

Ovaro Kiinteistösijoitus

Laaja raportti

20.7.2022 21:10



Matias Arola
+358 40 935 3632
matias.arola@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Kärsivällisyyttä vaaditaan

Tarkistamme Ovaron tavoitehinnan 2,9 euroon (aik. 3,4 euroa) ja toistamme vähennä-suosituksemme. Odotamme yhtiön tulokunnan parantuvan tulevina vuosina viimeaikaisten hankintojen ja kiinteistökehityshankkeiden tukemana. Pitkään jatkuneen tappiollisen tuloskehityksen katkeamisesta huolimatta tulostaso jää ennusteissamme lähivuosina edelleen vaisuksi emmekä näe osakkeen tuotto/riski-suhdetta kiinnostavana.

Asuntoihin ja toimitiloihin keskittynyt kiinteistösijoitusyhtiö

Ovaro Kiinteistösijoitus omistaa, kehittää, vuokraa, ostaa, myy ja rakennuttaa asuntoja sekä toimitiloja. Yhtiön asuntoportfolio käsitti Q1'22:n lopussa 711 huoneistoa ja asuntokannan käypä arvo oli noin 35,3 MEUR. Asuntojen omistamisen lisäksi Ovaro harjoittaa kiinteistökehitystä ja sen hankekanta kattoi maaliskuun lopussa yli 300 asuntoa. Hankkeet sijaitsivat Jyväskylässä, Tampereella ja Helsingissä. Lisäksi Ovaro on kahden osakkuusyhtiön kautta mukana Jyväskylän Kukkulan asuntokehityshankkeessa kolmanneksen omistusosuudella. Portfoliota laajennettiin hiljattain myös toimitiloihin Tampereen Hervannan [hankinnalla](#).

Strategian keskiössä portfolion tervehdyttäminen, kiinteistökehitys ja tulostason parantaminen

Ovaro julkaisi nykyisen vuoteen 2023 ulottuvan strategiansa joulukuussa 2020. Strategiakauden keskeisiin tavoitteisiin lukeutuvat muun muassa operatiivisen tuloksen merkittävä parantaminen, vähintään 95 % vuokrausaste, heikosti tuottavan kiinteistöomaisuuden myynti ja tuottojen saavuttaminen kiinteistökehityshankkeista. Operatiivinen tulosparannus on antanut toistaiseksi odottaa itseään, mutta vuosien 2021-2022 aikana yhtiö on ottanut edistysaskelia muilla painopistealueilla. Keskeisiä toimenpiteitä ovat olleet vuokraustoiminnassa onnistuminen, portfolion tervehdyttäminen kiinteistömyynneillä (+600 asuntoa), rahoituksen uudelleenjärjestely ja hankekannan rakentaminen kasvuvaiheeseen siirtymistä silmälläpitäen. Ennustamme Ovaron operatiivisen tuloksen parantuvan kuluvana vuonna ja lähivuosina selvästi etenkin Tampereen toimistohankinnan ja osakkuusyhtiö Apitaresta kirjattavan tulososuuden ansiosta. Odotamme myös yhtiön pitkään jatkuneen tappiollisen tuloskehityksen katkeavan ensi vuodesta alkaen kiinteistökehityshankkeista tuloutuvien kehityskatteiden ansiosta. Positiivisesta raportoidusta tuloksesta huolimatta tulostaso jää lähivuosina yhä vaisuksi ja ennustamme vuotuisen kokonaistuoton EPRA NAV:lle olevan vuosina 2022-2025 keskimäärin noin 3 %

Emme näe tuotto/riski-suhdetta vielä kiinnostavana

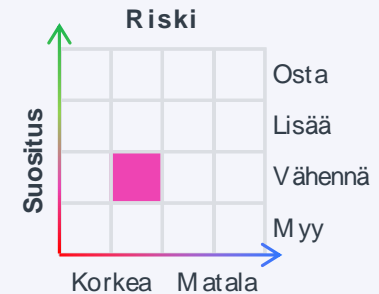
Osakemarkkinat hinnoittelevat Ovaron noin 41 % alle Q1'22:n lopun EPRA NAV:n. Alennus on leveä, mutta mielestämme perusteltavissa kiinteistökannan tasearvoihin ja pidemmän aikavälin tuottokykyyn liittyvällä epävarmuudella, yhtiön raskaalla kulurakenteella sekä vaisulla tulostasolla. Ovarossa sijoittajat saavat näkemyksemme mukaan option siitä, että joku olisi valmis maksamaan yhtiön omaisuuseristä nykykurssia korkeamman hinnan. Tämän vaihtoehdon todennäköisyyden arviointi on kuitenkin vaikeaa, eikä sen varaan näkemyksemme mukaan voida rakentaa mielekästä sijoitusteesiä. Tärkeimmät askelmerkit nykyistä korkeampaan arvostukseen olisivat näkemyksemme mukaan seuraavat: 1) selvästi nykyistä osakemarkkinahinnoittelun indikoimaa tasoa (-43 %) pienemmällä tappiolla tapahtuvat kiinteistömyynnit, 2) tulostason selkeä parantaminen heikkoja omaisuuseriä myymällä ja pääomia järkevästi uudelleeninvestoimalla sekä 3) tietyin varauksin omien osakkeiden ostot.

Suositus

Vähennä
(aik. Vähennä)

2,90 EUR
(aik. 3,40 EUR)

Osakekurssi:
2,85



Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
Nettotuotot	4,3	2,6	2,9	3,0
EPRA-tulos	-0,8	1,4	1,6	1,5
Nettotulos	-13,1	-0,7	1,4	1,0
EPRA EPS	-0,09	0,15	0,18	0,17
EPS (oik.)	-1,46	-0,08	0,17	0,12
P/EPRA EPS	neg	18,5	15,4	16,9
P/EPRA NAV	0,64	0,60	0,58	0,56
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

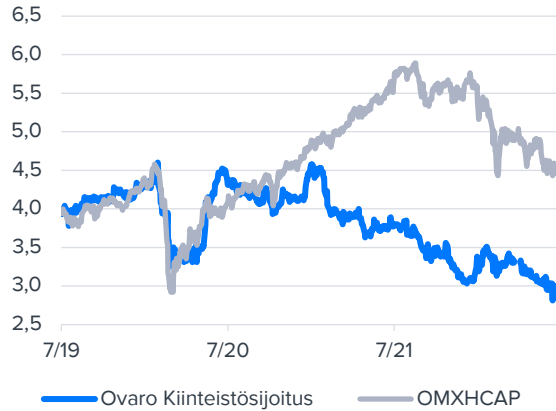
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

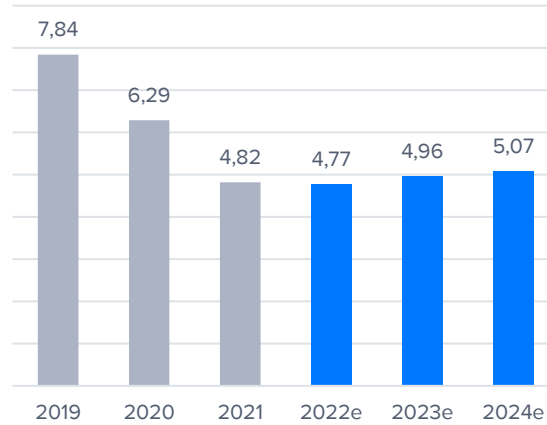
Ovaro Kiinteistösijoitus arvioi vuoden 2022 operatiivisen tuloksen (EPRA) olevan merkittävästi parempi kuin vuonna 2021. Ovaron vertailukauden 2021 operatiivinen tulos oli selvästi negatiivinen, mihin vaikuttivat muun muassa kertaluontoiset kulut asuntoportfolion myynnin yhteydessä. Yhtiö arvioi tulevan vuoden operatiivisen tuloksen olevan positiivinen

