

Ovaro Kiinteistösijoitus

Laaja raportti

03.03.2025 07:00



Frans-Mikael Rostedt
+358 44 327 0395
frans-mikael.rostedt@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Pörssin uusi kiinteistökehittäjä

Ovaro on myynyt heikkolaatuiset asuntonsa ja skaalaa ylös lähivuosina osta-kehitä-myy-liiketoimintamallia, jonka keskiössä on Jyväskylän Kukkula-hanke. Rakennuttamistoiminnan ylösajoa on potkittu eteenpäin radikaalisti heikentyneessä uudisrakennusmarkkinassa, ja odottamaamme tuloskasvuun liittyy edelleen merkittävää epävarmuutta erityisesti ulkoisten riskien takia. Tasearvostus (P/B 0,62x) on matala, mutta peilattuna nykyisen murrosvaiheen korkeaan riskiprofiiliin ja lähivuosien ~7 % ROE:een, tuotto-odotus jää lyhyellä aikavälillä alle korkean tuottovaateemme. Laskemme ennustemuutosten ajamana tavoitehintamme 3,75 euroon (aik. 4,10 euroa) ja suosituksemme vähennä-tasolle (aik. lisää).

Aktiivinen osta-kehitä-myy-kiinteistösijoittaja

Ovaro on suomalainen aktiivinen kiinteistösijoitusyhtiö, joka ostaa, omistaa, kehittää, vuokraa, rakennuttaa ja myy asuntoja ja toimitiloja. Yhtiö on loppusuoralla vaikeassa muutosmatkassaan vuodesta 2017, jossa se on luopunut lähes kokonaan vanhasta heikkolaatuisesta asuntoportfoliostaan (>1500 asuntoa) ja siirtynyt uuteen osta-kehitä-myy -strategiaan. Nykyjohton alaisuudessa yhtiöllä on hyviä näyttöjä uusista investoinneista. Kiinteistöportfolion käypä arvo oli Q4'24 lopussa 34,2 MEUR (+9,2 MEUR osakkuusyhtiöomistus), ja portfolio koostuu lähes täysin toimitiloista, tonteista ja kehityskohteista. Alueellisesti Jyväskylällä on tällä hetkellä erittäin suuri paino, mikä nostaa alueriskiä. Muita keskeisiä alueita ovat Tampere, pk-seutu ja Kuopio. Raportoitu tuloskehitys on ollut edelleen heikkoa asuntojen myyntitappioiden ja arvonalentumisten painamana. Operatiivinen kehitys on ollut maltillisen positiivista ja osakekohtainen nettovarallisuus on kääntynyt viime vuosina jälleen nousuun, joskin Q4'24 toi positiiviseen trendiin kolauksen. Tase on nyt asuntomyyntien jälkeen terve (omavaraisuusaste 68 %, LTV 44 %) ja yhtiön rahoitettavuus on parantunut, mikä luo pohjaa tulevien vuosien merkittävälle investointitarpeille. Ovaro skaalaa rakennuttamistoimintaansa lähivuosina, ja tämän keskiössä on Jyväskylän Kukkulan aluekehityshanke, jonka yhtiö osti vuonna 2024 kokonaan omistukseensa. Kukkula-hanke tarjoaa yhtiölle 15 vuoden asuntorakennuttamisen kehityspotken, ja sen onnistumisella on erittäin kriittinen rooli yhtiön sijoitustarinassa.

Odotamme tuloskasvua lähivuosina, mutta yhtiön oman hallinnan ulkopuolella olevat riskit pysyvät korkeina

Laskimme ennusteitamme odotuksia heikomman Q4:n ja hankkeiden käynnistymiseen liittyvien odotustemme lykkääntymisen seurauksena. Ennustamme Ovaron nettotuloksen nousevan maltillisesti 0,9 MEUR:oon vuonna 2025 ja vuosina 2026-2028 2,8-5,2 MEUR:oon positiivisten käyvän arvon muutosten sekä rakennuttamisen volyymin ja nettotuottojen kasvun ajamana. Ennustamme oman pääoman tuoton olevan vuosina 25-28 keskimäärin noin 7 %. Ennusteisiin liittyy selvää epävarmuutta, koska tulovirrat ovat riippuvaisia rakennuttamishankkeiden käynnistymisestä. Erityisesti Kukkula-hankkeen viivästymisellä olisi merkittävä negatiivinen vaikutus lyhyen aikavälin ennusteisiin. Suomen ja Jyväskylän heikko yleinen taloustilanne (korkea työttömyys) sekä avoimien kiinteistörahastojen ongelmat varjostavat jo ennestään erittäin vaikeaa uudisasuntorakentamisen markkinaa. Taloustilanteen ennustetaan parantuvan 2025, mutta Jyväskylä voi kärsiä suhteellisesti enemmän kuin suurimmat kaupungit mahdollisesta parantumisen lykkääntymisestä.

Jäämme odottamaan parempaa ostopaikkaa ja tuloskasvunäkymän selkeytymistä

Ovaron tase arvostetaan pörssissä huomattavalla alennuksella suhteessa sen nettoarvoon (P/B 0,62x ja P/EPRA NAV 0,69x), mutta suhteutettuna ennustamaamme oman pääoman tuottoon (2025-2028 ka. ~7 %) ja 10-12 %:n oman pääoman tuottovaateeseen, merkittävä alennus on perusteltu. Nykyhetkessä oman pääoman tuottovaatimuksemme on lähempänä haarukan ylälaitaa, koska hankeputken realisoitumisen ajoitukseen liittyy edelleen merkittävää epävarmuutta nykyisessä hyvin epävarmassa uudisasuntorakentamisen tilanteessa. Kiinteistöomaisuuden tasearvo on mielestämme nyt kurantti, mutta varoista 26 % nojaa tulevaisuuden odotuksiin (aineeton omaisuus ja verosaamiset). Matalan tasearvostuksen myötä näemme tuotto-odotuksen selvästi positiivisena, mutta se jää nykyhetkessä korkean tuottovaatimuksemme alapuolelle.

Suositus

Vähennä

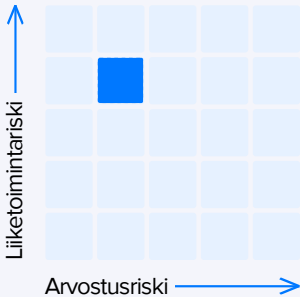
(aik. Lisää)

3,75 EUR

(aik. 4,10 EUR)

Osakekurssi:

3,39



Avainluvut

	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	5,3	4,8	10,9	36,9
Nettotuotot	2,6	2,2	2,3	2,7
Käyvän arvon muutokset ja luovutusvoitot/-tappiot	-2,7	1,1	5,4	0,8
Liikevoitto	-0,5	1,8	6,9	4,7
Nettotulos	0,6	0,9	5,2	2,8
EPS (oik.)	0,07	0,10	0,63	0,34
EV/EBIT	neg.	32,1	8,6	14,4
P/E	48,6	32,5	5,4	10,0
P/EPRA NAV	0,69	0,67	0,60	0,57
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	1,8 %	2,9 %

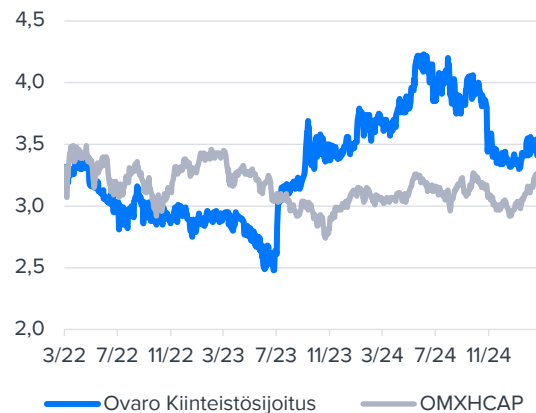
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Uusi ohjeistus)

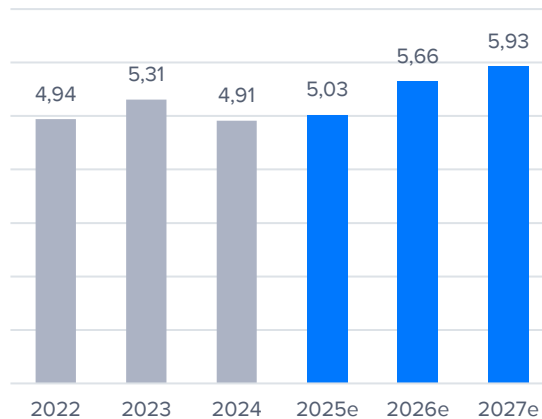
Ovaro Kiinteistösijoitus ohjeistaa, että vuoden 2025 tilikauden tulos paranee vuodesta 2024 (0,6 MEUR).

Osakekurssi

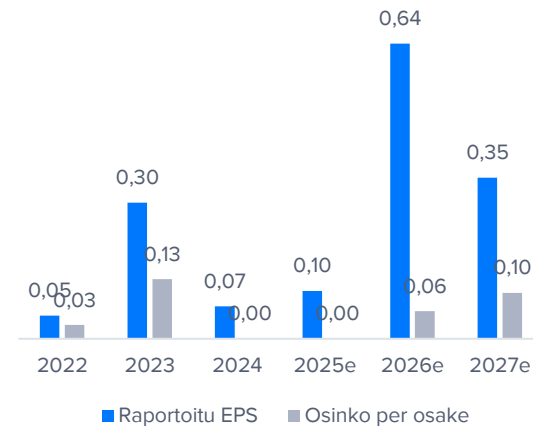


Lähde: Millistream Market Data AB

EPRA NAV per osake



Raportoitu EPS ja osinko per osake



Arvoajurit

- Kukkula-hankkeen kehityspotentiaali
- Hankekannan tarjoama kehityspotentiaali
- Pääomien uudelleenallokoinnissa onnistuminen
- Kulurakenteen tehostaminen ja skaalautuminen investointien kautta
- Tervehtynyt tase ja matala arvostus mahdollistavat arvonluonnin omien osakkeiden ostolla



Riskitekijät

- Kiinteistökehityshankkeisiin liittyvät riskit
- Kiinteistösijoitusmarkkinan kehitykseen liittyvät riskit
- Jyväskylällä erittäin merkittävä paino, mikä nostaa alueriskiä
- Rakennuttamistoiminta on edelleen ylösajovaiheessa, ja tasaisempaa tulovirtaa sieltä alkaa tulla vasta lähivuosina
- Yleisellä talouskehityksellä merkittävä vaikutus kiinteistömarkkinaan

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	3,39	3,39	3,39
Osakemäärä, milj. kpl	8,1	8,1	8,1
Markkina-arvo	28	28	28
Yritysarvo (EV)	59	59	67
P/E	32,5	5,4	10,0
P/EPRA NAV	0,67	0,60	0,57
EV/EBIT	32,1	8,6	14,4
P/B	0,61	0,55	0,52
Osinko/tulos (%)	0,0 %	9,5 %	29,6 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	1,8 %	2,9 %

Lähde: Inderes

Ovaro Kiinteistösijoitus lyhyesti

Ovaro on suomalainen aktiivinen kiinteistösijoitusyhtiö, joka ostaa, omistaa, kehittää, vuokraa, rakennuttaa ja myy asuntoja sekä toimitiloja.

2010

Perustamisvuosi

34,2 MEUR

Kiinteistöportfolion käypä arvo*

44,7 MEUR ja 40,2 MEUR

Oma pääoma (IFRS NAV) ja EPRA NAV*

61 %

Kiinteistöömaisuuden osuus taseen varoista*

68 % ja 44 %

Omavaraisuusaste ja LTV (Loan-to-Value)*

378 MEUR ja 91 %

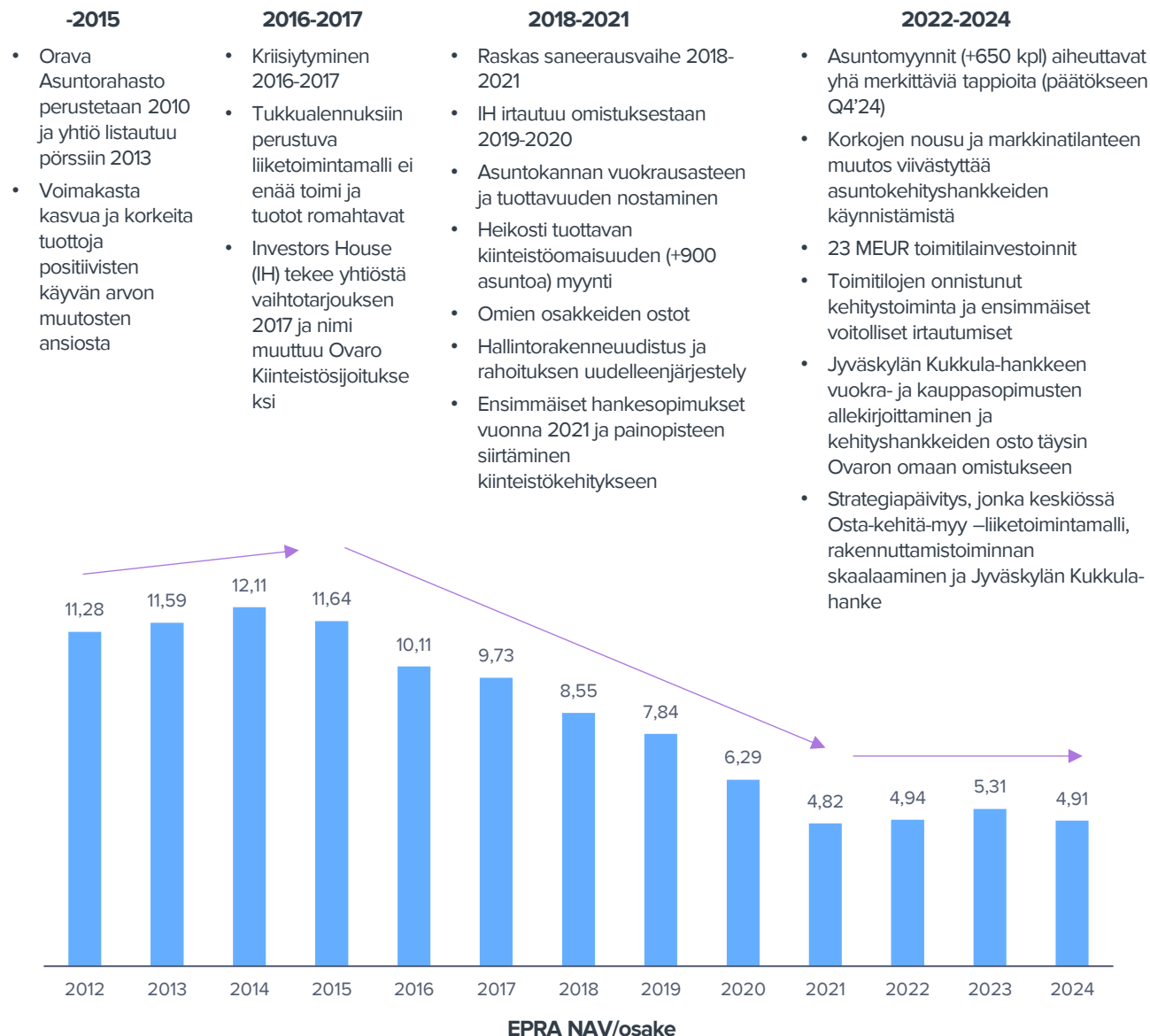
Kiinteistökehityshankkeiden hankekanta (2025-2040) ja Jyväskylän paino*

0,6 MEUR ja -0,1 MEUR

Edellisen 12 kk raportoitu ja operatiivinen (EPRA) tulos*

*Q4'24:n lopussa

Lähde: Ovaro / Inderes



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/6

Yhtiökuvaus

Asuntoihin ja toimitiloihin keskittynyt aktiivinen kiinteistökehitys- ja sijoitusyhtiö

Ovaro Kiinteistösijoitus Oyj on aktiivinen kiinteistökehitys- ja sijoitusyhtiö. Yhtiö omistaa, kehittää, vuokraa, ostaa, myy ja rakennuttaa asuntoja, yhteiskuntakiinteistöjä, liikerakennuksia sekä toimitiloja. Yhtiön Q4'24:n lopun 34,2 MEUR:n kiinteistöportfolion käyvistä arvosta toimitot, liikerakennukset ja tontit muodostivat 97 % ja asunnot 3 %. Tämän lisäksi Ovaro omistaa 1/3:n Apitare Oy:stä, joka hallinnoi noin 55 MEUR:n arvoista Keski-Suomen Hyvinvointialueelle pitkällä triplanettovuokrasopimuksella vuokrattua kiinteistöä. Kiinteistösalkun taloudellinen vuokrausaste oli Q4'24:n lopussa noin 86,1 % ja nettotuotto-% 8,1 %.

Ovaro käy parhaillaan läpi transformaatiota puhdasveriseksi kiinteistökehittäjäksi ja ajaa ylös rakennuttamistoimintaa. Yhtiöllä on selkeä hankeputki pitkälle tulevaisuuteen Jyväskylän Kukkulan kehityshankkeessa (noin 80-90 000 k-m² vuosille 2025-40), minkä lisäksi sillä on noin 51 MEUR:n hankekanta (asuntoja ja hoivakoti). Yhtiön muutosmatka kiinteistökehittäjäksi on tällä hetkellä murrosvaiheessa ja tulosmielessä yhä aluillaan, jonka takia tasaisempaa tulovirtaa kehityksestä ja rakennuttamisesta joudutaan vielä odottamaan lähivuosille.

Historia lyhyesti

Ovaron historia on tapahtumarikas ja täynnä monia käännteitä. Yhtiön edeltäjä Orava Asuntorahasto perustettiin vuonna 2010 ja se listautui pörssiin vuonna 2013. Orava oli Suomen ensimmäinen

yhteisöverosta vapautettu asunto-REIT ja sen alku oli monelta osin menestyksekkäs. Liiketoimintamalli perustui hankinnoista saavutettuihin tukkualennuksiin ja yhtiö pystyi ensimmäisinä vuosinaan ostamaan kohteita huomattavilla tukkualennuksilla ja näin yltämään korkeaan raportoituun tulokseen. Yhtiö maksoi käytännössä koko tuloksensa osinkoina omistajille ja osinkotuotto oli yksi pörssin korkeampia.

Vuosien 2016-2017 aikana yhtiö ajautui kuitenkin ongelmiin ja sen taloudellinen kehitys heikkeni merkittävästi. Ongelmien taustalla olivat liiketoimintamalliin liittyneet tietyt valuviat ja historiassa tehdyt strategiset virheet. Investors House teki yhtiöstä vaihtotarjouksen loppuvuonna 2017¹ ja yhtiötä on saneerattu tästä lähtien aktiivisesti. Keskeisiä saneeraustoimenpiteitä ovat olleet muun muassa heikosti tuottavan asunto-omaisuuden myynti (+1400 myytyä asuntoa 2018–2024 aikana), hallintorakenneuudistus ja kulurakenteen tehostaminen, vuokrausasteen nostaminen, velkaantuneisuuden laskeminen sekä rahoituksen uudelleenjärjestäminen.

Saneeraustoimenpiteiden lisäksi Ovaro on rakentanut pohjaa kasvuvaiheeseen siirtymiselle rakentamalla hankekantaa (investoinnit Kukkula-hankkeeseen + muut kehityshankkeet) ja hankkimalla paremmin tuottavia toimitokiinteistöjä, joissa se näkee kehityspotentiaalia. Yhtiö onkin siirtänyt painopistettään selvästi kiinteistökehitykseen. Lopullinen niitti muutoksessa täysiveriseksi kiinteistökehittäjäksi oli Kukkula-hankkeen kehityshankkeiden, joissa aiemmin yhtiö oli mukana 1/3 osuudella, ostaminen kokonaisuudessaan Ovaron omistukseen.



- Osta-kehitä-myy –toimintamallilla toimiva kiinteistökehitys- ja sijoitusyhtiö
- Kiinteistötyypeinä asunnot, toimitilat, yhteiskuntakiinteistöt ja liikerakennukset
- Yhtiö skaalaa ylös rakennuttamistoimintaa vuosina 2025-2027
- Yhtiö käynyt läpi merkittävän saneerausprosessin vuosina 2018-2024 myymällä pois heikosti tuottavat asuntosijoitukset maakunnista ja tase on nyt puhdistettu seuraavaan kehitysvaiheeseen
- Jyväskylän Kukkulan aluekehityshankkeen onnistuminen yhtiön kannalta erittäin kriittistä
- Jyväskylällä merkittävä alueellinen paino (~90 %), Pääkaupunkiseutu, Tampere, Kuopio ja Turku muut toiminta-alueet
- Sijoituskiinteistöjen tase-arvo Q4'24 lopussa: 34,2 MEUR
- Nettovarallisuus (EPRA) Q4'24 lopussa: 40,2 MEUR
- Nettotuotto-% Q4'24 lopussa: 8,1 %

¹ Investors House irtaantui Ovaro-omistuksesta vaihteittain vuosien 2019-2020 aikana.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/6

Kiinteistökehitys

Kiinteistökehityслиiketoiminta lyhyesti

Ovaro on strategisessa murroksessa, jossa se on siirtänyt liiketoiminnan painopistettä vuokraustoiminnasta kiinteistökehitykseen vuodesta 2021 lähtien. Kiinteistökehittäminen sisältää kiinteistökehityskohteiden ja tonttien hankinnan, kehittämisen, rakennuttamisen ja myynnin. Vaikka ensimmäiset sopimukset tehtiin 2021, hankkeet eivät ole käynnistyneet markkinatilanteen heikennyttyä radikaalisti korkojen nousun vuoksi. Yhtiö on myös hankkinut osta-kehitä-myy –ajatuksella toimitilakohteita, joita se on kehittänyt vuokrausasteita nostamalla, käyttötarkoituksen muutoksilla ja kaavakehityksellä. 2024 Ovaro hankki kokonaan omistukseensa Jyväskylän Kukkulan kehityshankkeet, jotka tarjoavat sille hankeputken seuraavaksi 15 vuodeksi. 2025 Ovaro perusti rakennuttajayhtiön ja palkkasi entisen Laptin palvelutilarakentamisen johtajan Raimo Pesolan yhtiön toimitusjohtajaksi ja osakkaaksi.

Jyväskylän Kukkula-hanke määrittää pitkälti yhtiön suuntaa tällä vuosikymmenellä

Jyväskylän Kukkula-hanke koostuu Keski-Suomen Sairaanhoidopiirille takaisinvuokratun kiinteistön lisäksi suojeltavista ja purettavista rakennuksista sekä 80-90 000 kem2 uudisrakennusoikeudesta aluekehityshankkeeseen. Kukkula sijaitsee noin 2km päässä ydinkeskustasta. Alueelle kaavaillaan 2 700 uutta asukasta, ja pelkästään Nova-sairaalassa työskentelee jo yli 3 000 työntekijää. Kulkuyhteydet alueelle ovat hyvät ja tulevat olemaan jatkossakin sairaalasijainnin takia.

Ovaro, Royal House ja Investors House ostivat kehityshankkeet tasaosuuksin Keski-Suomen Hyvinvointialueelta kesällä 2023, perustuen vuonna 2021 solmittuun esisopimukseen. Kauppahinta oli

yhteensä 21,4 MEUR. Ovaro osti kehityshankkeet kokonaan omistukseensa yhtiökumppaneilta kesällä 2024 noin 23 MEUR:n arvostuksella. Kehityshankkeet ovat suuria Ovaron kokoon nähden ja onnistuminen näissä on yhtiön sijoitustarinan keskiössä tällä vuosikymmenellä.

Kukkulan alueen suojeltujen rakennusten kehitys uusiokäyttöön ("Vaihe 2")

Suojeltavat rakennukset koostuvat Jyväskylän entisen keskussairaala-alueen rakennuksista (vuokrattava pinta-ala ~20 000 neliötä, joille ei ole saatavissa purkulupaa). Yhtiön on tarkoitus tehdä rakennuksiin mahdollisuuksien mukaan käyttötarkoituksmuutoksia ja löytää tiloihin vuokralaisia sekä myydä kohteita alueelta. Selkeä erillinen palanen kokonaisuudessa on noin 6000 m² asuinrakennustilat, jotka voitaisiin myydä asuntokehittäjälle. Arviomme mukaan Jyväskylän keskussairaala-alueen tilojen vuokraukselle pitäisi lähtökohtaisesti olla kohtuulliset edellytykset, mutta ne tulevat myös vaatimaan investointeja uusia vuokralaisia varten (2024 investoinnit ~4 MEUR). Alueen rakennuksissa on aiemmin havaittu sisäilmaongelmia, mutta ne liittyvät purettaviin rakennuksiin. Suojeltavat rakennukset ovat hiljattain vapautuneet käytöstä Keski-Suomen Hyvinvointialueen tulo tiloihin on mielestämme hyvä merkki vuokrattavuudesta.

