

Paineet loppuvuoteen kasvavat

Toistamme Orava Asuntorahaston vähennä-suosituksen ja tarkistamme tavoitehintamme 4,40 euroon (aik. 4,60 euroa). Osakkeen arvostustaso on NAV:iin nähden hyvin matala, mutta lähivuosien tuloksen tasoon liittyvä riski on mielestämme korkea. Yhtiön matala arvostus voisi arviomme mukaan korjaantua nopeastikin esimerkiksi REIT-rakenteesta luopumisen tai yhtiön osittaisen purkamisen kautta, mutta emme pidä tämänkaltaisia toimia tässä vaiheessa todennäköisinä. Vastaavasti myös Suomen asuntomarkkinoiden selvä käänne parempaan voisi toimia positiivisena ajurina osakkeelle, mutta toistaiseksi Suomen talouden positiivinen vire ei ole heijastunut asuntojen hintoihin.

Q1-tulos oli odotuksiamme heikompi

Oravan eilinen Q1-tulos oli odotuksiamme heikompi ja yhtiö myös laski kuluvan vuoden ohjeistustaan. Heikon tuloksen taustalla olivat 0,9 MEUR:n negatiiviset kiinteistöjen käyvän arvon muutokset. Oravan asuntojen hinnat laskivat eikä yhtiö tehnyt kaudella hankintoja, joilla heikkoa kehitystä olisi pystytty kompensoimaan. Osakekohtainen tulos oli -0,10 euroa, kun ennusteemme oli -0,02 euroa. Positiivisena asiana yhtiö kertoi Q1-raportissa karsivansa kulujaan ja käynnistäneensä sekä jatkavansa yhtiölainojen ja palvelutarjoajien kilpailutusta. Arviomme mukaan Oravan on mahdollista säästää kilpailutuksella satoja tuhansia euroja, joista merkittävin osa tulee yhtiölainojen marginaalien laskusta. Olemme tehneet pieniä muutoksia Oravan ennusteisiimme Q1-tuloksen myötä. Odotamme osakkeen lähivuosien tuoton jäävän noin 4 %:n tasolle (aik. 4-5 %:n, 2016: -3,8 %).

Omien osakkeiden ostot tai merkittävät kiinteistömyynnit arvoajureina

Orava kertoi Q1'17-tulosinfossa yhtiön selvittäneen omien osakkeiden ostamista ja harkitsevansa jopa REIT-rakenteesta luopumista, jotta se voisi tehdä omien osakkeiden ostoja. Teoriassa omien osakkeiden ostaminen nykyisellä arvostustasolla kasvattaisi osakekohtaista NAV:ia huomattavasti ja ostot lisäisivät siten omistaja-arvoa. Taseperusteisesti matala arvostustaso voisi arviomme mukaan myös korjaantua esimerkiksi purkamalla rahastoa myymällä huomattavan osuuden kiinteistöistä, mikä olisi teoriassa tässä tilanteessa kannattavaa. Nykyinen lainsäädäntö ei kuitenkaan mahdollista Oravalle omien osakkeiden ostoja emmekä pidä ainakaan tällä hetkellä purkamista todennäköisenä, vaan arvioimme johdon hakevan tulostähtäystä ja arvostuksen korjaantumista nykyisen toimintamallin avulla huoneistomyyntien ja hankintojen kautta. Orava myös odottaa asuntojen hintojen nousevan vuonna 2017, mikä osaltaan tukisi yhtiön tulosta.

Matala arvostus on perusteltu niin kauan kun odotettu tuottotaso on matala

Oravan osake arvostetaan eilisellä päätöskurssilla noin 57 % alle Q1'17:n osakekohtaisen NAV:iin. Yhtiön taseperusteinen arvostustaso on siten absoluuttisesti hyvin matala. Korkea alennus on kuitenkin mielestämme perusteltua niin kauan, kun osakkeen odotettu tuottotaso on matala ja tuloksen tasoon liittyvä riski on korkea. Merkittävä tuloskäänne ja arvostuksen korjaantuminen vaatisivat arviomme mukaan onnistuneita kiinteistöhankintoja ja asuntomarkkinoiden hintojen nousua. Näitä ei toistaiseksi ole vielä tänä vuonna nähty, mikä lisää painetta loppuvuodelle. Tavoitehintamme heijastaa 57 %:n NAV-alennusta ennustamaamme 2017 lopun NAV:iin ja keskimäärin n. 4 %:n lähivuosien osakkeen odotettua kokonaistuottoa.

