestämme perusteltua ja positiivista Oravan omistaja-arvon kehityksen kannalta.

Kassavirta vaihdellut merkittävästi vuositasolla

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

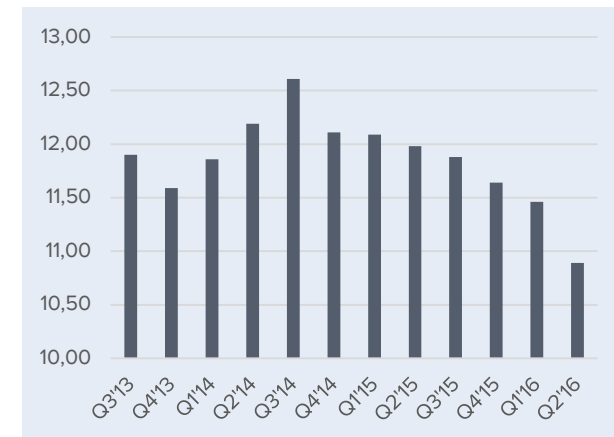
Tämä tunnusluku kasvoi merkittävästi (+93 %) vuodesta 2013 vuoden 2014 loppuun mennessä, mutta laski jälleen vuonna 2015 3,7 MEUR:oon (2014: 6,8 MEUR) ja oli tammi-kesäkuussa 2016 4,4 MEUR. Koko Oravan toimintahistoriaa tarkasteltaessa Oravan liiketoiminnan nettorahavirta ja huoneistomyyntien olivat kesäkuuhun 2016 mennessä yhteensä 23,7 MEUR ja maksetut osingot vastaavasti 19,0 MEUR. Yhtiö on siis pystynyt koko toimintahistoriansa aikana rahoittamaan osinkonsa huoneistomyynteillä.

Oravan rahavirta ja osinko



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

Oravan osakekohtainen NAV



Lähde: Orava

Taloudellinen kehitys 4/4

Lainaportfolio

Oravalla oli korollista velkaa 30.6.2016 taseessa 116,3 MEUR:n edestä. Merkittävin osa korollisista veloista koostui yhtiön omistamien asunto-osakeyhtiöiden osakkeisiin kohdistuvista yhtiölainoista. Nämä olivat arvoltaan 78 MEUR kesäkuussa 2016. 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 Oravalla oli kesäkuussa 2016 16 MEUR:n edestä pankkilainoja. Pankkilainoista 10 MEUR:n on Collector Bank AB:lta, minkä lisäksi yhtiöllä on 15 MEUR:n Revolving Credit-limiittisopimus Danske Bank Oyj:n kanssa. Emoyhtiön rahalaitoslainojen keskikorko on arviomme mukaan noin 3 %. Näiden lisäksi yhtiöllä oli kesäkuun lopussa vaihtovelkakirjalainasopimuksia 2,7 MEUR:n edestä. Kaikkien lainojen keskimääräinen laina-aika on yhtiön mukaan hieman yli 10-vuotta.

Kovenantit

Jvk-lainan sekä emoyhtiön lainojen kovenantit on sidottu velkaantuneisuusasteeseen (LTV-%), omavaraisuusasteeseen ja lainanhoitokatteeseen. Yhtiö ei ole julkistanut kovenanttirajoja, mutta käsityksemme mukaan Oravan voi olla tällä hetkellä vaikea nostaa velkaantuneisuusastetta (LTV-%) merkittävästi yli 55 prosentin kovenanttiehtojen takia. Velkaantuneisuusaste oli kesäkuun 2016 lopussa 53,6 % ja omavaraisuusaste oli 44,2 %.

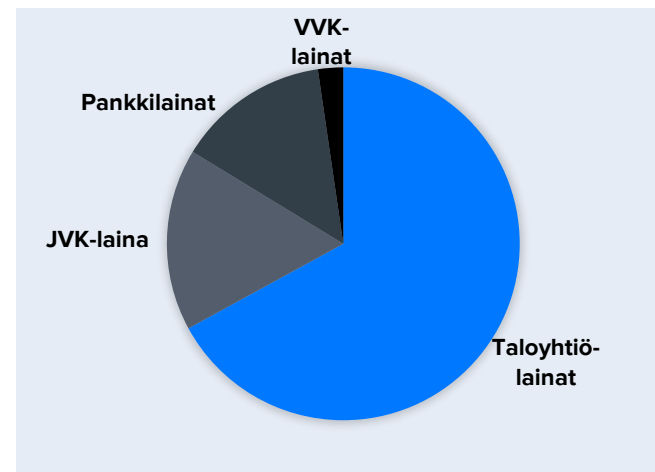
Uudelleenrahoitusriski

Oravalla oli kesäkuun 2016 lopussa 1-vuoden sisällä erääntyviä lainoja 4,9 MEUR:n edestä, 1-5-vuoden sisällä erääntyviä lainoja 49 MEUR:n edestä ja yli 5-vuoden päästä erääntyviä lainoja 62 MEUR:n edestä. Yhtiöllä oli puolestaan kesäkuun lopussa kassavaroja 4,4 MEUR:n edestä ja limiittisopimuksesta nostamatta lainaa 9 MEUR:n edestä. Arviomme mukaan yhtiön maksuvalmiusriski ei ole taserakenteen ja lainojen erääntymisten perusteella poikkeuksellisen suuri, vaikka yhtiön vuotuinen kassavirta onkin vaihdellut. Yhtiön omistamat varallisuuserät (asunto-osakeyhtiöt ja tontit) ovat tarvittaessa suhteellisen hyvin likvidoitavissa ja niillä on hyvä vakuusarvo. Tämän lisäksi Orava voi tarvittaessa vähentää kvartaaleittain maksamaansa osingon määrää, mikä parantaisi maksuvalmiutta olennaisesti.

Korkoriski

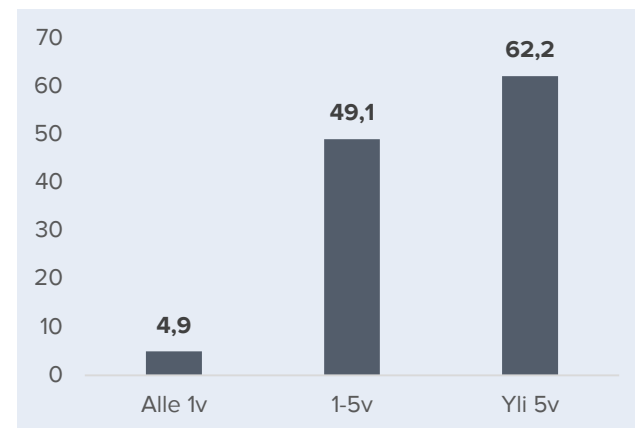
Oravan emoyhtiön lainojen suojausaste oli kesäkuun lopussa 38 %. Asunto-osakeyhtiöiden yhtiölainat ovat suojaamattomia. Yhtiön arvion mukaan lyhyiden markkinakorkojen prosenttiyksikön muutoksella ei ole merkittävää vaikutusta yhtiön tulokseen.