Ovaro on saanut tähän mennessä vuokrattua pinta-alasta noin 13 % ja on myös myynyt pieniä kohteita alueelta. Kylmillään olevien tilojen ylläpitokulut ovat arviomme mukaan kuukaudessa karkeasti noin 1,5 euroa neliöltä ja vuokrattuna taas noin 4,0 euroa neliöltä. Tämä tarkoittaa tällä hetkellä (oletuksella, että 80 % kylmänä) noin 0,6 MEUR:n ylläpitokuluja vuositasolla kiinteistöverot huomioiden. Arviomme mukaan nettovuokrat ovat enää hieman negatiiviset, kun tehdyt vuokrasopimukset lähtevät juoksemaan Q1-Q2'25. Kokonaisuutena vaihe 2 tuottaa vielä negatiivista kassavirtaa muut yleiskulut huomioiden.

Kukkula-hankkeen merkittäviä tapahtumia



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/6

Jyväskylän Kukkula-alueen uudelleen kaavoitus ja rakennuttaminen ("Vaihe 3")

Ovaro (Jyväskylän Kukkulan Kehitys Oy) on solminut Hyvinvointialueen kanssa sopimuksen Kukkula-alueen noin 10 hehtaarin maa-alueen ja purettavaksi aiottujen rakennusten hankkimisesta. Vaiheen 3 kauppahinta on 13,5 MEUR ja se maksetaan, kun alueen asemakaavoitus on valmis tai viimeistään vuoden 2025 lopussa. Osayleiskaavassa alueelle suunnitellaan uutta asuntorakennusoikeutta 80 000 – 90 000 kerrosneliömetriä, mikä mahdollistaisi 1 200 – 1 400 uuden asunnon rakentamisen seuraavien noin 15 vuoden aikana.

Kaavoitus etenee vaiheittain ja yhtiön arvion mukaan aloituskorttelin kaavakokonaisuus (19 000-21 000 k-m² rakennusoikeutta) tulisi lainvoimaiseksi H1'2026, ja sen myötä rakennuttaminen voisi käynnistyä 2026 loppupuolella. Kaavoitusprosessien etenemiseen liittyy aina paljon epävarmuutta, mutta arviomme mukaan hankkeen rakennuttamisen käynnistäminen vuonna 2027 näyttää mahdolliselta, kunhan kaavasta ei valiteta. Ovaro suunnittelee aloituskortteliin myös päivittäistavarakauppaa yhdessä Keskon kanssa. Arvioimme loppujen rakennusoikeuksien tulevan voimaan asteittain seuraavien 10-15 vuoden aikana.

Entisellä keskussairaala-alueella olevista rakennuksista noin 60 000 neliötä on **tarkoitusspurkaa**, kun asemakaavamuutokset tulevat lainvoimaisiksi. Yhtiö on kommentoinut rakennusten purkamisen maksavan noin 3,7 MEUR. Purkukustannusten lisäksi maankäyttömaksut tulevat olemaan arviomme mukaan noin 4,4 MEUR. Summa riippuu kuitenkin myös kaavoituksen

lopputuloksesta.

Arviomme mukaan kaavoitetun rakennusoikeuden hinta voisi olla alueella karkeasti 400 EUR/kem², jolloin rakennusoikeuden arvoksi muodostuisi noin 32-36 MEUR. Hankintahinta sekä purkukulut ja maankäyttömaksut huomioiden tonttikate voisi näin olla 10-14 MEUR.

Mikäli oletamme asuinpinta-alan tehokkuusluvun olevan rakennusoikeudelle 85 %, tulisi hankkeen kokonaisarvoksi 4 500 euron neliöhinnalla noin 306-344 MEUR. 4 500 euron neliöhinta on mielestämme optimistiseen kallistuva hinta nykyhetkessä, mutta hankkeen pitkä toteutusaika huomioiden mielestämme perusteltu.

Olemme tehneet oletuksen, että Ovaro tekee hankkeesta 55 % asuntogryndinä 15 %:n rakennuttamiskatteella ja 45 % sijoittajavetoisina rakennuttamishankkeina 7 % katteella. Kateennusteet sisältävät oletuksen, että osa hankkeista eivät saavuta tavoitekatetasoa. Rakennuttamiskate koko hankkeen osalta voisi näin olla noin 36 MEUR. Rakennuttamisen lisäksi arvioimme Ovaron todennäköisesti myös myyvän kaavoitettuja tontteja.

Kokonaisuuden käypä arvo nykyhetkessä on arviomme mukaan noin 19 MEUR. Olemme käyttäneet laskelmassa 8,5 %:n tuottovaatimusta. Tarkempi hahmotelma laskelmasta seuraavalla sivulla.

Jyväskylän Kukkula-hankkeen laskelman keskeisiä taustaoletuksia

Laskelman oletukset

Rakennusoikeus (kem ²)	85 000
Tehokkuusluku	85 %
Huoneistoala (m ²)	72 250
Tuottovaatimus	8,5 %
Ulosmyyntineliohint	4 500
Investointikustannus (m ²)	4 000
Rakennuttamiskate (m ²)	500

Rakennusoikeus ja tonttikate

Rakennusoikeus (kem ²)	85 000
Arvo kaavoitettuna (EUR/kem ²)	400
Rakennusoikeuden arvo (MEUR)	34
Maa-alueen hankintahinta	-13,5
Purkukustannukset ja maankäyttömaksut	-8,1
"Tonttikate"	12,4

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/6

Hankkeessa on merkittävät etupainotteiset investointitarpeet (erit. 13,5 MEUR maa-alueen hankinta 2025 lopussa), mutta vauhtiin päästyään rakennuttaminen tulee sitomaan rajallisesti pääomaa koko hankkeen kokoon nähden. Tämä siksi, että hanke etenee vaiheittain ja asuntoja tullaan käsityksemme mukaan rakennuttamaan pääasiassa omistusasunnoiksi sekä sijoittajille.

Huomautamme, että laskelmaan liittyy kiinteistö- ja rakennuttamistoiminnalle tyypillisesti merkittävää epävarmuutta. Keskeinen riski lyhyellä aikavälillä olisi rakennusoikeuden vahvistumisen lykkääntyminen (esim. valituksien takia). Lisäksi heikko yleinen taloustilanne pitkittyessään hidastaisi arviomme mukaan uudisasuntojen rakentamista. Jyväskylän työttömien työnhakijoiden osuus nousi 14,6 %:iin

tammikuussa 2025, ja arviomme mukaan tämä oli myös syy siihen, että Jyväskylän kuntien välinen nettomuutto meni miinukselle vuonna 2024.

Muun rakennuttamisen hankekanta noin 51 MEUR

Asuntokehityshankkeet koostuvat tällä hetkellä kolmesta kohteesta, jotka sijaitsevat Jyväskylässä, Keravalla ja Helsingissä. Hankkeet mahdollistavat noin 190 asunnon rakennuttamisen Ovarolle. Yhtiön arvion mukaan hankkeiden käypä arvo voisi olla valmiina reilut 36 MEUR ja ne voisivat arviomme mukaan tuottaa onnistuessaan yhtiölle yhteensä noin 3-5 MEUR:n kehityskatteet.

Ovaro tavoittelee lähivuosina käynnistävänsä 1-2 uutta hanketta vuosittain ja rakennutetut asunnot tullaan Arviomme mukaan asunnot myydään ensivaiheessa

kuluttajille ja sijoittajille, tai hankkeet voidaan toteuttaa suoraan sijoittajille tai ARA-kohteina.

Aikataulullisesti tiedotetuista hankkeista pisimmällä on Jyväskylän Kortepohjan hanke, joka voisi mahdollisesti lähteä liikkeelle 2025–2026. Huomautamme, että hankkeiden aloitusajankohtiin liittyy epävarmuutta ja niihin vaikuttaa muun muassa vallitseva markkinatilanne. Uudisrakennusmarkkina on tällä hetkellä historiallisen matalalla tasolla korkotason nousun, heikon nettovuokrakehityksen ja erityisesti pk-seudulla yllirakentamisen takia. Asuntosektori on kuitenkin nähdäksemme saavuttanut syklin pohjatason, joka voisi alkaa näkyä hiljalleen myös vahvistuvana uudisasuntokysyntänä vuosina 2026-2027.

Jyväskylän Kukkula-hanke vaihe 3 hahmotelma käyvästä arvosta

MEUR	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	2036e	2037e	Yhteensä
Rakennusoikeus		8				12				14				34
Rakennuttamisinvestointi			0	-11	-11	-11	-14	-14	-14	-18	-18	-18	-14	-145
Rakennuttamistulo			0	13	13	13	17	17	17	21	21	21	17	170
Sijoittajahankkeet			0,5	0,7	0,7	0,7	1,0	1,0	1,0	1,2	1,2	1,2	1,0	10
Maa-alueen hankinta	-13,5													-14
Maankäyttömaksut		-1,0				-1,6				-1,8				-4,4
Purkulut		-0,7				-1,1				-1,1	-1			-3,7
Yleiskulut	-0,2	-0,2	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-5
Yhteensä	-13,7	6,0	0,3	2,2	2,2	11,5	3,1	3,1	3,1	15,1	3,3	4,0	3,1	43,5
Nykyarvo	-12,8	5,2	0,2	1,6	1,5	7,2	1,8	1,7	1,5	6,9	1,4	1,6	1,1	
Nykyarvo yhteensä	19,0													

Lähde: Inderes arviot

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/6

Ovaron ensimmäinen liikkeelle lähtenyt rakennuttamishanke on Jyväskylän Pappilan 2,5 MEUR:n hotellihanke, joka valmistuu Q2'25. Kohde on tehty yhtiön omaan taseeseen, mutta Ovaro keskustelee parhaillaan kiinteistön myynnistä. Kiinteistö on vuokrattu pitkällä vuokrasopimuksella hotellioperaattorille.

Helmikuussa 2025 Ovaro [tiedotti](#) allekirjoittaneensa Esperi Care Oy:n kanssa esisopimuksen 15 MEUR:n hoivakodin rakennuttamisesta ja pitkäaikaisesta pääomavuokrasopimuksesta Tampereen Hervantaan Ovaron itse kehittämälle tontille. Hankkeen kokoluokka on merkittävä suhteessa yhtiön kokoon ja mielestämme selkeä edistysaskel nykyisen osta-kehitä-myy-strategian polulla sekä rakennuttamistoiminnan ylösjossa. Hanke tulee tontille, jonka myymisestä 1,0 MEUR:n myyntivoitolla Ovaro teki aiemmin [esisopimuksen](#). Sopimus kuitenkin peruuntui lopulta. Arviomme mukaan

hankkeen käynnistyminen voi olla riippuvainen loppusijoittajan löytymisestä tai taseen divestoinneista.

Toimistokiinteistöissä onnistuneita liikkeitä

Ovaro on hankkinut toimisto- ja liikerakennuksia noin 23 MEUR:lla vuosina 2022-2024.

Toimitilainvestointien ajatuksena on osta-kehitä-myy –strategian mukaisesti kehittää kiinteistöjä ja myydä niitä eteenpäin. Kehitys tarkoittaa näiden kiinteistöjen kohdalla vuokrausasteen nostoa, rakennusoikeuksien kehittämistä, käyttötarkoituksmuutoksia ja muutoin kohteiden kehittämistä investoinnein.

Näissä kohteissa keskeiset riskit liittyvät toimitilamarkkinan heikkoon tilanteeseen, yritysten vähentyneisiin tilatarpeisiin ja yleiseen taloussuhdanteeseen. Vajaakäyttöasteet, erityisesti toimistoissa, ovat lähes kaikissa kaupungeissa varsin

korkeita.

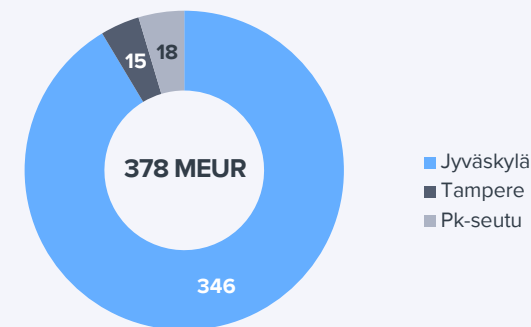
Yhtiön näytöt toimitilakohteista ovat lupaavia. Ovaro on mielestämme ostanut kohteita varsin hyvillä hinnoilla, onnistunut nostamaan vuokrausasteita, tehnyt onnistuneita kehitystoimia (esim. Hervannan rakennusoikeuden kehittäminen noin 1 MEUR voitolla) ja käyttötarkoituksmuutoksia (esim. Nisula Leipomo Business Park). Toistaiseksi yhtiö on irtautunut kahdesta kohteesta voitollisesti: Jyväskylän Forumin kauppakeskus myytiin 1 MEUR:n voitolla kolmen kuukauden pitoajan jälkeen, ja Ahlmaninkadun kiinteistöstä syntyi arviolta noin 200 TEUR:n myyntivoitto.

Ovaron rakennuttamishankkeet Q4'24:n lopussa

Asuntokehityshankkeet	Tontin omistus	Mahd. aloitus	Mahd. valmistuminen	Asuntoja	Käypä arvo (arvio MEUR)
Jyväskylä, Kortepohja	Oma	2026	2027	115	18,0
Helsinki, Malmin Nallenrinne	Vuokra	2027	2028	45	10,0
Kerava, Keskusta	Oma	2026	2027	30	7,5

Muut rakennuttamishankkeet	Tontin omistus	Mahd. aloitus	Mahd. valmistuminen	Käypä arvo (arvio MEUR)
Jyväskylä, Pappilan hotelli	Oma	Rakenteilla	8/2025	2,5
Tampere, Hervannan hoivakoti	Oma	Q4'25	2026-27	15
Jyväskylä, Kukkula	Oma	2026-27	2027-37	325

Ovaron hankekannan jakautuminen käyvän arvon mukaan



Havainnollistus kiinteistökehittämisen syklisyydestä

Kiinteistökehittäminen on suhdanneherkkää

Kiinteistökehittämisen ja rakentamisen tuloskehitys on hyvin herkkä asuntojen ja muiden kiinteistöjen hinnanmuutoksille. Herkkyys johtuu siitä, että kiinteistökehittäjät ja rakentajat hankkivat itselleen tontteja, joille on tarkoitus rakentaa taloja vasta vuosien päästä (hankkeiden läpimenoaika 3-5 vuotta). Tontti on siis käytännössä kiinteistön johdannainen, mikä tarkoittaa sitä, että jos kiinteistön hinta nousee rakennuskustannuksia enemmän tai vähemmän, heijastuu tämä – joko hyvässä tai pahassa – tontin arvoon ja kiinteistökehittäjän tulokseen. Nykyisessä korkojen noususyklissä vuosina 2018-2023 vanhojen kerrostalo-asuntojen hinnat ovat pysyneet nimellisesti paikallaan, kun samaan aikaan rakennuskustannusindeksi on noussut 16 %. Tällä on merkittävä vaikutus kiinteistökehittäjien kannattavuuksiin, erityisesti kun huomioidaan korkokustannusten noususta johtuva negatiivinen tuplaisku.

Kuvitteellinen esimerkki huonosta suhdanneajoituksesta

Kiinteistökehittäjä Roni hankkii vuonna 1990 tontin 2 miljoonalla markalla, jolle hän aikoo rakentaa myöhemmin 8 miljoonalla markalla kerrostalon (omakustannushinta 10 milj. markkaa).



Kun tontille rakennettiin vuonna 1995 kerrostalo, olivat rakentamiskustannukset nousseet 2,8 % (0,6 % per vuosi) ja näin ollen kerrostalon rakentaminen maksoi 8,2 miljoonaa markkaa. Koska asuntojen hinnat olivat laskeneet laman seurauksena vuoden 1990 lopun tilanteesta 34 % (noin 8 % per vuosi), sai Kimmo kerrostalon myynnistä 6,6 miljoonaa markkaa. Kun 6,6 miljoonan markan myyntihinnasta vähennettiin 8,2 miljoonan markan rakennuskustannukset ja tontin hankintahinta (2 milj. markkaa), jäi Ronille hankkeesta käteen 3,6 miljoonan markan tappiot (-55 % myyntihinnasta).



Kuvitteellinen esimerkki hyvästä suhdanneajoituksesta

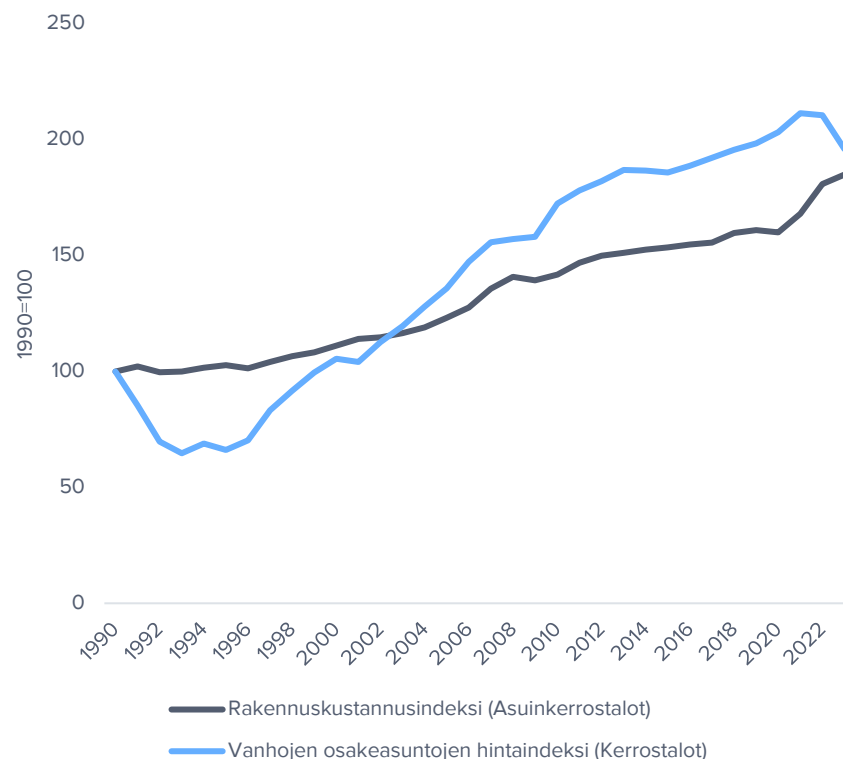
Vuonna 2002 markat olivat vaihtuneet euroiksi ja Kiinteistökehittäjä Roni oli unohtanut vuoden 1995 kokemukset. Hän hankkii vuonna 2002 tontin 2 miljoonalla eurolla, jolle hän aikoi rakentaa myöhemmin 8 miljoonalla eurolla kerrostalon (omakustannushinta 10 milj. euroa).



Kun tontille rakennettiin vuonna 2007 kerrostalo, olivat rakentamiskustannukset nousseet 18 % (3,4 % per vuosi) ja näin ollen kerrostalon rakentaminen maksoi 9,5 miljoonaa euroa. Koska asuntojen hinnat olivat nousseet viiden vuoden aikana 38%, (6,7 % per vuosi) sai Roni kerrostalon myynnistä 13,8 miljoonaa euroa. Kun 13,8 miljoonan euron myyntihinnasta vähennettiin 9,5 miljoonan euron rakennuskustannukset ja tontin hankintahinta (2 milj. euroa), syntyi Ronille hankkeesta voittoa 2,4 miljoonaa euroa (17 % myyntihinnasta).



Kerrostaloasuntojen hintojen ja rakennuskustannusten kehitys (1990=100)



Ovaron toimitilakehityshankkeet Q4'24

Toimitilat										
Kohde	Sijainti	Tyyppi	Hankintahetki	Hankintahinta (MEUR)	Vuokrausaste ostohetkellä	Nettotuotto-% ostohetkellä	Kehitysvaihe	Vuokrattava-ala	Vuokraus-aste Q4'24	Huomiot
Hermia2	Tampere	Toimisto	7/22	6,00	60,0 %	8,0 %	Vuokrausasteen kehitys	9950	85 %	Rakennusoikeus kehitetty hoivahankkeeksi (väh. >1 MEUR voitolla)
Voimala Business Park*	Jyväskylä	Toimisto	10/22		NA		Myynti	3440	97 %	
Leipomo Business Park*	Jyväskylä	Toimisto	10/22		NA		Myynti	1900	100 %	Onnistunut käyttötarkoituksenmuutos-remontti 5-12/24
Koy Yrjönkatu 42	Jyväskylä	Toimisto	10/23	3,00	100 %	14,0 %	Myynti	2350	100 %	
Teollisuuskatu 1	Kuopio	Teollisuus/toimisto	2/24	2,70	60 %		Kaavoitus ja vuokraus (käyttötarkoituksenmuutos liiketiloiksi)	14000	60 %	Käyttötarkoituksenmuutos menossa, ei tavoitella vuokrausasteen nousua

Myydyt kohteet	Sijainti	Tyyppi	Hankintahetki	Hankintahinta (MEUR)	Nettotuotto-% ostohetkellä	Myyntihinta (MEUR)	Huomiot
Ahlmaninkatu 2*	Jyväskylä	Toimisto	10/22	NA	NA	NA	Noin 200 TEUR myyntivoitto
Kauppakeskus Forum	Jyväskylä	Kauppakeskus	4/24	7,00	13,0 %	9,05	Noin 1 MEUR myyntivoitto transaktiokulujen ja verojen jälkeen 3 kk pito-ajalla

*Ostettu kolmen kiinteistön kokonaisuus, hankintahinta 4,1 MEUR, vuokrausaste 70 %, Nettotuotto-% hankintahetkellä 7,4 %

Ovaron kiinteistöjen Q4'23 tuottoarvomenetelmällä arvostettujen sijoituskiinteistöjen keskeiset parametrit

	Keskimäärin
Tuottovaatimus, %	8,9 %
Pitkän aikavälin taloudellinen vuokrausaste, %	87,7 %
Hoitokulut, euroa/m2/kk	4,2
Hoitokulut kasvuoletus, %	2,0 %
Markkinavuokrien kasvuoletus, %	2,0 %
Inflaatio-oletus, %	2,0 %

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/6

Vuokraustoiminta

Fokus siirtynyt toimitiloihin vuokraustoiminnassa

Q4'24:n lopussa Ovaron kiinteistöportfolion käypä arvo oli 34,2 MEUR, josta 97 % muodostui toimistoista, liikerakennuksista ja tonteista. Portfolion rakennemuutos on edennyt vauhdikkaasti viime vuosina pois asunnoista kohti toimitilakiinteistöjä. Kiinteistöportfoliosta käyvistä arvoista laskettuna 51 % sijaitsee Jyväskylässä, 25 % Tampereella, 21 % Kuopiossa ja loppu jakautuu pääasiassa pienempiin kaupunkeihin. Jyväskylään kohdistuukin merkittävä alueriski, kun huomioidaan, että myös suurin osa kehityshankkeista sijoittuu sinne (erityisesti Kukkula-hanke).

Ovaro omistaa 5 toimitilakiinteistöä, joiden vuokrattava pinta-ala on 31 640m². Toimitilojen pinta-alaperusteinen vuokrausaste oli Q4'24:n lopussa 91 %. Edellä mainitun Kukkulan vaiheen 2 suojeltavien kiinteistöjen vuokrausasteen nostaminen on keskeinen tavoite vuokraustoiminnassa lähivuosina. Arviomme mukaan vuokrausaste on nyt 13 %, kun tehdyt vuokrasopimukset käynnistyvät Q1-Q2'25.

Ovaro hoitaa kiinteistöjen vuokrauksen käytännössä lähes kokonaan oman organisaation voimin ja muutamia ulkoisia kumppaneita hyödyntäen.