Analyytikko

Jesse Kinnunen
+358 50 373 8027
jesse.kinnunen@inderes.fi



Suositus

Vähennä



Edellinen: Vähennä

Tavoitehintaa 4,40 EUR

Edellinen: 6,00



Lähde: Bloomberg

Eilisen päätös 4,25 EUR

12 kk vaihteluväli 4,27-10,12 EUR

Potentiaali 3,5 %

Katso toimitusjohtajan videohaastattelu



Avainluvut

	Liikevaihto	Liikevoitto	Liikevoitto-	Tulos ennen	Tulos/	Osinko/	EV/	EV/	EV/	P/E	Osinko-
	MEUR	(EBIT)	marginaali	veroja (PTP)	osake	osake	Liikevaihto	EBITDA	EBIT	(x)	tuotto
		MEUR	%	MEUR	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)		%
2015	18	10	55,6 %	7	0,96	1,08	9,7	17,5	17,5	9,9	11,4 %
2016	14	5	33,1 %	2	0,17	0,12	11,4	34,6	34,6	29,1	2,4 %
2017e	16	7	40,0 %	3	0,31	0,19	9,4	23,4	23,4	13,6	4,4 %
2018e	19	8	43,9 %	5	0,47	0,47	8,3	18,9	18,9	9,1	11,0 %
2019e	20	10	49,3 %	6	0,61	0,61	7,9	16,0	16,0	7,0	14,4 %
Markkina-arvo, MEUR			41	OPO / osake 2017e, EUR			10,30	CAGR EPS, 2016-2019, %			52 %
Nettovelka 2017e, MEUR			112	P/B 2017e			0,4	CAGR kasvu, 2016-2019, %			12 %
Yritysarvo (EV), MEUR			153	Nettovelkaisuusaste 2017e, %			113,5 %	ROE 2017e, %			3,1 %
Taseen koko 2017e, MEUR			221	Omavaraisuusaste 2017e, %			44,7 %	ROCE 2017e, %			3,1 %

Riski lähivuosien tuloksen tasosta korkea

Tuloksen nostaminen 2014-2015 tasolle on vaikeaa

Oravan nykyisellä asuntojen myyntitasolla ja pienemmällä maksettavalla osingon määrällä yhtiön on arviomme mukaan mahdollista tehdä tänä vuonna kohdehankintoja. Tuloksen nostaminen vuosien 2014-2015 hyvälle tasolle on silti vaikeaa, sillä tukkualennukset ovat arviomme mukaan yleisesti laskeneet viime vuosina selvästi. Oravan hankintojen tukkualennukset kulujen jälkeen laskivat arviomme mukaan viime vuonna noin 10 %:n tuntumaan, kun ne vielä vuonna 2014 olivat 20-25 %:n tasolla. Pienemmät hankintojen tukkualennukset vaikeuttavat osaltaan yhtiön tulokskäännettä hankinnoilla ja merkittävä tulokskäännä vaatisi siksi arviomme mukaan taakseen myös asuntojen hintojen nousua.

Riski lähivuosien tuloksen tasosta on mielestämme korkea

Mikäli yhtiö onnistuu ylläpitämään Q1'17:n tasoista asuntojen myyntitahtia läpi vuoden 2017 ja tämän lisäksi onnistuu uusissa tukkualennuksilla tehtävissä kohdehankinnoissa, on yhtiöllä arviomme mukaan kuitenkin edellytykset nostaa tulostaan nykyisestä, jolloin myös osakkeen arvostus voisi nousta. Vastaavasti, jos uusia onnistuneita hankintoja ei tehdä, jää Oravan tuotto nykyisellä Oravan asuntojen hintaennusteellamme (2017: +1,0 %) hyvin vaatimattomaksi. Mielestämme riski siihen, että yhtiön lähivuosien tuotto jää heikoksi on korkea, mikä osaltaan painaa myös osakkeen hyväksyttävää arvostustasoa.

Ennustetaulukko	Q1'16	Q1'17	Q1'17e	Q1'17e	Konsensus		Erotus (%)		2017
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. Inderes		Inderes
Tuotot vars. toiminnasta	2,9	3,3	3,3				0 %		13,3
Tuotot voitoista	1,9	-0,9	-0,9				0 %		3,0
Liikevaihto yhteensä	4,8	2,4	2,4				0 %		16,3
Liikevoitto	2,5	-0,1	-0,1				-3 %		6,5
Tulos per osake	0,23	-0,10	-0,10				-2 %		0,31
Osinko/osake									0,19
Liikevaihdon kasvu-%	4,7 %	12,9 %	-50,3 %				63,1 %-yks.		17,2 %

Ennustemuutokset

Laskimme ennusteitamme

Laskimme Oravan lähivuosien ennusteitamme Q1-raportin myötä hankintojen osalta. Odotamme Oravan vuotuisten kiinteistöhankintojen olevan tänä vuonna nyt 16 MEUR (aik. ennuste 22 MEUR, 2016: 20,1 MEUR) ja vuoden 2017 tuloksen olevan 3 MEUR (aik. 3,6 MEUR). Tulosennusteidemme myötä myös osinkoennusteemme laskivat. Ennusteemme ovat kokonaisuutena yhtiön uuden tarkennetun ohjeistuksen

mukaisia. Orava itse odottaa nyt vuoden 2017 tuloksen asettuvan välille 1-4 MEUR (aikaisemmin 2-5 MEUR). Orava odottaa sijoitussalkun nykyisten asuntojen arvomuutoksen kuluvana vuonna muodostuvan hieman positiiviseksi ja kohteiden hankintojen määrän laskevan viimevuotisesta tasosta.

