

Saneeraus etenee, mutta työ on vasta alkanut

Toistamme Orava Asuntorahaston aikaisemman 6,00 euron tavoitehintamme, mutta laskemme suosituksemme tasolle lisää (aik. osta) kurssinousun myötä kaventuneen nousuvaran takia. Oravan eilinen Q1-raportti oli operatiivisesti odotustemme mukainen, mutta negatiiviset kiinteistöjen käyvän arvon muutokset hautasivat alleen muuten myönteisen kehityksen. Näkemyksemme osakkeesta säilyy ennallaan ja pidämme edelleen todennäköisenä, että Oravan hallitus tulee toteuttamaan merkittäviä rakenne- ja strategiamuutoksia, joiden myötä yhtiön fokus operatiivisen tuloksen ja kannattavuuden kehitykseen kasvaa, markkinoiden luottamus vahvistuu ja osakkeen matala NAV-perusteinen arvostustaso siten vähitellen korjaantuu.

Oravan eilinen Q1-operatiivinen tulos oli odotustemme mukainen

Raportoitu Q1-tulos jäi kuitenkin selvästi ennusteestamme odotuksiamme korkeampien negatiivisten käyvän arvon muutosten takia. Myönteistä Q1-raportissa oli erityisesti operatiivinen tulos, joka nousi selvästi positiiviseksi vertailukauden negatiivisesta tasosta kustannussäästö- ja tehostamistoimenpiteiden myötä. Oravan kannattavuuskäänteä etenee Q1-raportin valossa oikeaan suuntaan, mutta tehtävää on vielä paljon ja työ on vasta alkanut. Oravaan joulukuussa valittu uusi hallituksen puheenjohtaja Petri Roininen kertoi Q1-tiedotustilaisuudessa, että Oravan strategiaprozessi on edelleen kesken ja myöhemmin koolle kutsuttava ylimääräinen yhtiökokous tulee päättämään tarvittavista rakennemuutoksista. Pidämme todennäköisenä, että ylimääräinen yhtiökokous tullaan pitämään H2'18 aikana ja odotamme yhtiön luopuvan sen myötä nykyisestä REIT-mallistaan.

Ennustamme operatiivisen tuloksen kasvavan vuonna 2018

Olemme tarkistaneet Oravan kuluvan vuoden ennusteitamme käyvän arvon muutosten osalta hieman alaspäin. Ennustamme yhtiön edelleen tekevän noin 5,7 MEUR:n eli noin 2,9 %:n kertaluontoisen alaskirjauksen kiinteistöportfolioonsa loppuvuoden aikana ja osakekohtaisen NAV:in olevan vuoden lopussa noin 9,12 euroa (Q1'18: 9,55 euroa, aik. ennuste 9,31 euroa). Oravan asuntomanagereiden kilpailutus saatiin valmiiksi vasta helmikuun lopussa, joten vuokraustoiminnan kulut tulevat hieman vielä laskemaan Q1-tasosta loppuvuoden aikana. Kiinteistömyyntien pitäisi hieman laskea rahoituskuluja alaspäin ja kuluvana vuonna ei aiheudu 328 TEUR:n kuluja vaihtotarjouksesta. Edelleen yhtiön vuokrausaste on noussut ja odotamme myyntisalkun pienenevän kuluvana vuonna, mikä tukee tulosta. Ennustamme näiden myötä operatiivisen tuloksen vahvistuvan kuluvana vuonna noin 1,9 MEUR:oon (2017: 1,1 MEUR). Ennusteemme on Oravan ohjeistuksen yläpuolella, sillä Orava itse ohjeistaa 2018 operatiivisen tuloksen olevan jokseenkin samaa tasoa kuin vuonna 2017.

Odotamme osakkeen taseperusteisesti matalan arvostustason korjaantuvan

Huomautamme, että uudistukset Oravassa tulevat todennäköisesti viemään aikaa ja kustannussäästöjen toteutumiseen aikaisemmin tavoittelussa mittakaavassa liittyä luonnollisesti epävarmuutta. Tavoitehintamme 6,00 euroa heijastelee 1,5 MEUR:n vuotuisten operatiivisen tuloksen kasvun saavuttamista, jolloin Oravan oman pääoman tuotto-odotus nousee ennusteissamme noin 7 %:n tasolle vuonna 2019 (2017: -2,9 %). Tällöin Oravan nykyisen NAV-alennuksen pitäisi arviomme mukaan kaventua selvästi. Mikäli uusi hallitus saa toimenpiteillään nostettua Oravan kannattavuutta nopeammin tai/ ja markkinoiden luottamus Oravaa kohtaan vahvistuu muilla toimenpiteillä, voi osakkeessa olla myös arvioimaamme enemmän lyhyen tähtäimen nousuvaraa.