Asuntoportfolion merkitys laskenut hyvin pieneksi

Ovaro on myynyt lähes koko asuntoportfolionsa, ja Q4'24:n lopussa sen asuntokanta käsitti enää 38 asuntoa. Asuntosalkun käypä arvo oli joulukuun lopussa noin 1,0 MEUR. Asuntojen sijainnit on kuvattu oikealla. Yhtiön pitkälliset ja tappiolliset asuntomyyntit ovatkin nyt käytännössä tulleet päätökseen, minkä myötä asuntojen merkitys

kokonaisuudessa on laskenut hyvin pieneksi.

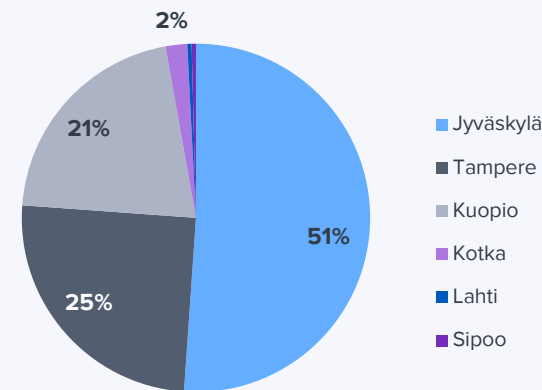
Osakkuusyhtiö Apitare Oy

Ovaro toteutti yhdessä Investors Housen ja Royal Housen kanssa sale-and-leaseback-kaupan [10/2021](#) ja omistaa yhtiöstä 1/3:n Apitare Oy:n kautta. Kauppa ja vuokrasopimus vahvistettiin vuonna 2023 osana Kukkula-kauppaa. Sairaanhoidopiiriltä hankittu kiinteistökokonaisuus käsittää kolme rakennusta, joiden vuokrattava kokonaispinta-ala on noin 17 600 neliötä. Kohteen vuokrasopimuksen pituus oli 20 vuotta (2041 loppuun asti). Vuokralaiselle kuuluu ylläpitovastuun lisäksi peruskorjausvastuu eli kyseessä on ns. triplanettosopimus ja sopimus onkin mielestämme hyvin vähäriskinen.

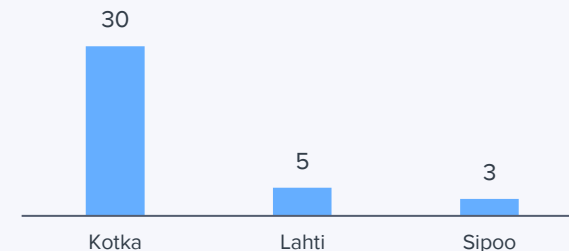
Kokonaisuuden vuotuinen nettotuotto on tällä hetkellä noin 3,7 MEUR, mikä on maksettuun kauppahintaan (24,6 MEUR) peilattuna korkea. Kauppahinnan arvioinnissa tulee kuitenkin huomioida koko hankitun kiinteistömassan kokonaisuus, josta merkittävä osa oli tyhjillään ja purettavia kiinteistöjä. Vuokrasopimuksen vuotuinen tulosvaikutus on Ovarolle arviomme mukaan osakkuusyhtiön juoksevien kulujen ja rahoituserien jälkeen noin 0,7 MEUR ja tulososuus näkyy osakkuusyhtiöt-rivillä. Hyvinvointialueella on 2041 takaisinosto-optio kiinteistöön, jonka arvo 2 %:n inflaatiovauhdilla olisi noin 36 MEUR.

Arviomme mukaan kiinteistön käypä arvo Q4'24:n lopussa on noin 55 MEUR, josta Ovaron taseessa näkyy 9,2 MEUR (1/3 Apitare Oy:n nettovarallisuudesta). Kohde on arvostettu noin 6,7 %:n tuottovaateella. Tuottovaatimuksen arvioinnissa on tärkeä huomioida, että jäännösarvon tuottovaatimus nousee väistämättä korkeaksi takaisinosto-option takia.

Sijoituskiinteistöjen maantieteellinen jakauma markkina-arvojen mukaan Q4'24



Asuntojen lukumäärä kaupungeittain Q4'24



Q4-raportti jäi lukujen osalta pettymykseksi, vaikka tulos ylitti ennusteet (1/2)

Nettotuotot painuivat matalalle tasolle asuntomyyntien ja Kukkula-hankkeen tyhjien rakennusten painamana

Ovaron Q4-liikevaihto laski odotuksiamme enemmän 26 % 1,02 MEUR:oon (Q4'23: 1,39 MEUR) asuntomyyntien painamana. Asuntomyyntit näyttivät toteutuneen odotuksiamme aiemmin kvartaalin aikana. Asuntomyyntit jatkuivatkin kvartaalin aikana ja yhtiöllä oli enää 38 asuntoa taseessaan, jotka vastaavat enää 3 % (1,0 MEUR) sijoituskiinteistöjen käyvistä arvoista. Näin ollen Ovaro on nyt käytännössä saanut pitkään jatkuneet ja raskaasti tappiolliset asuntomyyntit päätökseen ja tase on niin sanotusti puhdas. Kukkula-hankkeen vaiheesta 2 tulevat nettotuotot olivat selvästi negatiiviset (suurin osa rakennuksista tyhjänä) ja näiden sekä asuntomyyntien painamana nettotuotot putosivat 0,29 MEUR:oon (Q4'23: 0,69 MEUR). Ovaron solmimien merkittävämpien vuokrasopimusten pitäisi alkaa juosta Q1-Q2'25 alkaen. Taloudellinen vuokrausaste 86 % (Q4'23: 80 %).

Osakkuusyhtiö Apitare Oy:n tuli merkittävä positiivinen käyvän arvon muutos

Kiinteä kulutaso oli odotetusti melko korkea, mutta hieman odotuksiamme matalampi, koska vuokraustoiminnan kulut laskivat hyvin mataliksi ja odotuksiamme pienemmiksi asuntomyyntien painamana. Yhtiö kirjasi katsauskaudelle myös transaktiokulut Jyväskylän Kukkulan Kehitys Oy:n hankinnasta. Nettorahoituskulut taas olivat noin -0,35 MEUR, mikä ylitti odotuksemme noin 100 TEUR:lla. Tämä vaikutti johtuvan Kukkulan Kehitys Oy:n hankinnasta johtuneista odotuksiamme suuremmista korkokuluista. Näitä tekijöitä mukaillen operatiivinen tulos (EPRA) laski selvästi vertailukaudesta noin -0,75 MEUR:oon (Q4'23: 0,30 MEUR) ja jäi selvästi odotuksistamme.

Osakkuusyhtiö Apitare Oy:stä yhtiö kirjasi odotetusti 1,5 MEUR:n tulosisuuden, joka perustuu pääosin kiinteistön positiiviseen käyvän arvon muutokseen (arviomme mukaan kiinteistön arvo nousi 50->55 MEUR). Ovaro kirjasi kvartaalille -0,9 MEUR:n

negatiivisen erän luovutuksista ja käyvän arvon muutoksista, mikä oli kokonaisuutena odotettu. Koko vuonna 2024 asuntojen myyntitappiot olivat peräti -4,7 MEUR (26 %).

Ovaro kirjasi katsauskaudelle positiiviset 2,1 MEUR:n verot, joka johtui positiivisten verosaamisten kasvusta. Positiiviset verot liittyivät asuntomyyntien aiempiin vahvistettuihin tappioihin, jotka kirjattiin nyt jo tulosaikutteisesti tulevia todennäköisiä tuottoja vastaan. Edellisten tekijöiden summana katsauskauden tulos oli 1,9 MEUR, mikä ylitti selvästi odotuksemme positiivisten verojen takia, mutta tuloksen laatu oli heikko.

Hallituksen osinkoehdotus oli nolla, joka ei ollut suuri yllätys, koska odotimme vain hyvin pientä 0,02 euron osinkoa. Yhtiön liiketoiminta vaatii lähivuosina merkittäviä investointeja, joihin Ovaro tulee kanavoimaan pääomansa. Sijoittajan on kuitenkin hyvä huomioda, että Ovaro on ostanut omia osakkeitaan viime vuonnakin noin 2,8 % osakekannasta.

Ennustetaulukko	Q4'23	Q4'24	Q4'24e	Q4'24e	Konsensus	Erotus (%)	2024e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Tot. vs. Inderes	Inderes
Liikevaihto	1,39	1,02	1,14			-10 %	5,3
Nettovuokratuotot	0,69	0,29	0,66			-56 %	2,6
Arvonmuutokset ja myyntitappiot	-1,67	-0,92	-0,78			-18 %	-2,7
Operatiivinen tulos (EPRA)	0,30	-0,75	-0,16			-374 %	-0,1
Katsauskauden tulos	-0,50	1,92	0,48			303 %	0,6
Raportoitu EPS	-0,06	0,23	0,06			302 %	0,1
Osinko	0,13	0,00	0,02			-100 %	0,02
Liikevaihdon kasvu, %	-7 %	-26 %	-18 %			-8,1 %-yks.	-6 %
Nettovuokratuotot/bruttovuokratuotot, %	49,4 %	-90,3 %	57,9 %			-148,2 %-yks.	49,2 %

Lähde: Inderes

Toimitusjohtajan Q4-haastattelu



Q4-raportti jäi lukujen osalta pettymykseksi, vaikka tulos ylitti ennusteet (2/2)

Kiinteistökehityshankkeet etenevät asteittain

Toimitilahankkeet ovat edenneet odotetusti, ja yhtiö siirsi kolme Jyväskylän kohdetta myyntitilaan, joissa kaikissa on lähes 100 % vuokrausaste. Yhtiö tavoittelee Hervannan toimitilakiinteistön vuokrausasteen nostoa 100 %:iin H1:llä. Kuopion kohteen kaavoitus etenee, mutta valmistumista odotetaan vasta 2026. Kukkulan suojeltaviin kiinteistöihin tehtiin 4 MEUR investointeja, ja vaiheen 2 nettotuottojen odotetaan olevan neutraalit uusien vuokrasopimusten alkaessa. Asuntohankkeista Keravan kaava tuli lainvoimaiseksi ja yhtiö tavoittelee mahdollisesti ennakkomarkkinoinnin käynnistämistä tänä vuonna. Kortepohjan kaavoituksen osalta edistystä voisi tapahtua tänä tai ensi vuonna. Malmin osalta taas yhtiö arvioi, että rakentaminen voisi aikaisintaan alkaa 2026 puolessa välissä.

Jyväskylän Kukkulan aloituskorttelin arkkitehtikilpailu käynnistyi helmikuussa, ja rakentamisen aloitusta tavoitellaan 2026 lopussa/2027 alussa. Korttelin koko on hieman pienempi kuin aiemmin arvioimme.

Kriittistä on kuitenkin saada hanke käyntiin, ja kaavan vahvistumisen viivästys (tavoite H1'26) olisi merkittävä takaisku. Yhtiö tiedotti myös suunnittelevansa päivittäistavarakauppaa alueelle yhdessä Keskon kanssa, mikä on hyvä alueen merkki houkuttelevuudesta.

Katsauskauden jälkeen Ovaro solmi esisopimuksen 15 MEUR:n hoivakodista Hervantaan, jonka rakentaminen on tavoitteena aloittaa 2025 lopussa. Hanke on merkittävä edistysaskel yhtiön strategiassa ja rakennuttamistoiminnan kehittämisessä.

Tammikuussa Ovaro tiedotti perustavansa rakennuttajayhtiön Jyväskylän Kukkulan ja kasvukeskushankkeiden toteuttamiseen sekä nimitti Raimo Pesolan perustettavan yhtiön toimitusjohtajaksi ja osakkaaksi sekä konsernin johtoryhmän jäseneksi. Pesola siirtyy Ovaroon Rakennusliike Lapti Oy:n palveluksesta, jossa hän on toiminut liiketoimintajohtajana vastuualueenaan palvelutilarakentaminen. Lisäksi hän on toiminut yhtiössä aiemmin varatoimitusjohtajana ja

toimitusjohtajana. Pesolalla on noin 25 vuoden kokemus esihenkilö- ja johtotehtävistä eri rakennusliikkeissä. Pesolan tausta vaikuttaa mielestämme oikein hyvältä uudelle rakennuttajayhtiölle.

Odotettu ohjeistus, mutta sen informaatioarvo on varsin vähäinen

Ovaro ohjeistaa tilikauden 2025 tuloksen paranevan vuodesta 2024 (0,6 MEUR). Ennen tulospäivää ennustimme Ovaron tuloksen nousevan 2,1 MEUR:oon, joten ohjeistus on odotettu, mutta se ei juuri anna lisävaloa odotettuun tuloskehitykseen. Tuloskehitystä tukee ennusteissamme kiinteistökannan positiiviset käyvän arvon muutokset. Tosin Apataren Q4:llä odotuksiamme selvästi suurempana toteutunut 5 MEUR:n käyvän arvon nousu ennen aikaisti odottamaamme positiivista tulosvaikutusta. Raportti aiheutti ennusteisiimme tämän ja odotettua heikomman operatiivisen kehityksen myötä jonkin verran laskupainetta.

Ennustetaulukko	Q4'23	Q4'24	Q4'24e	Q4'24e	Konsensus	Erotus (%)	2024e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
Liikevaihto	1,39	1,02	1,14			-10 %	5,3
Nettovuokratuotot	0,69	0,29	0,66			-56 %	2,6
Arvonmuutokset ja myyntitappiot	-1,67	-0,92	-0,78			-18 %	-2,7
Operatiivinen tulos (EPRA)	0,30	-0,75	-0,16			-374 %	-0,1
Katsauskauden tulos	-0,50	1,92	0,48			303 %	0,6
Raportoitu EPS	-0,06	0,23	0,06			302 %	0,1
Osinko	0,13	0,00	0,02			-100 %	0,02
Liikevaihdon kasvu, %	-7 %	-26 %	-18 %			-8,1 %-yks.	-6 %
Nettovuokratuotot/bruttovuokratuotot, %	49,4 %	-90,3 %	57,9 %			-148,2 %-yks.	49,2 %

Lähde: Inderes

Taloudellinen tilanne 1/4

Raportoitu tuloskehitys ollut heikkoa asuntojen arvonalentumisten ja myyntitappioiden painamana

Ovaro on myynyt vuosina 2017-2024 käytännössä koko sen vanhan asuntoportfolion tyhjäksi. Asunnot oli hankittu Orava Asuntorahaston aikana. Asunnot sisälsivät korjausvelkaa ja ne olivat myyntihintoihin ja arvonalentumiin peilattuna selvästi yliarvostettuja taseessa. Arvonlaskuja edesauttoi korkojen nousu ja asuntokaupan muuttunut markkinatilanne. Myyntitappiot ja asuntoportfolion käyvän arvon laskut ovatkin painaneet merkittävästi Ovaron tulosta tänä aikana. Toimitilasijoituksista yhtiö on myös kirjannut positiivisia käyvän arvon muutoksia ja myyntivoittoja, mutta ne ovat hautuneet asuntojen tappioiden alle. Suhteessa kiinteistöomaisuuteen tappiot ovat olleet keskimäärin noin 8 % vuosittain. Vuoden 2024 lopussa Ovarolla oli enää 1 MEUR:n edestä asuntoja sen taseessa, eli jatkoa ajatellen asuntojen arvojen kehityksellä ei ole enää juurikaan merkitystä yhtiön sijoitustarinan kannalta.

Operatiivisessa kehityksessä näkyy painopisteen muutos toimitiloihin

Operatiivisesti kehitys on ollut raportoituja lukuja parempaa, vaikka tulos on jäänyt operatiivisestikin matalaksi. Ovaron brutto- ja nettovuokratuotot ovat laskeneet asuntomyyntien takia, mutta nettovuokratuotto-% on ollut selkeällä nousujohteisella käyrällä, kuten oikealla olevasta kuvaajasta voidaan havaita. Nettovuokratuotto on laskettu suhteuttamalla nettotuotot sijoituskiinteistöjen keskimääräiseen tasearvoon. Q4'24 lopussa Ovaron nettotuotto-% oli 8,1 % vuositason skaalattuna. Osaltaan parantuneeseen nettotuottoprofiiliin on vaikuttanut toimitilakiinteistöjen korkeammat

tuottovaatimukset, mutta myös kiinteistökannan parantunut laatu- ja tuottokyky.

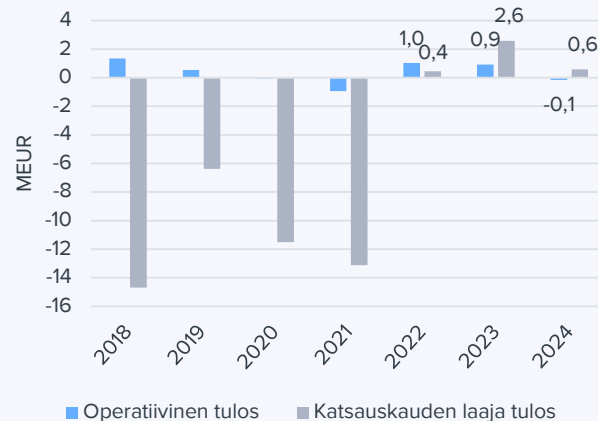
Omien osakkeiden ostot ovat luoneet arvoa, jos tehdyt investoinnit osoittautuvat onnistuneiksi

Ovaro on ostanut omia osakkeitaan merkittävästi vuosina 2019–2024, yhteensä 1,43 miljoonaa osaketta, mikä vastaa noin 15 % yhtiön osakekannasta vuoden 2018 lopussa. Hankintahinta, 3,73 euroa per osake, on hieman nykykurssia korkeampi. Osakekohtaisen EPRA NAV:n ollessa 5,15 euroa arvioimme osto-ohjelman luoneen omistaja-arvoa. Sen toteutuminen riippuu kuitenkin tehtyjen investointien onnistumisesta, ja erityisesti Kukkula-hankkeella on merkittävä rooli tässä arvioinnissa.

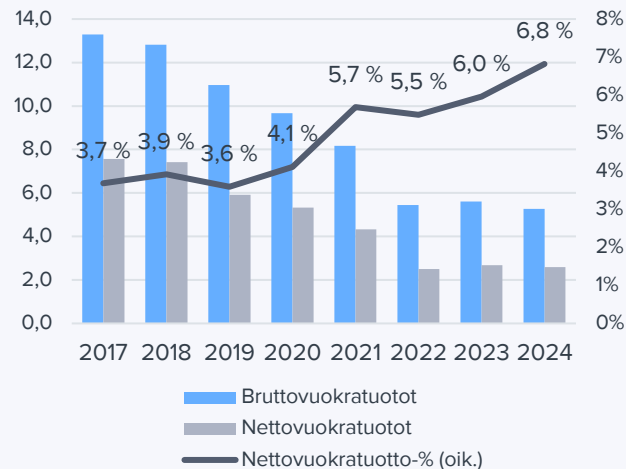
Kulurakenne on toiminnan nykyiseen kokoluokkaan nähden raskas

Ovaron kiinteät hallintokulut ovat keventyneet viime vuosien merkittävien kiinteistömyyntien johdosta, mutta kiinteiden kulujen lasku on arviomme mukaan ollut kuitenkin nettovuokratuottojen laskua hitaampaa. Yhtiön kiinteät kulutaso on arviomme mukaan noin 1,8 MEUR:n tasolla tällä hetkellä. Kulumassa kasvoi Kukkulan kehityshankkeiden siirryttyä Ovaron omistukseen. Nykyiseen kiinteistökantaan nähden kulurakenne on nähdäksemme varsin raskas, kun huomioidaan tämän hetkinen noin 3,1 MEUR:n nettovuokratuottotaso. Hallintorakenteet tulevat myös vaatimaan muutamien ihmisten lisäpalkkaamista, kun Ovaro skaalaa lähivuosina ylös Kukkula-hanketta ja yleisesti rakennuttamistoimintaa. Rakennuttaminen tulee myös kasvattamaan huomattavasti liiketoiminnan volyymiä, mikä perustelee tällä hetkellä raskaan puoleisen kulurakenteen.

Ovaron tuloskehitys



Brutto- ja nettovuokratuotot & tot. nettovuokratuotto-%



Taloudellinen tilanne 2/4

Tase on nyt hyvässä kunnossa niin kuin sen pitääkin olla lähivuosien investointeja varten

Q4'24:n lopussa Ovarolla oli noin 10 MEUR korollisia rahoitusvelkoja (pl. IFRS 16 -velat) ja 1,6 MEUR likvidejä varoja. Arviomme mukaan 3 MEUR:n saamiset sisältävät edelleen jonkin verran jo toteutettuja asuntomyynnejä.

Kukkula-hankkeen yrityskaupan myötä Ovaro maksaa Investors Houselle takaisin 2,6 MEUR:n pääomallainan huhtikuuhun 2025 mennessä. Lisäksi Ovarolla on maksamatta 4 MEUR kauppahinnasta, joka suoritetaan kahdessa 2 MEUR:n erässä vuosien 2025 ja 2026 lopussa.

Näin ollen yhtiön Kauppahintavelat huomioiden, mutta ilman IFRS 16 -velkoja, yhtiön nettovelka oli Q4'24:n lopussa noin 15 MEUR.

Arviomme mukaan yhtiön lainojen keskimarginaali on noin 2,2 %. Ovaron rahoitettavuus on parantunut huomattavasti vuosien saatossa taseen tervehtymisen kautta. Tammikuussa solmitun 1,9

MEUR:n lainan marginaali oli vielä 2,8 % yli 12kk euriborin, kun taas uusimman kesäkuussa 2024 solmitun 7,0 MEUR:n lainan marginaali oli 1,9 % yli 6 kk euriborin. Arviomme mukaan tulevaisuudessa solmittavien rakentamisaikaisten lainojen marginaalit nousevat nykyistä korkeammiksi.

Varsinaisten rahoitusvelkojen lisäksi yhtiöllä on IFRS 16:n mukaisia vuokrasopimusvelkoja noin 2,2 MEUR, jotka liittyvät vuokratontteihin.

Perinteisten tunnuslukujen (LTV 44 % ja omavaraisuusaste 68 %) valossa Ovaron taseasema on hyvä. Kukkula-hankkeen 13,5 MEUR:n maa-aluekaupan maksun erääntyessä vuoden 2025 lopussa ja huomioiden, että merkittävä osa yhtiön varoista ei perustu kiinteistöomaisuuteen, arvioimme Ovaron liikkumavaran uusien hankkeiden osalta olevan jonkin verran rajattu nykyisessä kireässä kiinteistö- ja rahoitusympäristössä. Tästä syystä ennakoimme Ovaron todennäköisesti irtautuvan strategiansa mukaisesti joistakin sen kehittämistä

toimistokohteista lähivuosina sekä hakevan sijoittajia mukaan hankkeisiinsa (esim. Hervannan hoivakotihanke).

Myös pienomistajat vaikuttavat hyötyneen lähipiirikaupoista

Ovaro on tehnyt viime vuosina useita lähipiirikauppoja pääomistajiensa ja hallituksen jäsenten Royal House Oy:n (Tapani Rautiainen) ja Core Capital Oy:n (Petri Roininen, Investors House, hallituksen puheenjohtaja) kanssa. Viimeaikaisista kaupoista merkittävimmät ovat olleet Jyväskylän Kukkulan [kehityshankkeiden](#) ostaminen ja Jyväskylän Forumin tontin [myynti](#). Lähipiirikaupat ovat arviomme tapahtuneet kaikkien osakkeenomistajien etuja kunnioittaen. Muiden osakkeenomistajien etuja valvoo yhtiön hallituksen riippumattomat jäsenet, emmekä näe lähipiirikaupoissa toistaiseksi ongelmaa, mutta ne nostavat mielestämme yhtiöltä vaadittavaa tuottovaatimusta sijoittajien silmissä.