Ennustemuutokset	2017e	2017e	Muutos	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	16,9	16,3	-4 %	19,2	18,6	0,0	20,1	19,6	-3 %
Käyttökate	7,1	6,5	-8 %	8,4	8,2	-3 %	9,9	9,6	-3 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	7,1	6,5	-8 %	8,4	8,2	-3 %	9,9	9,6	-3 %
Liikevoitto	7,1	6,5	-8 %	8,4	8,2	-3 %	9,9	9,6	-3 %
Tulos ennen veroja	3,6	3,0	-15 %	4,5	4,5	0 %	5,9	5,9	-1 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,37	0,31	-16 %	0,47	0,47	0 %	0,61	0,61	-1 %
Osakekohtainen osinko	0,36	0,19	-47 %	0,47	0,47	0 %	0,61	0,61	-1 %

Lähde: Inderes

Ennustemalli

Oletukset	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Bruttovuokratuotto-% (k.a. portfolio)	6,2 %	6,1 %	6,2 %	6,2 %	6,2 %	6,2 %	6,2 %	6,2 %	6,2 %	6,2 %	6,2 %	6,2 %
Arvonmuutos-% (k.a. portfolio)	-2,9 %	-2,3 %	0,2 %	1,0 %	2,0 %	2,3 %	2,4 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %
Tukkualennus-% (hankintojen käyvästä arvosta kuluja jälkeen)	-	-	-	9 %	10 %	15 %	15 %	15 %	15 %	15 %	15 %	15 %
Korkokulu-% (vieraasta pääomasta)	-2,8 %	-3,4 %	-2,8 %	-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 %	-3,0 %	-3,0 %	-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 %	-1,6 %	-1,6 %	-1,6 %	-1,3 %	-1,3 %	-1,3 %	-1,3 %	-1,3 %	-1,3 %	-1,3 %
Tulospalkkio-% (k.a. portfolio)	-0,8 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Verot-% (tuloksesta)	-1,1 %	-2,3 %	-7,7 %	-0,5 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Myyntit-% (ed. kauden lopun taseesta)	7,2 %	4,7 %	5,9 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %
Transaktiokulut-%, alennus tasearvoon	-	-	-	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %
Osingonjako-%	101 %	130 %	75 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %
Hankintoja vuodessa (MEUR)	46,8	64,6	20,1	16,0	15,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
Myyntejä vuodessa (brutto)	5,7	6,1	11,6	14,8	15,1	15,4	15,4	15,5	15,6	15,6	15,7	15,7
Arvonmuutos (Inderesin arvio)	-3,1	-3,7	0,4	1,4	3,5	4,1	4,5	4,7	4,7	4,7	4,7	4,8
Portfolion arvo (kauden lopussa)	130,6	195,9	210,9	215,1	220,2	220,6	221,4	222,4	223,3	224,2	225,0	225,8
Portfolion arvo (k.a.)	104,9	164,8	203,4	213,0	217,6	220,4	221,0	221,9	222,8	223,7	224,6	225,4
Vieras pääoma (kauden lopussa)	59,4	95,8	114,5	119,4	125,2	126,5	128,0	129,8	131,4	133,1	134,7	136,3
Vieras pääoma (k.a.)	48,4	77,6	105,1	116,9	122,3	125,8	127,2	128,9	130,6	132,3	133,9	135,5
Omaa pääomaa hankintoihin	-	-	-	11,1	9,2	8,8	8,5	8,3	8,3	8,4	8,4	8,4
Vieraan pääoman lisäys vuodessa	-	-	-	4,9	5,8	1,2	1,5	1,7	1,7	1,6	1,6	1,6
EPRA NAV vuoden lopussa	70,4	94,3	97,1	97,7	100,4	101,8	102,0	101,8	101,6	101,4	101,3	101,3
LTV-% (k.a.)	46 %	47 %	52 %	55 %	56 %	57 %	58 %	58 %	59 %	59 %	60 %	60 %
Osakemäärä vuoden lopussa (miljoonaa kpl)	5,8	8,1	9,6	9,6	9,6	9,6	9,6	9,6	9,6	9,6	9,6	9,6
Osakeannit (MEUR)	-	-	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Osakekurssi annissa (euroa)	-	-	-	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5
Osakemäärän lisäys annissa (miljoonaa kpl)	-	-	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EPRA NAV/osake vuoden lopussa	12,1	11,6	10,1	10,2	10,5	10,6	10,6	10,6	10,6	10,6	10,6	10,6
Tuloslaskelma (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Bruttovuokratuotto	6,5	10,1	12,5	13,2	13,5	13,7	13,7	13,8	13,8	13,9	13,9	14,0
Arvonmuutos (Inderesin arvio)	-3,1	-3,7	0,4	1,4	3,5	4,1	4,5	4,7	4,7	4,7	4,7	4,8
Tukkualennuksen vaikutus (Inderesin arvio)	11,9	11,2	1,0	1,6	1,7	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
Korkokulut	-1,4	-2,6	-3,0	-3,5	-3,7	-3,8	-3,8	-3,9	-3,9	-4,0	-4,0	-4,1
Hoito- ja korjauskulut	-2,8	-5,1	-6,1	-6,4	-7,0	-7,1	-7,2	-7,5	-7,8	-8,1	-8,1	-8,1
Hallinnon kulut	-1,7	-2,7	-3,2	-3,4	-3,5	-2,9	-2,9	-2,9	-2,9	-2,9	-2,9	-2,9
Tulospalkkio	-0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verot	-0,1	-0,2	-0,1	-1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tilikauden tulos	8,5	6,9	1,5	1,8	4,5	5,9	6,1	5,9	5,7	5,4	5,4	5,4
Osingonmaksu	-8,5	-9,0	-1,2	-1,8	-4,5	-5,9	-6,1	-5,9	-5,7	-5,4	-5,4	-5,4
Tulos osinkojen jälkeen	-0,1	-2,1	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Osinkotuotto-% NAV:ille	9,9 %	9,3 %	1,2 %	1,8 %	4,5 %	5,8 %	5,9 %	5,8 %	5,6 %	5,4 %	5,3 %	5,3 %
Kokonaistuotto-% NAV:ille	13,9 %	6,8 %	-3,8 %	1,8 %	4,6 %	5,8 %	5,9 %	5,8 %	5,6 %	5,4 %	5,3 %	5,3 %