Oravan lainaportfolio 30.6.2016



Lähde: Orava

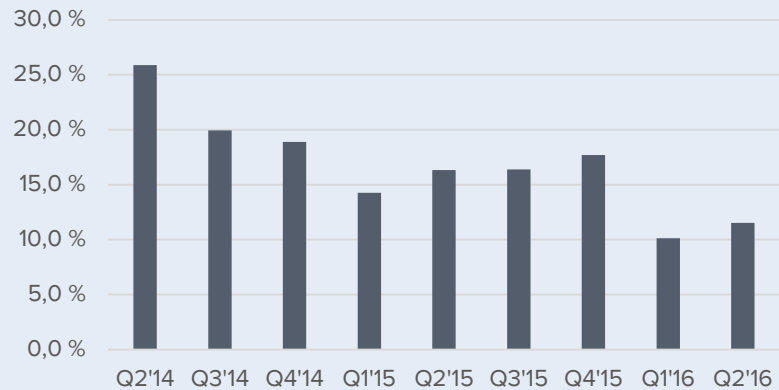
Lainojen erääntyminen, MEUR



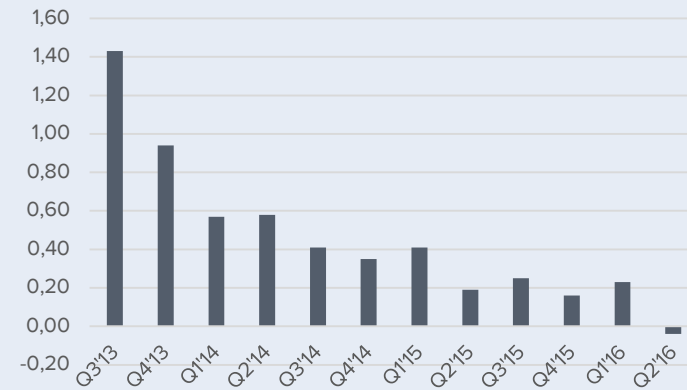
Lähde: Orava

Oravan historiallinen suorituskyky

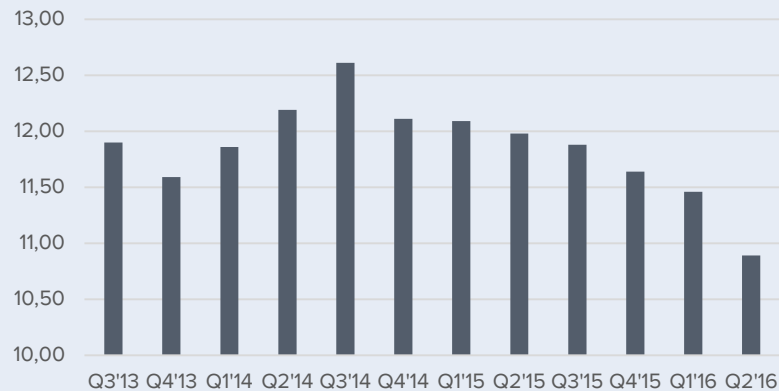
Arvioitu tukkualennus-%



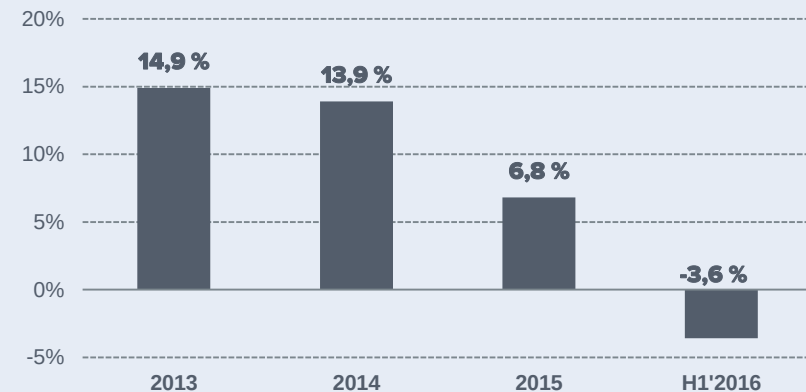
Osakekohtainen tulos



EPRA NAV per osake



Osakkeen kokonaistuotto-%



Ennusteet 1/2

Ennustamme n. 6 %:n kokonaistuottoa lähivuosille

Orava ei arviomme mukaan lähivuosina yllä vuosien 2013-2015 vahvaan tuottotasoon, sillä markkinoilla saavutettavissa olevat tukkualennukset ovat laskeneet ja yhtiön nettovuokratuotto-% on heikentynyt. Lisäksi Oravan voi arviomme mukaan olla vaikea tehdä asuntohankintoja lähivuosina vuosien 2013-2015 mittakaavassa, sillä tähän vaadittavaa pääomaa voi olla vaikea kerätä huoneistomyyntineillä ja nykyisellä osakekurssitasolla. Ennustamme Oravan osakkeen kokonaistuoton jäävän lähivuosina noin 6 %:n tasolle (2015: 6,8 %). Käsittelemme seuraavaksi tärkeimmät oletuksemme ennusteemme taustalla.

Vuokratuotot

Oravan tulevia vuokratuottoja ennustaessa on tärkeä tiedostaa, että yhtiön raportoima bruttovuokratuotto-% mittaa yhtiön vuokrasalkun tuottoa. Esimerkiksi joulukuussa 2015 Oravan myytävänä olevien sijoituskiinteistöjen käypä arvo oli 13 MEUR ja vuokratyössä olevien kiinteistöjen arvo oli 183 MEUR. Yhtiön raportoima bruttovuokratuotto oli vuonna 2015 keskimäärin 6,8 %, mutta jos laskemme bruttovuokratuoton koko vuoden 2015 kiinteistöportfolion keskimääräiselle käyvälle arvolle (mitä sovellamme ennustemallissamme) oli bruttovuokratuotto 6,1 %. Emme odota lähivuosina merkittäviä muutoksia yhtiön bruttovuokratuottoasteessa, vaan odotamme bruttovuokratuottoprosentin säilyvän vuoden 2015 tasolla vuosina 2016-2021.

Asuntohankinnat

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

Arviomme mukaan Oravalla voi olla vaikea tehdä asuntohankintoja lähivuosina vuosien 2013-2015 mittakaavassa, sillä yhtiön oman pääoman kerääminen on vaikeutunut vuoden 2016 heikon osakekurssikehityksen takia, minkä vuoksi VVK-lainojen liikkeeseenlasku tulee arviomme mukaan vähentymään lähivuosina. Vastaavasti yhtiön voi olla vaikea kasvattaa velkaantuneisuusastetta kesäkuun lopun noin 54 prosentista (LTV-%). Pääoman kerääminen asuntohankintoja varten nojaa siten jatkossa arviomme mukaan huoneistomyynteihin.