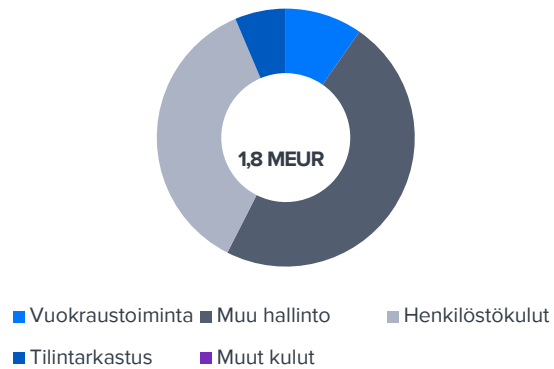
Ovaron saneerausvaihe numeroina

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Taludellinen vuokrausaste	n.a.	84 %	86 %	94 %	95 %	78 %	80 %	86 %
Myydyt asunnot (kpl)	70	56	118	146	588	200	251	232
Myynnit velattomin hinnoin (MEUR)	9	9	31	29	54	7	7	13
Myyntitappio-% (sis. välityspalkkiot)	7 %	7 %	6 %	7 %	10 %	8 %	21 %	30 %
EPRA-tulos (MEUR)	1,1	1,4	0,5	-0,1	-0,9	1,0	0,9	-0,1
Raportoitu tulos (MEUR)	-2,7	-14,7	-6,4	-11,5	-13,1	0,4	2,6	0,6
Korolliset nettovelat MEUR)	101	96	68	43	-2	5	4	15*
Kumulatiiviset omien osakkeiden ostot osakekannasta, %	0 %	0 %	3 %	4 %	6 %	9 %	12 %	15 %
Omavaraisuusaste	46 %	43 %	45 %	51 %	76 %	71 %	73 %	68 %

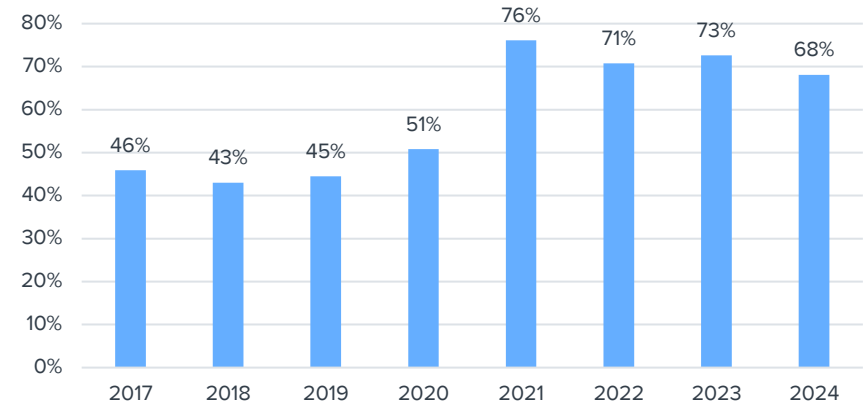
*Sis. Kauppahintavelat

Taloudellinen tilanne 3/4

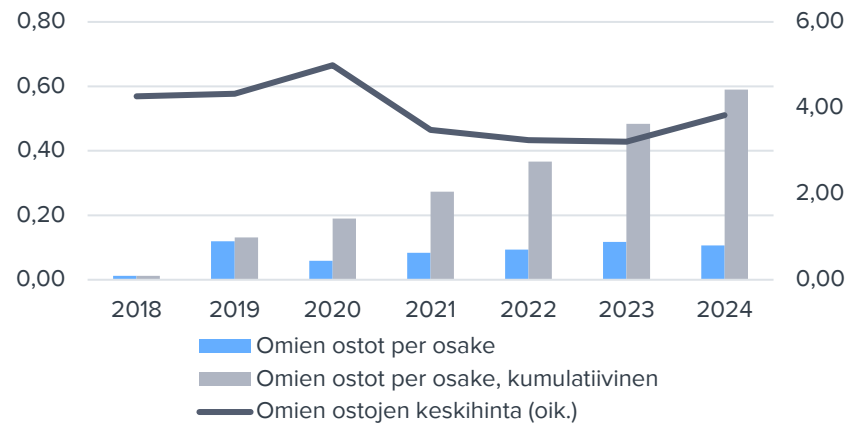
Kiinteä kulurakenne 2025e (Inderes arvio)



Omavaraisuusaste

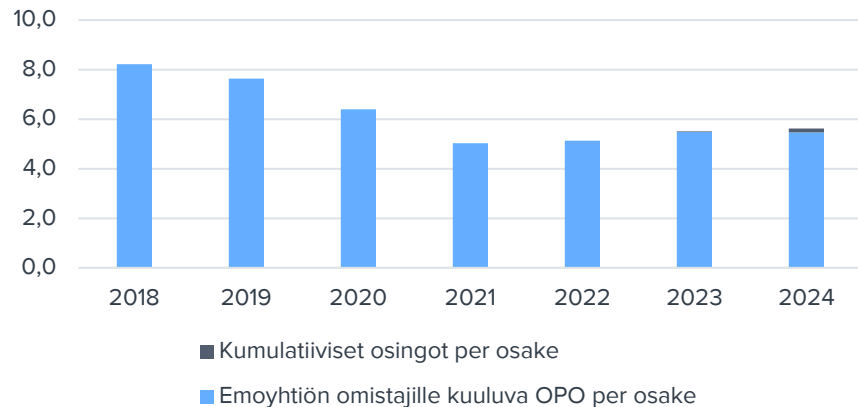


Omien osakkeiden ostot €/osake

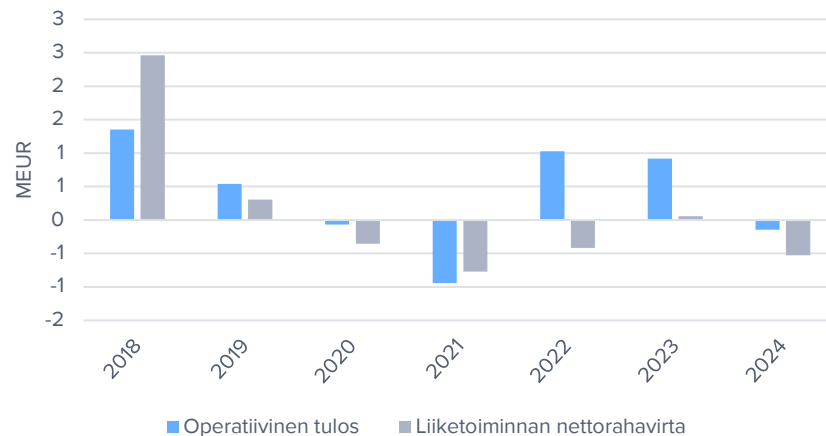


Taloudellinen tilanne 4/4

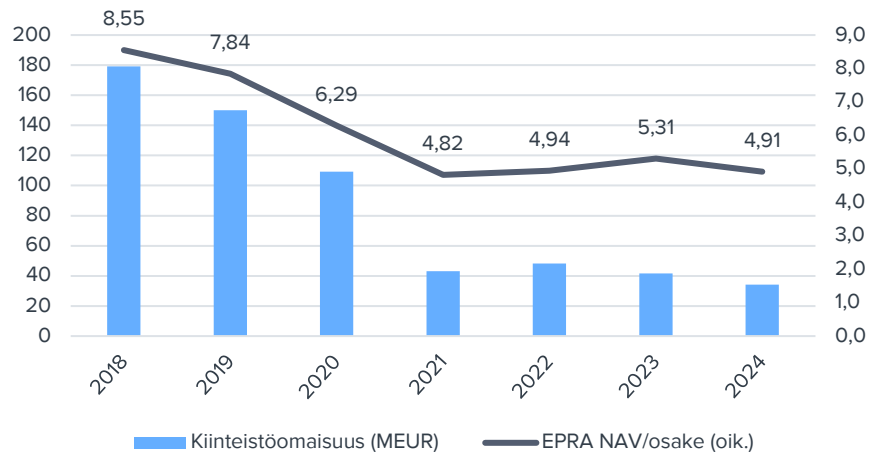
Oma pääoma per osake (IFRS) ja kumulatiivinen voitonjako



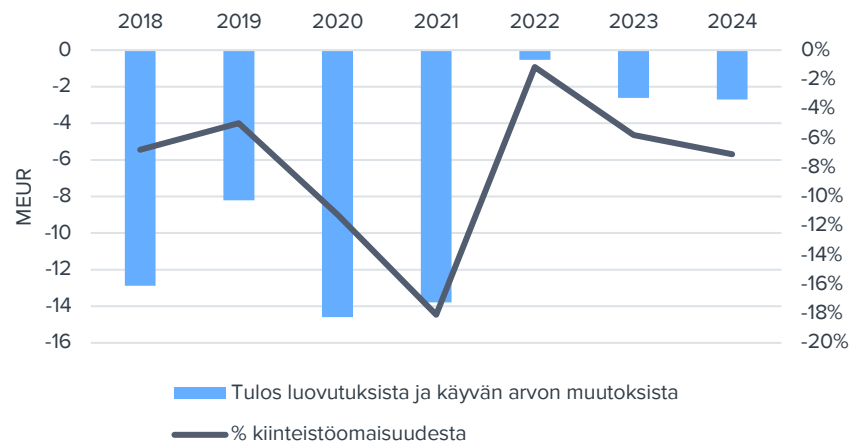
EPRA-tulos ja liiketoiminnan rahavirta



Kiinteistöomaisuus ja EPRA NAV per osake

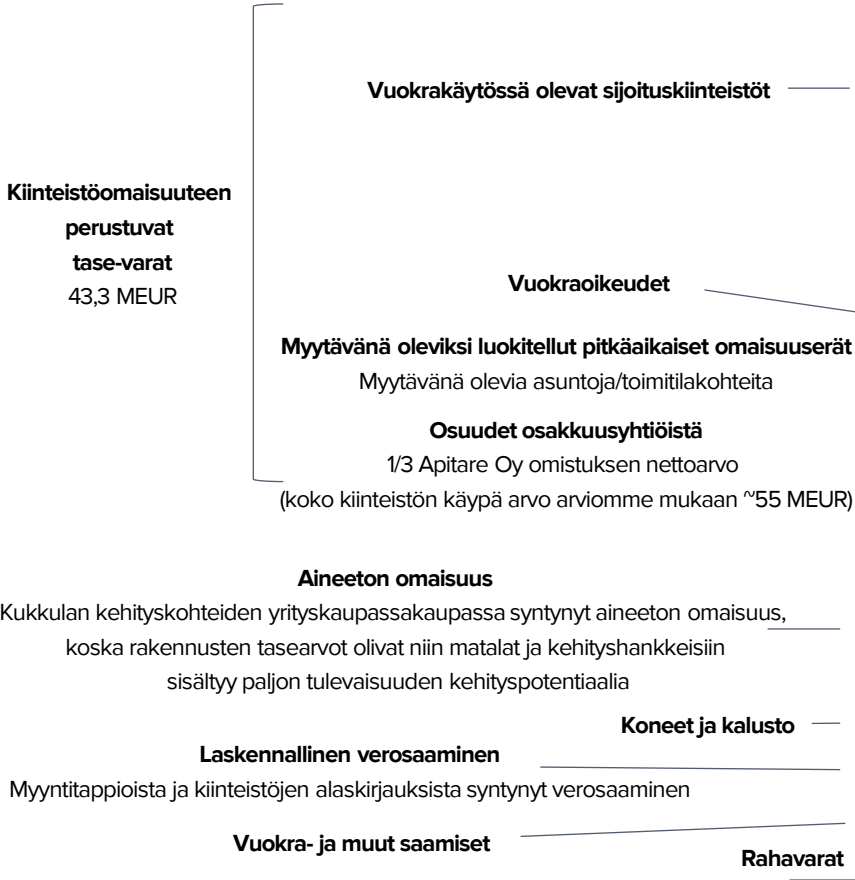


Tulos luovutuksista ja käyvän arvon muutoksista

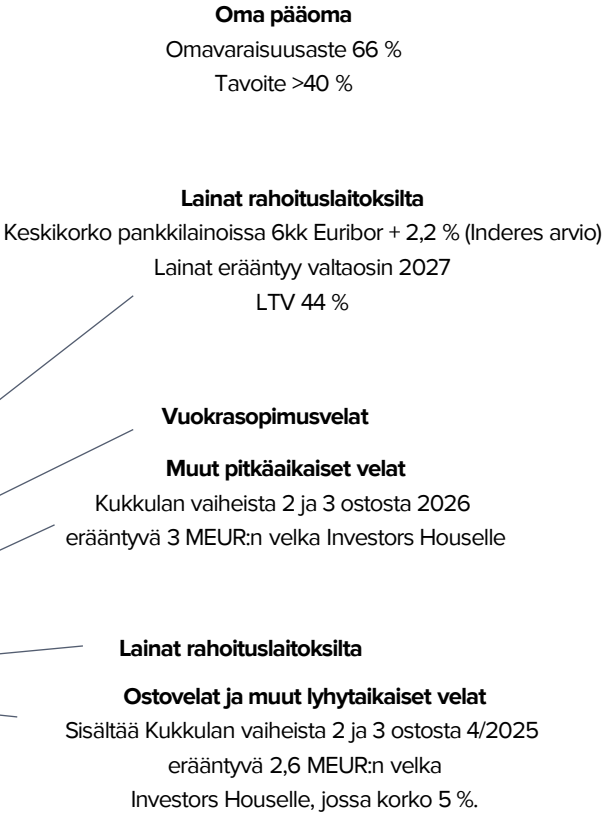


Ovaron tase Q4'24

Varat



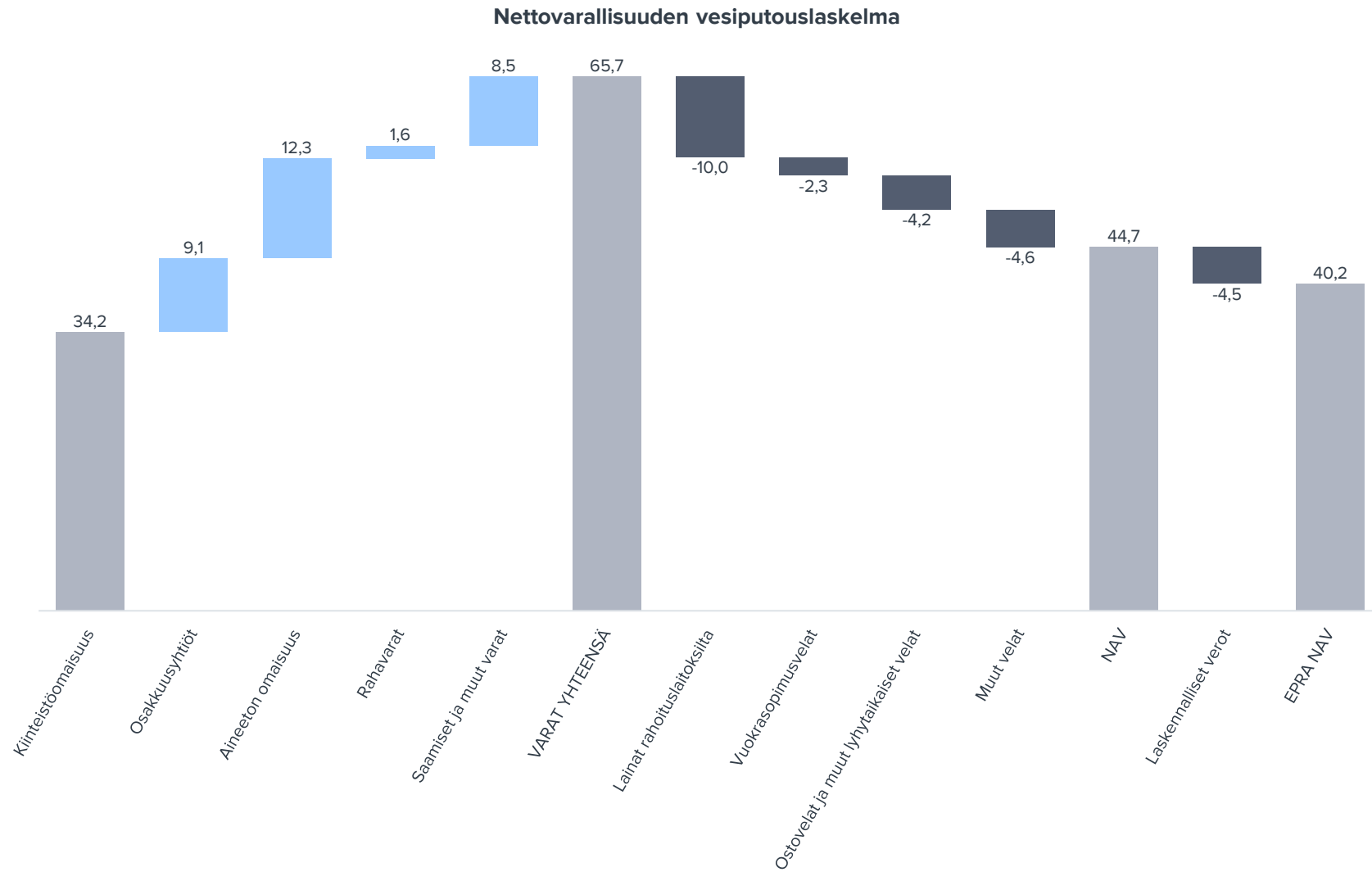
Oma pääoma ja velat



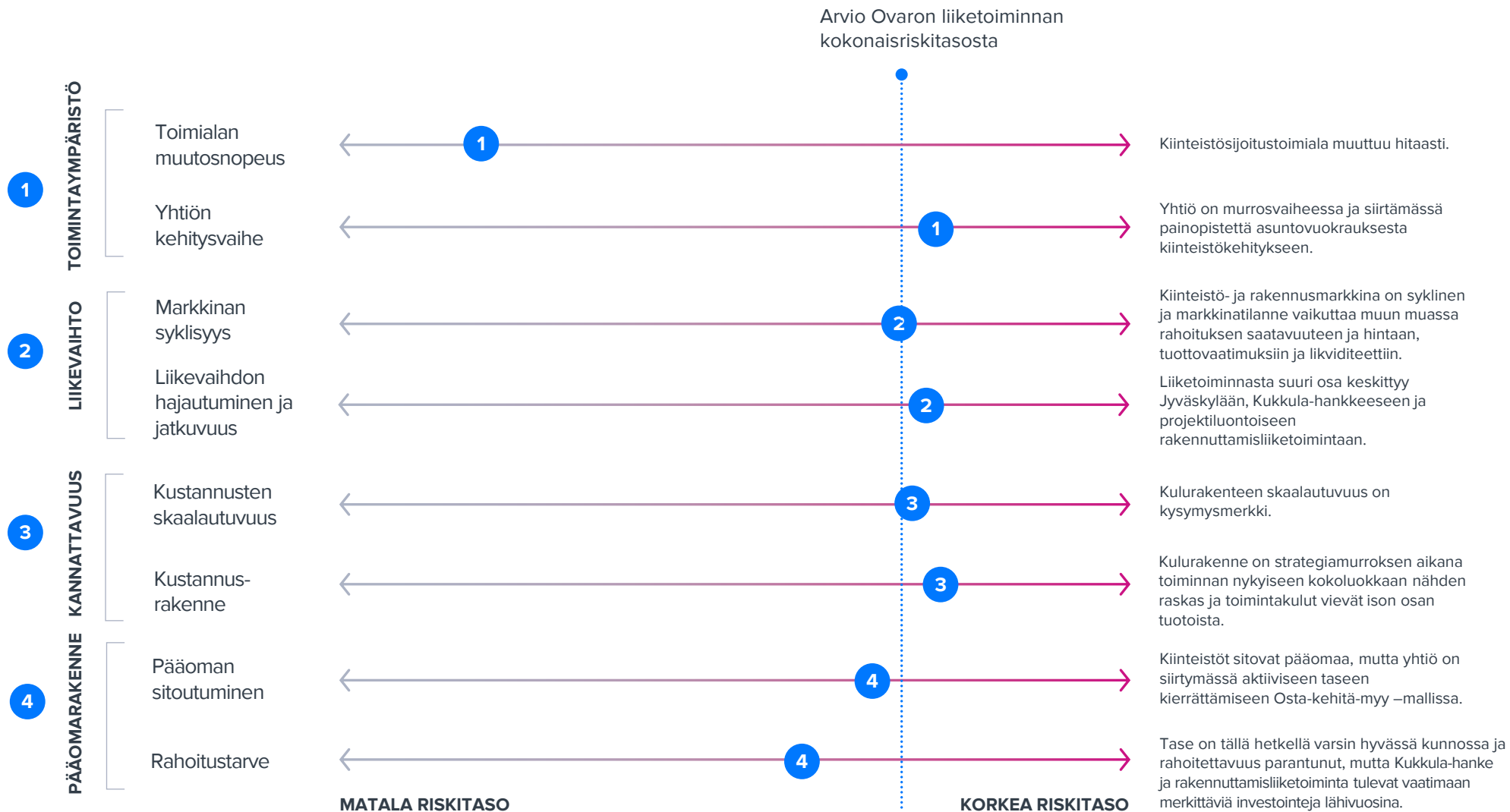
Pitkäaikaiset velat

Lyhytaikaiset velat

Nettovarallisuuden vesiputouslaskelma Q4'24



Liiketoimintamallin riskiprofiili



Sijoitusprofiili

1.

Parantanut taseasema mahdollistaa uusien sijoitusten tekemisen ja kiinteistökehityksen käynnistämisen

2.

Kukkula-hankkeen, toimitilakohteiden ja asuntokehityshankkeiden tarjoama kehityspotentiaali

3.

Osta-kehitä-myy -liiketoimintamalli. Aktiivinen pääomien kierrätys, rakennuttamistoiminta vielä ylösajovaiheessa.

4.

Kukkula-hankkeen on onnistuttava, jotta yhtiön sijoitustarina on houkutteleva

5.

Liiketoiminnasta merkittävä osa keskittyy Jyväskylään ja projektiluonteiseen kiinteistökehitykseen, mikä nostaa riskitasoa.

Potentiaali



- Kukkula-hankkeen kehityspotentiaali
- Hankekannan tarjoama kehityspotentiaali
- Pääomien uudelleenallokoinnissa onnistuminen
- Kulurakenteen tehostaminen ja skaalautuminen investointien kautta
- Tervehtynyt tase ja matala arvostus mahdollistavat arvonluonnin omien osakkeiden ostolla

Riskit



- Kiinteistökehityshankkeisiin liittyvät riskit
- Kiinteistösijoitusmarkkinan kehitykseen liittyvät riskit
- Jyväskylällä erittäin merkittävä paino, mikä nostaa alueriskiä
- Rakennuttamistoiminta on edelleen ylösajovaiheessa, ja tasaisempaa tulovirtaa sieltä alkaa tulla vasta lähivuosina
- Yleisellä talouskehityksellä merkittävä vaikutus kiinteistömarkkinaan

Ovaron strategiset painopistealueet vuosina 2024-2027



Osta-kehitä-myy – liiketoimintamallin vakiinnuttaminen

- Ovaro on jo aikaisemmin ollut selvästi menossa kohti osta-kehitä-myy -toimintamallia ja on ollut hyvin aktiivinen omistaja.
- Strategiakauden keskiössä on rakennuttamistoiminnan ylösajo. Kauden lopulla yhtiö tavoittelee tilaa, jossa kiinteistökehityskohteista tuloutuisi tasaisesti tuottoja.
- Liiketoimintamallin riskitaso on osta ja pidä kiinteistösijoittajan liiketoimintamallia korkeampi, mutta yhtiöllä on arviomme mukaan edellytykset luoda omistaja-arvoa aktiivisella omistamisella, mistä yhtiöllä on toimitiloista hyviä alustavia näyttöjä.



Kukkula-hankkeen onnistunut toteuttaminen

- Kehityshankkeissa onnistuminen tulee olemaan suuressa roolissa, kun mitataan strategiakauden onnistumista.
- Suojeltavien rakennusten (vaihe 2) osalta keskiössä on käyttötarkoituks muutokset ja vuokraus. Vaiheen 3 keskiössä on kaavoituksen onnistuminen ja rakentamisen käynnistäminen.
- Vaiheen 3 kehitys tulee vaatimaan merkittäviä investointeja lähivuosina ja sen toteuttaminen tulee myös nähdäksemme vaatimaan yhtiöltä kumppanoitumista/ lisärahoitusta/kohteiden myyntiä.
- Odotamme yhtiön myös myyvän kehitettyjä rakennuslupia ja ottavan mukaan sijoittajia vaiheen 3 rakennuttamiseen sekä myyvän kiinteistöjä suojeltavista rakennuksista (vaihe 2). Nämä toimet osaltaan tulevat rahoittamaan hankkeen toteutusta.