Arvostus

Arvostus on matala, mutta myös odotettu tuottotaso on mielestämme matala

Ennusteidemme mukaisesti Oravan osakkeen kokonaistuotto NAV:lle tulee lähivuosina todennäköisesti jäämään vuosien 2013-2015 hyvää tasoa alhaisemmaksi, noin 4 %:n tasolle (2013: 14,9 %, 2014: 13,9 %, 2015: 6,8 %, 2016: -3,8 %), mikä tarkoittaa sitä, että sijoittajien tulisi vaatia NAV-alennus osakkeelle, jotta osakkeen tuotto-odotus olisi riittävän korkea. Perusskenaarion mukaisilla ennusteillamme ja 10 %:n asettamallamme tuottovaatimuksella NAV-alennuksen tulisi olla tällä hetkellä noin 57 %, jotta Oravan osakkeen lähivuosien tuotto (keskimäärin 4 %) olisi riittävä. Eiliselä päätöskurssilla mitattuna Oravan NAV-alennus 2017 lopun ennustamaamme NAV:iin on noin 58 %, joten emme tällä hetkellä näe arvostustasossa nousuvaraa

Oravan osakkeen korkeampi arvostustaso olisi perusteltu, mikäli osakkeen kokonaistuotto ylittäisi ennusteemme. Oravan vuotuinen tuotto voisi erityisesti ylittää 4 %:n ennusteemme, mikäli asuntojen hinnat lähtisivät ennustamaamme voimakkaampaan nousuun (yli 1 %) tai yhtiö saisi kiihdytettyä asuntohankintojaan ennustettamme korkeammaksi ja/tai saisi tehtyä hankintoja ennusteitamme korkeammalla

tukqualennuksella. Korkeampi arvostustaso osakkeelle voisi tapahtua myös osakkeen tuottovaatimuksen (riskitason) laskun kautta. Vastaavasti myös omien osakkeiden ostaminen tai rahaston osittainen purkamisella eli myymällä huomattava määrä kiinteistöjä voisi toimia arvoajurina osakkeelle.