Osakekurssi

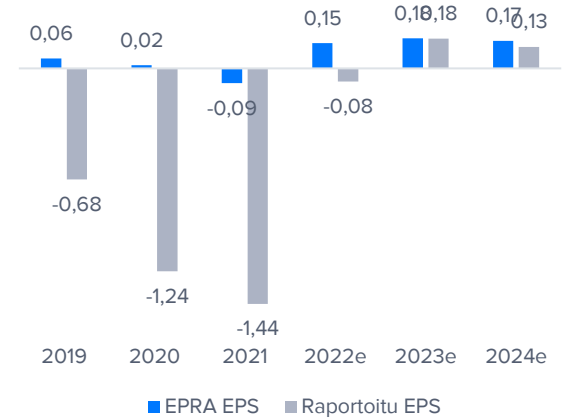


Lähde: Millistream Market Data AB

EPRA NAV per osake



EPRA EPS ja raportoitu EPS



Arvoajurit

- Yhtiön rahoitettavuus parantunut, mikä mahdollistaa kiinteistökehitystoiminnan käynnistämisen
- Hankekannan (+300 asuntoa ja 1 toimitilakohde) kehityspotentiaali
- Portfolion tervehtyttäminen vanhaa asutokantaa myymällä
- Kulurakenteen tehostaminen
- Kukkula-hankkeen potentiaali



Riskitekijät

- Maakuntiin painottuneen asutuskannan vaisut arvonkehitysnäkymät
- Kiinteistökanan korjausvelkaan, tasearvoihin ja pidemmän aikavälin tuottokykyyn liittyvä epävarmuus
- Raskas kulurakenne
- Kiinteistökehityshankkeisiin liittyvät riskit
- Kiinteistösijoitusmarkkinan kehitykseen liittyvät yleiset riskit

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	2,85	2,85	2,85
Osakemäärä, milj. kpl	8,69	8,69	8,69
Markkina-arvo	25	25	25
Yritysarvo (EV)	28	32	36
P/EPRA EPS	18,5	15,4	16,9
P/EPRA NAV	0,60	0,58	0,56
P/E	neg.	17,2	24,7
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6-9
Taloudellinen tilanne	10-13
Liiketoimintamallin riskiprofiili	14
Sijoitusprofiili	15
Markkinakatsaus	16-18
Strategia	19
Ennusteet	20-23
Arvonmääritys	24-28
Liitteet	29
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	30

Ovaro Kiinteistösijoitus lyhyesti

Ovaro Kiinteistösijoitus Oyj on suomalainen pörssilistattu sijoitusyhtiö, joka toimii kiinteistöliiketoiminnassa. Ovaro omistaa, kehittää, vuokraa, ostaa, myy ja rakennuttaa asuntoja sekä toimitiloja.

2010

Perustamisvuosi

2013 / 2018

Listautuminen / Uudelleenlistaus pörssiin

35,3 MEUR

Asuntokannan käypä arvo*

711

Asuinhuoneistojen määrä*

6,7 %

Asuntosalkun nettotuotto-% vuositasolle skaalattuna*

-0,4 MEUR

Edellisen 12 kuukauden operatiivinen (EPRA) tulos*

95,7 %

Taloudellinen vuokrausaste*

*Q1'22:n lopussa

-2015

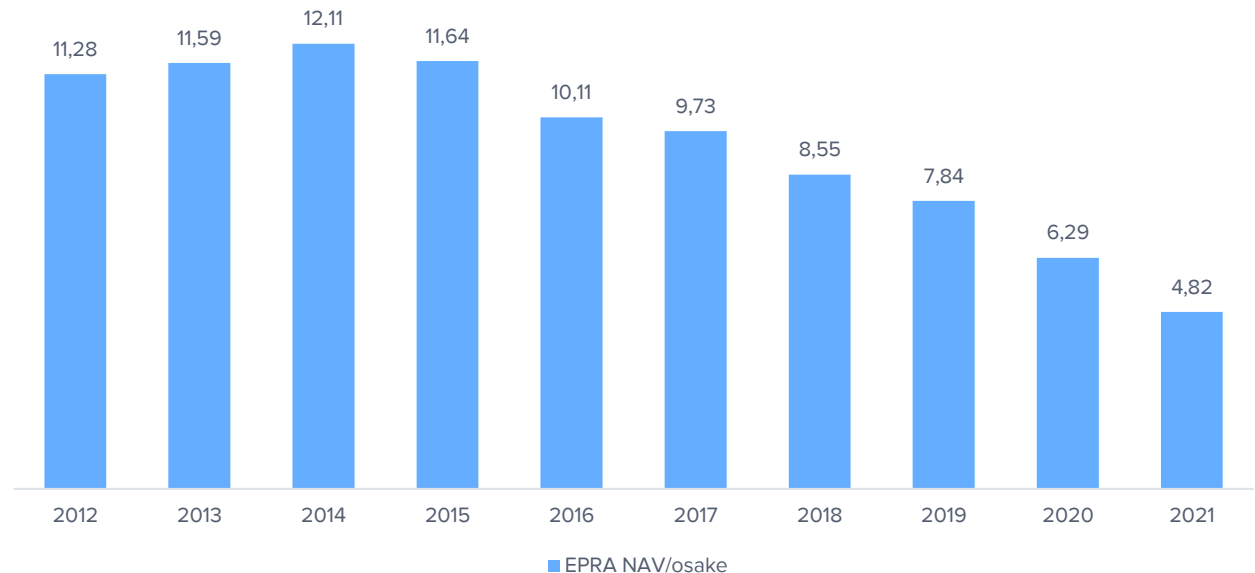
- Orava Asuntorahasto perustetaan 2010 ja yhtiö listautuu pörssiin 2013
- Yhtiö kasvaa voimakkaasti ja yltää korkeisiin tuottoihin positiivisten käyvän arvon muutosten ansiosta

2016-2017

- Kriisiytyminen 2016-2017
- Tukkualennuksiin perustuva liiketoimintamalli ei enää toimi ja tuotot romahtavat
- Investors House (IH) tekee yhtiöstä vaihtotarjouksen 2017 ja nimi muuttuu Ovaro Kiinteistösijoitukseksi

2018-2021

- Raskas saneerausvaihe 2018-2021
- IH irtautuu omistuksestaan 2019-2020
- Asuntokannan vuokrausasteen ja tuottavuuden nostaminen
- Heikosti tuottavan kiinteistöomaisuuden (+900 asuntoa) myynti
- Omien osakkeiden ostot
- Hallintorakennemuudistus
- Rahoituksen uudelleenjärjestely
- Ensimmäiset hankesopimukset vuonna 2021 ja painopisteen siirtäminen kiinteistökehitykseen



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/4

Yhtiökuvaus

Asuntoihin ja toimitiloihin keskittynyt kiinteistösijoitusyhtiö

Ovaro Kiinteistösijoitus Oyj on kiinteistösijoitusyhtiö, joka toimii kiinteistöliiketoiminnassa. Yhtiö omistaa, kehittää, vuokraa, ostaa, myy ja rakennuttaa asuntoja sekä toimitiloja. Yhtiön asuntoportfolio käsitti Q1'22:n lopussa 711 huoneistoa ja asuntokannan käypä arvo oli noin 35,3 MEUR. Asuntosalkun taloudellinen vuokrausaste oli Q1'22:n lopussa noin 95,7 % ja nettotuotto 6,7%.

Asuntojen omistamisen lisäksi Ovaro harjoittaa kiinteistökehitystä ja sen hankekanta käsitti maaliskuun lopussa yli 300 asuntoa. Hankkeet sijaitsevat Jyväskylässä, Tampereella ja Helsingissä. Tämän lisäksi Ovaro on kahden osakkuusyhtiön (Apitare Oy ja Jyväskylän Kukkulan Kehitys Oy) kautta mukana Jyväskylän Kukkulan asuntokehityshankkeessa kolmanneksen omistusosuudella.