Tuotot vuokratuotoista, myyntivoitoista ja kiinteistökehitystoiminnan katteista

- Ovaro tavoittelee strategiakaudella 10 % oman pääoman tuottoa. Tavoite on realistinen, mutta vaatii onnistumisia kiinteistökehitystoiminnassa (erityisesti Kukkula-hankkeessa). Ennustemme vuosille 2025-27 on keskimäärin 6,0 %.
- Arviomme mukaan yhtiön asuntokehityshankkeet alkavat tuloutua vasta strategiakauden lopulla, mikä vaikeuttaa tavoitteeseen pääsemistä.
- Yhtiö on onnistunut nostamaan vuokrausasteita kiinteistöissään ja taloudellinen vuokrausaste oli 86 % Q4'24.
- Odotamme yhtiön jatkavan taseen aktiivista kierrättämistä, ja irtautuvan joistakin kehitetyistä toimituskohteista.



Rahoitusasema ja voitonjako

- Ovaron rahoitettavuus on parantunut sekä tase on tervehtynyt ja hyvässä kunnossa asuntomyyntien jälkeen.
- Yhtiön strategiajakson tavoitteena on pitää vähintään 40 %:n omavaraisuusaste. Q4'24 omavaraisuusaste oli 68 %.
- Parantunut taseasema ja rahoitettavuus antavat yhtiölle osaltaan liikkumatilaa kiinteistökehitystä ja uusia sijoituksia silmällä pitäen. Kukkula-hanke tulee vaatimaan merkittäviä investointeja lähivuosina, jonka takia taseen pitääkin olla vahva tällä hetkellä.
- Osakekurssista ja investoinneista riippuen odotamme yhtiön jatkavan omien osakkeiden ostoja, mikäli ne nähdään omistaja-arvoa luoviksi. Vuosien 2019-2024 aikana yhtiö on ostanut takaisin noin 15 % osakekannasta.

Markkinakatsaus 1/6

Talousnäköymien näköpiirissä orastava käänne parempaan, korkojen lasku tukee Suomea

Koronapandemian jälkeisten palautumisvuosien jälkeen Suomen talous (bruttokansantuote) supistui vuonna 2023 noin 1,2 %:n ja vuonna 2024 noin 0,4 %. Tänä vuonna talouden odotetaan jälleen kääntyvän noin kasvu-uralle, mutta Suomen pankki odottaa kasvun jäävän maltilliselle 0,8 %:n tasolle.

Euroopan yhdenmukaistetun kuluttajahintaindeksin mukaan Suomen inflaatio on laskenut 1,7 %:iin tammikuussa 2025. Kiinteäveroisen yhdenmukaistetun kuluttajahintaindeksin vuosimuutos oli 0,8 %. Euroalueella inflaatio oli tammikuussa 2,5 %. Inflaatiosta seurannut korkotason nousu iski Suomeen kovaa laajan vaihtuvakorkoisen lainakannan takia, mutta nyt korot ovat kääntyneet selvään laskuun. 12kk euribor on laskenut 2,4 %:n tasolle, kun 2023 lopussa se oli vielä yli 4 %. Euroalueen Inflaation kannalta keskeinen tekijä on sitkeämpänä pysytellyt palkkainflaatio, mutta viimeisimmässä koronlaskussaan tammikuun lopussa EKP näki palkkainflaationkin alkavan hellittää. Euroopan talouden vaisu näkymä puoltaa myös hidastuvaa inflaatiota ja koronlaskuja.

Asuntorakentamisessa pohjat käsillä, mutta nopeaa palautumista ei näköpiirissä

Asuntorakentamisen aktiviteetti on laskenut erittäin matalaksi erittäin vahvan syklin jälkeen. Vuonna 2023 ja 2024 alussa asuntoja valmistui edelleen suuri määrä, mutta aloitukset laskivat jo erittäin mataliksi. Asuntomarkkinan palautuminen käynnistyy asteittain vuonna 2025, mutta selkeämpää palautumista joudutaan arviomme

mukaan odottamaan vuosille 2026-2027. Korkojen lasku on tehnyt asuntorakentamisen yhtälöstä jälleen houkuttelevamman.

Rakennusteollisuus RT ennusti asuntoaloitusten laskeneen vuonna 2024 kaikkiaan noin 17 000 asuntoon (2023: 18 000 kpl) ja tänä vuonna kääntyvän absoluuttisesti loivaan kasvuun 20 000 asuntoon. Tästä valtaosa on valtion korkotuettua ARA-rakentamista ja vapaa-rahoitteiset asuntoaloitukset putosivat viime vuonna noin 2000 kappaleeseen. 2025 vapaarahoitteisten asuntoaloitusten odotetaan nousevan 7500 asuntoon. Ennustettu tuotantomäärä on pidemmän aikavälin keskiarvoon nähden matala. Asuntotuotantotarve (2025) –tutkimuksen mukaan Suomeen tarvittaisiin väestönkehityksestä riippuen 31-36 tuhatta asuntoa vuosittain. Vuosina 2017-2023 on rakennettu melko selvästi tätä tarvetta enemmän, erityisesti pieniä asuntoja, jonka myötä nykyisessä ylitarjonnassa on nähdäksemme edelleen sulatteleminen. On kuitenkin mielestämme selvää, että tulevaisuudessa asuntotuotantovolyymi tulee jälleen nousemaan kohti vuotuista tarvetta, mutta korkeammat korot ja korkeat rakentamiskustannukset yhdistettynä vaisuun vuokramehitykseen on yhä vaikea yhtälö ratkottavaksi uudisasuntomarkkinassa.

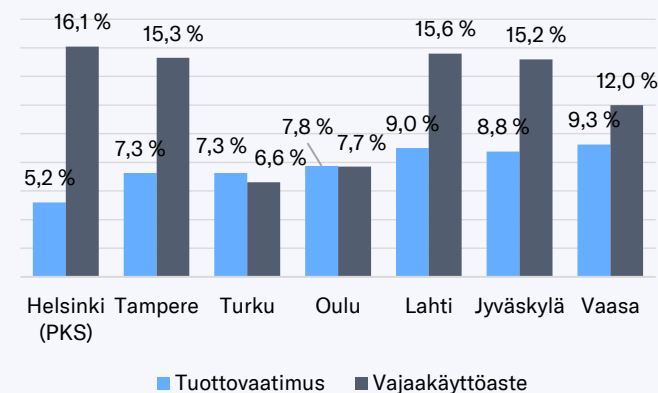
Uudisasuntorakentamisen sijoittajakysyntää jarruttaa myös avoimien kiinteistörahastojen ongelmat. Lisäksi eläkeuudistuksella voi olla suuria vaikutuksia Suomen kiinteistömarkkinaan, kun eläkeyhtiöt voivat sijoittaa aiempaa enemmän varoja osakemarkkinoille. Tämä tulee todennäköisesti imemään likviditeettiä jossain määrin pois kiinteistömarkkinasta.

Kerrostalot, kpl (rullaava 12kk)



Lähde: Tilastokeskus

Toimistokiinteistöjen prime-tuottovaatimukset ja vajaakäyttöasteet



Lähde: Catella Syksy 2024

Markkinakatsaus 2/6

Asuntojen ylitarjonta painaa edelleen vuokra-asuntomarkkinaa pääkaupunkiseudulla

Asuntovuokrien kehitys oli vuosina 2015-2021 nousujohteista talouskasvun sekä kaupungistumisen myötä ja koko maan tasolla neliövuokrat nousivat noin linjassa ansiotulojen kehityksen kanssa. Nousu kuitenkin taittui vuonna 2021 ja vapaa-rahoitteisten asuntojen neliövuokrat ovat jääneet erityisesti pääkaupunkiseudulla lähes junaamaan paikallaan, vaikka inflaatio on laukannut kovaa. Vuokramarkkina on edelleen haastava pääkaupunkiseudulla asuntojen ylitarjonnan takia ja vajaakäyttöasteet ovat korkeita, mutta käänne on mielestämme markkinassa käsillä. KTI:n seurannan mukaan tyhjen vuokra-asuntojen osuus oli pääkaupunkiseudulla vajaa 9 % joulukuun alussa. Muissa suurissa kaupungeissa tilanne on ollut parempi, mutta myös Turussa vajaakäyttö on noussut uuden asuntokannan valmistumisen ajamana.

Suomen suurimmat vuokranantajat Kojamo ja SATO odottavat nyt asteittain paranevaa vuokramarkkinaa, joka on myös luonnollista rakentamisen romahduksen seurauksena. Opiskelijoiden asumistuki uudistus on ajanut opiskelijoita asumaan kimppekämpissä, mikä on osaltaan hidastanut ylitarjonnan sulamista. Vanhojen asuntojen kauppamäärät ovat kääntyneet kasvuun, ja myös hinnoissa näyttää pohjan merkit on käsillä tilastodatassa.

Tuottovaatimusten nousu takana, sijoittajakysyntä edelleen hiljaista

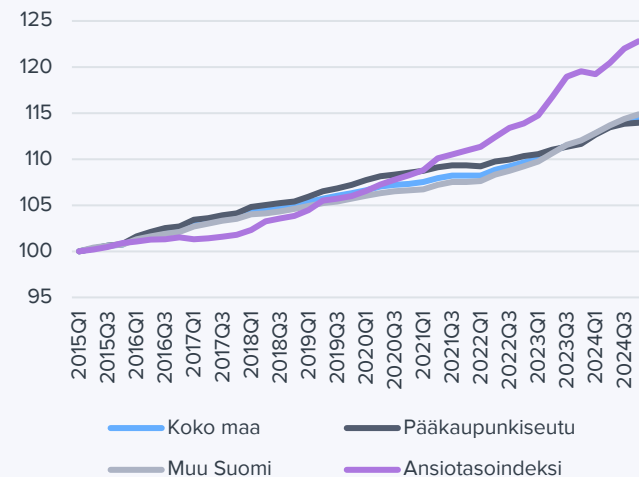
Kiinteistötransaktiot Suomessa romahtivat vuosina 2023-2024 vilkkaiden nollakorkovuosien 2017-2022 jälkeen. KTI:n mukaan merkittäviä

kiinteistökauppoja tehtiin Suomessa vuosina 2021-2022 keskimäärin 7,2 mrd. eurolla, kun taas vuonna 2023 lukema romahti 2,6 mrd. euroon ja 2024 vain 2,2 mrd. euroon. Kysynnän laskun taustalla on ennen kaikkia korkotason noususta johtunut tuottovaatimusten ja rahoituskustannusten kasvu sekä yleinen likviditeetin pienentyminen. Lisäksi korkea inflaatio yhdistettynä vuokrien vaisuun kehitykseen on heikentänyt kiinteistösijoittajien tuottoyhtälöä. Korkomarkkinat ovat myös nousseet jälleen houkuttelevammaksi sijoitusluokaksi, mikä on imenyt pääomia myös kiinteistösijoituksista.

Korkohuippu on kuitenkin nyt takana ja EKP:n koronlaskut on käynnissä. Asuntosektorilla tuottovaatimusten nousu näyttää näillä näkymin pysähtyneen. Catellan seurannan mukaan Helsingin prime-asuntokohteissa käytäisiin kauppaa 4,4 %:n tuottovaatimuksella. Tuottovaatimusten huippu kävi noin 4,5 %:ssa. Korkotason laskun ja muiden omaisuusluokkien (korot ja USA:n osakkeet) heikentyneen tuottonäkymän myötä tasot näyttävät jälleen houkuttelevimmilta pitkäjänteiselle sijoittajalle. Arviomme mukaan vuokrissa on myös selvää kasvupotentiaalia tulevina vuosina, mikä myös perustelee suhteellisesti matalampia tuottovaatimuksia nykyhetkessä. Toimitiloissa taas vajaakäyttöasteet ovat korkeita ja tuottovaatimuksissa saattaa edelleen olla nousupainetta.

Rakennuskustannuksissa ei mielestämme ole enää oleellista laskuvaraa, mikä tulee omalta osaltaan pitämään uudiskohteiden hinnat korkeina suhteessa vanhoihin asuntoihin.

Keskineliövuokrien ja ansiotasojen kehitys Suomessa



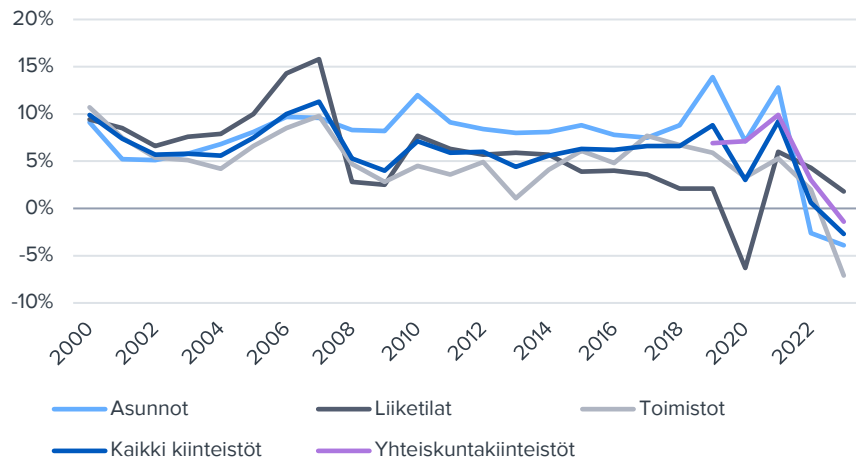
Kiinteistötransaktiovolyymi Suomessa (mrd. EUR)



Lähde: KTI

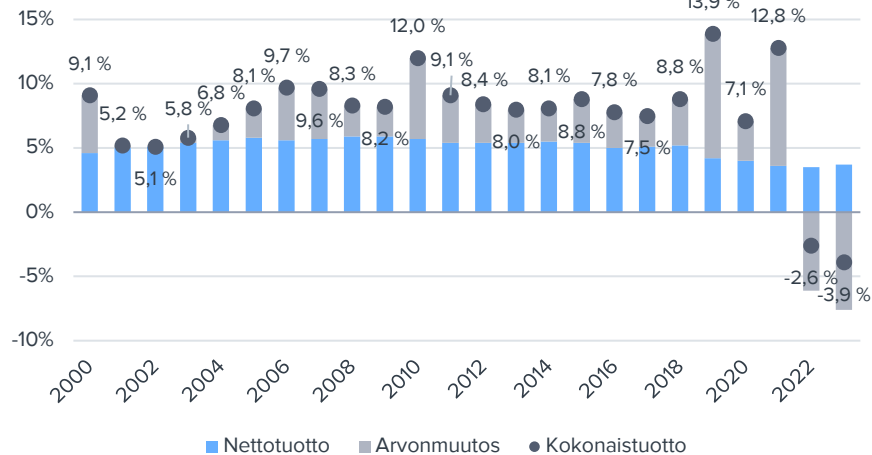
Markkinakatsaus 3/6

Kiinteistösijoitusten kokonaistuotto



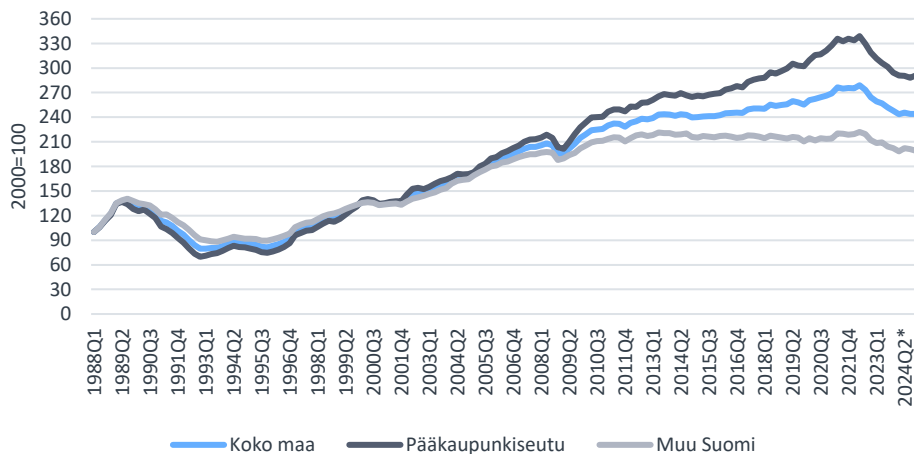
Lähde: KTI

Asuntosijoitusten kokonaistuotto



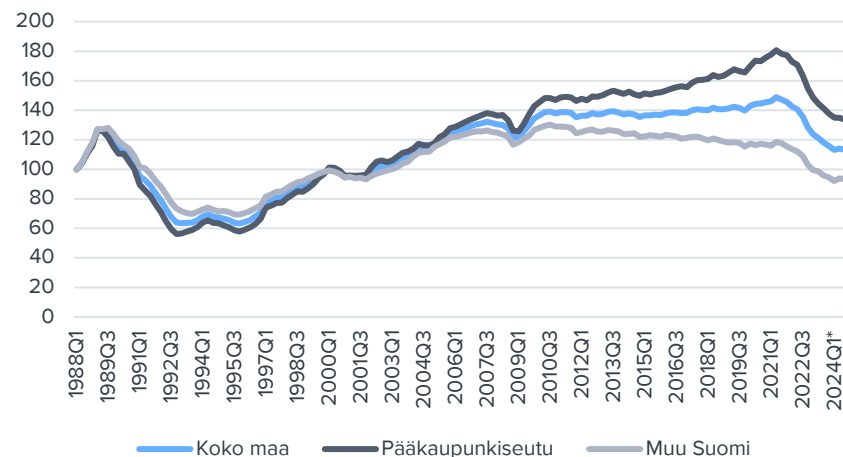
Lähde: KTI, 2017, 2018, 2020, 2021 ja 2022 jakaumat ovat Inderesin arvioita

Vanhojen osakeasuntojen nimellishinnat kvartaaleittain



Lähde: Tilastokeskus

Vanhojen osakeasuntojen reaalihiinat kvartaaleittain



Lähde: Tilastokeskus

Markkinakatsaus - Jyväskylä 4/6

Jyväskylän väestönkehitys

Väestönkehitys on yksi keskeisimmistä kiinteistösijoittamisen markkinatutkimuksen alueista. Tämä korostuu erityisesti kasvukolmion ulkopuolella. Ovarolle erittäin merkittävä Jyväskylä on Suomen seitsemänneksi suurin kunta 149 tuhannella asukkaalla ja se on ollut yksi Suomen muuttovoittoalueista. Jyväskylän työttömyysaste oli tammikuun 2025 lopussa 14,6 % (2023: 13,8 %) ja se on yksi suurien kaupunkien korkeimpia. Osittain korkeaa työttömyysastetta selittää opiskelijoiden suuri osuus. Heikentynyt työllisyystilanne oli arviomme mukaan syynä sille, että Jyväskylän kuntien välinen muuttoliike kääntyi -79 henkilöä negatiiviseksi vuonna 2024.

Vuosina 2009-2023 (suurten kuntaliitosten jälkeen) Jyväskylän väestö on kasvanut 14 % ja työikäinen (18-70 vuotiaat) väestö on kasvanut 11 %. Kasvu on syntynyt varsin tasaisesti nettomaahanmuutosta, maan sisäisestä muuttoliikkeestä ja luonnollisesta lisäyksestä. Viime vuosina muun Suomen tavoin syntyvyys on kääntynyt laskuun ja luonnollinen lisäys kääntynyt negatiiviseksi, kun taas maahanmuutto on noussut tärkeimmäksi kasvuajuriksi. Alueittain muuttoliike on selvästi keskittynyt Jyväskylän keskustataajamaan.

Tilastokeskuksen väestöennusteen 2024 mukaan Jyväskylän työikäisen väestön odotetaan kasvavan 13 % vuoteen 2045 mennessä maan sisäisen muuttoliikkeen sekä maahanmuuton ajamana. MDI:n perusmaahanmuuttoskenaarion ennusteissa Jyväskylän työikäisen väestön ennustetaan kasvavan ~0-10 % vuosina 2023-40.

Vajaakäyttöasteet Jyväskylässä

Jyväskylän toimistojen vajaakäyttöasteet olivat Catellan mukaan Q2'24 15,2 % ja taso on ollut tasaisessa kasvussa viimeiset 15 vuotta liikkuen 6-12 %:n tienoilla. Catellan mukaan toimitilojen kysyntä on keskittynyt halutuimmille alueille, ja erityisesti ydinkeskustan alueelle. Liiketilojen vajaakäyttöaste oli matalalla 3,2 %:n tasolla ja teollisuus- ja logistiikkatilojen 3,3 %. Tasot ovat varsin lähellä suurten kaupunkien keskimääräisiä tasoja.

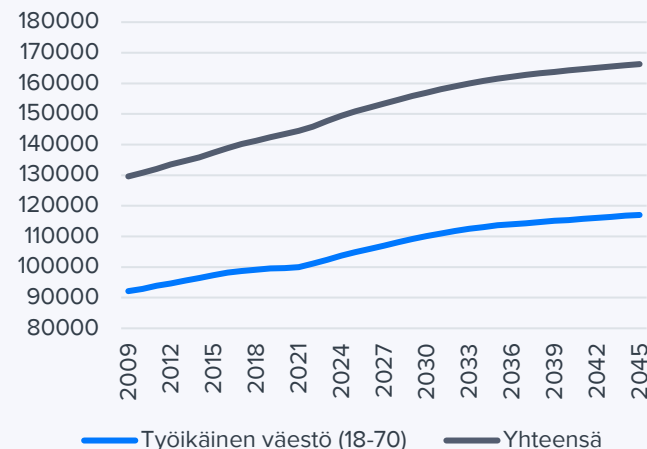
Asuntojen vuokrausasteet Jyväskylässä ovat olleet hyvällä noin 95 %:n tasolla tänä vuonna. Suomen vuokranantajien kaupunkirankingissa (asuntosijoittajat) 2024 Jyväskylä oli sijalla 16.

Jyväskylässä asuntorakennusbuumi osui vuosille 2016-2019

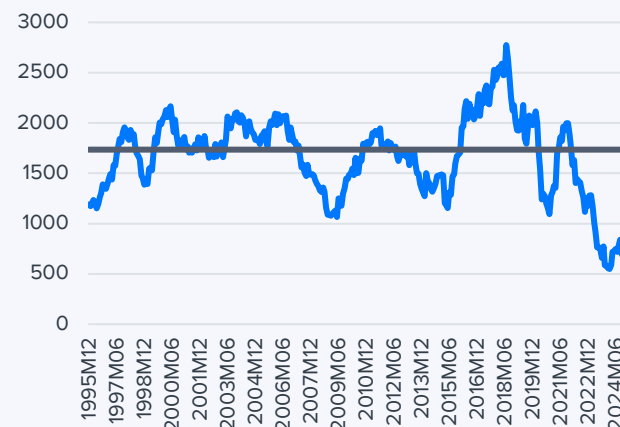
Jyväskylässä rakennettiin merkittävästi uusia asuntoja vuosina 2016-2020 ennen koronan käynnistymistä. Näinä vuosina rullaavan 12 kk:n asuntaloitukset olivat keskimäärin 2190 kpl, ja korkeimmillaan lukema kävi 2018 vajaassa 2800 kappaleessa. Asuntojen aloitukset ovat olleet vuosina 1995-2024 keskimäärin 1736 kappaletta vuosittain. Ennen korkojen nousua 2021-22 aloitukset kipusivat vielä korkealle tasolle, mutta nyt taas 2023-2024 on laskettu historiallisen matalalle tasolle 600-800 kpl aloitukseen.

Rakennusbuumi heijastui heikoksi vuokrien kehitykseksi ja KTI:n seurannan mukaan uusien vuokrasopimusten vuokrat junnasivat paikallaan vuosina 2015-2021, ja kehittyivät selkeästi muuta Suomea ja inflaatiota heikommin. Vuodesta 2021 vuokrat ovat kuitenkin jälleen kääntyneet nousuun ja Jyväskylän vuokrat ovat kehittyneet pääkaupunkiseutua paremmin viime vuosina.