Odotamme myyntien olevan jatkossa vuosittain keskimäärin 7 % (2015: 4,7 %) kiinteistöportfolion avaavan taseen arvosta keskipitkällä aikavälillä. Odotamme myyntien transaktiokustannusten olevan keskimäärin 5 % myytävien kohteiden arvosta vuosittain (2015: huoneistomyyntien välityspalkkiot 4,2 %). Huoneistomyyntien avulla Orava pystyy arviomme mukaan tekemään uusia asuntohankintoja vuosittain noin 10-15 MEUR:n edestä lähivuosina.

Tukkualennukset

Arviomme mukaan asuntohankinnoista saatavat tukkualennukset ovat viime vuosina pienentyneet kiristyvän kilpailun, rakennusliikkeiden myymättä olevien asuntojen varastojen kutistumisen sekä asuntojen lisääntyneen kuluttajakysynnän myötä. Odotamme markkinoilla saatavien tukkualennusten edelleen hieman heikkenevän ja arviomme Oravan tulevien asuntohankintojen transaktiokulujen jälkeisen tukkualennuksen olevan lähivuosina n. 13 % (2015 k.a: n. 15 %).

Arvonnousu

Ennustamme Oravan olemassa olevien kiinteistöjen arvon nousevan vuonna 2016 noin 1,5 prosenttia. Ennusteemme vuoden 2017 keskimääräiseksi asuntojen hintanousuksi on noin 2,0 prosenttia. Keskipitkällä aikavälillä ennustamme Oravan asuntojen arvonnousun olevan noin 2,5 % vuosittain. Ennusteemme asuntomarkkinoista on esitetty tarkemmin raportin markkinakatsauksessa.

Kulut

Emme odota merkittäviä muutoksia Oravan kulurakenteeseen lähivuosina. Yhtiön kulurakenne ei arviomme mukaan merkittävästi skaalaudu kiinteistöportfolion kasvun kanssa, joten odotamme hallinnon kulujen olevan vuosittain keskimäärin 1,5 % asuntoportfolion arvosta keskipitkällä aikavälillä (2015: 1,6 %). Hoito- ja korjauskulujen oletamme pitkällä aikavälillä hieman nousevan nykyisestä kohti Suomen asunto-osakeyhtiöiden tilastollista keskiarvoa 3,6 prosenttia.

Ennusteet 2/2

Rahoituskulut

Oravalla oli korollista velkaa 30.6.2016 taseessa n. 116,3 MEUR, mikä koostui 108 MEUR:n pitkäaikaisista korollisista veloista, 4,9 MEUR:n lyhytaikaisista korollisista veloista sekä myytävänä olevien sijoituskiinteistöjen 3,4 MEUR:n veloista. Pitkäaikaisista korolliset velat jakaantuivat taas 19,4 MEUR:n jvk-lainaan sekä 91,9 MEUR:n rahoituslaitosten lainoihin. Näiden lisäksi yhtiöllä oli nostamatta olevia limiittisopimuksia n. 9 MEUR:n edestä. Lainojen keskimääräinen jäljellä oleva laina-aika on yhtiön mukaan hieman yli 10 vuotta.

Yhtiön jvk-lainan korko on kiinteä 4,25 %. Muut korolliset velat ovat arviomme mukaan pääosin vaihtuvakorkoisia. Odotamme yhtiön rahoituskulujen asettuvan pitkällä aikavälillä 3,0 prosenttiin (2015: 3,4 %).

Verot

Orava on REIT-rakenteensa ansiosta vapautettu tietyin edellytyksin yhteisöveron ja myyntivoittoveron suorittamisesta. Asuntojen myyntivoitot ovat verovapaita, mikäli yhtiö on omistanut kohteen yli 5 vuotta ja vuotuiset myynnit ovat alle 10 % avaavan taseen arvosta. Historiansa aikana Orava on maksanut myyntivoittoveroa, sillä 5-vuoden omistusaika ei ole kaikissa myynneissä täytynyt (Orava perustettu 2010). Lähivuosina Oravan on arviomme mukaan helpompi myydä kohteita verovapaasti, sillä yhä enemmän kiinteistöjä täyttää verovapauden edellyttämän 5-vuoden omistustajan. Ennustamme siksi Oravan veroasteen olevan pitkällä aikavälillä 0 %.

Tulospalkkio

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

Osakekohtainen tulos

Ennusteidemme mukaisesti Oravan osakekohtainen tulos on vuonna 2016 0,82 euroa, vuonna 2017 0,69 euroa ja vuonna 2018 0,67 euroa (2015: 0,96 euroa). Osakekohtainen tulos on laskeva Oravan kasvaneen osakemäärän ja ennustamamme lähivuosien lievästi heikentyvän suhteellisen tuloskehityksen takia.

Osingonjakosuhde lähivuosina 100 %

Oravan tavoitteena on jakaa osinkoa 7-10 % nettovarallisuudelle neljännesvuosittain. Verohuojennuslain mukaan yhtiön on jaettava vähintään 90 % katsauskauden voitostaan osinkoina poislukien realisoitumattomat käyvän arvon muutokset. Vuodelta 2015 maksettava osakekohtainen osinko 1,08e ylitti 0,96 euron osakekohtaisen tuloksen ja osingonjakosuhde oli 112,5 %. Arvioimme yhtiön jakavan lähivuosina 100 % tuloksestaan osinkoina sijoittajille pitääkseen osinkotuoton mahdollisimman korkealla lähellä tavoitetta.

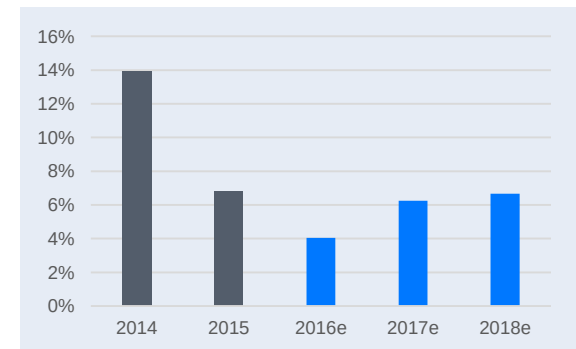
Rahavirta positiivinen

Ennusteidemme mukaisesti Oravan rahavirta on lähivuosina positiivinen osinkojen jälkeen eli vuokratuotot yhdessä velattomien huoneistomyyntien kanssa kattavat kaikki yhtiön kulut sekä osingot.