Historia lyhyesti

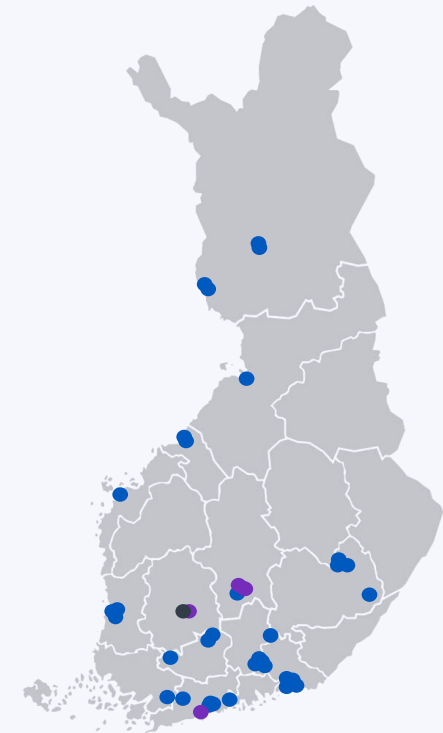
Ovaron historia on tapahtumarikas ja täynnä monia käännteitä. Yhtiön edeltäjä Orava Asuntorahasto perustettiin vuonna 2010 ja se listautui pörssiin vuonna 2013. Orava oli Suomen ensimmäinen yhteisöverosta vapautettu asunto-REIT ja sen alku oli monelta osin menestyksenkäs. Liiketoimintamalli perustui hankinnoista saavutettuihin tukkualennuksiin ja yhtiö pystyi ensimmäisinä vuosinaan ostamaan kohteita huomattavilla

tukkualennuksilla ja näin yltämään korkeaan raportoituun tulokseen. Yhtiö myös 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. Näkemyksemme mukaan 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 (+900 myytyä asuntoa 2018–2021 aikana), hallintorakenneuudistus ja kulurakenteen tehostaminen, vuokrausasteen nostaminen, velkaantuneisuuden laskeminen sekä rahoituksen uudelleenjärjestäminen. Saneerauksesta huolimatta yhtiön operatiivisessa kannattavuudessa ei toistaiseksi olla nähty merkittävää kohentumista.

Saneeraustoimenpiteiden lisäksi Ovaro on rakentanut pohjaa kasvuvaiheeseen siirtymiselle ja solmi vuoden 2021 aikana ensimmäiset noin 300 asunnon rakennuttamisen mahdollistavat hankesopimukset. Tämän lisäksi yhtiö on siirtänyt painopistettään kiinteistökehitykseen Kukkula-hankkeen osakkuusyhtiösjöitusten ja Tampereen Hervannan [toimistokiinteistö-hankinnan](#) kautta.

Ovaron vuokra- ja kiinteistökehityskohteet kartalla



- Vuokrakohde
- Kiinteistökehityshanke
- Vuokra/kehityskohde

¹ Investors House irtaantui Ovaro-omistuksestaan vaiheittain vuosien 2019-2020 aikana.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/4

Vuokraustoiminta

Asuntokanta käsittää reilut 700 asuntoa

Ovaron asuntokanta käsitti Q1'22:n lopussa 34 kohdetta ja 711 asuntoa. Asuntosalkun käypä arvo oli maaliskuun lopussa noin 35,3 MEUR. Arvostus vastaa noin 6,7 % nettotuottoa ja noin 860 euron neliöperusteista arvostusta. Yhtiö ei ole avannut tarkemmin käyviä arvoja kohde- tai kaupunkitasolla.

Yhtiön asuntokanta painottuu vahvasti maakuntiin ja arviomme mukaan salkun noin 41 000 neliön vuokrattavasta pinta-alasta hieman yli puolet sijaitsee Kotkassa, Varkaudessa, Rovaniemellä ja Salossa. Pinta-alalla mitattuna tärkeitä kaupunkeja Ovarolle ovat käsityksemme mukaan myös Lahti, Hämeenlinna sekä Savonlinna ja nämä kolme kaupunkia muodostavat arviomme mukaan reilun viidenneksen koko salkun pinta-alasta. Loput kohteet sijaitsevat hajanaisesti ympäri Suomea.

Ovaron asuntokanta on iältään varsin vanhaa, sillä arviomme mukaan vuokrattavasta pinta-alasta noin 70 % on 1950-70-luvun rakennuskantaa. Käsityksemme mukaan valtaosa 70-luvun rakennuskannasta on peruskorjaamatonta ja tämä tarkoittaa sitä, että kohteissa joudutaan aloittamaan kiinteistöjen tekninen käyttöikä huomioiden seuraavan 10 vuoden aikana suurempia peruskorjauksia.

Vuokraus hoidetaan valtaosin omalla tiimillä

Ovaro hoitaa asuntojen vuokrauksen käytännössä lähes kokonaan oman organisaation voimin ja ulkoisia vuokravälittäjiä hyödynnetään lähinnä yksittäisten asuntojen vuokrauksessa. Yhtiö uudelleenjärjesteli vuokraustoimintaansa vuoden

2021 aikana ja sen myötä vuokraustoiminta siirtyi valtaosin talon sisälle. Uudelleenjärjestelyillä pyrittiin parantamaan vuokrauksen tehokkuutta ja asiakaslähtöisyyttä.

Osakkuusyhtiö Apitare Oy

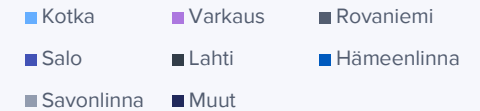
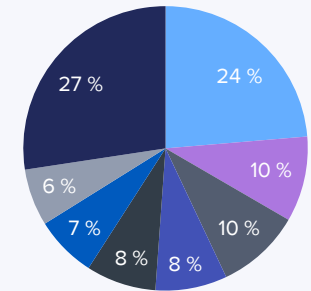
Ovaro tiedotti [4/2021](#) valmistelewansa merkittävää 46 MEUR:n kiinteistökauppaa yhdessä ostajakonsortioon kuuluvien Investors Housen ja Royal Housen kanssa. Kaupan kohteena on Kukkula-hankkeeksi nimetty Jyväskylän entinen keskussairaala-alue ja se koostuu 1) Kesi-Suomen Sairaanhoidopiiriltä ostetusta ja takaisinvuokratusta kiinteistökokonaisuudesta, 2) suojeltavista ja purettavista rakennuksista sekä 3) kaavamutoksen myötä syntyvästä mahdollisesta uudesta rakennusoikeudesta.

Ostajakonsortio toteutti sale-and-leaseback-kokonaisuutta koskevan kaupan [10/2021](#) ja konsortion jäsenet omistavat sen tasaosuuksin osakkuusyhtiö Apitare Oy:n kautta.

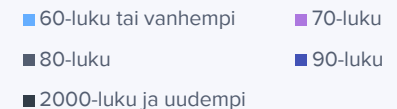
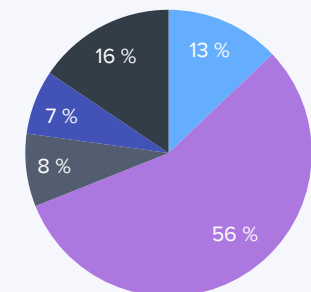
Sairaanhoidopiiriltä hankittu kiinteistökokonaisuus käsittää kolme rakennusta, joiden vuokrattava kokonaispinta-ala on noin 17 600 neliötä. Kohteen vuokrasopimuksen pituus on 20 vuotta edellyttäen, että sote-uudistuksen yhteydessä perustettu hyvinvointialue vahvistaa sen. Mikäli vuokrasopimusta ei vahvistettaisi, päättyisi se vuoden 2024 aikana.

Kokonaisuuden vuotuinen nettotuotto on noin 3,1 MEUR, mikä on maksettuun kauppahintaan (24,6 MEUR) peilattuna korkea. Vuokrasopimuksen vuotuinen tulosvaikutus on Ovarolle arviomme mukaan osakkuusyhtiön juoksevien kulujen ja rahoituserien jälkeen noin 0,6-0,7 MEUR ja tulososuus näkyy osakkuusyhtiöt-rivillä.

Asuntokannan vuokrattavan pinta-alan jakautuminen kaupungeittain*



Asuntokannan vuokrattavan pinta-alan jakautuminen rakennusvuoden mukaan*



*Inderes arvio, lähteenä vuosikertomukset, Ovaron eTampuuri-palvelu ja muut julkiset tietolähteet

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/4

Kiinteistökehitys

Kiinteistökehitysliiketoiminta lyhyesti

Ovaron strategisena tavoitteena on siirtää saneerausvaiheen jälkeen liiketoiminnan painopistettä vuokraustoiminnasta kiinteistökehitykseen. Yhtiö perusti tätä varten vuonna 2021 tytäryhtiö Ovaro Kiinteistökehitys Oy:n, jonka toimesta Ovaro toteuttaa perustajarakennuttamista. Tähän liittyy kiinteistökehityskohteiden ja tonttien hankinta, kehittäminen, rakennuttaminen ja asuntojen myynti. Yhtiö myös solmi ensimmäiset hankesopimukset vuoden 2021 aikana.