Analyytikot

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

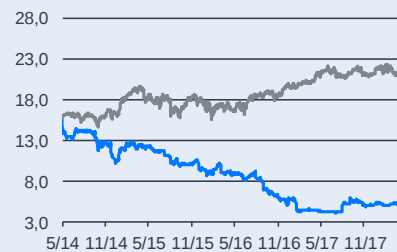


Petri Aho
+358 50 340 2986
petri.aho@inderes.fi



Suositus

Lisää

Edellinen: Osta
Tavoitehintaa 6,00 EUR
Edellinen: 6,00


— Orava Asuntorahasto — OMXHCAP

Lähde: Reuters

Eilisen päätös 5,27 EUR
12 kk vaihteluväli 4,03-5,98 EUR
Potentiaali 13,9 %
**Katso toimitusjohtajan
videohaastattelu**


Avainluvut

	Liikevaihto	Liikevoitto	Liikevoitto-	Tulos ennen	EPS	Osinko/	EV/	EV/	EV/	P/E	Osinko-
	MEUR	(EBIT)	marginaali	veroja (PTP)	(oik.)	osake	Liikevaihto	EBITDA	EBIT	(x)	tuotto
		MEUR	%	MEUR	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)	(x)	%
2016	13	5	36,7 %	2	0,17	0,09	12,7	34,6	34,6	29,1	1,8 %
2017	13	0	1,7 %	-3	-0,29	0,00	11,5	672,1	672,1	-17,4	0,0 %
2018e	13	-3	-23,9 %	-6	0,00	0,00	11,3	-47,5	-47,5	-1097,9	0,0 %
2019e	13	9	71,1 %	7	0,64	0,19	11,2	15,8	15,8	8,2	3,7 %
2020e	13	9	74,3 %	7	0,69	0,21	11,0	14,8	14,8	7,6	4,0 %
Markkina-arvo, MEUR			51	OPO / osake 2018e, EUR			9,12	CAGR EPS, 2017-2020, %			-234 %
Nettovelka 2018e, MEUR			97	P/B 2018e			0,6	CAGR kasvu, 2017-2020, %			-2 %
Yritysarvo (EV), MEUR			148	Nettovelkaisuusaste 2018e, %			111,1 %	ROE 2018e, %			-6,4 %
Taseen koko 2018e, MEUR			208	Omavaraisuusaste 2018e, %			42,1 %	ROCE 2018e, %			-1,5 %

Käyvän arvon muutokset hautasivat alleen hyvän kehityksen

Myönteistä Q1-raportissa oli operatiivinen tulos

Orava Asuntorahaston operatiivinen Q1-tulos oli odotustemme mukainen, mutta raportoitu tulos jäi selvästi ennusteestamme odotuksiamme korkeampien negatiivisten käyvän arvon muutosten takia. Myönteistä Q1-raportissa oli erityisesti operatiivinen tulos, joka nousi selvästi positiiviseksi vertailukauden negatiivisesta tasosta kustannussäästö- ja tehostamistoimenpiteiden myötä. Oravan operatiivisen tuloksen kannattavuuskäännöksen eteenä Q1-raportin valossa oikeaan suuntaan, mutta tehtävää on vielä paljon ja työ on vielä kesken.

Liikevaihto (bruttovuokrat) oli noin 3,3 MEUR ja täysin ennusteemme mukainen. Yhtiö kuitenkin kirjasi 0,86 %:n negatiivisen (ei-kassavirrallisen) käyvän arvon muutoksen kiinteistöportfolioonsa, kun olimme itse ennustaneet tilastokeskuksen tilastoimaa vanhojen Q1-asuntojen mukaista -0,4 %:n arvomuutosta. Negatiivinen käyvän arvon muutokset olivat siten -2,0 MEUR, kun ennusteemme oli -0,8 MEUR. Liikevoitto ja raportoitu tulos jäivät siten selvästi ennusteistamme.

Myönteisenä asiana Q1-raportissa oli erityisesti kassavirtaperusteinen EPRA operatiivinen tulos, joka nousi positiiviseksi 257 TEUR:oon vertailukauden -47 TEUR:sta. Operatiivinen tulos oli lähellä ennustamaamme ja nousun

taustalla olivat arviomme mukaan rahoituksen ja toiminnan kulujen pienentyminen kaudella. Myös vuokrausaste parani noin prosenttiyksiköllä vertailukaudesta, mikä vaikutti operatiiviseen tulokseen.

2018 ohjeistus toistettiin

Orava odotustemme mukaisesti toisti aikaisemman 2018 ohjeistuksensa, jonka mukaan 2018 operatiivisen EPRA tuloksen arvioidaan olevan jokseenkin samalla tasolla kuin vuonna 2017. Yhtiö pitää mahdollisena, että yhtiö voi siirtyä kiinteistökannan arvostuksessa ulkopuolisen arvioijan mukaisten arvojen käyttämiseen vuonna 2018 hallinnointiyhtiön menetelmän sijaan. Tämä mahdollinen muutos voi aiheuttaa kertaluonteisen tulosvaikutuksen vuonna 2018.

Ennustetaulukko	Q1'17	Q1'18	Q1'18e	Q1'18e	Konsensus	Erotus (%)	2018
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
Liikevaihto	3,30	3,29	3,28			0 %	13,1
Tuotot voitoista	-0,9	-2,0	-0,8			150 %	-7,7
Liikevoitto (oik)	-0,1	-1,1	0,2			-662 %	2,6
EPS (oik.)	-0,10	-0,18	-0,04			307 %	0,00
Osinko/osake							0,00
Liikevaihdon kasvu-%	12,8 %	-0,1 %	-0,5 %			0,4 %-yks.	-1,8 %
Liikevoitto-% (oikaistu)	-2,4 %	-32,0 %	5,7 %			-37,7 %-yks.	19,8 %