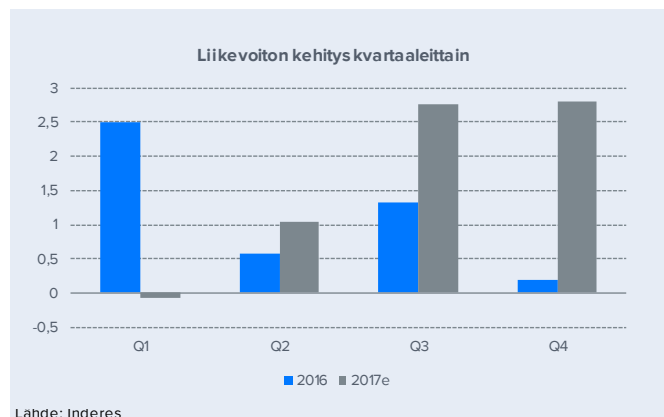
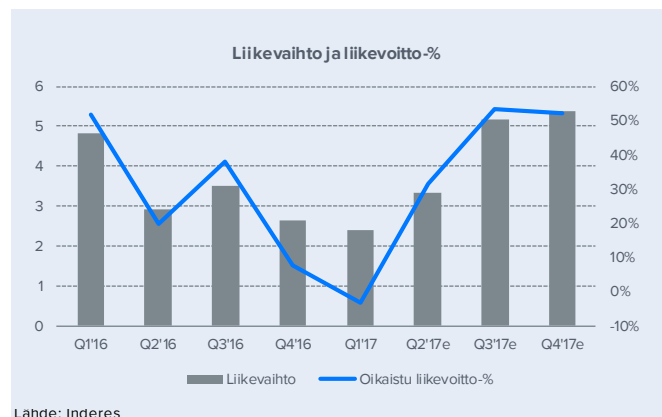
		Kokonaistuotto NAV:ille				
		3,5 %	4,0 %	4,5 %	5,0 %	5,5 %
NAV-alennus	-60 %	8,8 %	10,0 %	11,3 %	12,5 %	13,8 %
	-59 %	8,5 %	9,8 %	11,0 %	12,2 %	13,4 %
	-58 %	8,3 %	9,5 %	10,7 %	11,9 %	13,1 %
	-57 %	8,1 %	9,3 %	10,5 %	11,6 %	12,8 %
	-56 %	8,0 %	9,1 %	10,2 %	11,4 %	12,5 %
	-55 %	7,8 %	8,9 %	10,0 %	11,1 %	12,2 %

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	17,5	4,8	2,9	3,5	2,6	13,9	2,4	3,3	5,2	5,4	16,3	18,6	19,6
Orava	17,5	4,8	2,9	3,5	2,6	13,9	2,4	3,3	5,2	5,4	16,3	18,6	19,6
Käyttökate	9,7	2,5	0,6	1,3	0,2	4,6	-0,1	1,0	2,8	2,8	6,5	8,2	9,6
Poistot ja arvonalennukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	9,7	2,5	0,6	1,3	0,2	4,6	-0,1	1,0	2,8	2,8	6,5	8,2	9,6
Liikevoitto	9,7	2,5	0,6	1,3	0,2	4,6	-0,1	1,0	2,8	2,8	6,5	8,2	9,6
Orava	9,7	2,5	0,6	1,3	0,2	4,6	-0,1	1,0	2,8	2,8	6,5	8,2	9,6
Nettorahoituskulut	-2,6	-0,6	-0,9	-0,8	-0,7	-3,0	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-3,5	-3,7	-3,8
Tulos ennen veroja	7,1	1,9	-0,3	0,6	-0,5	1,6	-0,9	0,2	1,9	1,9	3,0	4,5	5,9
Verot	-0,2	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	6,9	1,9	-0,3	0,5	-0,5	1,5	-1,0	0,2	1,9	1,9	3,0	4,5	5,9
EPS (oikaistu)	0,96	0,23	-0,04	0,06	-0,06	0,17	-0,10	0,02	0,20	0,20	0,31	0,47	0,61

Tunnusluvut	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	14,3 %	4,7 %	-37,5 %	-5,8 %	-41,4 %	-20,6 %	-50,3 %	14,0 %	47,6 %	103,7 %	17,2 %	14,3 %	5,0 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	-1,7 %	-5,3 %	-75,9 %	-48,7 %	-90,7 %	-52,7 %	-103,1 %	81,9 %	107,5 %	1315,0 %	41,9 %	25,3 %	17,8 %
<i>Käyttökate-%</i>	55,6 %	51,7 %	19,7 %	37,9 %	7,5 %	33,1 %	-3,2 %	31,4 %	53,3 %	52,0 %	40,0 %	43,9 %	49,3 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	55,6 %	51,7 %	19,7 %	37,9 %	7,5 %	33,1 %	-3,2 %	31,4 %	53,3 %	52,0 %	40,0 %	43,9 %	49,3 %
<i>Nettotulos-%</i>	39,6 %	38,5 %	-11,8 %	14,2 %	-18,6 %	11,0 %	-40,7 %	5,0 %	36,3 %	35,7 %	18,4 %	24,2 %	30,0 %