Asuntohankkeet mahdollistavat reilun 300 asunnon rakennuttamisen

Ovaron asuntokehityshankkeet koostuvat tällä

hetkellä neljästä kiinteistökehityskohteesta, jotka sijaitsevat Jyväskylässä, Tampereella ja Helsingissä. Arviomme mukaan hankekanta mahdollistaa Ovarolle reilun 300 asunnon rakennuttamisen. Arviomme mukaan hankkeiden käypä arvo voisi olla valmiina reilut 50 MEUR ja ne voisivat arviomme mukaan tuottaa onnistuessaan yhtiölle yhteensä noin 5-6 MEUR:n kehityskatteet.

Ovaron kommenttien perusteella sen tavoitteena on saada käyntiin 1-2 uutta hanketta vuosittain ja rakennutetut asunnot tullaan arviomme mukaan myymään ensivaiheessa kuluttajille ja sijoittaja-asiakkaille. Myöhemmässä vaiheessa asuntojen rakennuttaminen myös itselle voi olla mahdollista.

Aikataulullisesti tiedotetuista hankkeista pisimmällä on Jyväskylän Korteniityn hanke, jonka ennakkomarkkinointi alkoi toukokuussa 2022. Tampereen Ojalan hankkeen odotamme

käynnistyvän tällä hetkellä vuonna 2023 ja Jyväskylän Kortepohjan sekä Helsingin Malminrinteen hankkeiden vastaavasti vuoden 2024 puolella. Huomautamme, että hankkeiden aloitusajankohtiin liittyy epävarmuutta ja niihin vaikuttaa muun muassa vallitseva markkinatilanne.

Tampereen Hervannan toimistokiinteistö

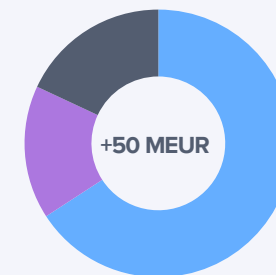
Ovaro [tiedotti](#) kesäkuun lopussa hankkineensa Tampereelta toimistokiinteistön. Kiinteistö sijaitsee Hervannan yliopistokampuksella ja vuokrattavien tilojen pinta-ala on noin 10 000 neliometriä. Hankinta rahoitetaan yhtiön kassavaroilla ja pankkilainalla. Mielestämme kohde vaikuttaa varsin järkevältä sijoitukselta, sillä 6 MEUR:n velattomalla kauppahinnalla nettovuokratuotto on nykyisellä heikolla noin 60 % vuokrausasteella noin 8,0%.

Ovaron asuntokehityshankkeet Q1'22:n lopussa (pl. osakkuusyhtiöt)

Hanke	Tontin omistus	Mahd. aloitus	Mahd. valmistuminen	Asuntoja
Jyväskylä, Korteniitty	Oma	H2'2022	2023	61
Jyväskylä, Korteniitty, jäljelle jäävä rak.oikeus	Oma	2023	2024	40
Tampere, Ojala	Vuokra	2023-2024	2024-2025	48
Jyväskylä, Kortepohja	Oma	2024	2025	115
Helsinki, Malmin Nallenrinne	Vuokra	2024	2025	45
Yhteensä				309

Lähde: Ovaro, Inderesin arviot

Ovaron asuntokehityshankkeiden jakautuminen käyvin arvoin*



■ Jyväskylä ■ Tampere ■ Helsinki

*Inderesin arvio, pl. osakkuusyhtiöt

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/4

Lisäksi Ovaro saa kehityspotentiaalia vuokrausasteen nostamisen ja mahdollisen käyttämättömän toimitilarakennusoikeuden (7000 kerrosneliötä) hyödyntämisen kautta. Arviomme mukaan esimerkiksi vuokrausasteen noin 10 %-yksikön nosto kasvattaisi nettotuoton noin 10 %:iin. Toimistokiinteistö on rakennettu 1990-luvulla, joten kohde vaatii tiettyjä perusparannuksia, mutta suurempia korjaustarpeita ei käsityksemme mukaan ole.

Osakkuusyhtiö Jyväskylän Kukkulan Kehitys Oy

Jyväskylään sijoittuva Kukkula-hanke koostuu aiemmin mainitun Keski-Suomen Sairaanhoidopiirille takaisinvuokratun kiinteistökokonaisuuden lisäksi suojeltavista ja purettavista rakennuksista sekä potentiaalisesta uudisrakennusoikeudesta. Ostajakonsortion tasaosuus omistama osakkuusyhtiö Jyväskylän Kukkulan Kehitys Oy teki viime marraskuussa esisopimukset koskien hankittavia, suojeltavia ja purettavia rakennuksia sekä kehitettäviä maa-alueita. Esisopimusten kauppahinta on 21,4 MEUR.

Yhtiöiden kertomien tietojen mukaan Jyväskylän entisen keskussairaala-alueen rakennuksista noin 23 000 neliötä on **suojeltavia rakennuksia**, joille ei ole saatavissa purkulupaa. Suojeltaviin rakennuksiin lukeutuu käsityksemme mukaan myös Äänekoskella sijaitseva Sisä-Suomen sairaala. Yhtiöiden on tarkoitus tehdä rakennuksiin mahdollisuuksien mukaan käyttötarkoituksuuksia ja tiloihin pyritään löytämään vuokralaisia. Arviomme mukaan Jyväskylän keskussairaala-alueen tilojen vuokraukselle pitäisi lähtökohtaisesti olla kohtuulliset edellytykset, mutta

Äänekoskella sijaitsevan Sisä-Suomen sairaalan vuokraaminen tulee todennäköisesti olemaan haastavaa.

Suojeltavien rakennusten ylläpitokulut tulevat yhtiöiden kannettavaksi, kun takaisinvuokrattujen tilojen 20 vuoden vuokrasopimus vahvistetaan. Käytössä ollessa tilojen ylläpitokulut voisivat arviomme mukaan liikkua karkeasti noin 4,0 EUR/m²/kk tasolla, mikä tarkoittaisi vuositasolla Sisä-Suomen sairaala huomioiden noin 1,3 MEUR:n kulupottia. Mikäli tilat olisivat puolestaan kylmillään, voisivat ylläpitokulut olla kuukaudessa karkeasti noin 1,5 euroa neliöltä, mikä tarkoittaisi vuositasolla noin 0,5 MEUR:n ylläpitokuluja.

Entisellä keskussairaala-alueella olevista rakennuksista noin 60 000 neliötä on **tarkoitettu purkaa**, kun aiemmin mainittu vuokrasopimus on vahvistettu ja asemakaavamuutos on tullut lainvoimaiseksi. Mikäli oletamme purkukustannusten olevan noin 100 euroa neliöltä, tulisi rakennusten purkaminen maksamaan yhtiöille noin 6 MEUR. Sijoittajan on hyvä huomata, että suojeltavia ja purettavia rakennuksia koskeva esisopimus on ehdollinen vuokrasopimuksen vahvistamiselle.

Ovaro ja IH ovat arvioineet, että Kukkulan entiselle keskussairaala-alueelle voitaisiin kaavoittaa **uutta asuntorakennusoikeutta** 100 000 - 130 000 kerrosneliömetrin edestä, mikä mahdollistaisi 1 800 - 2 400 uuden asunnon rakentamisen seuraavan 15 vuoden aikana. Mikäli oletamme asuinpinta-alan tehokkuusluvun olevan rakennusoikeudelle 85 %, tulisi hankkeen kokonaisarvoksi alueen noin 4 000 euron neliöhinnalla noin 340-442 MEUR.

Olettaen rakennuttamiskatteen olevan noin 500 euroa asuinneliöltä voisi rakennuttamiskate olla koko hankkeen osalta noin 43-55 MEUR. Huomautamme, että laskelma on toistaiseksi vain karkea hahmotelma ja lopullinen rakennuttamisvolyymi sekä katepotentiaali ovat riippuvaisia muun muassa lopullisesta kaavaratkaisusta. Tämänhetkisten tietojen mukaan rakennuttamisen alueella voisi käynnistyä vuonna 2025. Rakennuttamisen sijaan yhtiöt voivat luonnollisesti myös myydä kaavoitetut tontit ennen rakennuttamisen käynnistymistä.