Lähde: Inderes

Odotamme rakennejärjestelyn toteutuvan vuonna 2018

Odotamme rakennejärjestelyn toteutuvan

Pidämme todennäköisenä, että Oravaan joulukuussa valittu uusi hallitus tulee kutsumaan H2'18 aikana koolle ylimääräisen yhtiökokouksen, jossa päätetään yhtiön rakenteen muuttamiseksi sijoitusyhtiöksi. Odotamme, että hallitus tulee saamaan tämän uudistukset läpi, koska hallituksessa valtaa käyttävä Investors House (IH) on 25,2 %:n omistuksellaan Oravan ylivoimaisesti suurin osakkeenomistaja. IH on kertonut tähtäävänsä merkittävään kannattavuuden ja kassavirran parantamiseen Oravassa mm. luopumalla erillisestä hallinnointiyhtiöstä, muuttamalla yhtiön liiketoimintamallia ja uudelleenjärjestelmällä Oravan rahoituksen. Hallituksen puheenjohtaja on aikaisemmin kertonut että sijoitusyhtiöksi siirtyminen tarkoittaisi ettei Investors House ryhtyisi hallinnoimaan Oravan kiinteistöjä, vaan hallinnoinnin tekisi Oravan oma organisaatio.

Ulkopuolinen arvonmääritys painaa NAV:ia

Orava kertoi Q1-raportissa, että se pitää mahdollisena, että se voi siirtyä kiinteistöportfolion arvostuksessa ulkopuolisen arvioitsijan mukaisten arvojen käyttämiseen vuonna 2018 hallinnointiyhtiön menetelmän sijaan ja tämä mahdollinen muutos voi aiheuttaa kertaluonteisen tulosvaikutuksen vuonna 2018. Orava teetti vuoden 2017 lopulle ulkopuolisen kiinteistöportfolion arvonmäärityksen, jonka mukaan sen portfolion arvo oli 5,7 MEUR eli 2,9 % alempi kuin yhtiön oman arvostusmenetelmän lopputulos. Oravan huoneistomyyntit vuonna 2017 tapahtuivat keskimäärin noin 3,9 % alle niiden tasearvojen, joten kiinteistöportfolion arvostus 2,9 % alle yhtiön ilmoittamien tasearvojen voisi olla tämän perusteella realistista. Pidämme todennäköisenä, että yhtiö tulee siirtymään ulkopuolisen arvioitsijan arvonmääritykseen vuonna 2018, koska IH on aikaisemmin vihjannut tavoittelevansa tätä uudistusta Oravassa. Tällöin ennusteessamme Orava tekee 5,7 MEUR:n kertaluonteisen alaskirjauksen portfolioonsa. Tämä alaskirjaus on kuitenkin luonteeltaan kertaluonteinen ja ei kassavirtaan vaikuttava. Uusi vuoden 2018 lopun NAV-ennusteemme on 9,12 euroa per osake (aik. 9,31 euroa per osake). Oravan osakkeen arvonmäärityksemme pohjautuu tähän NAV:iin.

Odotamme edelleen kannattavuuskäännettä vuonna 2019

Investors House on aikaisemmin viime lokakuussa päättyneen vaihtotarjouksen yhteydessä kertonut, että se tavoittelee 1,5-2,5 MEUR:n vuotuisia tuotto- ja kustannussynergioita Oravassa vuoteen 2019 mennessä, jos sen omistusosuus Oravassa on riittävän suuri. IH saavutti vaihtotarjouksella Oravasta 25,2 %:n omistuksen, joten kaikki IH:n tavoittelemat kustannussäästöt eivät välttämättä pääse toteutumaan. Pidämme tässä vaiheessa edelleen aikaisemmin arvioimaamme noin 1,5 MEUR:n operatiivisen tuloksen kasvua vuonna 2019 mahdollisena (verrattuna vuoteen 2017), mikäli Orava muuttuu sijoitusyhtiöksi ja Oravan uusi hallitus saa tavoittelemansa uudistukset Oravassa läpi. Tähän säästöön riittäisi arviomme mukaan myyntiportfolion lakkauttaminen, hallinnon uudistaminen ja rahoituksen uudelleenjärjestely. Säästöt näkyvät ennustemallissamme liiketoiminnan muiden kulujen ja korkokulujen 1,5 MEUR:n alentumisena, minkä lisäksi liiketoiminnan muut kulut laskevat 0,3 MEUR, koska vuoden 2017 vaihtotarjouksen kulut eivät toistu. Korostamme, että säästöt toteutuisivat todennäköisesti vähitellen ja vieraan pääoman uudelleenrahoitukset tarvitsisivat todennäköisesti taakseen ensin Oravan kannattavuusparannuksen ja kassavirran vahvistumisen sekä tämän tuoman rahoittajien uudenlaisen luottamuksen Oravan liiketoimintamalliin. Nämä toteutuisivat arviomme mukaan aikaisintaan vuonna 2019.

Oravassa tehtävien uudistusten myötä yhtiön oman pääoman tuotto-odotus nousee ennusteessamme vuonna 2019 noin 7 %:iin. Tämä oman pääoman tuotto vaatii ennusteessamme myös uusia kiinteistöhankintoja tai kiinteistöjen rakennuttamista. Mikäli näitä ei pystyttäisi tekemään, jäisi yhtiön tuottotaso todennäköisesti ennusteemme alapuolelle.