Jyväskylän väestönkehitys ja ennuste



Aloitettut rakennushankkeet, asunnot (kpl), Keski-Suomi, Rullaava 12kk



Markkinakatsaus - Jyväskylä 5/6

Uusien asuntojen hintataso

Jyväskylän alueella 1 (keskustan läheisyydessä olevat alueet, johon myös Kukkula lasketaan) uusien kerrostalojen neliöhinnat ovat tilastokeskuksen mukaan liikkuneet vuosina 2019-2021 4500-5000 euron paikkeilla. Rakennuslehden/STH-Groupin mukaan Jyväskylän uusien myytävien kerrostaloasuntojen neliöhinnat olivat lokakuussa 5197 €/m². Uusien asuntojen kauppamäärät ja rakennusvolyyymi ovat kuitenkin pudonneet erittäin matalalle tasolle ja tilastokeskuksen mukaan vuonna 2023 tehtiin vain 17 uudisasuntokauppaa kerrostaloissa. Lisäksi historiallisen heikko myyntivolyyymi kertoo siitä, että hinnat ovat tällä hetkellä liian korkeita.

Vanhojen asuntojen hinnat teki huiput jo ennen korkojen nousua, merkittäviä alueellisia eroja

Tilastokeskuksen mukaan Jyväskylässä vanhojen kerrostalojen nimellishinnat tekivät huippunsa noin vuosina 2014-2019. Jos tarkastellaan alueittain niin Jyväskylä 1 alueen huiput osuivat vuosille 2017-2019, kun taas Jyväskylä 2 alueen huiput osuivat jo vuosille 2011-2013. Huipuista Jyväskylä 1:n nimellishinnat ovat nyt laskeneet tilastokeskuksen mukaan 17 %. Alueen 2 hinnat ovat taas laskeneet 29 %. Markkinaolosuhteiden muutoksen lisäksi heikkoon hintakehitykseen on arviomme mukaan vaikuttanut aiemmin mainittu rakennusbuumi, ja siitä seurannut vuokratasojen hidas kehitys. Mikäli Jyväskylän muuttovoitto jatkuu ennusteen mukaisena, näemme, että asuntojen nimellishinnat ovat todennäköisesti löytäneet pohjat. Yksi selkeä haaste Jyväskylän kannalta on, että sen muuttovoitto painottuu opiskelijoihin (15-25 vuotiaat) ja maahanmuuttoon, jotka ovat matalamman maksukyvyn

väestöluokkia, kun taas työikäistä 25-35 vuotiasta väestöä Jyväskylästä on muuttanut nettona enemmän pois.

Tuottovaateiden kautta järjesteltynä Jyväskylä on seuraavana Oulusta

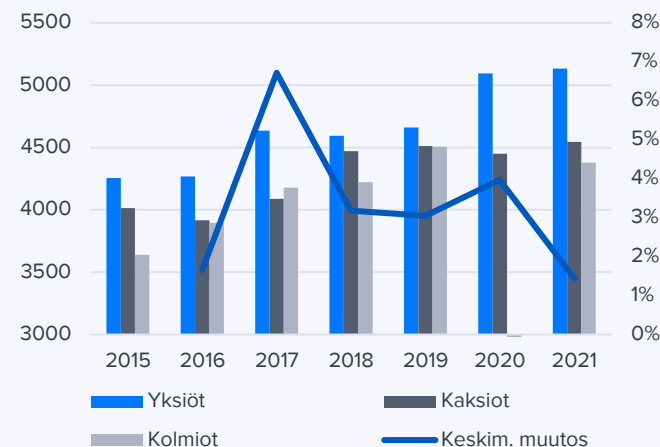
Catellan mukaan ammattimaisten sijoittajien käyttämät asuntoportfolioiden prime-tuottovaatimukset ovat stabiloituneet (Q2'24) korkojen nousun jälkeen Jyväskylässä noin 5,5 %:n tasolle. Selkeimmistä verrokkikaupungeista Lahdessa ja Vaasassa tasot ovat 5,8 % ja Oulussa 5,3 %.

Catellan mukaan prime toimistokiinteistöissä ja liikekiinteistöissä tuottovaateet ovat 8,75 % ja logistiikka & teollisuuskiinteistöissä 9,0 %.

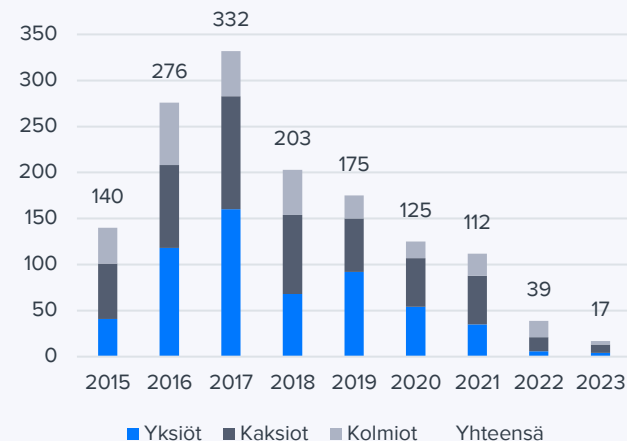
Merkittävä yhteiskuntakiinteistökauppa joulukuussa 2022

Jyväskylän kaupunki myi 13 sote-kiinteistöään merkittävässä kiinteistökaupassa vuoden 2022 joulukuussa pohjoismaiselle infrastruktuurisijoittaja Infranodelle noin 84 MEUR kauppahinnalla. Korkotaso oli jo noussut kaupan toteutushetkellä. Noin 36 000 m²:n portfolioissa oli mukana suurin osa Jyväskylän sote-kiinteistöistä, joihin Keski-Suomen Hyvinvointialue jää vuokralaiseksi pitkällä vuokrasopimuksilla. Kaupan neliöhinta vastaa 2 333 €/m² arvostusta. Ovaron osaomistuksessa olevan Apitaren Oy:n tämän hetkinen tasearvostus on 3 125 €/m². Apitarea on käsitelty tarkemmin yhtiökuvaus-osiossa. Yhteiskuntakiinteistöissä neliöhinnoissa voi olla merkittäviä eroja riippuen käyttötarkoituksesta sekä vuokrasopimuksen ja tilan laadusta.

Uusien kerrostalojen neliöhinnat, Jyväskylän alue 1

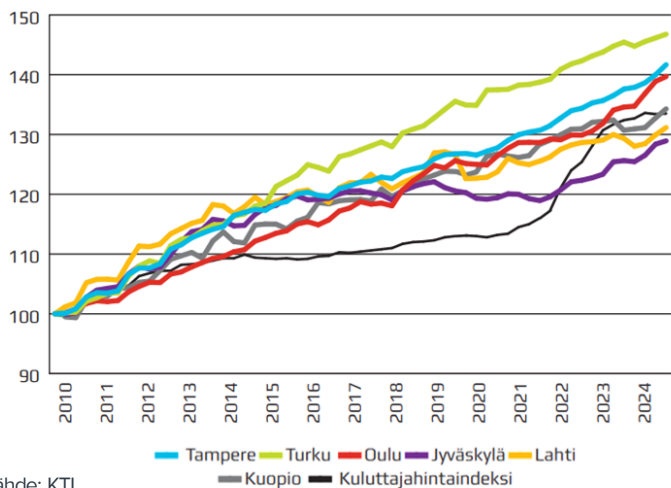


Uusien kerrostalojen kauppamäärät, Jyväskylän alue 1



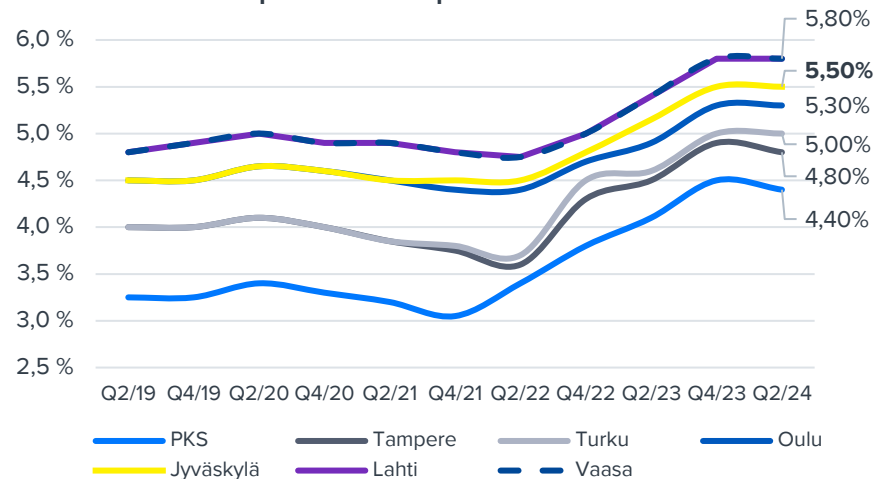
Markkinakatsaus Jyväskylä data 6/6

Uusien vuokrasopimusten hintojen kehitys, vapaarahoitteiset asunnot



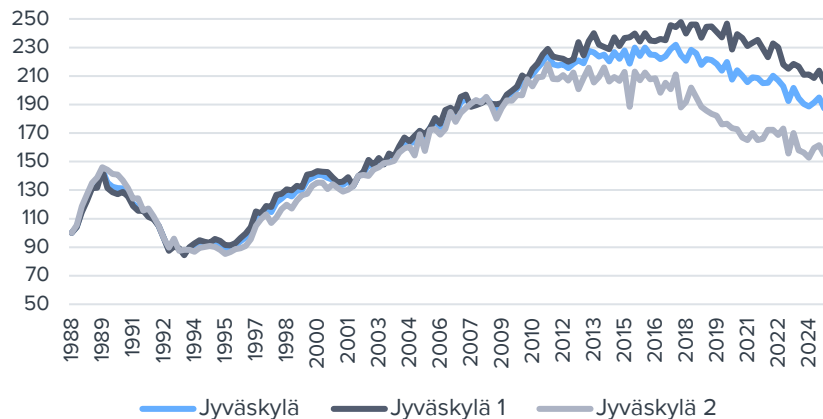
Lähde: KTI

Asuntoportfolioiden prime-tuottovaatimukset



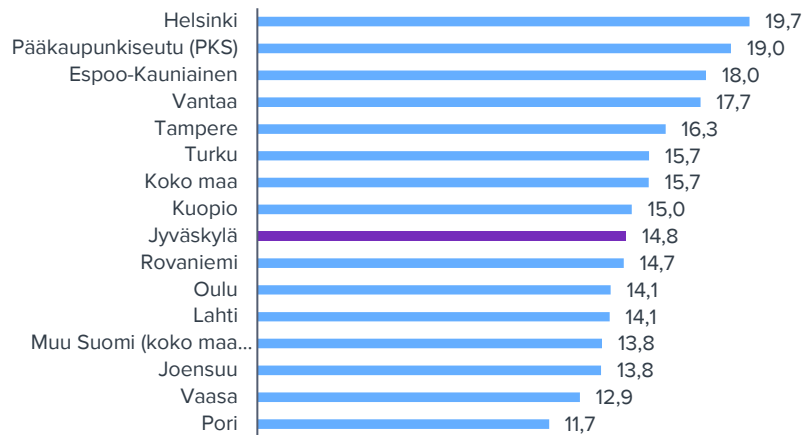
Lähde: Catella

Jyväskylän vanhojen kerrostalojen nimellishinnoissa alueellisia eroja



Lähde: Tilastokeskus

Neliövuokrat €/m2, Q4'24



Lähde: Tilastokeskus

Ennusteet 1/6

Ennusteiden taustat

Ennustemallimme keskiössä on Jyväskylän Kukkulan aluekehityshankkeen toteutus, nykyinen kiinteistöportfolio, muut kiinteistökehityshankkeet ja osakkuusyhtiö Apitare Oy:stä tuloutuvat tulososuudet. Olemme avanneet Kukkula-hankkeen taustaoletuksia tarkemmin yhtiökuvausosiossa sivuilla 5-7. Apitare Oy:stä arvioimme Ovaron tulososuuden olevan 0,7-0,8 MEUR/vuosi lähivuosina.

Tuleville vuosille keskeinen muutos verrattuna aiempaan on, että Ovaro ei enää joudu raahaamaan perässään tappiollisten asuntomyyntien ”ankkuria”, jotka ovat painaneet tulosta pitkään. Operatiivinen EPRA-tulos tulee myös menettämään merkitystään jatkossa, kun yhtiön arvonluonnista yhä suurempi osa oletettavasti syntyy rakennuttamis- ja kiinteistökehitystoiminnasta. Laskennalliset kehityskatteet eivät näy operatiivisessa tuloksessa (esim. Hervannan hoivakiinteistö), mutta mikäli Ovaro kykenee kierrättämään tasetaan käyvin arvoin, voidaan ne mielestämme rinnastaa nykyliiketoiminnan mukaiseen operatiiviseen tulokseen. Jatkossa odotamme yhtiön kehittävän raportointiaan huomioimaan enemmän myös rakennuttamistoiminnan erityispiirteitä.

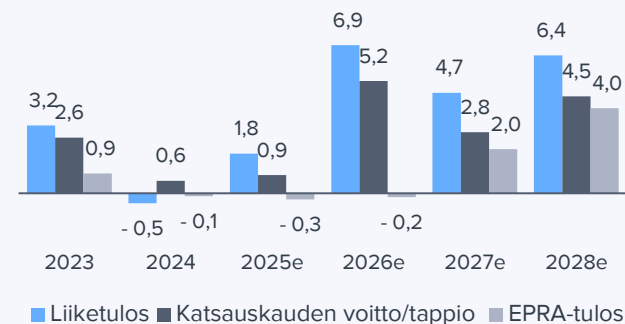
Keskeistä on kuitenkin huomioida, että nykyisessä liiketoiminnan murrosvaiheessa lähivuosien tuottojen kokoluokan ja ajoituksen ennustaminen on hyvin vaikeaa. Ennusteet tulevatkin mitä todennäköisemmin elämään merkittävästi

tulevaisuudessa, kun kehityshankkeiden ajoitukset ja toteutustavat varmistuvat.

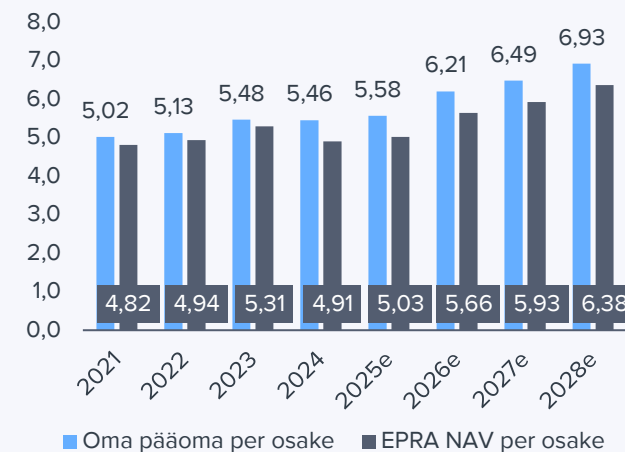
Ennustamme yhtiön myyvän Hervannan hoivakiinteistön 15 MEUR:lla vuonna 2026 ja Jyväskylän Kukkulalta suojeltuja rakennuksia yhteensä 1,1 MEUR:n edestä vuosina 2025-2026 tuottaen myyntivoittoa suhteessa mataliin tasearvostuksiin. Muita merkittäviä divestointeja emme ole sisällyttäneet ennusteisiimme, sillä mahdollisten myyntien ajankohtaan ja myyntihintoihin liittyy epävarmuutta. Yhtiön kommenttien perusteella nykyportfolioon toimitilakohteiden myynnit ovat kuitenkin lähivuosina todennäköisiä.

Historiallisen heikon tulostason takia Ovarolla on merkittävästi verotuksessa vähennyskelpoisia vahvistettuja tappioita (edellisten tilikausien tappio taseessa 45 MEUR). Tappiot erääntyvät 10 vuodessa. Vähennyskelpoisten tappioiden takia arvioimme veroprosentin pysyvän hyvin matalana (2 %) ennustejaksollamme. Laskennallisten verosaamisten arvo taseessa oli Q4'24 4,5 MEUR.

Liiketulos, nettotulos ja operatiivinen tulos (EPRA)



Oma pääoma ja EPRA NAV per osake



Ennusteet 2/6

2024: Edistysaskelia kehityshankkeissa, mutta luvut jäivät vaisuiksi

Ovaro antoi syyskuussa tulosvaroituksen, jonka syynä oli Hervannan tonttikaupan toteutumisen siirtyminen (tulosvaikutus ~1,0 MEUR verojen jälkeen), joka toteutuu nyt rakennushankkeena sekä yhtiön asuntomyyntien ennakoitua heikompi tulos.

Vuonna 2024 liikevaihto laski 6 % ja oli 5,3 MEUR. Liikevaihto koostui täysin vuokratuotoista ja ne laskivat asuntomyyntien seurauksena. Nettotuotot laskivat 4 % ja olivat 2,6 MEUR. Operatiivinen tuloskehitys oli melko hyvää Q1-Q3'24, kunnes Q4:llä EPRA-tulos laski -0,7 MEUR:oon. Tulokseen isivät Kukkula-hankkeen vaiheen 2 tyhjillään olevien rakennusten negatiivinen nettotuotto (tehdyt vuokrasopimukset käynnistyvät Q1'Q2'25) sekä Jyväskylän Kukkulan Kehitys Oy:n hankinnasta syntyneet korko- ja transaktiokulut. Lisäksi hallinnon kulut olivat normaalia suuremmat transaktiokuluista johtuen.

Raportoitua tulosta painoivat erityisesti asunnoista kirjatut luovutustappiot ja arvonalentumiset. Tulosta taas tuki Jyväskylän Forumin 1 MEUR:n myyntivoitto ja yhteensä käyvän arvon muutokset ja luovutustappiot olivat -2,7 MEUR. Osakkuusyhtiö Apitare Oy:stä Ovaro kirjasi 1,9 MEUR:n tulososuuden, jota nosti kiinteistön käyvän arvon muutos (arvio: 50→55 MEUR).

Rahoituskulut nousivat niin ikään selvästi korkotason nousun ja velkaantuneisuuden kasvun ajamana. Ovaro kirjasi vuodelle positiiviset 1,9 MEUR:n verot, joka johtui positiivisten verosaamisten kasvusta. Positiiviset verot liittyivät aiempiin vahvistettuihin tappioihin, joista osa kirjattiin jo nyt tulosvaikutteisesti tulevia

todennäköisiä tuottoja vastaan.

Kokonaisuutena Raportoitu tulos laski 0,6 MEUR:oon (2,6 MEUR) ja oman pääoman tuotto jäi vaatimattomalle 1 %:n tasolle. Osakekohtainen NAV (IFRS) oli noin edellisvuoden tasolla 5,46 €:ssä, mutta EPRA NAV laski 7 % 4,91 euroon, koska laskennalliset verosaamiset vähennetään EPRA NAV:n laskennassa.

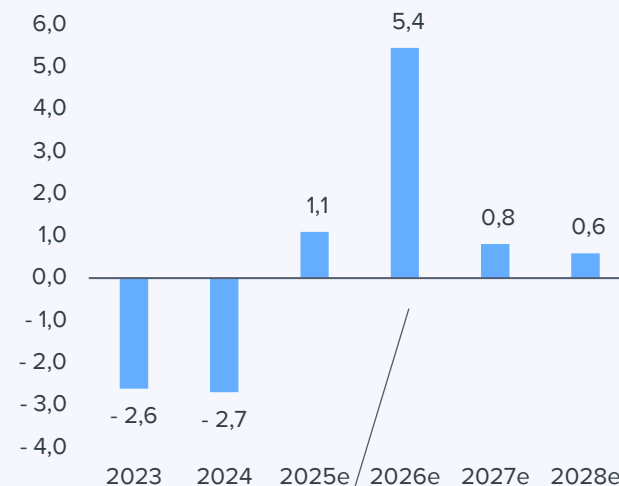
2025: Käynnistelyvuosi

Vuonna 2025 liikevaihto koostuu vielä täysin vuokratuotoista. Ennustamme bruttovuokratuottojen laskevan 9 % asuntomyyntien seurauksena ja nettovuokratuottojen laskevan noin 16 % 2,2 MEUR:oon. Yhtiö on laittanut myyntivaiheeseen kolme toimitilakiinteistöä ja näemme myyntien toteutumisen melko todennäköisenä. Ennustamme yhtiön myyvän kiinteistöjä Kukkula-hankkeesta 0,9 MEUR:lla.

Ovaro ohjeistaa tuloksen paranevan edellisvuodesta (0,6 MEUR). Ennustamme tilikauden tuloksen nousevan 0,9 MEUR:oon, kun luovutukset ja käyvän arvon muutokset kääntyvät kokonaisuutena positiivisiksi 1,1 MEUR:oon Hervannan hoivakodin kehityskatteiden ja Kukkula-hankkeen vaiheen 2 positiivisten käyvän arvon muutosten ajamana. Ennustamme Hervannan hoivakodin lähtevän liikkeelle Q4'25, jolloin siitä myös tuloutuu ensimmäiset kehityskatteet.

Edellä esitettyjä ennusteita ja olettamia heijastellen odotamme osakekohtaisen IFRS NAV:n kasvavan 2 %:lla 5,58 euroon/osake. Vuoden 2025 osalta sijoitustarinan keskiössä on mielestämme hankeputken ja sen näkyvyyden rakentaminen tuleville vuosille.

Tulos luovutuksista ja käyvän arvon muutoksista



2026 eritelmä



- Kukkula 1/3 rakennusoikeuden vahvistus
- Kukkulan vaihe 2
- Hervannan hoivakoti
- Ajanmukaistamisinvestoinnit ja muut

Ennusteet 3/6

2026-2027: Jyväskylän Kukkulan aluekehityshanke lähtee todenteolla liikkeelle

Vuosina 2026-2027 arvioimme Ovaron liikevaihdon lähtevän vahvaan kasvuun, kun ensimmäiset rakennuttamishankkeet alkavat tuloutua. Rakennuttamisen liikevaihdon nousevan 11 ja 37 MEUR:oon, kun Kortepohjan ja Keravan asuntokehityshankkeet sekä Kukkulan ensimmäiset kohteet lähtevät liikkeelle ja valmistuvat. Ennustamme suoraan sijoittajille rakennutettavien hankkeiden 30 MEUR liikevaihdosta ja asuntomyyntien 8 MEUR. Nettovuokratuottojen odotamme kasvavan noin 12 % vuosittain ja päätyvän 2,7 MEUR:oon vuonna 2027, kun yhtiö saa nostettua Jyväskylän Kukkulan suojeltavien rakennuksien vuokrausasteita.

Tuloskehityksessä laskennalliset käyvän arvon muutokset näyttelevät suurinta roolia erityisesti vuonna 2026, jolloin odotamme Jyväskylän Kukkulan rakennusoikeuden ensimmäisen osan (24 %) vahvistamisen tapahtuvan ensimmäisellä vuosipuoliskolla, jolloin tontin arvonnoususta tuloutuu ennusteissamme 3,1 MEUR:n positiivinen käyvän arvon muutos. Lisäksi ennustamme Hervannan hoivakiinteistöstä tuloutuvan 1,4 MEUR kehityskatetta kyseiselle vuodelle. Strategiansa mukaisesti ennustamme Ovaron myyvän hoivakodin 2026 lopussa.

Näiden tekijöiden summana odotamme vahvistuvaa tuloskehitystä ja odotamme katsauskausien tuloksen asettuvan 5,2 ja 2,8 MEUR:oon. Oman pääoman tuoton ennustamme

nousevan 11-5 %:iin.

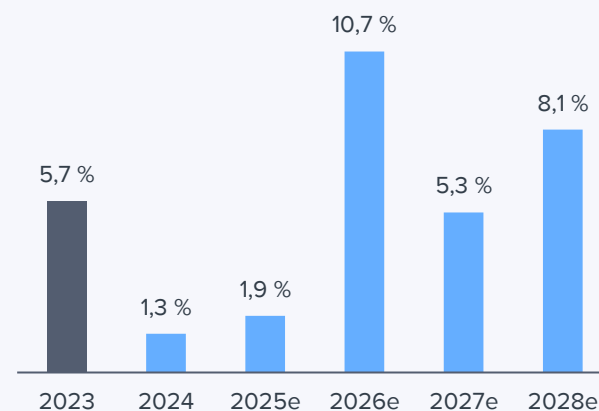
Osakekohtaisen NAV:n odotamme kasvavan kyseisinä vuosina keskimäärin noin 9 % vuodessa ja päätyvän 6,21 euroon/osake. Huomautamme edelleen, että kiinteistökehityshankkeiden tarkkoihin tuloutumisajankohtiin liittyy epävarmuutta ja mahdolliset aikataulumuutokset voivat tältä osin heiluttaa merkittävästi ennusteitamme.