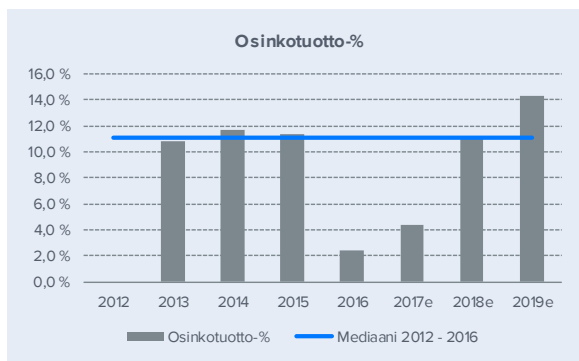
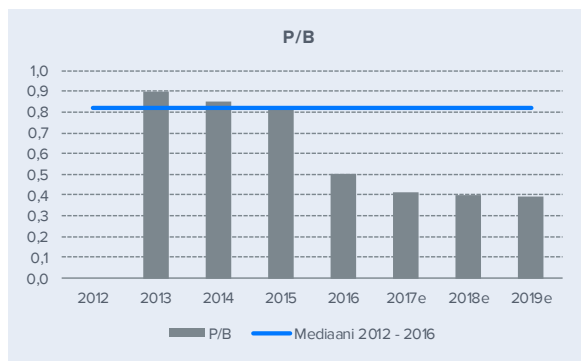
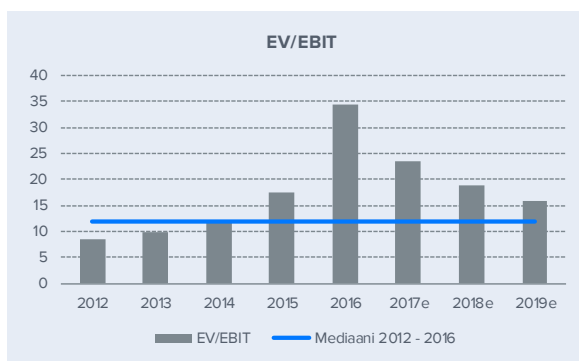
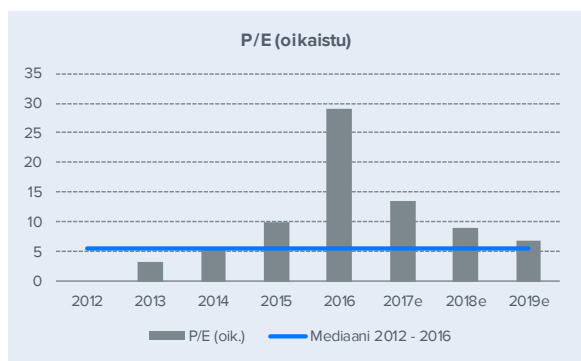
Lähde: Inderes



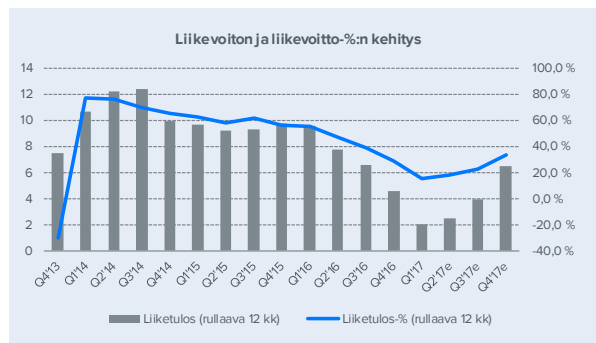
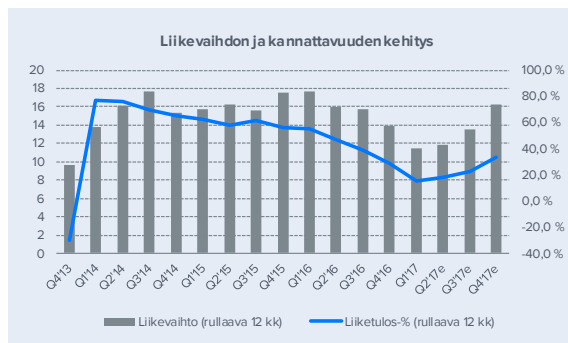
Arvostus

Arvostustaso	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi		10,34	10,25	9,50	5,06	4,25	4,25	4,25
Markkina-arvo		45	60	77	49	41	41	41
Yritysarvo (EV)	16	73	117	170	159	153	155	154
P/E (oik.)	0,0	3,2	5,6	9,9	29,1	13,6	9,1	7,0
P/E	0,0	3,2	5,6	9,9	29,1	13,6	9,1	7,0
P/Kassavirta	0,0	-3,0	-1,7	-1,5	-3,1	14,7	11,4	4,4
P/B	0,0	0,9	0,8	0,8	0,5	0,4	0,4	0,4
P/S	0,0	4,6	3,9	4,4	3,5	2,5	2,2	2,1
EV/Liikevaihto	5,0	7,5	7,6	9,7	11,4	9,4	8,3	7,9
EV/EBITDA	8,5	9,8	11,8	17,5	34,6	23,4	18,9	16,0
EV/EBIT	8,5	9,8	11,8	17,5	34,6	23,4	18,9	16,0
Osinko/tulos (%)	94,5 %	71,6 %	82,5 %	126,3 %	75,4 %	59,9 %	100,0 %	100,0 %
Osinkotuotto-%		10,8 %	11,7 %	11,4 %	2,4 %	4,4 %	11,0 %	14,4 %