Ennustemuutokset	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos	2020e	2020e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	12,9	13,1	1 %	12,4	12,6	0,0	12,6	12,5	-1 %
Käyttökate	-2,3	-3,1	33 %	9,1	8,9	-2 %	9,4	9,3	-1 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	3,4	2,6	-23 %	9,1	8,9	-2 %	9,4	9,3	-1 %
Liikevoitto	-2,3	-3,1	33 %	9,1	8,9	-2 %	9,4	9,3	-1 %
Tulos ennen veroja	-4,9	-5,7	17 %	7,0	6,9	-2 %	7,4	7,4	0 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,12	0,00	-104 %	0,66	0,64	-2 %	0,70	0,69	0 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,20	0,19	-2 %	0,21	0,21	0 %

Lähde: Inderes

Ennustemalli

Oletukset	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Bruttovuokratuotto-% (k.a. portfolio)	6,2 %	6,1 %	6,0 %	6,5 %	6,8 %	6,8 %	6,7 %
Arvonmuutos-% (k.a. portfolio)	-2,9 %	-2,3 %	0,2 %	-1,8 %	0,0 %	2,0 %	2,0 %
Tukkualennus-% (hankintojen käyvästä arvosta kulujen jälk.)	-	-	-	-	0 %	13 %	13 %
Korkokulu-% (vieraasta pääomasta)	-2,8 %	-3,4 %	-2,8 %	-2,6 %	-2,5 %	-2,2 %	-2,0 %
Hoito- ja korjauskulut-% (k.a. portfolio)	-2,7 %	-3,1 %	-2,9 %	-2,9 %	-3,0 %	-3,1 %	-3,1 %
Liiketoiminnan muut kulut-% (k.a. portfolio)	-1,6 %	-1,63 %	-1,56 %	-1,58 %	-1,4 %	-1,2 %	-1,2 %
Tulospalkkio-% (k.a. portfolio)	-0,8 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Verot-% (tuloksesta)	-1,1 %	-2,3 %	-7,7 %	2,3 %	0,0 %	-10,0 %	-10,0 %
Myyntit-% (ed. kauden lopun taseesta)	7,2 %	4,7 %	5,9 %	4,2 %	3,0 %	7,0 %	7,0 %
Transaktiokulut-%, alennus tasearvoon	-	-	-	-	4,0 %	4,0 %	4,0 %
Osingonjako-%	101 %	130 %	57 %	0 %	0 %	30 %	30 %
Hankintoja vuodessa (MEUR)	46,8	64,6	20,1	0,0	0,0	8,0	10,0
Myyntejä vuodessa (brutto)	5,7	6,1	11,6	8,9	6,0	13,0	13,0
Arvonmuutos (Inderesin arvio)	-3,1	-3,7	0,4	-3,8	-7,7	3,1	3,2
Portfolion arvo (kauden lopussa)	130,6	195,9	210,9	199,6	185,9	185,3	187,1
Portfolion arvo (k.a.)	104,9	164,8	207,4	205,3	192,8	185,6	186,2
Vieras pääoma (kauden lopussa)	59,4	95,8	114,5	107,9	94,5	94,3	96,7
Vieras pääoma (k.a.)	48,4	77,6	105,1	111,2	101,2	94,4	95,5
Omaa pääomaa hankintoihin	-	-	-	-	13,4	8,2	7,7
Vieraan pääoman lisäys vuodessa	-	-	-	-	-13,4	-0,2	2,3
EPRA NAV vuoden lopussa	70,4	94,3	97,1	93,3	87,6	93,8	98,6
LTV-% (k.a.)	46 %	47 %	51 %	54 %	52 %	51 %	51 %
Osakemäärä vuoden lopussa (miljoonaa kpl)	5,8	8,1	9,6	9,6	9,6	9,6	9,6
Osakeannit (MEUR)	-	-	-	-	0,0	0,0	0,0
Osakekurssi annissa (euroa)	-	-	-	-	0,0	0,0	0,0
Osakemäärän lisäys annissa (miljoonaa kpl)	-	-	-	-	0,0	0,0	0,0
EPRA NAV/osake vuoden lopussa	12,1	11,6	10,1	9,7	9,1	9,8	10,3
Tuloslaskelma (MEUR)	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Bruttovuokratuotto	6,5	10,1	12,5	13,3	13,1	12,6	12,5
Arvonmuutos (Inderesin arvio)	-3,1	-3,7	0,4	-3,8	-7,7	3,1	3,2
Tukkualennuksen vaikutus (Inderesin arvio)	11,9	11,2	1,0	0,0	0,0	1,2	1,5
Korkokulut	-1,4	-2,6	-3,0	-2,9	-2,6	-2,1	-1,9
Hoito- ja korjauskulut	-2,8	-5,1	-6,1	-6,0	-5,7	-5,8	-5,8
Liiketoiminnan muut kulut yht.	-1,7	-2,7	-3,2	-3,2	-2,8	-2,2	-2,2
Tulospalkkio	-0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verot	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	-0,7	-0,7
Tilikauden tulos*	8,5	6,9	1,5	-2,8	0,0	6,2	6,7
Osingonmaksu	-8,5	-9,0	-0,9	0,0	0,0	-1,8	-2,0
Tulos osinkojen jälkeen*	-0,1	-2,1	0,7	-2,8	0,0	4,3	4,7
Osinkotuotto-% NAV:ille	9,9 %	9,3 %	0,9 %	0,0 %	0,0 %	2,0 %	2,0 %
Kokonaistuotto-% NAV:ille	13,9 %	6,8 %	-3,8 %	-3,0 %	-6,1 %	7,0 %	7,1 %