Olemme huomioineet Kukkula-hankkeen ennusteissamme toistaiseksi vain vuokrasopimuksen osalta ja näin ollen ennusteemme eivät pidä sisällään säilytettävien ja purettavien rakennusten kustannuksia. Emme ole myöskään huomioineet hankkeeseen sisältyvää kehitysaluetta toistaiseksi ennusteissamme, sillä alueen asemakaavoitusprosessi vie aikaa ja lopulliseen kaavaratkaisuun liittyy epävarmuutta.

Taloudellinen tilanne 1/4

Käyvät arvot ovat laskeneet viime vuosina voimakkaasti

Ovaron asuntokannan arvonkehitys on ollut viime vuosina hyvin heikkoa, sillä karkean arviomme mukaan käyvät arvot ovat laskeneet vuosien 2017-2021 aikana keskimäärin noin 5 % vuosivauhtia. Arvonlaskua selittää arviomme mukaan muun muassa se, että yhtiön asuntokanta on painottunut muuttotappiollisille paikkakunnille. Viime vuosina arvonlasku on kiihtynyt ja vuosina 2020-2021 käyvät arvot laskivat karkeiden arvioidemme mukaan noin 8-9 % vuosivauhtia.

Kiinteistöt arvostetaan käypään arvoon kaupp-arvomenetelmällä

Ovaron sijoituskiinteistöt arvostetaan käypään arvoon ulkopuolisen arvonmäärittäjän toimesta kaupp-arvomenetelmällä. Kaupp-

arvomenetelmässä arviointi tehdään vertailemalla kohdetta muihin samankaltaisiin kohteisiin, joista kauppahintainformaatiota on saatavilla.

Kaupp-arvomenetelmän soveltamiseen liittyy tiettyjä haasteita

Kaupp-arvomenetelmä on usein varsin tarkka menetelmä sellaisella markkinalla, jossa edustavaa vertailukauppadataa on runsaasti saatavilla. Menetelmään soveltamiseen liittyvät haasteet kasvavat, mikäli kiinteistö asunto sijaitsee sellaisella maantieteellisellä alueella, jossa kauppaa ei ole käyty pitkään aikaan. Tällöin voidaan soveltaa myös vertailukelpoisten kiinteistöjen pyyntihintoja, mutta tämä ei välttämättä anna luotettavaa kuvaa käyvästä arvosta, koska pyyntihinnat eivät usein vastaa toteutunutta kauppahintaa.

Toinen merkittävä ongelma on se, että kaupp-arvomenetelmä ei pääsääntöisesti ota kohteen yksilöllisiä ominaisuuksia huomioon. Kahta samanlaista kiinteistöä ei yleensä ole olemassa ja vertailukauppadata ei usein huomioi lainkaan esimerkiksi arvioitavan kiinteistön korjausvelkaa ja tekemättömiä tai tehtyjä peruskorjausremontteja. Lisäksi menetelmä ei välttämättä huomioi oikein kohteen sijaintia, jos arvioitava asunto sijaitsee maantieteellisesti kaukana vertailukaupoista. Kaupp-arvomenetelmä ei myöskään huomioi esimerkiksi sitä, että vuokratyössä olevan kerrostalon asunto voi olla huomattavasti vähemmän arvokas ostajille kuin omistusasuntokäytössä olevan kerrostalon asunto. Näiden ongelmien osalta arvioitsijat tekevät usein korjauksia arvioihin, mutta näiden oikaisujen jälkeen arvio ei välttämättä ole luotettava.

Ovaron asuntoportfolion arvonkehitys vs. muu markkina

Arvonmuutos	2017	2018	2019	2020	2021
Koko Suomi	1,6 %	0,6 %	0,7 %	1,5 %	3,7 %
Pk-seutu	3,3 %	2,5 %	2,4 %	3,6 %	5,5 %
Muu Suomi	0,1 %	-1,2 %	-1,1 %	-0,6 %	2,0 %
Ovaro	-1 %	-6 %	-3 %	-8 %	-9 %

Lähde: Tilastokeskus, Vanhat osakeasunnot, talotyyppi = kaikki

Ovaron kohdalla vuoden 2017 lähteenä Orava Asuntorahasto ja vuodet 2018-2021 ovat Inderesin parhaita arvioita

Taloudellinen tilanne 2/4

Arvioinnin tarkkuustasoa laskettiin vuonna 2020

Ulkopuolisen arvioitsijan tarkkuustaso Ovaron sijoituskiinteistöjen käyvän arvon määrittämisessä on ollut vuoden 2020 tilinpäätöksestä lähtien +/- 15 %, kun aiemmin se oli +/-10 %. Arviointitarkkuuden laskemisen taustalla oli Ovaron vuoden 2020 yksittäisistä asuntomyynneistä saama evidenssi vuokraloyhtiöiden osakehuoneistojen kysynnän pysyvistä alentumisesta, mikä on johtanut verrokkikauppojen vähäisyyteen.

Tämän lisäksi Ovaron johto katsoi, että sillä on saatavilla kiinteistöarvioitsijaa enemmän tietoa yksittäisten asuntojen kunnosta ja muista yksittäisten asuntojen markkinahintaan vaikuttavista tekijöistä. Ovaron näkemys on, että vuokraloyhtiön osakehuoneiston pääasiallinen ostaja on kiinteistösijoittaja, joka arvostaa yksittäisen huoneiston eri menetelmällä kuin yhtiön käyttämällä kauppahintamenetelmällä. Tämän vuoksi johto tuotti vuoden 2020 tilinpäätöksessä arvion yksittäisten kohteiden rinnakkaisarvosta tuottoarvomenetelmällä arvionsa tueksi.

Rinnakkaislaskelman tulosten perusteella Ovaro näki tarpeelliseksi tehdä 2020 tilinpäätöksessä kiinteistöihin ylimääräisen 7,9 MEUR:n johdon harkintaan perustuvan arvonalennuksen. Kiinteistöjen arvostusmenetelmää tai -prosessia ei tämän yhteydessä kuitenkaan muutettu.

Arvostusmenetelmän muutos voisi johtaa kertaluontoiseen alaskirjaukseen

Kiinteistöarvioinnin lähtökohtana on, että sen tulisi tuottaa mahdollisimman tarkka ja todenmukainen

arvio kiinteistön markkina-arvosta. Tämän takia kiinteistöarvion tulisi edustaa markkinakulttuuria ja markkinan tilaa arviointihetkellä, jolloin myös sovellettavan arvostusmenetelmän tulisi heijastella vallitsevia markkinan ominaisuuksia.

Kun huomioidaan Ovaron omat kommentit siitä, että yhtiön vuokratulo-asuntojen pääasiallinen ostaja on eri arviointimenetelmää soveltava kiinteistösijoittaja, emme yllättyisi mikäli yhtiö jossain vaiheessa siirtyisi (tai joutuisi siirtymään) arvonmäärittämisessä tuottoarvomenetelmään nykyisen kauppa-arvomenetelmän sijasta.

Akateemisissa tutkimuksissa kauppa-arvomenetelmän on osoitettu tuottavan pääsääntöisesti selvästi tuottoarvomenetelmää suurempia arvoja ja esimerkiksi Hall (2014)¹ havaitsi tutkimuksessaan, että kauppa-arvomenetelmällä tuotetut arviot osoittautuivat 20 % suuremmiksi noin 73 % tapauksista.

Edellä esitetyt johtopäätökset huomioiden näemmekin riskin siitä, että mahdollinen arviointimenetelmän vaihto voisi tulevaisuudessa johtaa kertaluontoiseen alaskirjaukseen.

Asuntosalkku pitää sisällään korjausvelkaa

Ovaron asuntokantaa tarkastellessa sijoittajan on oleellista huomioida kiinteistöjen iät ja tulevat peruskorjaustarpeet. Yhtiön johdon mukaan suuria peruskorjauksia ei pitäisi lähivuosina olla edessä ja yhtiö on kertonut, ettei se tule toteuttamaan merkittäviä peruskorjauksia, vaan pyrkii luopumaan kohteista ja kanavoimaan pääomat uusiin investointeihin kasvukeskuksissa. Sijoittajan on

kuitenkin hyvä huomata, että joidenkin kohteiden myynti voi osoittautua näkemyksemme mukaan hankalaksi ja vanha kiinteistökanta huomioiden yllättäviä, kalliita ja pakollisia peruskorjauksia voi tulla yhtiölle eteen äkillisestikin. Nämä voisivat toteutuessaan heikentää yhtiön tuloskehitystä sekä kassavirtaa ja viedä resursseja kiinteistökehityksestä.