Lähde: Inderes



Tulostrendi (rullaava 12 kk)

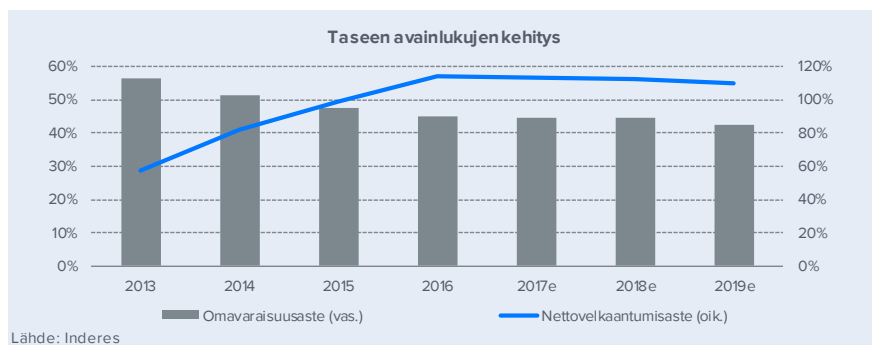


Tase

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	131	196	211	215	220
Liikearvo	0	0	0	0	0
Aineettomat oikeudet	0	0	0	0	0
Käyttöomaisuus	131	196	211	215	220
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0	0	0	0	0
Muut sijoitukset	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	0	0	0	0	0
Laskennalliset verosaamiset	0	0	0	0	0
Vaihtuvat vastaavat	6	3	5	6	7
Varastot	0	0	0	0	0
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0	0
Myyntisaamiset	4	1	1	1	1
Likvidit varat	2	3	4	5	6
Taseen loppusumma	137	199	216	221	227

Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Oma pääoma	70	94	97	99	102
Osakepääoma	50	72	72	72	72
Kertyneet voittovarot	10	9	1	2	5
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	9	14	24	24	24
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	58	92	112	114	117
Laskennalliset verovelat	0	0	0	0	0
Varaukset	0	0	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	58	92	112	114	117
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	0	1	1	1	1
Lyhytaikaiset velat	8	13	7	8	8
Lainat rahoituslaitoksilta	2	4	3	3	3
Lyhytaikaiset korottomat velat	7	9	4	4	5
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0	0	0
Taseen loppusumma	137	199	216	221	227



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2014	2015	2016	2017e	2018e
Liikevaihto	15,3	17,5	13,9	16,3	18,6
EBITDA	9,9	9,7	4,6	6,5	8,2
EBITDA-marginaali (%)	64,6	55,6	33,1	40,0	43,9
EBIT	9,9	9,7	4,6	6,5	8,2
Voitto ennen veroja	8,5	7,1	1,6	3,0	4,5
Nettovoitto	8,5	6,9	1,5	3,0	4,5
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2014	2015	2016	2017e	2018e
Taseen loppusumma	136,8	199,3	216,1	221,2	227,1
Oma pääoma	70,1	94,3	97,0	98,8	101,6
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	59,4	95,8	114,5	117,1	119,6

Kassavirta	2014	2015	2016	2017e	2018e
EBITDA	9,9	9,7	4,6	6,5	8,2
Nettokäyttöpääoman muutos	1,6	5,3	-5,1	0,5	0,5
Operatiivinen kassavirta	11,4	14,8	-0,6	7,0	8,6
Vapaa kassavirta	-34,5	-50,3	-15,5	2,8	3,6