Osakkeen kokonaistuotto perusskenaariossamme 6 %

Edellisten oletusten pohjalta Oravan osakkeen kokonaistuotto (osinko + osakekohtaisen NAV:n kasvu) on ennusteemme mukaan lähivuosina n. 6 prosenttia. Oravan tuotto ylttäisi arviomme mukaan merkittävästi tätä korkeammaksi, mikäli asuntojen hintojen nousu olisi ennustamaamme korkeampaa tai jos yhtiö pystyisi kiihdyttämään vuotuisia asuntohankintojaan ennustamastamme 10-15 MEUR:sta. Käsittelemme seuraavan kappaleen skenaarioanalyysissä näiden skenaarioiden todennäköisyyttä ja vaikutusta Oravan tulokseen.

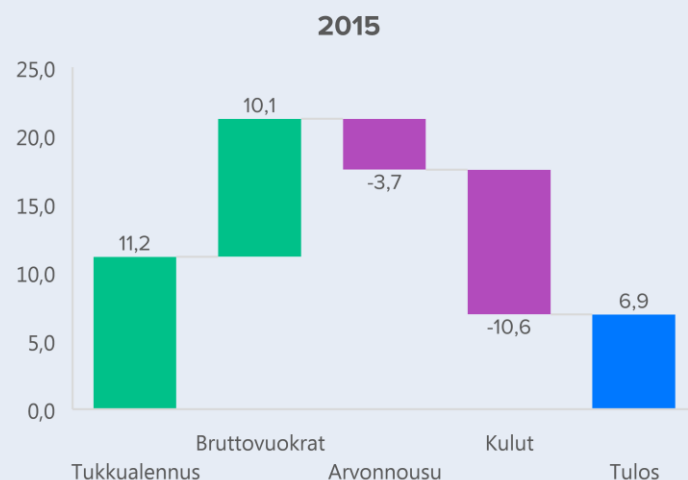
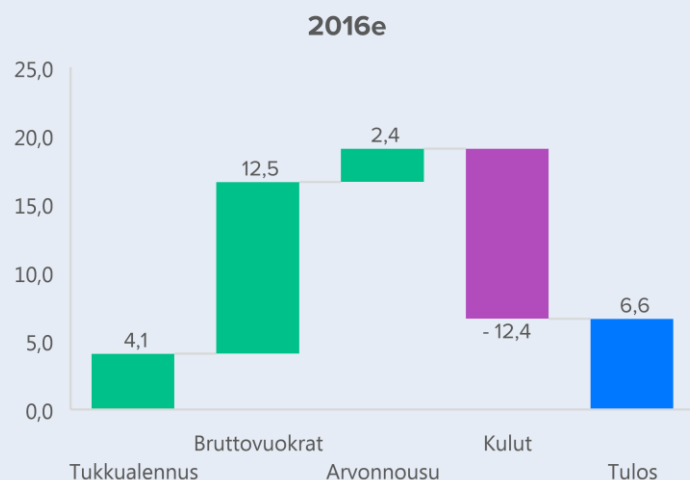
Oravan kokonaistuotto-% NAV:ille



Lähde: Orava, ennusteet Inderes

Oravan tuoton rakenne

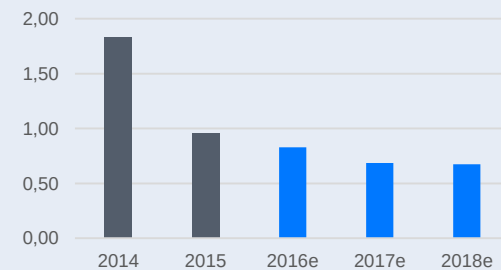
	Tavoite	2016e	2015	2014
Bruttovuokratuotto	7,0 %	6,1 %	6,1 %	6,2 %
+ Arvonmuutos	4,0 %	1,5 %	-2,3 %	-2,9 %
+ Tukqualennuksen vaikutus	1,5 %	2,0 %	6,8 %	11,3 %
- Korkokulut	-2,3 %	-1,5 %	-1,6 %	-1,3 %
- Hoito- ja korjauskulut	-3,6 %	-3,1 %	-3,1 %	-2,7 %
- Hallinnon kulut	-1,0 %	-1,5 %	-1,6 %	-1,6 %
- Tulospalkkio	-0,3 %	0,0 %	0,0 %	-0,8 %
= Oman pääoman tuotto	10 %	7 %	8 %	15 %