2028: Rakennuttamistoiminnan skaalausta

Ovaron pidemmän aikavälin tuloskehityksen keskiössä on rakennuttamistoiminnan volyymien selkeä kasvu. Arvioimme Ovaron liikevaihdon kasvavan 49 MEUR:oon vuonna 2028. Kasvusta pääosan vastaa rakennuttamisliikevaihto, jonka odotamme nousevan 43 MEUR:oon. Nettovuokratuottojen odotamme jatkavan 14 %:n kasvussa Kukkula-hankkeen vaiheen 2 vuokrausasteen nousun ajamana.

Odotamme käypien arvojen muutoksen olevan +0,6 MEUR, ja valtaosa tuloksesta syntyykin rakennuttamistoiminnan kassavirtavaikutteisista asuntomyynteistä ja sijoittajahankkeista eli tulos on laadultaan parempi. Arvioimme nettotuloksen nousevan 4,5 MEUR:oon, joka vastaa 8 %:n oman pääoman tuottoa.

Oman pääoman tuotto



Ennusteet 4/6

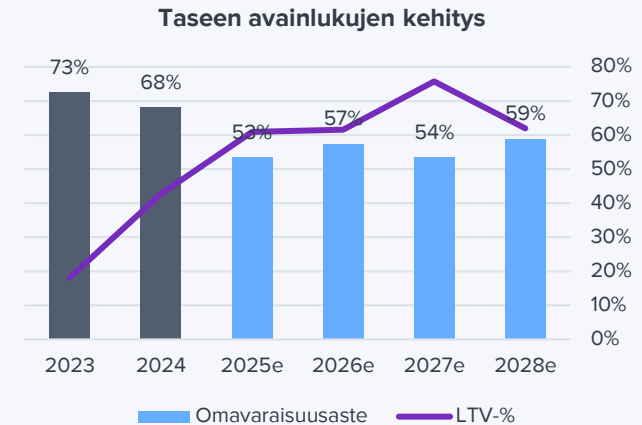
Likviditeetin ja vakavaraisuuden pitää pysyä hyvällä tasolla tulevien investointien takia

Ovarolla on merkittäviä investointeja edessä lähivuosina, erityisesti Kukkula-hankkeeseen liittyen. Näihin investointeihin sitoutuvan pääoman määrä voi vaihdella huomattavasti, riippuen siitä, että kuinka paljon Ovaro ottaa mukaan sen rakennushankkeisiin sijoittajia ja kuinka paljon se tekee omalla taseellaan. Arvioimmekin omavaraisuusasteen laskevan nykyiseltä noin 68 %:n tasolta noin 54 %:iin vuonna 2027. Olemme tehneet ennusteissamme oletuksen, että yhtiö rakennuttaa Kukkula-hankkeen kiinteistöistä 55 % omistusasuntomallilla eli ne sitovat pääomaa myyntiin asti, ja 45 % sijoittajille, jolloin ne eivät sido pääomaa, mutta tuottavat pienempää katetta.

Lähivuosien näköpiirissä olevat selkeät pääomatarpeet ovat 13,5 MEUR:n Kukkulan maa-alueiden osto 2025 lopussa, Investors Houselle [loppukauppahinnan](#) (4 MEUR) ja pääomalainojen (2,4 MEUR) maksu vuosina 2025-2026 sekä Kukkulan ensimmäiset purkukustannukset 0,7 MEUR 2026-2027. Näiden pääomatarpeiden lisäksi yhtiö luonnollisesti tarvitsee pääomia hankkeiden toteuttamiseen. Yhtiöllä pitäisi olla edellytykset hankkia tarvittavat pääomat ennusteidemme toteuttamiseen myymällä nykyisiä kohteita, pankkirahoituksella ja sijoittajilta.

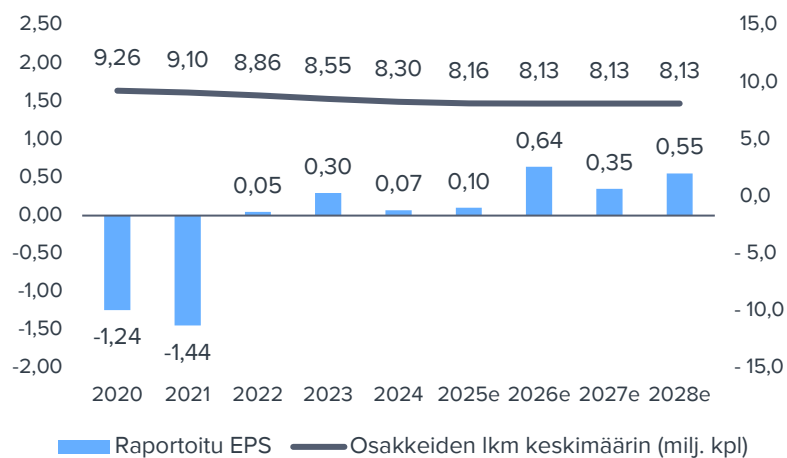
Ennustamme Ovaron osingonjaon jäävän nolnaan vuonna 2025, ja vuosina 2026-28 odotamme osingon kasvavan asteittain 0,06 → 0,15 euroon, kun rakennuttamishankkeita alkaa vapautua

pääomia. Osingonjakosuhde näillä ennusteilla on varsin matala 10-30%, koska arvioimme yhtiön allokoivan pääomansa ensisijaisesti liiketoimintaan. Tuloksesta myös merkittävä osa koostuu ei-kassavirtavaikutteisista käyvän arvon muutoksista vielä vuosina 2026-27.

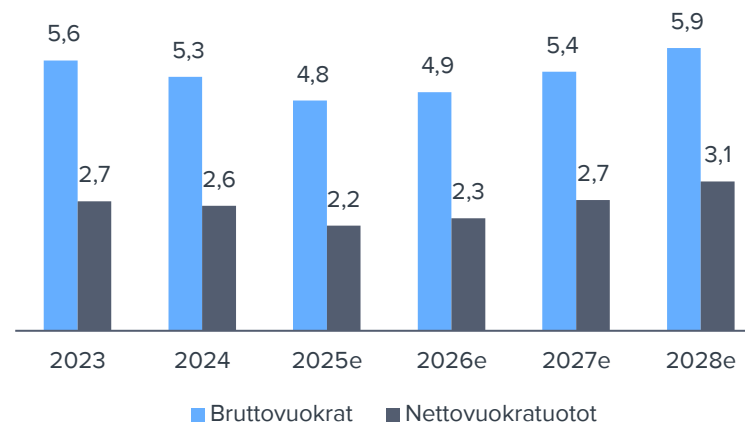


Ennusteet 5/6

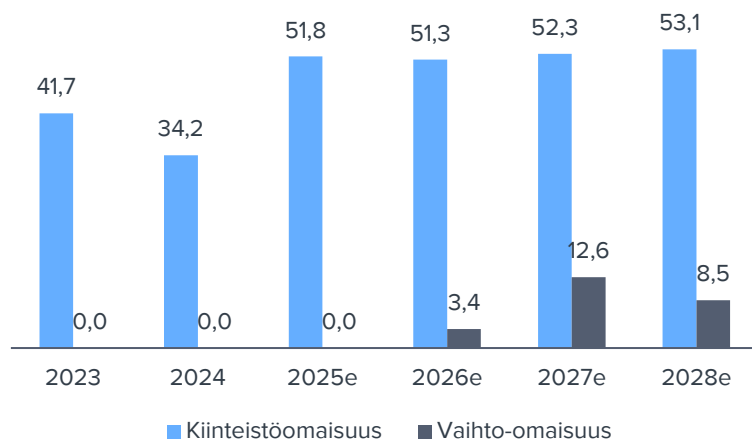
Raportoitu EPS ja osakkeiden lukumäärä



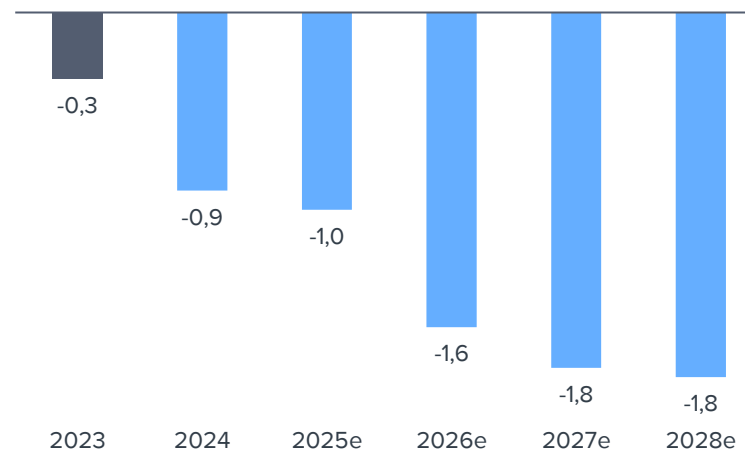
Brutto- ja nettovuokratuotot



Kiinteistöomaisuus ja vaihto-omaisuus



Nettorahoituskulut



Ennusteet 6/6

Ennustemuutoksien taustat 2024-2026e

- Poistimme Hervannan rakennusoikeuden myynnistä odottamamme 0,9 MEUR tulosvaikutuksen vuodelle 2025 kohteen muututtua [rakennushankkeeksi](#).
 - Arvioimme hankkeen käynnistyvän Q4'25 ja tuloutuvan kehitysvoittoa.
 - Ennusteissamme odotamme Ovaron myyvän hoivakodin vuonna 2026 käyvin arvin.
- Nettovuokratuottoennusteemme laskivat Q4:n odotettua heikomman tuottotason seurauksena, sekä lisäksi ennustamme yhtiön myyvän joitain kohteitaan.
 - Muutimme oletuksiamme Jyväskylän Kukkulan vaiheen 2 vuokratuottojen kehityksestä. Laskimme arviotamme vuokrausasteen kehityksestä, sekä odotamme nyt Ovaron myyvän kiinteistökannasta 27 %. Myynnit jakautuvat puoliksi vuosille 2025 ja 2026.
- Muutimme oletuksiamme asuntorakennushankkeiden käynnistymisestä tänä vuonna. Odotamme nyt ensimmäisten asuntorakennushankkeiden käynnistyvän vuonna 2026.
- Jyväskylän Kukkula-hankkeen aloituskorttelin koko on aiempaa odotustamme jonkin verran pienempi, jonka takia tonttikatteesta vuodelle 2026 tuloutuvan käyvän arvon muutoksen ennusteemme laski. Ennustetta taas nosti Hervannan hoivakotihanke, josta odotamme tuloutuvan 1,4 MEUR kehityskatetta vuonna 2026.
- Lisäsimme ennusteisiimme ei-kassavirtavaikutteiset aineettoman omaisuuden poistot (0,4 MEUR vuodessa), jotka liittyvät Jyväskylän Kukkula-hankkeen kehityshankkeiden ostossa syntyneeseen erään
- Laskimme vero-%:n ennusteemme hyvin matalaksi, koska arvioimme yhtiön kykenevän hyödyntämään vahvistettuja tappioita ennustejaksolla.
- Oma pääoma /osake –ennusteemme nousi pääasiassa Q4:n positiivisten verojen sekä osakkuusyhtiö Apitare Oy:n positiivisen käyvän arvon muutoksen myötä. Osin ajoituksellisista tekijöistä johtuen 2026 EPS ennusteemme nousi 12 %, mutta 2027 ennusteemme taas laski 33 %.

Ennustemuutokset	2024e	2024	Muutos	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	5,4	5,3	-2 %	5,4	4,8	-11 %	6,3	10,9	74 %
Bruttovuokrat	5,4	5,3	-2 %	5,4	4,8	-11 %	6,3	4,9	-21 %
Nettovuokratuotot	3,0	2,6	-13 %	3,1	2,1	-32 %	3,9	2,3	-42 %
Arvonmuutokset	-2,0	-2,7	36 %	2,3	1,1	-53 %	6,8	5,4	-19 %
Liikevoitto	-0,6	-0,5	-26 %	3,2	1,7	-45 %	6,8	6,8	0 %
Raportoitu tulos	-1,5	0,6	-140 %	2,1	0,8	-65 %	4,6	5,1	11 %
EPRA NAV / osake	5,14	4,91	-5 %	5,38	5,01	-7 %	5,91	5,63	-5 %
Oma pääoma / osake	5,21	5,46	5 %	5,44	5,57	2 %	5,98	6,19	3 %
Raportoitu EPS	-0,18	0,07	-139 %	0,26	0,09	-65 %	0,57	0,63	12 %
Osinko	0,02	0,00	-100 %	0,02	0,00	-100 %	0,08	0,06	-25 %

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma (MEUR)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25e	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Bruttovuokrat	12,8	11,0	9,7	8,2	5,4	5,6	1,2	1,6	1,4	1,0	5,3	1,1	1,2	1,2	1,2	4,8	4,9	5,4	5,9
Asuntomyyynnit	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	0,0	0,0	0,0	0,0	7,5	22,5
Liikevaihto yhteensä	12,8	11,0	9,7	8,2	5,4	5,6	1,2	1,6	1,4	1,0	5,3	1,1	1,2	1,2	1,2	4,8	10,9	36,9	48,6
Hoitokulut	-5,4	-4,8	-4,3	-3,8	-2,9	-2,9	-0,7	-0,8	-0,4	-0,7	-2,7	-1,0	-0,5	-0,5	-0,6	-2,7	-2,7	-2,7	-2,8
Nettovuokratuotot	7,4	6,2	5,3	4,3	2,5	2,7	0,5	0,8	0,9	0,3	2,6	0,1	0,7	0,7	0,6	2,1	2,3	2,6	3,0
Materiaalit ja palvelut (as. myynti)	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	0,0	0,0	0,0	-5,4	-28,8	-38,3
Vuokraustoiminnan kulut	-0,4	-0,7	-0,6	-0,6	-0,3	-0,3	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Hallinnon kulut	-2,6	-2,0	-1,8	-2,3	-1,5	-1,6	-0,4	-0,4	-0,6	-0,7	-2,1	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-1,8	-1,8	-2,0	-2,2
Liiketoiminnan muut tuotot ja kulut	-0,5	-0,2	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Muut kulut yhteensä	-3,5	-2,8	-2,5	-2,9	-1,9	-1,9	-0,5	-0,4	-0,6	-0,7	-2,2	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5	-2,1	-7,6	-2,4	-2,5
Tulos luovutuksista ja huoneistojen käyvän arvon muutoksista	-12,9	-8,2	-14,6	-13,8	-0,5	-2,6	0,2	0,4	-2,4	-0,9	-2,7	0,0	0,5	0,0	0,6	1,1	5,4	0,8	0,6
Osuus osakkuus- ja yhteisyritysten tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,7	0,6	5,0	0,1	0,3	0,0	1,5	1,9	0,2	0,2	0,2	0,2	0,7	0,8	0,8	0,8
Liiketulos	-8,9	-4,8	-11,7	-11,6	0,6	3,2	0,5	1,1	-2,2	0,1	-0,5	-0,3	0,8	0,3	0,9	1,7	6,8	4,6	6,3
Rahoitustuotot ja kulut yhteensä	-2,6	-2,9	-2,6	-2,3	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,9	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-1,0	-1,6	-1,8	-1,8
Tulos ennen veroja	-11,5	-7,7	-14,4	-14,0	0,4	2,8	0,3	0,9	-2,4	-0,2	-1,4	-0,7	0,5	0,1	0,7	0,8	5,2	2,8	4,5
Verot	-3,2	1,3	2,9	0,9	0,0	-0,2	-0,3	-0,2	0,3	2,1	1,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1
Katsauskauden voitto/tappio	-14,7	-6,4	-11,5	-13,1	0,4	2,6	0,06	0,7	-2,1	1,9	0,6	-0,64	0,5	0,1	0,7	0,8	5,1	2,8	4,4
Raportoitu EPS	-1,50	-0,68	-1,24	-1,44	0,05	0,30	0,01	0,08	-0,25	0,23	0,07	-0,08	0,06	0,02	0,09	0,09	0,63	0,34	0,54
Tunnusluvut	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25e	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
EPRA NAV	81,9	73,0	57,9	43,3	43,1	44,7	44,8	43,2	42,5	40,2	40,2	0,0	0,0	0,0	0,0	40,8	45,8	48,0	51,5
EPRA NAV per osake	8,55	7,84	6,29	4,82	4,94	5,31	5,36	5,22	5,15	4,91	4,91	0,00	0,00	0,00	0,00	5,01	5,63	5,90	6,34
Kokonaistuotto EPRA NAV:lle	0 %	0 %	-18 %	-26 %	1 %	6 %	-	-	-	-	1 %	-	-	-	-	2 %	12 %	6 %	9 %

Tase

Tase

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	52	61	78	78	78
Liikearvo	0	0	0	0	0
Aineettomat hyödykkeet	0	12	12	11	11
Käyttöomaisuus	42	34	52	51	52
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	6	9	9	9	10
Muut sijoitukset	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	3	1	1	1	1
Laskennalliset verosaamiset	1	5	5	5	5
Vaihtuvat vastaavat	11	5	7	10	20
Vaihto-omaisuus	0	0	0	3	13
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0	0
Myyntisaamiset	3	3	3	3	4
Likvidit varat	9	2	3	3	4
Taseen loppusumma	63	66	85	88	98

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	46	45	45	50	53
Osakepääoma	24	24	24	24	24
Kertyneet voittovarot	-45	-45	-44	-39	-37
Oman pääoman ehtoiset lainat	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	67	65	65	65	65
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	14	16	31	28	35
Laskennalliset verovelat	0	0	0	0	0
Varaukset	0	0	0	0	0
Korolliset velat	14	13	28	28	35
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	0	3	3	0	0
Lyhytaikaiset velat	3	5	9	9	11
Korolliset velat	2	3	7	7	9
Lyhytaikaiset korottomat velat	0	0	0	0	0
Muut lyhytaikaiset velat	1	2	2	2	2
Taseen loppusumma	63	66	85	88	98

Avainluvut

Lyhennetty tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	11,0	9,7	8,2	5,4	5,6	5,3	4,8	10,9	36,9	48,6
Nettotuotot	6,2	5,3	4,3	2,5	2,7	2,6	2,1	2,3	2,6	3,0
Liikevoitto	-4,8	-11,7	-11,6	0,6	3,2	-0,5	1,7	6,8	4,6	6,3
EPRA-tulos	0,6	0,2	-0,8	1,0	0,9	-0,1	-0,4	-6,2	-22,1	-16,4
Nettotulos	-6,4	-11,5	-13,1	0,4	2,6	0,6	0,8	5,1	2,8	4,4
EPRA EPS	0,06	0,02	-0,09	0,11	0,11	-0,02	-0,05	-0,76	-2,71	-2,01
Raportoitu EPS	-0,68	-1,24	-1,44	0,05	0,30	0,07	0,09	0,63	0,34	0,54
Tase	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Kiinteistöomaisuus	150,1	109,3	43,2	48,3	41,7	34,2	51,8	51,3	52,3	53,1
Nettovelat	75	51	3,0	11	8	15	32	32	40	33
Emoyhtiön omistajille kuuluva oma pääoma	71,1	58,9	45,2	44,8	46,1	44,7	45,3	50,3	52,5	56,0
EPRA NAV	73,0	57,9	43,3	43,1	44,7	40,2	40,8	45,8	48,0	51,5
LTV-%	43 %	47 %	7 %	23 %	18 %	43 %	61 %	62 %	76 %	63 %
Omavaraisuusaste	44 %	51 %	76 %	71 %	73 %	68 %	53 %	57 %	53 %	59 %
ROE-%	-9 %	-18 %	-25 %	1 %	6 %	1,3 %	1,7 %	10,6 %	5,2 %	8,0 %
Nettotuotto-% (k.a.)	3,8 %	4,1 %	5,7 %	5,5 %	6,0 %	6,8 %	4,9 %	4,4 %	5,1 %	5,7 %
Osakelukuja	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
EPRA EPS	0,06	0,02	-0,09	0,11	0,11	-0,02	-0,05	-0,76	-2,71	-2,01
Raportoitu EPS	-0,68	-1,24	-1,44	0,05	0,30	0,07	0,09	0,63	0,34	0,54
Osinko per osake	0,00	0,00	0,00	0,03	0,13	0,00	0,00	0,06	0,10	0,15
EPRA NAV per osake	7,84	6,29	4,82	4,94	5,31	4,91	5,01	5,63	5,90	6,34
Emoyhtiön omistajien OPO / osake	7,64	6,40	5,02	5,13	5,48	5,46	5,57	6,19	6,46	6,89

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 1/5

Ovaron arvonmäärityksen erityispiirteitä

Ovaron arvonmäärityksestä haasteellisen tekee yhtiön liiketoiminnan murrosvaihe, jossa se skaalaa kehitys- ja rakennuttamistoimintaansa ylös. Yhtiö on päässyt lupaavasti liikkeelle kehitysliiketoiminnassaan, mutta rakennuttamistoiminnan tuottojen vahvempaa realisoitumista tulokseen joudutaan vielä odottamaan lähivuosille ja tuloskehitys on merkittävästi riippuvainen yksittäisistä hankkeista. Tilannetta vaikeuttaa rakennusmarkkinan erittäin heikko tilanne, jossa erityisesti hyvin kannattava omistusasuntojen rakennuttaminen on hyvin vaikeaa. Heikon taloustilanteen pitkittyessä Ovarolle kriittisen Jyväskylän uudisrakennusmarkkina voisi kärsiä suurimpia kaupunkia enemmän. Näiden syiden takia hankeputken realisoitumisen ajoitukseen liittyy edelleen merkittävää epävarmuutta ja yhtiön riskiprofiili on mielestämme korkea. Riskiprofiilin laskulle on selkeät askelmerkit, kun isommat rakennuttamishankkeet lähtevät liikkeelle ja Jyväskylän Kukkulan rakentamisen käynnistyksen ajoitus varmistuu. Arvonmääritystä selkeyttää kuitenkin suhteessa historiaan heikkolaatuisen asuntokannan myynti, joka on aiheuttanut jatkuvia tappioita pitkään.

Pohjaamme Ovaron arvonmäärityksemme yhtiön nettovarallisuuteen ja sille sen tekemään kokonaistuottoon. Ovaron tärkein arvoajuri tulevaisuudessa tulee näkemyksemme mukaan olemaan sen kiinteistökehitystoiminnan kehitys ja erityisesti Jyväskylän Kukkula-hankkeen onnistunut kehittäminen. Tuloskehityksen ja kassavirtojen kehitys tuleekin nähdäksemme ohjaamaan osakkeenomistajien tuottoa

lähivuosina.