*Ilman kertaluonteista 5,7 MEUR:n alaskirjausta vuonna 2018

Arvostus korjaantuu mikäli tuotto-odotus nousee ja luottamus palautuu

Arvostustaso nousee kun tuottotaso nousee

6,0 euron tavoitehintamme heijastelee 1,5 MEUR:n vuotuisten operatiivisen tuloksen kasvun saavuttamista, jolloin Oravan oman pääoman tuotto-odotus nousee ennusteissamme noin 7 %:n tasolle vuonna 2019 (2017: -2,9 %), jolloin Oravan nykyisen noin 42 %:n NAV-alennuksen (ennustamaamme 2018 lopun NAV:iin) pitäisi kaventua noin 8 %-yksiköllä noin 34-35 %:iin olettaen, että arvioimamme 11 %:n oman pääoman tuottovaatimus osakkeelle.

Tulospohjainen arvostuksen skenaario

Oravan arvostustasoa voi myös tarkastella siitä näkökulmasta, mihin operatiivisen tuloksen tasoon yhtiö voisi potentiaalisesti yltää, jos se siirtyisi Investors Housen (IH) liiketoimintamalliin eli muuttuisi sijoitusyhtiöksi. Korostamme, että tämä tarkastelu on teoreettinen emmekä ennusta tätä varsinaisissa ennusteissamme. Lähdemme tässä tarkastelussa siitä, että Orava tekee arvioimamme 5,7 MEUR:n alaskirjauksen vuonna 2018 ja sen kiinteistöportfolion arvo on vuoden lopussa noin 186 MEUR ja korollinen vieras pääoma on vuoden 2018 lopussa ennustemme mukainen noin 94,5 MEUR.

Olemme arvioineet, että Orava voisi yltää alaskirjauksen jälkeen noin 4,50 %:n nettovuokratuottoon (2017: 4,0 %), mikäli se lakkauttaisi myyntisalkkunsaa ja saisi taloudellisen vuokrausasteen nostettua noin 96 %:iin (Q1'18: 94,8 %). Vastaavasti vuokrausastetta ei tarvitsisi nostaa lainkaan nettovuokratuoton nostamiseksi, mikäli Orava myisi heikosti tuottavia kiinteistöjä pois taseesta ja ostaisi hieman korkeammin tuottavia tilalle. IH:n oma nettotuotto oli 2017 lopussa noin 5,6 %, ja 4,5 %:n nettovuokratuotto Oravalle pitäisi arviomme mukaan olla hyvin mahdollista saavuttaa. Oravan vuotuinen nettovuokratuotto olisi tällöin 8,4 MEUR (2017 toteutunut: 7,3 MEUR).

IH:n korollisten velkojen kesikorko oli vuonna 2017 noin 1,9 % (Oravan 2017 toteutunut noin 2,6 %) ja mikäli Orava saisi kesikorkonsa tälle tasolle, olisivat vuotuiset korkokulut noin 1,8 MEUR (Oravan 2017 toteutuneet 2,9 MEUR). Hallinnon kulujen osalta olemme olettaneet, että Orava voisi operoida 2x IH:n vuoden 2017 hallinnon kuluilla. Oravan portfolio olisi euromääräisesti alaskirjauksen jälkeen noin 2,6x IH:n kiinteistöportfolion kokoinen, mutta vastaavasti IH:lla on kiinteistöjen lisäksi muutakin liiketoimintaa, mitkä kasvattavat sen kiinteitä kuluja. Pidämme todennäköisenä, että Oravan kulut skaalautuisivat IH:n liiketoimintamallissa ja 1,7 MEUR:n eli 2x IH:n kiinteät kulut voisivat siksi olla mahdollisia (Oravan 2017 toteutuneet 3,2 MEUR). Lopuksi, olemme olettaneet normaalin 20 %:n yhteisöveron. Näillä oletuksilla Oravan vuotuinen operatiivinen tulos olisi noin 3,9 MEUR (2017 toteutunut 1,1 MEUR).

IH:n osake on arvostettu tällä hetkellä pörssissä noin 14,9x vuoden 2018 operatiivisen tuloksen ennusteesta lasketulla P/E-kertoimella ja vastaavalla kertoimella Oravan osakkeen arvoksi

muodostuisi tässä tarkastelussa 6,0 euroa. IH:lla on merkittävä määrä kaupallisia kiinteistöjä taseessa ja se on myös kiinteistöportfolion käyvällä arvolla mitattuna selvästi Oravaa pienempi. Asuntosijoitusyhtiönä ja suurempana yhtiönä Oravalle voitaisiin todennäköisesti hyväksyä hieman korkeammat arvostuskertoimet. Edelleen, pidämme mahdollisena, että Orava voisi saavuttaa myös 4,50 %:ia suuremman nettovuokratuoton myymällä heikosti tuottavia asuntoja pois ja nettovuokratuotto voisi olla myös 5,0 %. 5,0 %:n nettovuokratuotto nostaisi Oravan osakkeen arvon 7,2 euroon tässä tarkastelussa. Edelleen, IH:n mallissa Orava voisi todennäköisesti hyödyntää poistoja ja taloyhtiölainojen tuloutuksia, jolloin veroprosentti ei välttämättä olisi 20 %. 10 %:n veroprosentilla Oravan arvo olisi tässä tarkastelussa 6,8 euroa.