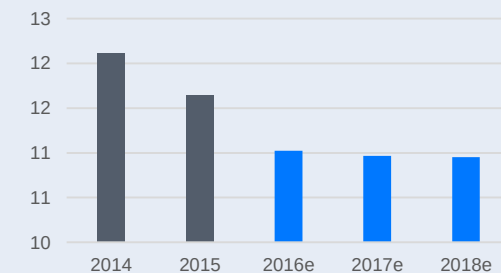
Ennustemalli

Oletukset	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Bruttovuokratuotto-% (k.a. portfolio)	6,2 %	6,1 %	6,1 %	6,1 %	6,1 %	6,1 %	6,1 %	6,1 %	6,1 %	6,1 %	6,1 %	6,1 %
Arvonmuutos-% (k.a. portfolio)	-2,9 %	-2,3 %	1,5 %	2,0 %	2,0 %	2,3 %	2,4 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %
Tukkualennus-% (hankintojen käyvästä arvosta k	20 %	15 %	14 %	13 %	14 %	15 %	15 %	15 %	15 %	15 %	15 %	15 %
Korkokulu-% (vieraasta pääomasta)	-2,8 %	-3,4 %	-2,9 %	-3,0 %	-3,0 %	-3,0 %	-3,0 %	-3,0 %	-3,0 %	-3,0 %	-3,0 %	-3,0 %
Hoito- ja korjauskulut-% (k.a. portfolio)	-2,7 %	-3,1 %	-3,1 %	-3,1 %	-3,2 %	-3,2 %	-3,3 %	-3,4 %	-3,5 %	-3,6 %	-3,6 %	-3,6 %
Liiketoiminnan muut kulut-% (k.a. portfolio)	-1,6 %	-1,6 %	-1,5 %	-1,3 %	-1,3 %	-1,3 %	-1,3 %	-1,3 %	-1,3 %	-1,3 %	-1,3 %	-1,3 %
Tulospalkkio-% (k.a. portfolio)	-0,8 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Verot-% (tuloksesta)	-1,1 %	-2,3 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Myynnit-% (ed. kauden lopun taseesta)	7,2 %	4,7 %	6,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %
Transaktiokulut-%, alennus tasearvoon	-	-	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %
Osingonjako-%	101 %	130 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %
Hankintoja vuodessa (MEUR)	46,8	64,6	25,0	15,0	15,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
Myyntejä vuodessa (brutto)	5,7	6,1	11,8	15,1	15,5	15,9	15,9	15,9	16,0	16,0	16,1	16,1
Arvonmuutos (Inderesin arvio)	-3,1	-3,7	2,4	3,6	3,6	4,2	4,6	4,8	4,8	4,8	4,9	4,9
Portfolion arvo (kauden lopussa)	130,6	195,9	215,6	221,3	226,8	227,0	227,4	228,1	228,7	229,3	229,9	230,4
Portfolion arvo (k.a)	104,9	164,8	205,7	218,5	224,1	226,9	227,2	227,8	228,4	229,0	229,6	230,1
Vieras pääoma (kauden lopussa)	59,4	95,8	110,1	116,6	122,9	123,8	125,0	126,5	127,9	129,3	130,7	132,0
Vieras pääoma (k.a)	48,4	77,6	102,9	113,4	119,7	123,3	124,4	125,8	127,2	128,6	130,0	131,4
Omaa pääomaa hankintoihin	-	-	10,6	8,5	8,7	9,1	8,7	8,5	8,6	8,6	8,6	8,7
Vieraan pääoman lisäys vuodessa	-	-	14,4	6,5	6,3	0,9	1,3	1,5	1,4	1,4	1,4	1,3
EPRA NAV vuoden lopussa	70,4	94,3	98,0	97,5	97,3	97,3	97,5	97,3	97,1	96,8	96,8	96,8
LTV-% (k.a)	46 %	47 %	50 %	52 %	53 %	54 %	55 %	55 %	56 %	56 %	57 %	57 %
Osakemäärä vuoden lopussa (miljoonaa kpl)	5,8	8,1	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9
Osakeannit (MEUR)	-	24,5	6,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Osakekurssi annissa (euroa)	-	-	7,7	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5
Osakemäärän lisäys annissa (miljoona kpl)	-	-	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EPRA NAV/osake vuoden lopussa	12,1	11,6	11,0	11,0	11,0	10,9	11,0	11,0	10,9	10,9	10,9	10,9
Tuloslaskelma (MEUR)	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Bruttovuokratuotto	6,5	10,1	12,5	13,3	13,7	13,8	13,9	13,9	13,9	14,0	14,0	14,0
Arvonmuutos (Inderesin arvio)	-3,1	-3,7	2,4	3,6	3,6	4,2	4,6	4,8	4,8	4,8	4,9	4,9
Tukkualennuksen vaikutus (Inderesin arvio)	11,9	11,2	4,1	2,2	2,4	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
Korkokulut	-1,4	-2,6	-3,0	-3,4	-3,6	-3,7	-3,7	-3,8	-3,8	-3,9	-3,9	-3,9
Hoito- ja korjauskulut	-2,8	-5,1	-6,4	-6,8	-7,2	-7,3	-7,4	-7,7	-8,0	-8,2	-8,3	-8,3
Hallinnon kulut	-1,7	-2,7	-3,1	-2,8	-2,9	-2,9	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0
Tulospalkkio	-0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verot	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tilikauden tulos	8,5	6,9	6,6	6,1	6,0	5,9	6,1	6,0	5,7	5,5	5,5	5,5
Osingonmaksu	-8,5	-9,0	-6,6	-6,1	-6,0	-5,9	-6,1	-6,0	-5,7	-5,5	-5,5	-5,5
Tulos osinkojen jälkeen	-0,1	-2,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Osinkotuotto-% NAV:ille	9,9 %	9,3 %	6,8 %	6,8 %	6,3 %	6,2 %	6,1 %	6,3 %	6,2 %	5,9 %	5,7 %	5,7 %
Kokonaistuotto-% NAV:ille	13,9 %	6,8 %	4,0 %	6,2 %	6,7 %	6,2 %	6,4 %	5,9 %	6,0 %	5,9 %	5,9 %	5,7 %

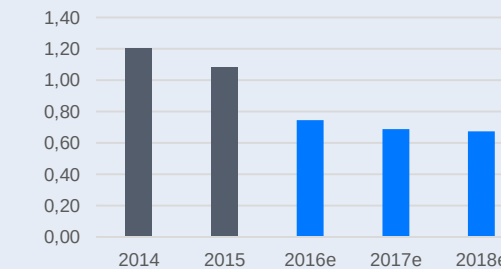
EPS



EPRA NAV per osake



Osinko per osake



Skenaarioanalyysi

Oravan liiketoimintamalli eri markkinatilanteissa

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

Tukkualennukset

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

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

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

Arvonnousu

Oravan asuntoportfolion tavoitejakauma heijastaa maantieteellisesti Suomen markkinaportfolion mukaista hajautusta. Ikäjakaumaltaan painotus on hieman markkinaportfoliota uudemmissa asunnoissa. Kokonaisuutena arviomme mukaan Suomen asuntomarkkinoiden keskimääräiset hintamuutokset heijastuvat lähes samansuuruisena myös Oravan asuntoportfolioon. Oravan tuotot ovat hyvin herkkiä asuntojen hintojen muutokselle, sillä vipuvaikutuksen takia asuntojen hintojen muutos heijastuu käytännössä yli kaksinkertaisena yhtiön tulokseen.

Heikko skenaario

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

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

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

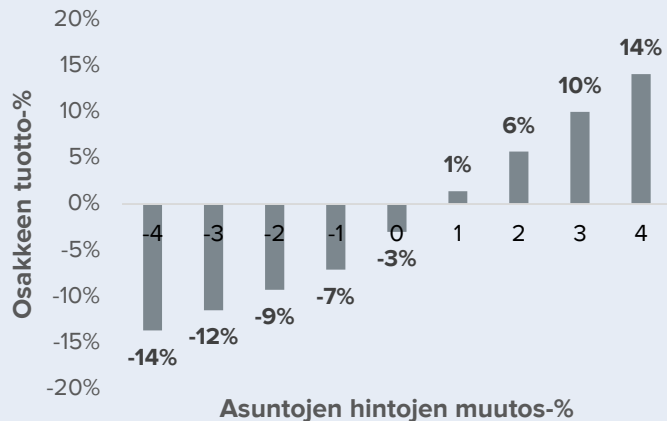
Vahva skenaario

Vahvassa skenaariossa asuntojen nimelliset hinnat nousevat vuodessa 4 %. Tämä vastaa Suomen asuntomarkkinoiden noin 40-vuoden keskiarvoa, jona aikana BKT:n keskimääräinen vuosikasvu on myös ollut noin 4 %. Viimeksi kerrostaloasuntojen keskimääräiset hinnat ovat Suomessa nousseet näin voimakkaasti vuonna 2010, jolloin vuotuinen nousu oli 9,2 %. Tällöin Suomen BKT kasvoi 3,7 % ja keskimääräinen inflaatio oli 1,3 %. Käytännössä 4 %:n keskimääräinen asuntohintojen nousu vaatisi arviomme mukaan selvää, yli 2 %:n talouskasvua ja yli prosenttiyksikön suuruista inflaatiota. Emme pidä tämänkaltaista kehitystä lähivuosina todennäköisenä, sillä lähivuosille ennustettu talouskasvu oli Finanssialan Keskusliiton mukaan lokakuussa 0,6-1,4 % ja inflaatio-ennusteet lähivuosille olivat 0,7-1,6 %:n tasolla.