Hyväksyttävään arvostukseen vaikuttavia tekijöitä

Ovaron osakkeen arvostukseen positiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat näkemyksemme mukaan:

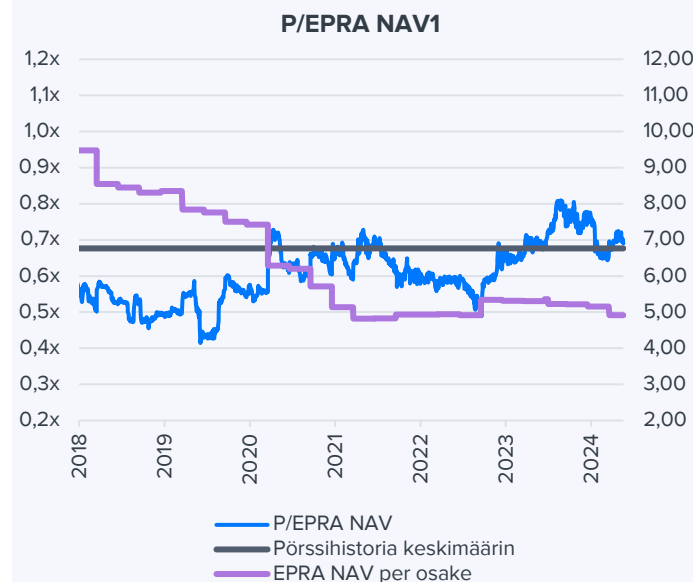
- Kiinteistöomaisuuden parantunut laatu suhteessa historiaan (heikkolaatuisen asuntokannan poismyynti)
- Tehdyt investoinnit vaikeassa markkinatilanteessa hyvään hintaan
- Lupaavat näytöt kiinteistökehityshankkeista
- Jyväskylän Kukkulan hankeputken potentiaali

Arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat mielestämme puolestaan:

- Korkeamman riskiprofiilin kiinteistökehitystoiminta nostaa vaadittavaa tuottovaatimusta ja laskee hyväksyttäviä arvostuskertoimia
- Uudisasuntorakentamisen erittäin vaikea markkinatilanne ja markkinan palautumiseen liittyvä epävarmuus
- Liiketoiminnan vahva keskittyminen yhteen hankkeeseen ja Jyväskylään
- Korkea riippuvuus avainhenkilöistä ja raskas kulurakenne suhteessa tämän hetkiseen liiketoiminnan volyymiin
- Useat lähipiirikaupat historiassa
- Verrokkien matalat tasepohjaiset arvostustasot

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	3,39	3,39	3,39
Osakemäärä, milj. kpl	8,1	8,1	8,1
Markkina-arvo	28	28	28
Yritysarvo (EV)	59	59	67
P/E	36,7	5,5	10,3
P/EPRA NAV	0,68	0,60	0,57
EV/EBIT	33,9	8,7	14,6
P/B	0,61	0,55	0,52
Osinko/tulos (%)	0,0 %	9,7 %	30,4 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	1,8 %	2,9 %

Lähde: Inderes



¹Suhteessa viimeisimpään raportoituun EPRA-nettovarallisuuteen

Arvonmääritys 2/5

Osakemarkkinat hinnoittelevat portfolion reippaalla alennuksella tasearvoon nähden

Osakemarkkinat hinnoittelevat Ovaron noin 38 % alle 2024:n lopun nettovarallisuuden (IFRS). Alennus on leveä, mutta linjassa Ovaron pörssihistorian keskimääräiseen hinnoitteluun.

Historiassa tasetta dominoi huonosti tuottanut asuntokanta, jonka arvo oli lopulta selvästi sen tasearvostusta matalampi. Nyt taseen kiinteistöomaisuus (66 % varoista) on mielestämme varsin kuranttia. Tällä hetkellä, vastoin tyypillistä kiinteistösijoitusyhtiötä, noin 26 % taseen varoista nojaa tulevaisuudessa tehtäviin tuottoihin. Jyväskylän Kukkulan kehityshankkeiden ostossa syntyi aineetonta omaisuutta, jonka kokonaisarvo on 12,3 MEUR (noin 19 % varoista). Aineeton omaisuus perustuu rakennuttamistoiminnan tulevaisuuden tuottokykyyn, joten siihen nojaaminen nykyhetkessä on epävarmempaa, vaikka sille hyvät perusteet onkin. Lisäksi varoista 7 % on verosaamiaisia, jotka niin ikään nojaavat tulevaisuudessa tehtäviin tuottoihin.

Apitare Oy:n 1/3 omistus voisi mielestämme olla vielä jonkin verran nykyistä arvokkaampi korkotason vakiintuessa 2 %:iin ja kiinteistötransaktiomarkkinan piristyessä. Selkein ”piiloarvo” kuitenkin purkautui, kun kiinteistön arvo nousi 50→55 MEUR Q4’24.

Kukkula-hanke luo selvää potentiaalia, jota korkeat riskit tasapainottavat

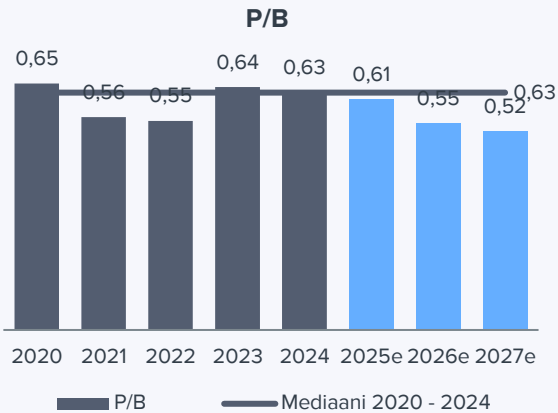
Olemme arvioineet Jyväskylän Kukkulan aluekehityshankkeen (vaihe 3) nykyarvoksi noin 19 MEUR. Nykyisellään taseessa hankkeen arvoksi voitaisiin mieltää edellä mainittu 12,3 MEUR aineeton omaisuus, joka on nykyarvoa varsin

selvästi pienempi. Huomionarvoista kuitenkin on, että vaiheen 3 kehitystuotot ulottuvat varsin pitkälle tulevaisuuteen ja hankkeen lopullinen arvo on riippuvainen mm. rakennuttamisen onnistumisesta. Nykyisessä asuntomarkkinan erittäin synkässä syklissä emme usko osakemarkkinoiden olevan valmiita hinnoittelemaan lyhyellä aikavälillä kehityspotentiaalia täysimääräisesti osakkeeseen.

Osakkeen arvostus kokonaistuoton ja NAV-arvostuksen kautta tarkasteltuna

Tasealennuksen tarkastelu tyhjiössä ei kuitenkaan ole mielekästä, vaan se tulee suhteuttaa oman pääoman tuottokykyyn ja vaadittavaan tuottovaatimukseen. Olemme oikealla sivupalkissa tarkastelleet Ovaron hyväksyttävää P/B-perusteista (IFRS NAV) arvostustasoa oman pääoman tuoton ja oman pääoman tuottovaatimuksen kautta. Ennustamme Ovaron oman pääoman tuoton olevan vuosina 2025-28 keskimäärin noin 7 %.

Noussut korkotaso ja yhtiön riskiprofiili huomioiden Ovarolle järkevä oman pääoman tuottovaatimus on mielestämme noin 10-12 %. Nykyisessä liiketoiminnan murrosvaiheessa aiemmin mainituista syistä johtuen, haarukan ylälaidan mukainen tuottovaatimus on mielestämme perusteltu. Ovaro on tällä hetkellä ikään kuin kiinteistösijoittajan ja rakennuttamis-/puhtaamman kiinteistökehitysyhtiön välitilassa, jossa taseessa on runsaasti kiinteistöomaisuutta, kiinteä kulurakenne on korkea suhteessa nykyiseen volyymiin ja rakennuttamisen isompia tuottoja joudutaan vielä odottamaan lähivuosille. Näistä syistä johtuen oman pääoman tuotto jää kohtuullisen matalaksi, mutta riskitaso on nykyhetkessä korkea.



Hyväksyttävä P/B

		Kokonaistuotto OPO:lle						
		5 %	6 %	7 %	8 %	9 %	10 %	11 %
Oman pääoman tuottovaatimus	14 %	0,36x	0,43x	0,50x	0,57x	0,64x	0,71x	0,79x
	13 %	0,38x	0,46x	0,54x	0,62x	0,69x	0,77x	0,85x
	12 %	0,42x	0,50x	0,58x	0,67x	0,75x	0,83x	0,92x
	11 %	0,45x	0,55x	0,64x	0,73x	0,82x	0,91x	1,00x
	10 %	0,50x	0,60x	0,70x	0,80x	0,90x	1,00x	1,10x
	9 %	0,56x	0,67x	0,78x	0,89x	1,00x	1,11x	1,22x
	8 %	0,63x	0,75x	0,88x	1,00x	1,13x	1,25x	1,38x
	7 %	0,71x	0,86x	1,00x	1,14x	1,29x	1,43x	1,57x
6 %	0,83x	1,00x	1,17x	1,33x	1,50x	1,67x	1,83x	

Arvonmääritys 3/5

Taulukosta voidaan havaita, että 7-9 %:n ennustetulla kokonaistuotolla ja 10-12 %:n oman pääoman tuottovaatimuksella Ovaron hyväksyttävä P/EPRA NAV-arvostuskerroin olisi 0,58x-0,90x välillä. Ennustamme oman pääoman tuoton olevan noin 7 % vuosina 2025-2028. Tavoitehintamme (3,75 euroa/osake) vastaa P/B-kerrointa 0,69x. Hyväksymämme arvostustaso on jonkin verran Ovaron historiallista arvostustasoa korkeampi, joka on mielestämme perusteltua kiinteistöportfolion huomattavasti paremman laadun ja rakennuttamistoiminnan potentiaalin ansiosta, vaikka noussut korkotaso jarruttaakin arvostusta.

Sijoittajan on oleellista ymmärtää, että Ovaron osakkeen NAV-alennuksen kasvaessa efektiivinen kokonaistuotto nousee ja alennuksen supistuessa efektiivinen tuotto vastaavasti laskee. Mikäli osaketta hinnoitellaan alennuksella suhteessa NAV:iin, tarjoaa osake suurempaa tuottoa kuin yhtiön taseessa oleva nettovarallisuus. Osakkeen efektiivinen kokonaistuotto-odotus on arviomme mukaan lyhyellä aikavälillä noin 9-12 %, mikä alittaa tuottovaateemme jonkin verran.

Lääkkeitä tasealennuksen korjaantumiseen

Keskeisiä askelmerkkejä nykyistä korkeampaan arvostukseen olisivat näkemyksemme mukaan seuraavat:

- Oman pääoman tuoton vahvistuminen
- Parempi näkyvyys hankkeiden käynnistymiseen ja rakennuttamistoiminnan tuottoihin (riskitason asteittainen lasku)
- Jyväskylän Kukkula-hankkeen aikataulun varmistuminen

- Omien osakkeiden ostot (olettaen, että ns. kova NAV on todellisuudessa nykykurssia korkeampi)
- Taseen kierrättäminen käyvin arvoin tai myyntivoitoin

Voitonjako jäänee matalaksi lyhyellä aikavälillä

Osinkotuoton odotamme olevan matala lähivuosina, koska arvioimme yhtiön kanavoivan varansa investointeihin. Mikäli Ovaron arvostustaso pysyy matalana ja sillä on vastoin odotuksiamme olisi vapaita varoja jaettavana, arvioisimme yhtiön todennäköisesti jatkavan osinkojen sijasta sen omien osakkeiden osto-ohjelmaa.

Arvonmäärityksen yhteenveto

Arvostus ei ole vaativa ja näemme Ovaron kehityspotentialin mielenkiintoisena keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä. Putken hedelmien keräämiseen nykymarkkinassa menee nähdäksemme vielä aikaa ja yhtiöllä on sijoittajien silmissä yhä todistettavaa uuden liiketoimintamallin ylösajossa. Tulostekäänneeseen liittyy lyhyellä aikavälillä selkeää epävarmuutta ja verrokkien arvostustasot ovat matalia, minkä uskomme heijastuvan lyhyellä aikavälillä sijoittajien riskikäsitykseen ja siten markkinoiden hyväksyntään arvostuskertoimiin.

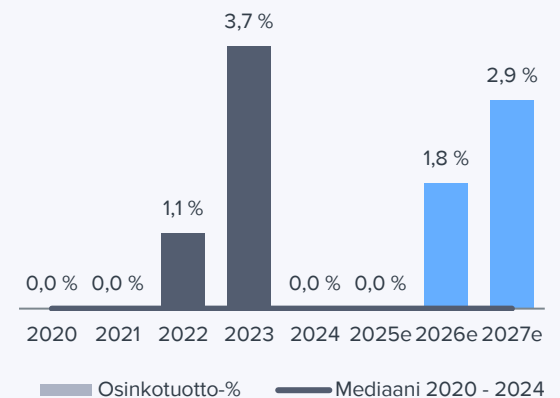
Näemme osakkeen tuotto-odotuksen olevan 9-12 % lyhyellä aikavälillä, joka jää jonkin verran nykyisen korkean tuottovaateemme alapuolelle. Laskemme ennustemuutosten ajamana tavoitehintamme 3,75 euroon (aik. 4,10 euroa) ja suosituksemme vähennätasolle (aik. lisää).

Efektiivinen kokonaistuotto eri oletuksilla

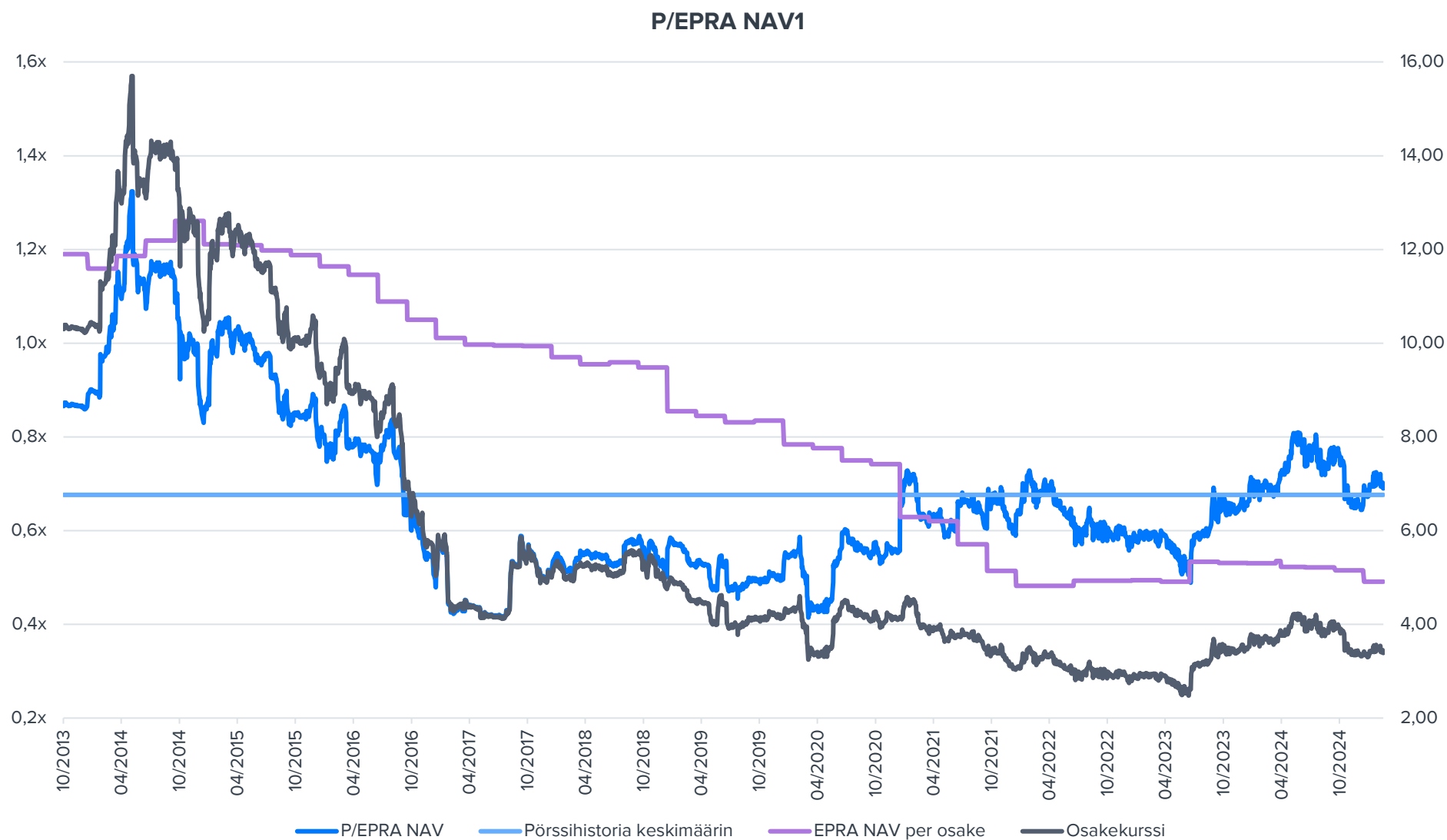
	Kokonaistuotto NAV:lle						
	5 %	6 %	7 %	8 %	9 %	10 %	11 %
0,90x	6 %	7 %	8 %	9 %	10 %	11 %	12 %
0,85x	6 %	7 %	8 %	9 %	11 %	12 %	13 %
0,80x	6 %	8 %	9 %	10 %	11 %	13 %	14 %
0,75x	7 %	8 %	9 %	11 %	12 %	13 %	15 %
0,70x	7 %	9 %	10 %	11 %	13 %	14 %	16 %
0,65x	8 %	9 %	11 %	12 %	14 %	15 %	17 %
0,60x	8 %	10 %	12 %	13 %	15 %	17 %	18 %
0,55x	9 %	11 %	13 %	15 %	16 %	18 %	20 %
0,50x	10 %	12 %	14 %	16 %	18 %	20 %	22 %

P/B

Osinkotuotto-%



Historiallinen arvostustaso

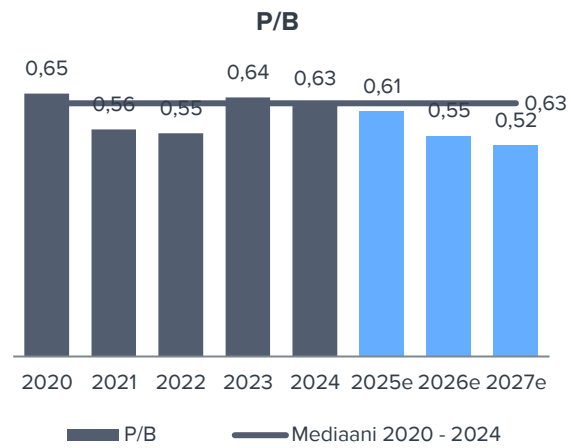
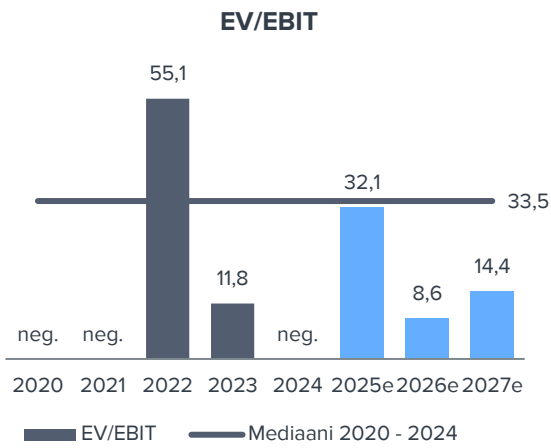
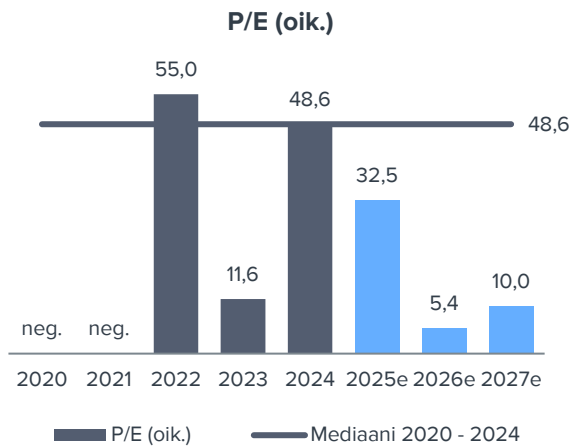


¹Suhteessa viimeisimpään raportoituun EPRA-nettovarallisuuteen

Arvostus

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	4,16	2,82	2,83	3,51	3,42	3,39	3,39	3,39	3,39
Osakemäärä, milj. kpl	9,2	9,0	8,7	8,4	8,2	8,1	8,1	8,1	8,1
Markkina-arvo	38	25	25	30	28	28	28	28	28
Yritysarvo (EV)	89	28	36	37	43	59	59	66	59
P/E (oik.)	neg.	neg.	55,0	11,6	48,6	23,4	5,1	9,0	5,8
P/E	neg.	neg.	55,0	11,6	48,6	23,4	5,1	9,0	5,8
EV/EBIT	neg.	neg.	55,1	11,8	neg.	26,9	8,1	13,3	8,8
P/B	0,65	0,56	0,55	0,64	0,63	0,60	0,54	0,51	0,48
P/EPRA NAV	0,45	0,59	0,71	0,64	0,69	0,67	0,59	0,56	0,52
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	58,3 %	42,3 %	0,0 %	0,0 %	9,0 %	26,5 %	25,7 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	1,1 %	3,7 %	0,0 %	0,0 %	1,8 %	2,9 %	4,4 %

Lähde: Inderes



Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. 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 (välttämät 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 käsitellä 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 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 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 arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), 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 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
Lisää	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
Vähennä	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
Myy	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

Osakkeen 12 kuukauden riskikorjatun kokonaistuotto-odotuksen yllä esitettyjen määritelmien mukainen arviointi on yhtiökohtaista ja subjektiivista. Siten eri osakkeilla samansuuruiset 12 kk kokonaistuotto-odotukset voivat johtaa eri suosituksiin eikä eri osakkeiden suosituksia ja 12 kk kokonaistuotto-odotuksia tule verrata keskenään. Tuotto-odotuksen vastapuolena toimii sijoittajan Inderesin näkemyksen mukaan ottama riski, joka vaihtelee voimakkaasti eri yhtiöiden ja tilanteiden välillä. Korkea tuotto-odotus ei siis välttämättä johda positiiviseen suositukseen riskien ollessa poikkeuksellisen suuria, eikä matala tuotto-odotus johda vastaavasti negatiiviseen suositukseen riskien ollessa Inderesin näkemyksen mukaan maltillisia.

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 yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatinen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

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 sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatalaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

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

Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
18/02/2019	Vähennä	5,00 €	4,78 €
09/03/2019	Lisää	5,00 €	4,52 €
10/05/2019	Vähennä	4,50 €	4,32 €
19/06/2019	Vähennä	4,40 €	4,43 €
09/08/2019	Vähennä	4,00 €	3,95 €
15/11/2019	Vähennä	4,20 €	4,28 €
21/02/2020	Vähennä	4,20 €	4,30 €
16/04/2020	Vähennä	3,50 €	3,36 €
08/05/2020	Vähennä	3,50 €	3,48 €
28/07/2020	Vähennä	4,00 €	4,32 €
14/08/2020	Vähennä	4,00 €	4,25 €
20/11/2020	Vähennä	4,30 €	4,25 €
02/02/2021	Vähennä	4,30 €	4,45 €
26/02/2021	Vähennä	4,00 €	4,05 €
07/05/2021	Vähennä	3,80 €	3,88 €
20/08/2021	Vähennä	3,60 €	3,66 €
17/11/2021	Vähennä	3,60 €	3,52 €
19/11/2021	Vähennä	3,40 €	3,35 €
01/03/2022	Vähennä	3,40 €	3,37 €
13/05/2022	Vähennä	3,40 €	3,20 €
21/07/2022	Vähennä	2,90 €	2,85 €
19/08/2022	Vähennä	2,90 €	3,14 €
18/11/2022	Vähennä	3,00 €	2,94 €
24/02/2023	Vähennä	3,00 €	2,94 €
12/05/2023	Vähennä	2,80 €	2,71 €
17/07/2023	Lisää	3,60 €	3,15 €
18/08/2023	Lisää	3,60 €	3,20 €
16/10/2023	Lisää	4,00 €	3,56 €
Analyttikko vaihtuu			
16/11/2023	Lisää	4,00 €	3,40 €
20/02/2024	Lisää	4,30 €	3,68 €
23/02/2024	Lisää	4,30 €	3,71 €
13/05/2024	Lisää	4,50 €	3,94 €
16/08/2024	Vähennä	4,40 €	3,98 €
30/09/2024	Lisää	4,40 €	3,89 €
15/11/2024	Lisää	4,10 €	3,47 €
03/03/2025	Vähennä	3,75 €	3,39 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömmen tarpeisiin.

Me Inderesillä uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja aktiivisen sijoittajayhteisön pariin.

Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon, ja että sijoittajilta kerätty tieto on yhtiöiden hyödynnettävissä.

Jo yli 100 suomalaista pörssiyhtiötä haluaa palvella omistajiaan ja sijoittajia kauttamme hyödyntämällä tarjoamiamme yhtiöseurantapalveluita, datapohjaisia sijoittajaviestinnän palveluita, sisältötuotantoa ja konsultointia.

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa inderes.fi



**STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV**



**THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS**



Juha Kinnunen
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**