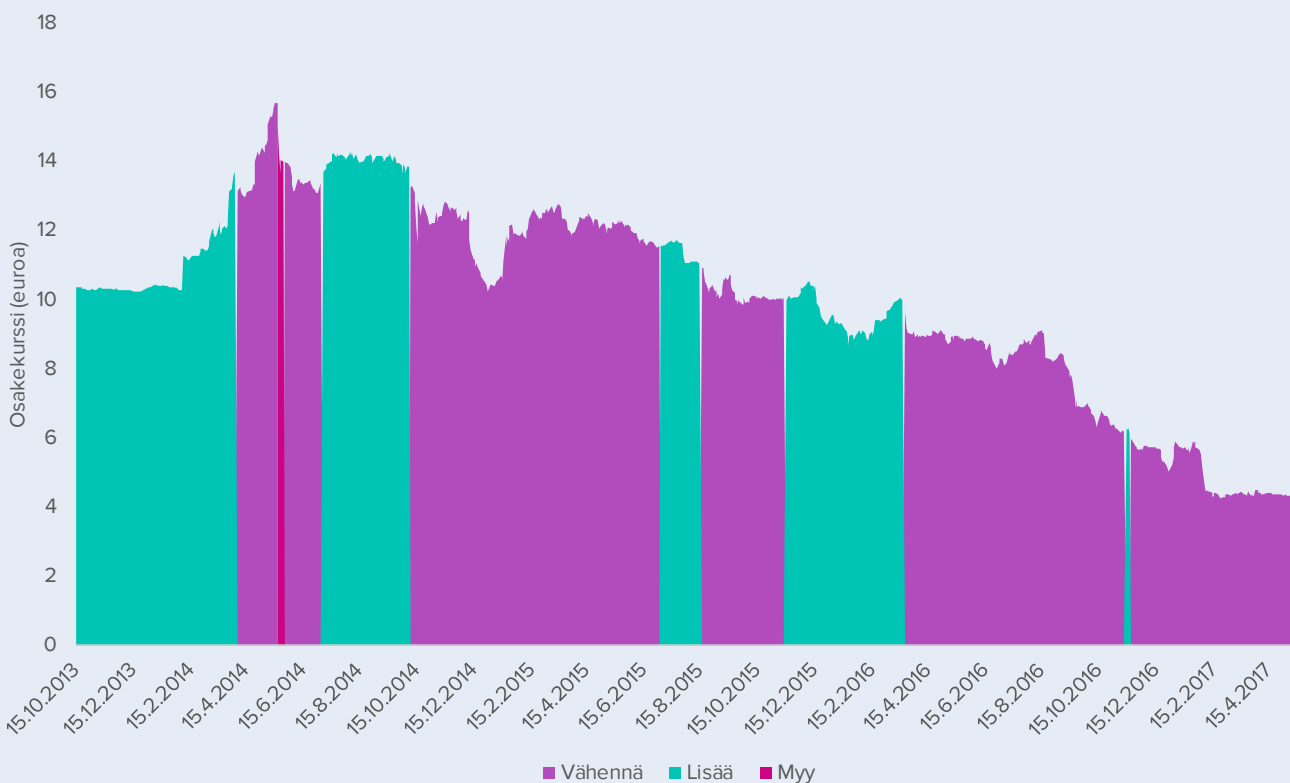
Osakekohtaiset luvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
EPS	1,83	0,96	0,17	0,31	0,47
EPS oikaistu	1,83	0,96	0,17	0,31	0,47
Operat. kassavirta per osak	2,46	2,06	-0,07	0,73	0,90
Tasearvo per osake	15,17	13,08	11,03	10,30	10,58
Osinko per osake	1,20	1,08	0,12	0,19	0,47
Voitonjako, %	83	126	75	60	100
Osinkotuotto, %	11,7	11,4	2,4	4,4	11,0

Tunnusluvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
P/E	7,0	11,1	31,8	13,6	9,1
P/B	0,8	0,8	0,5	0,4	0,4
P/Liikevaihto	3,9	4,4	3,5	2,5	2,2
P/CF	5,2	5,2	neg.	5,8	4,7
EV/Liikevaihto	7,6	9,7	11,4	9,4	8,3
EV/EBITDA	11,8	17,5	34,6	23,4	18,9
EV/EBIT	11,8	17,5	34,6	23,4	18,9

Suositushistoria

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
15.10.2013	Lisää	-	10,30 €
7.11.2013	Lisää	-	10,30 €
11.2.2014	Lisää	-	11,23 €
7.4.2014	Vähennä	-	13,64 €
12.5.2014	Vähennä	-	15,08 €
20.5.2014	Myy	-	15,70 €
27.5.2014	Vähennä	-	14,10 €
7.7.2014	Lisää	-	13,41 €
8.10.2014	Vähennä	-	13,80 €
10.11.2014	Vähennä	-	12,40 €
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 €
18.11.2016	Vähennä	6,30 €	6,13 €
7.12.2016	Vähennä	6,00 €	5,73 €
5.1.2017	Vähennä	6,00 €	5,74 €
6.2.2017	Vähennä	5,00 €	5,10 €
2.3.2017	Vähennä	4,60 €	4,38 €
19.5.2017	Vähennä	4,40 €	4,25 €

Orava Asuntorahaston osakekurssi ja suositushistoria



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 sijoitusuusituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia 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 jakaumaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

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

Inderesin tutkimusta laatiineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistuosuuksia 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 laatieneen 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 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. 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/>