Ovaron asuntoportfoliossa on arviomme mukaan 16 70-luvulla rakennettua kiinteistökohteita, joissa on arviomme mukaan noin 24 000 neliötä vuokrattavaa pinta-alaa. Näistä neljään kohteeseen on julkisten tietojen perusteella tehty käsityksemme mukaan joitain peruskorjauksia. Suurimmassa osassa näitä kohteita ei ole saatavilla kuntotietoja, mutta käsityksemme mukaan peruskorjauksia ei ole tehty. Arviomme karkeasti, että noin 21 000 neliötä eli neliömäärän osalta noin 51 % koko kiinteistökannasta tarvitsee peruskorjauksia seuraavan 10 vuoden aikana.

Tarvittavia kalliita peruskorjauksia ovat erityisesti käyttövesiputket, viemärit, julkisivut, parvekkeet, ikkunat, asuntojen märkätilat, katot ja hissit. Näiden käyttöikä vaihtelee, mutta tutkimusten mukaan esimerkiksi kerrostalojen putkien ja julkisivujen käyttöikä on tyypillisesti Suomessa 40-60 vuotta. Tarkkaa kustannusta näiden korjauksesta on mahdoton määrittää, koska lopullinen kustannus riippuu remonttien toteutustavasta ja kohteiden sijainnista.

¹Hall (2014): Asuinkerrostalojen kiinteistöarviointi ja kiinteistöarviointimenetelmät – asuntorahaston näkökulma

Taloudellinen tilanne 3/4

Perinteinen linjasaneeraus voi maksaa Suomessa jopa yli 1 000 euroa per neliö, mutta esimerkiksi viemärien pinnoittamisella ja käyttövesien pintavedolla on mahdollista toteuttaa vastaava peruskorjaus jopa alle 400 euroa per neliö hintaan.

Olemme arvioineet Ovaron peruskorjaamattoman 21 000 neliön asuntokannan korjausvelaksi karkeasti 500 euroa per neliö eli noin 11 MEUR. Korjausvelalla tarkoitamme määrää, joka on pakko investoida rakennuksiin, jotta ne olisivat käytön mahdollistavassa kunnossa. Mikäli nämä toteutettaisiin tasaisesti seuraavan 10 vuoden aikana olisivat vuotuiset peruskorjauskustannukset noin 1,1 MEUR.

On tärkeä tiedostaa, että tämä niin sanottu korjausvelka ja kiinteistöjen kunto on huomioitu ulkopuolisen arvioitsijan arvonmäärityksessä

kiinteistöjen käyvässä arvossa. Käytännössä kerrostalojen peruskorjaukset eivät Suomessa pääsääntöisesti kuitenkaan heijastu täysimääräisesti kiinteistöjen käypään arvoon ja myöskään vuokratasot eivät usein ole korkeampia peruskorjausten jälkeen.

Kaikkien kiinteistöjen peruskorjaaminen tuskin edes taloudellisesti mielekäästä

Pankit ovat kiristäneet Suomessa viime vuosina lainanmyöntökriteerejään taloyhtiöille ja useat pankit ovat ilmoittaneet, etteivät ne myönnä lainaa kuin enintään 50 % käyvästä arvosta vanhoille taloyhtiöille. Mikäli taloyhtiön arvo on alle 1 500 euroa per asuinpinta-ala ja/tai taloyhtiön maantieteellinen sijainti ei ole asumisen kannalta haluttu, voi taloyhtiölainaa olla mahdoton saada pankista peruskorjausremonttia varten.

Kun huomioidaan, että Ovaron asuntokanta on arvostettu keskimäärin alle 900 euroa per neliö, ja että peruskorjausikää lähestyvien kiinteistöjen arvostus on oletettavasti selvästi tätä matalampi, on rahoituksen saaminen peruskorjauksiin todennäköisesti tiukassa. Huomioitavaa myös on, että kaikkien kohteiden osalta peruskorjaukset eivät oletettavasti ole kiinteistöjen arvo ja sijainti huomioiden taloudellisesti edes mielekäästä ja näiden kohteiden osalta edessä voi olla tulevaisuudessa jopa kiinteistöjen purkaminen. On kuitenkin tärkeä tiedostaa, että vaikka näiden kohteiden jäännösarvo voi olla hyvin pieni tai jopa negatiivinen, niin kohteilla on silti taloudellinen arvo, koska ne tuottavat vuokratassavirtaa.

Taloyhtiöiden remonttikustannuksia

Remontti	Tekninen käyttöikä	Hinta (EUR/m ²)
Linjasaneeraus	40-60v	500-900
Putkien kunnostus:		200-400
-Viemärit kunnostetaan sisäpuolelta		80-125
-Käyttövesiputket uusitaan pinnalla/koteloissa		20-200
-Sähkölinjojen uusiminen		60-100
Katto	20-50v	40-80
Julkisivu	30-50v	
-Rapauksen uusinta		160-200
-Vanhan purku ja uusi lämpörappaus		280-300
Parveke	30-50v	
-Peruskorjaus		50-80
-Uusiminen		160-200
Hissi	50v	
-Modernisointi		60-90 TEUR/hissi
-Rakentaminen		125-200 TEUR/hissi

Taloudellinen tilanne 4/4

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. Ovaro teki viime vuoden lopulla merkittävän [asuntoportfolion myynnin](#) ja arviomme mukaan yhtiön kiinteiden kulujen tulisi asettua kuluvana vuonna noin 1,7 MEUR:oon. Nykyiseen reilun 700 huoneiston asuntokantaan peilattuna kulurakenne on hyvin raskas ja yhtiön pyörittämiseen liittyvät toimintakulut vievät asuntosalkun 6,7 % nettovuokratuotoista arviomme mukaan lähes 5 %-yksikköä.

Ovaron johto on kertonut, että kulurakennetta pyritään edelleen tehostamaan vuoden 2022 aikana. Säästöjä yhtiö kertoo pyrkivänsä hakemaan edelleen muun muassa taloushallinnosta ja vuokraustoiminnasta. Tämän lisäksi kiinteistöjen ylläpitokuluja pyritään laskemaan muun muassa huoltokustannuksia kilpailuttamalla. Kulusäästöjä on pyritty hakemaan viime vuosina useaan otteeseen ja merkittävien lisäsäästöjen löytäminen on mielestämme kysymysmerkki.

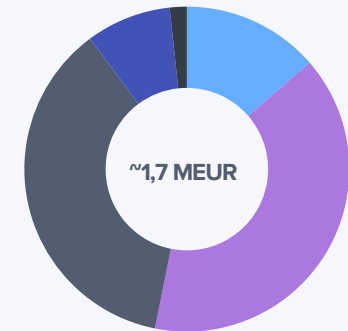
Tase on käytännössä nettovelaton

Ovarolla oli korollisia rahoitusvelkoja (pl. IFRS 16-velat) Q1'22:n lopussa noin 7,2 MEUR:n edestä ja likvidejä varoja noin 10 MEUR:lla. Näin ollen yhtiö on rahoitusasemansa puolesta käytännössä noin 2,8 MEUR nettokassan puolella.

Ovaron korolliset rahoitusvelat koostuvat valtaosin taloyhtiölainoista ja arvioimme rahoitusvelkojen keskikoron olevan noin 1-2 % välissä. Varsinaisten rahoitusvelkojen lisäksi yhtiöllä on IFRS 16:n mukaisia vuokrasopimusvelkoja noin 4,8 MEUR:n edestä vuokratontteihin liittyen.

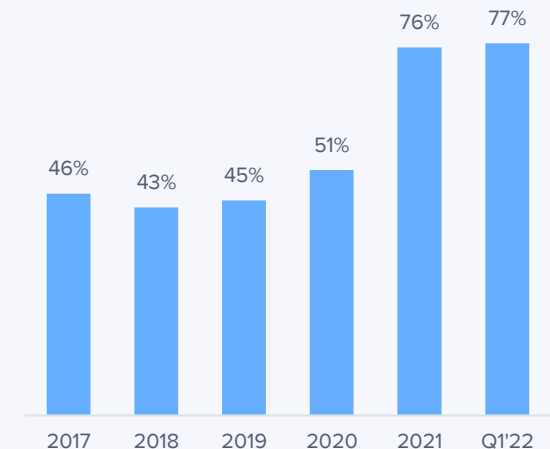
Perinteisten tunnuslukujen (LTV 5,2 % ja omavaraisuusaste 77 %) valossa Ovaron taseasema on vahva ja yhtiön kassatilanne (Q1'22: noin 10 MEUR) antaa liikkumatilaa kiinteistökehityshankkeiden käynnistämiseksi. Yhtiö on myös kertonut pyrkivänsä edelleen vapauttamaan pääomia vanhasta asuntokannasta parempituottoisiin kiinteistökehityshankkeisiin tai uusiin sijoituksiin.