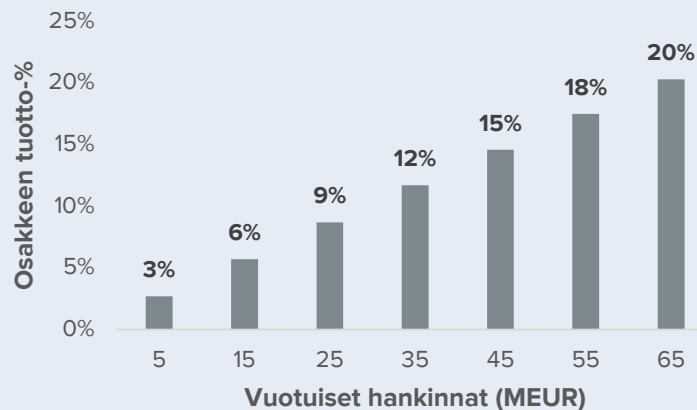
Vahvassa skenaariossa asuntohintojen nousun vaikutusta hillitsee tukkualennusprosentin selvä pienentyminen arviomme mukaan noin 10 prosenttiin. Oravan osakkeen vuotuinen tuotto on skenaariossa silti vahva +10 %.

Herkkyys- ja skenaarioanalyysi

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



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



Heikko skenaario



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

Perusskenaario



- Ennustamamme todennäköisin lähivuosien kehitys
- Asuntojen hinnat +2 %
- Hankintojen tukkualennukset 13 %

Vahva skenaario



- Vahva, noin 4 % talouskasvu Suomessa
- Asuntojen hinnat +4 %
- Hankintojen tukkualennukset 10 %

Osakkeen kokonaistuotto-% eri skenaarioissa:

Arvonmääritys ja suositus 1/3

Oravan arvonmäärityksen lähtökohdat

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

Pelkkä osinkotuotto ei ole sijoittajien kannalta olennainen, koska se ei ota huomioon muutoksia osakekohtaisessa NAV:issa. Esimerkiksi vuonna 2015 Oravan osinkotuotto NAV:ille oli 9,3 %, mutta osakkeen kokonaistuotto NAV:ille oli vain 6,8 %, sillä osakekohtainen NAV laski mm. osakeantien takia.

Oravan arvostustaso suhteessa NAV:iin

Oravan osakkeen historiallinen arvostustaso suhteessa nettovarallisuuteen on vaihdellut pörssissä 44 %:n alennuksen ja 32 %:n preemion välillä. Marraskuussa 2016 osake arvostettiin noin 43 % alle H1'16 NAV:in, mikä on alhainen arvostustaso suhteessa osakkeen historialliseen keskimääräiseen arvostustasoon (n. 11 % alle NAV:in). Nykyinen NAV-pohjainen arvostustaso ei arviomme mukaan kuitenkaan ole toimialalla poikkeuksellisen alhainen. Sijoittajat ovat historiallisesti olleet valmiita hinnoittelemaan Helsingin pörssissä kiinteistöyhtiöille erittäin korkeita NAV-alennuksia, mikäli kiinteistöyhtiön riskiprofiili on mielletty korkeaksi. Esimerkiksi Technopoliksen arvostustaso on viime vuosina

useaan otteeseen käynyt yli 40 %:n NAV-alennuksessa. Finanssikriisin myötä Spondan ja Cityconin NAV-alennukset tippuivat puolestaan yli 60 % tasolle. Nykyinen 43 %:n NAV-alennus ei siten mielestämme ole poikkeuksellisen suuri.

Oravan arvostus suhteessa NAV:iin



Lähde: Inderes

Arvostukseen vaikuttavia tekijöitä

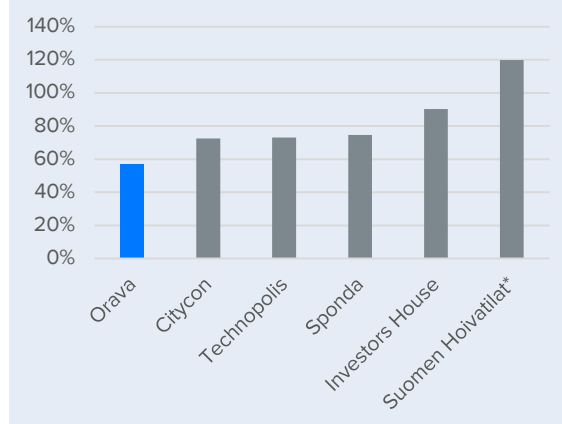
Oravan arvostukseen positiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat mielestämme osakkeen erittäin hyvä likviditeetti pörssissä, REIT-rahaston verovapaus, asuntojen defensiivinen luonne kiinteistösijoituksena, yhtiön kiinteistöportfolion riittävän suuri koko, sekä uusien asuntojen suhteellisen korkea määrä portfolioissa (Q2'16: 69 %). Arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat puolestaan yhtiön negatiivinen operatiivinen tulos (EPRA), tuloksen riippuvuus pääoman saatavuudesta (asuntohankinnoista), sekä viime vuosien vaatimaton track-record osakekohtaisen NAV:in ja osakekohtaisen tuloksen kehityksen osalta, mikä on arviomme

mukaan heikentänyt markkinoiden luottamusta yhtiöön olennaisesti.

Arvostus suhteessa verrokkeihin

Helsingin pörssin kiinteistösijoitusyhtiöt olivat arvostettu marraskuussa 2016 noin 57-120 % suhteessa NAV:in. Keskimääräinen arvostustaso oli 19 % alle NAV:in. Oravan osake oli arvostettu NAV-pohjaisesti siis kaikista kiinteistöyhtiöistä alhaisimmalle tasolle. Painotamme kuitenkin, että Helsingin pörssin kiinteistöyhtiöt ovat kaikki keskittyneet hieman erilaisiin kiinteistötöypppeihin ja siten niiden riski/tuotto - profiili ei ole siten täysin vertailukelpoinen. Oravan arvostustasoa arvioitaessa on pelkän NAV-pohjaisen arvostustason ohella erityisesti otettava huomioon minkälaista kokonaistuottoa yhtiö saa tuotettua vuosittain nettovarallisuudelle, ja millä riskiprofililla tämä tuotto muodostuu.

Kiinteistöyhtiöiden arvostus suhteessa NAV:iin



*Rakenteilla olevat ja vuokratut kiinteistöt huomioitu
Lähde: Inderes

Arvonmääritys ja suositus 2/3

Syyt NAV-alennuksen taustalla

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

Oravan tuotto/riski -profiili eroaa yhtiön omistaman kiinteistömässän tuotto/riski-profiilista mm. siinä, että Oravalle merkittävä tuottokomponentti on asuntohankinnoista saavutettavat tukkualennukset ja siitä, että Oravan operatiivinen tulos on viime aikoina ollut negatiivinen.