Korostamme, että Oravan velkojen kesikoron ja hallinnon kulujen muuttaminen tässä aikataulussa ei todennäköisesti ole mahdollista emmekä perusta omia ennusteitamme tai tavoitehintaa tässä esitettyyn skenaarioon.

Skenaario

Kiinteistöportfolion käypä arvo (MEUR)	185,9
Nettovuokratuotto-%	4,50 %
Nettovuokratuotto (MEUR)	8,4
Korollinen vieras pääoma (MEUR)	94,5
Keskikorko Investors House	1,9 %
Korkokulut vuodessa (MEUR)	-1,8
Hallinnon kulut 2x IH (MEUR)	-1,7
Tulos ennen veroja (MEUR)	4,9
Verot 20 % (MEUR)	-1,0
Operatiivinen tulos (MEUR)	3,9
Operatiivinen P/E (IH:n arvostustaso)	14,9
Oman pääoman arvo (MEUR)	58,0
Osakkeet, kpl	9,60
Oravan arvo per osake, euroa	6,0

Luottamus ei tule palautumaan hetkessä

Huomautamme, että Oravan hallituksen saneeraustoimenpiteet tulevat todennäköisesti viemään aikaa ja markkinat alkavat todennäköisesti hinnoittelemaan yhtiön uutta odotettua kannattavuutta vasta sen jälkeen kun rakenne- ja strategiamuutokset on saatu toteutettua. Oravan viime vuosien heikon tuloskehityksen ja kurssilaskun takia sijoittajien luottamus yhtiötä kohtaan on arviomme mukaan matala ja luottamuksen palautuminen tulee vaatimaan myös aikaa. Korostamme, että tavoitehintamme heijastaa osakkeen arvioimaamme nousuvaraa 12-kuukauden tähtäimellä. Painotamme myös, että ennustamaamme käänteeseen liittyy useita epävarmuustekijöitä.

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18e	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	12,5	3,3	3,4	3,3	3,3	13,3	3,3	3,3	3,2	3,2	13,1	12,6	12,5
<i>Orava</i>	<i>12,5</i>	<i>3,3</i>	<i>3,4</i>	<i>3,3</i>	<i>3,3</i>	<i>13,3</i>	<i>3,3</i>	<i>3,3</i>	<i>3,2</i>	<i>3,2</i>	<i>13,1</i>	<i>12,6</i>	<i>12,5</i>
Käyttökate	4,6	-0,1	0,7	0,8	-1,2	0,2	-1,1	1,2	1,3	-4,6	-3,1	8,9	9,3
Poistot ja arvonalennukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	4,6	-0,1	0,7	0,8	-1,2	0,2	-1,1	1,2	1,3	1,1	2,6	8,9	9,3
Liikevoitto	4,6	-0,1	0,7	0,8	-1,2	0,2	-1,1	1,2	1,3	-4,6	-3,1	8,9	9,3
<i>Orava</i>	<i>4,6</i>	<i>-0,1</i>	<i>0,7</i>	<i>0,8</i>	<i>-1,2</i>	<i>0,2</i>	<i>-1,1</i>	<i>1,2</i>	<i>1,3</i>	<i>-4,6</i>	<i>-3,1</i>	<i>8,9</i>	<i>9,3</i>
Nettorahoituskulut	-3,0	-0,9	-0,7	-0,7	-0,7	-2,9	-0,7	-0,6	-0,6	-0,6	-2,6	-2,1	-1,9
Tulos ennen veroja	1,6	-0,9	0,0	0,1	-1,9	-2,7	-1,7	0,6	0,7	-5,2	-5,7	6,9	7,4
Verot	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,7	-0,7
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	1,5	-1,0	0,0	0,1	-1,9	-2,8	-1,8	0,6	0,7	-5,2	-5,7	6,2	6,7
EPS (oikaistu)	0,17	-0,10	0,00	0,01	-0,20	-0,29	-0,18	0,06	0,07	0,05	0,00	0,64	0,69