Ovaron kulurakenne 2022e

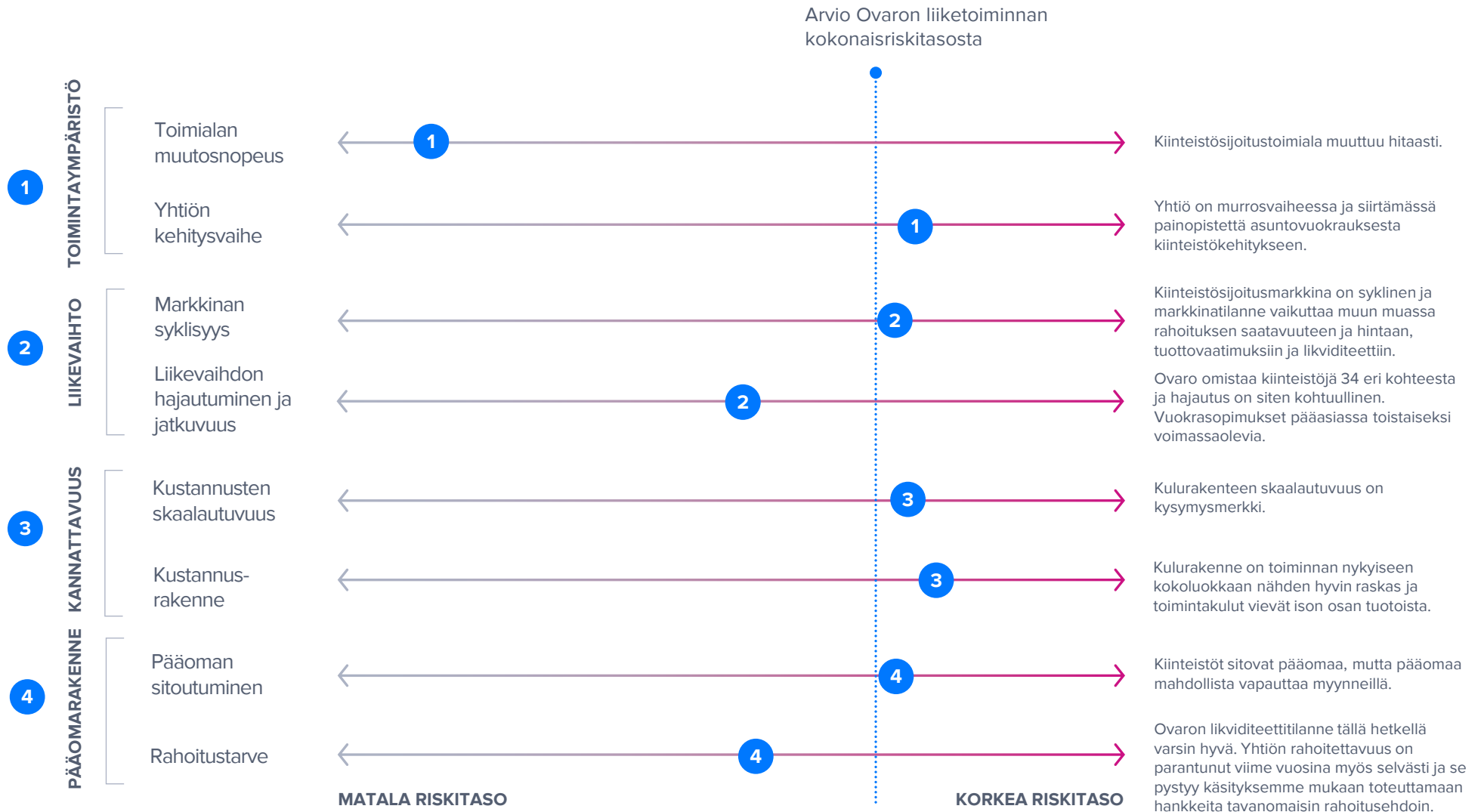


- Vuokraustoiminta
- Muu hallinto
- Henkilöstökulut
- Tilintarkastus
- Muut kulut

Omavaraisuusaste



Liiketoimintamallin riskiprofiili



Sijoitusprofiili

1.

Parantanut taseasema mahdollistaa uusien sijoitusten tekemisen ja kiinteistökehityksen käynnistämisen

2.

Asuntokehityshankkeiden ja Kukkula-hankkeen tarjoama kehityspotentiaali

3.

Portfolion tervehdyttäminen vanhaa asuntokantaa myymällä ja pääomien onnistunut uudelleenallokointi

4.

Maakuntiin painottuneen asuntosalkun vaisut arvonkehitysnäkymät

5.

Kiinteistökannan korjausvelka heikentää asuntosalkun tuottokykyä ja tasearvoihin liittyä epävarmuus nostaa riskiprofiilia

Potentiaali



- Hankekannan (+300 asuntoa, 1 toimitila) tarjoama kehityspotentiaali
- Portfolion tervehdyttäminen vanhaa asuntokantaa myymällä
- Pääomien uudelleenallokoinnissa onnistuminen
- Kulurakenteen tehostaminen
- Kukkula-hankkeen pidemmän aikavälin kehityspotentiaali

Riskit



- Maakuntiin painottuneen asuntosalkun vaisut arvonkehitysnäkymät
- Kiinteistökannan korjausvelka heikentää asuntosalkun tuottokykyä ja tasearvoihin liittyä epävarmuus nostaa riskiprofiilia
- Kiinteistökehityshankkeisiin liittyvät riskit
- Kiinteistösijoitusmarkkinan kehitykseen liittyvät riskit

Markkinakatsaus 1/3

Taloukasvun odotetaan hidastuvan kuluvana vuonna, inflaatio laukkaa korkealla

Suomen talous elpyi muun maailman tapaan viime vuonna vahvasti koronapandemiasta ja BKT kasvoi vuodesta 2020 noin 3,5 %. Kuluvana vuonna talousnäkymät ovat kuitenkin heikentyneet muun muassa Ukrainan sodan sekä korkean inflaation myötä oleellisesti ja Finanssiala ry:n keräämien 5/2022 ennusteiden perusteella keskeiset ennustelaitokset odottavat Suomen BKT:n kasvun hidastuvan tänä vuonna noin 1,9 %:iin. Vuosina 2023-2024 taloukasvun odotetaan asettuvan 1,4-1,5 % tuntumaan.

Inflaatio on ollut sekä Euroopassa että USA:ssa viime kuukausina voimakasta ja sitä ovat kiihdyttäneet koronapandemiassa tehdyt elvytystoimenpiteet, tuotantoketjuongelmat sekä edelleen Euroopassa puhjennut sotatilanne. Suomessa kuluttajahintojen odotetaan nousevan tänä vuonna keskimäärin noin 3,8 % ja 2023-2024 inflaation odotetaan tasoittuvan noin 1,8-2,2 %:iin.

Asuntojen hintakehitys on ollut Suomessa viime vuosina koko maan tasolla vaisua

Asuntojen hintakehitys on ollut Suomessa koko maan tasolla viime vuodet verrattain vaisua ja hintakehitystä on kannatellut lähinnä pk-seudun ja muutaman muun kasvukeskuksen vahva vire. Tilastoista näkyikin selvästi asuntomarkkinoiden eriytyminen taantuviin alueisiin ja kehittyviin kasvukeskuksiin. Esimerkiksi pääkaupunkiseudulla vanhojen osakeasuntojen nimellisten neliöhintojen nousu oli 2015-2021 välillä keskimäärin 3,2 % vuosittain, kun muualla

Suomessa nimelliset neliöhinnat ovat polkeneet käytännössä paikallaan. Taustalla on näkemyksemme mukaan erityisesti muuttoliikkeestä johtuvat kysyntämuutokset.