Osakkeen laskuvaraa rajaa jo suuri alennus tasearvoihin

Oravan osakkeen laskuvaraa rajaa jo suureksi kasvanut alennus NAV:iin. Karkean arviomme mukaan Orava pystyisi nykyisessä markkina-tilanteessa myymään portfoliokaupalla kiinteistönsä transaktiokulut huomioidenkin vähintään 50-60 % NAV:sta, mikä on lähellä tämän hetkisen osakekurssin NAV-alennusta (43 %).

Sijoittajien implisiittinen oman pääoman tuottovaatimus osakkeelle on 11 %

Oravan osake arvostettiin marraskuussa 2016 43 prosenttia alle osakkeen osakekohtaisen nettovarallisuuden (EPRA NAV) eli markkinat hinnoittelivat yhtiön arvon alle sen laskennallisen käyvän arvon. Tämän taustalla on arviomme mukaan pääasiassa osakkeen heikentynyt tuotto-odotus, eli osakkeen tuoton odotetaan jäävän lähivuosina alle sijoittajien osakemarkkinalla asettaman tuottovaatimuksen. Mikäli markkinat odottaisivat Oravan osakkeen tuoton asettuvan markkinoiden asettaman tuottovaatimuksen tasolle, olisi osake arvostettu lähelle nettovarallisuutta nykyistä korkeammalle tasolle.

Oravan osakkeen nykyinen markkinahinta 6,20 euroa tarkoittaa nykyisen ennustemallimme pohjalta arviomme mukaan noin 11 %:n implisiittistä oman pääoman tuottovaatimusta osakkeelle. Markkinoiden hinnoittelema tuottovaatimus on mielestämme tällä hetkellä suhteellisesti korkea Oravalle ja ylittää muiden pörssin kiinteistöyhtiöiden tuottovaatimuksen. Vertailun vuoksi esimerkiksi Cityconilla ja Spondalla vastaava implisiittinen oman pääoman tuottovaatimus on ennusteidemme mukaisesti noin 9 %. Orava hinnoitellaan siis riskisemmäksi kuin muut pörssin kiinteistöyhtiöt.

Tuottovaatimus vaihtelee ajan myötä

Sijoittajien on olennaista ymmärtää, että kiinteistöyhtiöltä vaadittava NAV-alennus (tai NAV-premio) vaihtelee ajan myötä. Mikäli esimerkiksi Orava onnistuisi nostamaan tuottotasoaan tai laskemaan riskiprofiiliaan, voisi osakkeelle perustella pienemmän NAV-alennuksen tai osakkeen hinnoittelun yli NAV:in.

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

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

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

Tuottovaatimuksemme on tällä hetkellä 9-10

Huomioiden Oravan toimintamallin tuotto-/riskiprofiili sekä nykyiset ennusteemme, pidämme noin 9-10 %:n oman pääoman tuottovaatimusta osakkeelle tällä hetkellä perusteltuna. Oravan tuottovaatimusta nostavat mielestämme yhtiön tuottojen painottuminen sellaisiin tuottokomponentteihin, jotka eivät ole jatkuvia, ennakoitavia ja kassavirtaperusteisia (tukkualennukset ja realisoitumattomat käyvän arvon muutokset). Tuottovaatimusta nostaa myös yhtiön heikon osakekurssitason takia heikentyneet mahdollisuudet oman pääoman keräämiseen ja sitä kautta vaikeutunut tukkualennusten hyödyntäminen. Lisäksi tuottovaatimusta nostaa Suomen yleistolouden mielestämme vaatimattomat näkymät.

Arvonmääritys ja suositus 3/3

Osakkeen kokonaistuottoon pohjautuva arvostus

Oravan osakkeen kokonaistuotto muodostuu sijoittajien näkökulmasta vuotuisista osingoista, sekä osakekohtaisen nettovarallisuuden (NAV:in) muutoksesta. Viime vuosina yhtiön osakekohtainen NAV on laskenut ja sijoittajien tuottokomponentti onkin painottunut kvartaaleittain maksettavaan osinkoon. Arviomme mukaan Oravan osakkeen kokonaistuotto NAV:lle tulee lähivuosina todennäköisesti jäämään aikaisempaa matalammaksi, noin 6 %:n tasolle (2015: 6,8 %), mikä tarkoittaa sitä, että sijoittajien tulisi vaatia NAV-alennus osakkeelle, jotta osakkeen tuotto-odotus olisi riittävän korkea. Perusskenaarion mukaisilla ennusteillamme ja 10 %:n tuottovaatimuksella NAV-alennuksen tulisi olla tällä hetkellä 35-40 %, jotta Oravan osakkeen lähivuosien tuotto (noin 6 %) olisi riittävä.

Tuottovaatimus vaikuttaa sijoittajan hyväksymään arvostustasoon

Olemme havainnollistaneet sijoittajan asettaman tuottovaatimuksen vaikutuksen Oravan hyväksyttävään NAV-pohjaiseen arvostukseen oikealla ylhäällä. Mikäli osakkeen kokonaistuotto (osinko + osakekohtaisen NAV:in kasvu) on ennustamamme 6 % ja sijoittajan asettama tuottovaatimus osakkeelle on 9-10 % välillä, tulisi osaketta hinnoitella 0,60x-0,67x suhteessa NAV:iin. Näkemyksemme mukaan osakkeen tuottovaatimus tulisi tällä hetkellä olla noin 9-10 % huomioiden osakkeen tuotto/riski -profiili.

Korkeampi arvostustaso kokonaistuoton tai alemman tuottovaatimuksen kautta

Oravan osakkeen korkeampi arvostustaso olisi perusteltu, mikäli osakkeen kokonaistuotto ylittäisi ennusteemme. Oravan vuotuinen tuotto voisi erityisesti ylittää 6 %:n ennusteemme, mikäli asuntojen hinnat lähtisivät ennustamaamme voimakkaampaan nousuun tai yhtiö saisi kiihdytettyä asuntohankintojaan ennustettamme korkeammaksi.

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

Suositus ja tavoitehinta

Näkemyksemme mukaan noin 35-40 % alennus suhteessa NAV:iin on tällä hetkellä hyväksyttävä arvostustaso Oravalle huomioiden yhtiön nykyinen tuotto/riski-profiili ja lähivuosien mielestämme vaatimaton odotettu 6 %:n kokonaistuotto NAV:ille. Asetamme siten tavoitehintamme 6,60 euroon ja annamme osakkeelle lisää-suosituksen.