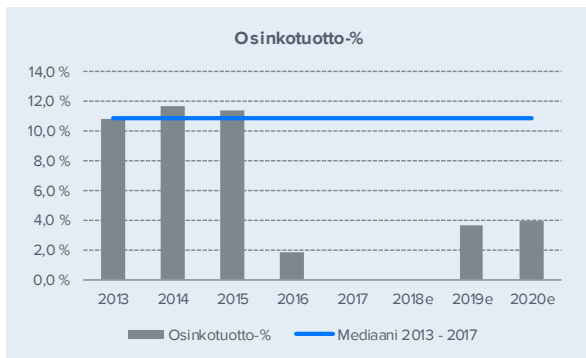
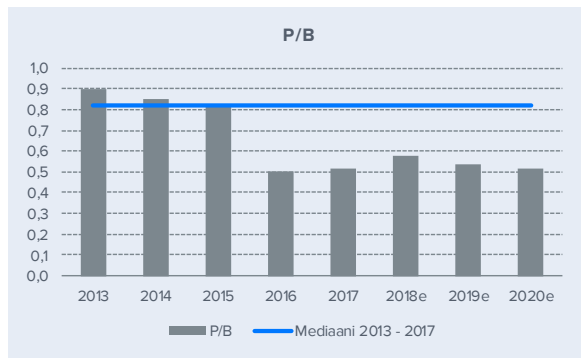
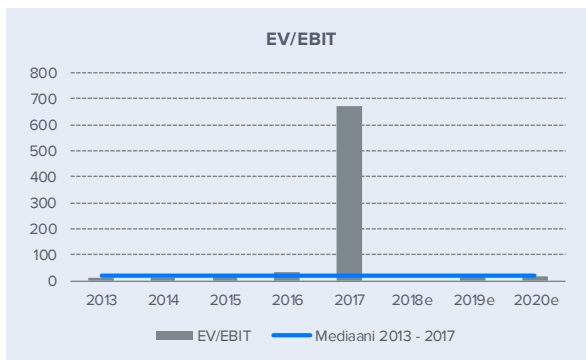
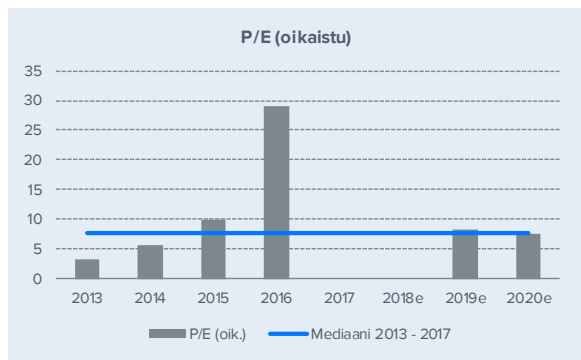
Tunnusluvut	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18e	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	24,3 %	12,8 %	8,4 %	3,9 %	-0,1 %	6,0 %	-0,1 %	-2,5 %	-2,7 %	-2,0 %	-1,8 %	-3,7 %	-0,1 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	-52,7 %	-103,1 %	29,1 %	-40,2 %	-721,2 %	-95,0 %	1250,0 %	65,2 %	64,0 %	-190,2 %	1033,3 %	245,5 %	4,4 %
<i>Käyttökate-%</i>	36,7 %	-2,4 %	22,0 %	23,8 %	-37,3 %	1,7 %	-32,0 %	37,3 %	40,2 %	-141,8 %	-23,9 %	71,1 %	74,3 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	36,7 %	-2,4 %	22,0 %	23,8 %	-37,3 %	1,7 %	-32,0 %	37,3 %	40,2 %	34,3 %	19,8 %	71,1 %	74,3 %
<i>Nettotulos-%</i>	12,2 %	-29,7 %	1,0 %	3,0 %	-58,0 %	-20,8 %	-53,2 %	17,7 %	20,4 %	-161,7 %	-44,0 %	49,1 %	53,2 %

Lähde: Inderes

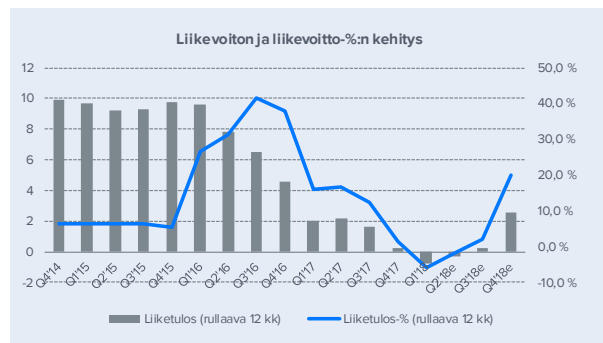
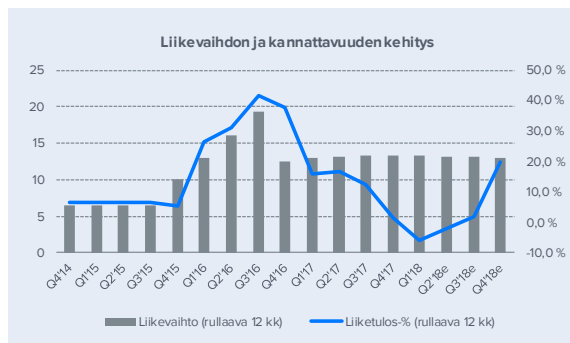
Arvostus

Arvostustaso	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi	10,34	10,25	9,50	5,06	5,00	5,27	5,27	5,27
Markkina-arvo	45	60	77	49	48	51	51	51
Yritysarvo (EV)	73	117	170	159	153	148	141	138
P/E (oik.)	3,2	5,6	9,9	29,1	neg.	neg.	8,2	7,6
P/E	3,2	5,6	9,9	29,1	neg.	neg.	8,2	7,6
P/Kassavirta	-3,0	-1,7	-1,5	-3,1	5,4	4,8	5,7	7,5
P/B	0,9	0,8	0,8	0,5	0,5	0,6	0,5	0,5
P/S	4,6	9,1	7,6	3,9	3,6	3,9	4,0	4,0
EV/Liikevaihto	7,5	17,9	16,9	12,7	11,5	11,3	11,2	11,0
EV/EBITDA	9,8	11,8	17,5	34,6	672,1	neg.	15,8	14,8
EV/EBIT	9,8	11,8	17,5	34,6	672,1	neg.	15,8	14,8
Osinko/tulos (%)	71,6 %	82,5 %	126,3 %	56,6 %	0,0 %	0,0 %	30,0 %	30,0 %
Osinkotuotto-%	10,8 %	11,7 %	11,4 %	1,8 %	0,0 %	0,0 %	3,7 %	4,0 %

Lähde: Inderes



Tulostrendi (rullaava 12 kk)