Hyväksyttävä NAV-pohjainen arvostustaso eri tuottovaatimustasoilla

		Kokonaistuotto NAV:ille				
		4,0 %	5,0 %	6,0 %	7,0 %	8,0 %
Tuottovaatimus-%	7 %	0,57x	0,71x	0,86x	1,00x	1,14x
	8 %	0,50x	0,63x	0,75x	0,88x	1,00x
	9 %	0,44x	0,56x	0,67x	0,78x	0,89x
	10 %	0,40x	0,50x	0,60x	0,70x	0,80x
	11 %	0,36x	0,45x	0,55x	0,64x	0,73x
	12 %	0,33x	0,42x	0,50x	0,58x	0,67x

Sijoittajan efektiivinen kokonaistuotto-% eri NAV-alennuksilla

		Kokonaistuotto NAV:ille				
		4,0 %	5,0 %	6,0 %	7,0 %	8,0 %
NAV-alennus	-50 %	8,0 %	10,0 %	12,0 %	14,0 %	16,0 %
	-45 %	7,3 %	9,1 %	10,9 %	12,7 %	14,5 %
	-40 %	6,7 %	8,3 %	10,0 %	11,7 %	13,3 %
	-35 %	6,2 %	7,7 %	9,2 %	10,8 %	12,3 %
	-30 %	5,7 %	7,1 %	8,6 %	10,0 %	11,4 %
	-25 %	5,3 %	6,7 %	8,0 %	9,3 %	10,7 %

Tuloslaskelma ja tase

Tuloslaskelma (MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Liikevaihto yhteensä	9,7	15,3	17,5	19,0	19,1	19,7
Bruttovuokratuotot	3,2	6,5	10,1	12,5	13,3	13,7
Tuotot voitoista	6,5	8,8	7,4	6,5	5,8	6,0
Kulut yhteensä	-2,2	-5,4	-7,8	-9,5	-9,6	-10,1
Hoito- ja korjauskulut	-1,5	-2,8	-5,1	-6,4	-6,8	-7,2
Hallinnon kulut	-0,8	-1,7	-2,7	-3,1	-2,8	-2,9
Tulospalkkio	0,0	-0,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttökate	7,4	9,9	9,7	9,6	9,5	9,6
Poistot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liikevoitto	7,4	9,9	9,7	9,6	9,5	9,6
Rahoituserät	-0,6	-1,4	-2,6	-3,0	-3,4	-3,6
Korkokulut	-0,6	-1,4	-2,6	-3,0	-3,4	-3,6
Voitto ennen veroja	6,8	8,5	7,1	6,6	6,1	6,0
Verot	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	6,8	8,5	6,9	6,6	6,1	6,0
Tilikauden tulos	6,8	8,5	6,9	6,6	6,1	6,0

Vastaavaa (MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	79,2	130,6	195,9	215,6	221,3	226,8
Sijoituskiinteistöt	79,2	130,6	195,9	215,6	221,3	226,8
Vaihtuvat vastaavat	9,3	6,2	3,5	3,7	3,8	3,9
Myyntisaamiset	0,2	4,2	0,7	0,7	0,7	0,7
Likvidit varat	9,1	2,0	2,8	3,0	3,0	3,1
Taseen loppusumma	88,5	136,8	199,3	219,4	225,1	230,7
Vastattavaa (MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Oma pääoma	49,8	70,1	94,3	98,2	97,6	97,5
Osakepääoma	43,1	50,3	72,1	78,1	78,1	78,1
Kertyneet voittovarot	6,9	10,5	8,5	6,3	5,8	5,7
Muu oma pääoma	-0,2	9,3	13,7	13,7	13,7	13,7
Pitkäaikaiset velat	35,8	58,2	92,4	108,0	114,5	120,4
Lainat rahoituslaitoksilta	35,8	57,7	91,8	107,3	113,9	119,7
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,5	0,7	0,7	0,7	0,7
Lyhytaikaiset velat	2,9	8,5	12,5	13,2	12,9	12,8
Lainat rahoituslaitoksilta lyh.	1,7	1,7	4,0	4,0	3,6	3,2
Lyhytaikaiset korottomat velat	1,2	6,8	8,5	9,3	9,3	9,6
Taseen loppusumma	88,5	136,8	199,3	219,4	225,1	230,7

Suositushistoria

Suositushistoria, viimeiset 12 kuukautta

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
20.1.2015	Vähennä	-	11,92 €
16.2.2015	Vähennä	-	12,38 €
18.3.2015	Vähennä	12,70 €	12,77 €
15.5.2015	Vähennä	12,70 €	12,30 €
3.7.2015	Lisää	12,70 €	11,60 €
17.8.2015	Vähennä	11,40 €	11,09 €
2.10.2015	Vähennä	10,60 €	10,07 €
16.11.2015	Lisää	10,60 €	10,02 €
4.1.2016	Lisää	10,00 €	9,50 €
22.2.2016	Lisää	10,00 €	9,47 €
21.3.2016	Vähennä	10,00 €	10,04 €
20.5.2016	Vähennä	9,40 €	8,98 €
19.8.2016	Vähennä	8,20 €	8,51 €
14.11.2016	Lisää	6,60 €	6,20 €

Osakkeenomistajat

10 Suurinta osakkeenomistajaa osakelukumäärän perusteella 28.7.2016

	Osakkeiden määrä, kpl	Omistusosuus, %
1 Maakunnan Asunnot Oy	435 664	4,5 %
2 Yli-Torkko Erkki	199 862	2,1 %
3 Rakennusliike Leimarakentajat Oy	157 681	1,6 %
4 Sysmäläntien kiinteistöt Oy	128 212	1,3 %
5 Ålands Ömsesidiga Försäkringsbolag	100 000	1,0 %
6 Vähävara Oy	92 000	1,0 %
7 Godoinvest Oy	79 360	0,8 %
8 Niemi Aaro	46 946	0,5 %
9 Ström Leif	46 661	0,5 %
10 Orava Rahastot Oyj	45 639	0,5 %
10 Suurinta yhteensä	1 332 025	13,8 %

Vastuuvapauslauseke

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

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

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäärvo malli (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 jakaumaan suhteessa osakkeen nousuvara 12-kuukauden 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 näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesin, 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. Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

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

Inderes Oy



2015

#1 Ennustetarkkuus



2014, 2016

#1 Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016

#1 Ennustetarkkuus



2012, 2016

#1 Suositustarkkuus



2012, 2016

#2 Suositustarkkuus

Inderesin tavoitteena on tehdä Helsingin pörssistä parempi markkinapaikka. Edistämme suomalaisen pääomamarkkinan toimintaa toimimalla informaatiolinkkinä yritysten ja sijoittajien välillä sekä löytämällä sijoittajille parhaat sijoituskohteet. Vuonna 2009 perustettu yhtiö on työntekijöiden omistama.

Inderes Oy

Itämerenkatu 5

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/nderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.nderes.fi

**Palkittua
analyysiä.**