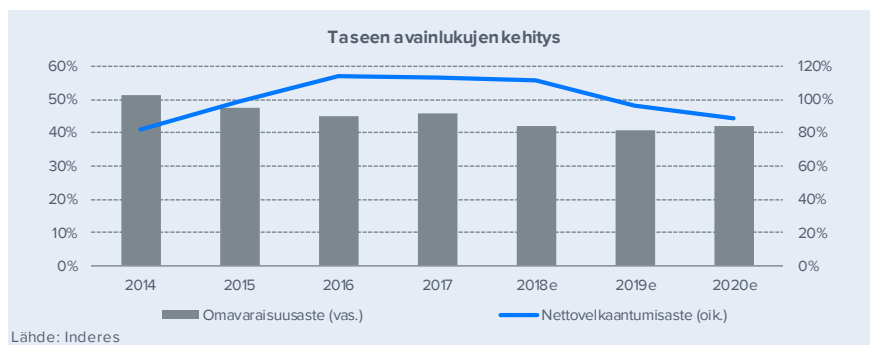


Tase

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Pysyvät vastaavat	196	211	200	186	185
Liikearvo	0	0	0	0	0
Aineettomat oikeudet	0	0	0	0	0
Käyttöomaisuus	196	211	200	186	185
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0	0	0	0	0
Muut sijoitukset	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	0	0	0	0	0
Laskennalliset verosaamiset	0	0	0	0	0
Vaihtuvat vastaavat	3	5	4	22	44
Varastot	0	0	0	0	0
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0	0
Myyntisaamiset	1	1	1	1	1
Likvidit varat	3	4	3	21	43
Taseen loppusumma	199	216	204	208	229

Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Oma pääoma	94	97	93	88	94
Osakepääoma	72	72	72	72	72
Kertyneet voittovarat	9	1	-2	-8	-2
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	14	24	23	23	23
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	92	112	107	116	131
Laskennalliset verovelat	0	0	0	0	0
Varaukset	0	0	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	92	112	106	115	130
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	1	1	1	1	1
Lyhytaikaiset velat	13	7	4	4	4
Lainat rahoituslaitoksilta	4	3	2	3	3
Lyhytaikaiset korottomat velat	9	4	2	1	1
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0	0	0
Taseen loppusumma	199	216	204	208	229



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2015	2016	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	10,1	12,5	13,3	13,1	12,6
EBITDA	9,7	4,6	0,2	-3,1	8,9
EBITDA-marginaali (%)	96,5	36,7	1,7	-23,9	71,1
EBIT	9,7	4,6	0,2	-3,1	8,9
Voitto ennen veroja	7,1	1,6	-2,7	-5,7	6,9
Nettovoitto	6,9	1,5	-2,8	-5,7	6,2
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	-5,7	0,0

Tase	2015	2016	2017	2018e	2019e
Taseen loppusumma	199,3	216,1	203,6	207,9	229,0
Oma pääoma	94,3	97,0	93,3	87,6	93,7
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	95,8	114,5	107,9	118,0	133,0

Kassavirta	2015	2016	2017	2018e	2019e
EBITDA	9,7	4,6	0,2	-3,1	8,9
Nettokäyttöpääoman muutos	5,3	-5,1	-2,5	0,0	0,0
Operatiivinen kassavirta	14,8	-0,6	-2,4	-3,1	8,2
Vapaa kassavirta	-50,3	-15,5	8,9	10,6	8,9

Osakekohtaiset luvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
EPS	0,96	0,17	-0,29	-0,60	0,64
EPS oikaistu	0,96	0,17	-0,29	0,00	0,64
Operat. kassavirta per osake	2,06	-0,07	-0,25	-0,33	0,86
Tasearvo per osake	13,08	11,03	9,72	9,12	9,77
Osinko per osake	1,08	0,09	0,00	0,00	0,19
Voitonjako, %	126	57	0	0	30
Osinkotuotto, %	11,4	1,8	0,0	0,0	3,7

Tunnusluvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
P/E	11,1	31,8	neg.	neg.	8,2
P/B	0,8	0,5	0,5	0,6	0,5
P/Liikevaihto	7,6	3,9	3,6	3,9	4,0
P/CF	5,2	neg.	neg.	neg.	6,1
EV/Liikevaihto	16,9	12,7	11,5	11,3	11,2
EV/EBITDA	17,5	34,6	672,1	neg.	15,8
EV/EBIT	17,5	34,6	672,1	neg.	15,8

Suositus historia

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
18.11.2016	Vähennä	6,30 €	6,13 €
7.12.2016	Vähennä	6,00 €	5,73 €
5.1.2017	Vähennä	6,00 €	5,74 €
6.2.2017	Vähennä	5,00 €	5,10 €
2.3.2017	Vähennä	4,60 €	4,38 €
19.5.2017	Vähennä	4,40 €	4,25 €
17.7.2017	Vähennä	4,10 €	4,17 €
17.8.2017	Vähennä	4,10 €	4,30 €
21.8.2017	Lisää	5,50 €	4,98 €
21.9.2017	Lisää	6,50 €	5,72 €
17.10.2017	Lisää	6,30 €	5,50 €
26.10.2017	Osta	6,30 €	5,36 €
23.11.2017	Osta	6,30 €	4,88 €
19.12.2017	Osta	6,30 €	5,13 €
12.2.2018	Osta	6,00 €	4,97 €
28.2.2018	Osta	6,00 €	4,95 €
18.5.2018	Lisää	6,00 €	5,27 €

Vastuuvapauslauseke

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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