Asuntomarkkinoilla epävarmuus on kasvanut viime kuukausina selvästi

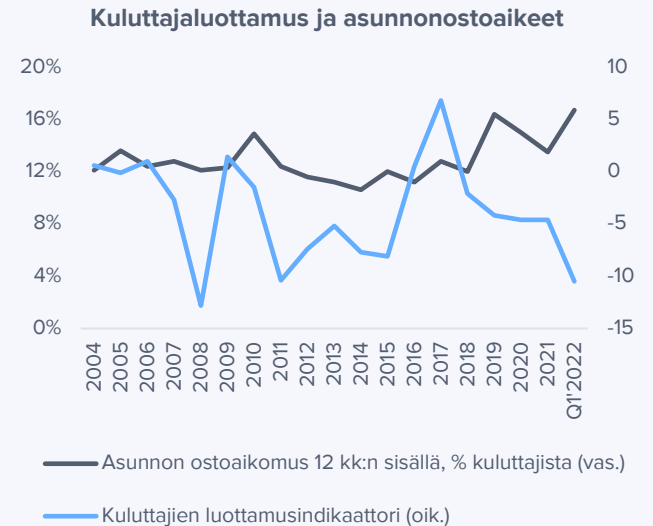
Asuntokysyntää ja -hintoja määrittää pitkällä aikavälillä peruskysynnän (väestönkasvu, muuttoliike, asumisväljyys), ansiotason ja työllisyyden kehitys. Lyhyellä aikavälillä kysyntää ohjaa voimakkaasti myös korkotasossa, kuluttajaluottamuksessa, rahoituksen saatavuudessa ja sijoittajien tuottovaatimuksissa tapahtuvat muutokset.

Asuntomarkkinoilla epävarmuustekijät ovat nostaneet kevään aikana selvästi päätänsä. Tunnelmiin ovat vaikuttaneet negatiivisesti etenkin Ukrainan sodan myötä kohonneet geopoliittiset riskit, talouden stagflaatiopelot ja korkotason nousu. Kasvaneiden epävarmuustekijöiden myötä kuluttajaluottamusindikaattorin saldoluku notkahti maaliskuussa -10,5:een, mikä on koko mittaushistorian kolmanneksi heikoin taso. Synkäksi painunut kuluttajaluottamus on myös heijastunut viime kuukausina laskevasti myös asuntokauppamääriin.

Hintakehityksen osalta asuntorahoittaja Hypo ennustaa asuntojen nimellishintojen nousevan kuluvana vuonna pääkaupunkiseudulla noin 2,5 % ja koko maan tasolla noin 1,5 %. Korkealla laukkaava inflaatio huomioiden hinnat laskevat tänä vuonna reaalisesti selvästi.

Suomen BKT:n kasvuennusteet	2022e	2023e	2024e
Handelsbanken	1,8 %	1,3 %	1,5 %
Labore	1,8 %	1,5 %	1,4 %
VM	1,5 %	1,7 %	1,5 %
Etlä	2,1 %	1,0 %	1,5 %
Suomen Pankki	2,6 %	1,5 %	1,3 %
IMF	1,6 %	1,7 %	1,4 %
Keskimäärin	1,9 %	1,5 %	1,4 %

Lähde: Finanssiala ry, 5/2022



Lähde: Tilastokeskus

Markkinakatsaus 2/3

Asuntorakentamisessa suunta alaspäin

Asuntorakentamisessa on ollut Suomessa viime vuosina hyvä vire ja vuonna 2021 uusia aloituksia käynnistettiin ennätysmäärä. Uudistuotanto on painottunut kysynnän ohjaamana vahvasti pääkaupunkiseudulle ja suurempiin kasvukeskuksiin.

Rakennuslupakehitys antoi jo viime syksynä viitteitä siitä, että asuinrakentaminen hiljenee ennätystasoiltaan ja Venäjän aloittaman hyökkäyssodan jälkeen näkymät ovat synkentyneet entisestään. Käynnissä olevat hankkeet tukevat asuinrakentajien työkuormaa vielä kuluvana vuonna, mutta uusien aloitusten odotetaan vähentyvän tänä vuonna noin viidenneksellä ja vuonna 2023 edelleen noin 10 %:lla. Uusia aloituksia jarruttavat Rakennusteollisuus RT:n mukaan etenkin vaikeasti ennakoitava rakennuskustannuskehitys sekä toimintaympäristöön liittyvä yleinen epävarmuus. Absoluuttisesti odotukset uudistuotannosta säilyvät kuitenkin edelleen hyvällä tasolla ja asuntoaloitusten odotetaan säilyvän lähivuodet vähintäänkin VTT:n arvioiman pitkän aikavälin vuotuisen tuotantarpeen (35 000 kpl) mukaisella tasolla.

Koronapandemia ja kasvanut tarjonta ovat painaneet vuokra-asuntomarkkinaa

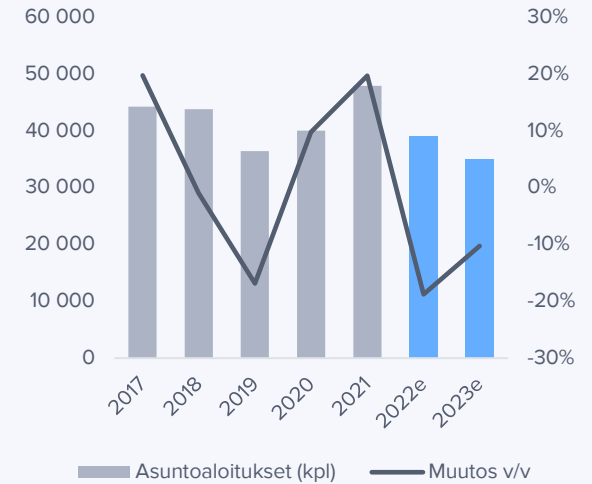
Asuntojen vuokrien nousuvauhti on viime vuosina ollut Suomessa nousujohteista talouskasvun sekä kaupungistumisen myötä ja koko maan tasolla neliövuokrat ovat nousseet 2015-2021 välillä

keskimäärin noin 2,9 % vuodessa. Vuokrien nousu on kuitenkin taittunut ja vapaa-rahoitteisten asuntojen neliövuokrat kääntyivät viime vuoden lopulla koko maan tasolla edellisneljänneksestä laskuun.

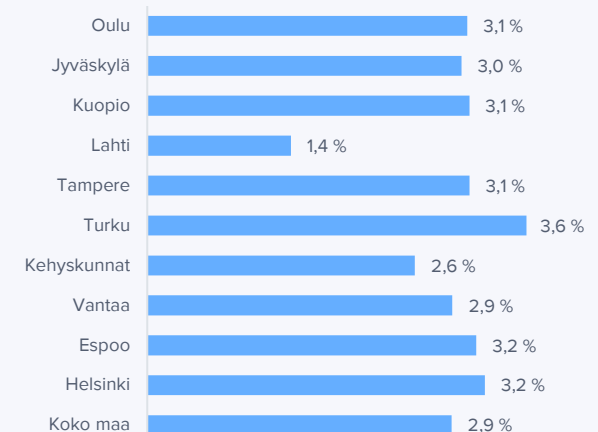
Vuokramarkkinoiden tilanne on tällä hetkellä haastava suuremmissa kaupungeissa, joissa pandemian aikana yleistynyt etäopiskelu ja -työ ovat vähentäneet selvästi vuokra-asuntojen kysyntää. Vuokra-asuntotarjontaa on kasvattanut koronapandemian aikana myös Airbnb-asuntojen siirtyminen vuokrausmarkkinaa. Haasteet ovat korostuneet viime aikoina vilkkaan rakentamisen johdosta etenkin pk-seudulla.

Vuokrakysynnän heikkous on nähty ammattimaisten asuntosijoittajien keskuudessa kuitenkin tilapäisenä ja RAKLI:n syksyn 2021 Vuokra-asuntobarometrissa odotukset vuokrakehityksen suhteen kääntyivät nousuun koronapandemian aiheuttamasta notkahduksesta. Myös suurimpien yksityisten asuntosijoitusyhtiöiden alkuvuoden 2022 kommentit ovat antaneet indikaatiota tilanteen helpottumisesta. Yleisenä olettamana vaikuttaisikin olevan, että suurissa kaupungeissa vuokrakysyntä palautuu asteittain syksystä 2022 alkaen opiskelijoiden paluumuuton myötä.

Kappalemääräiset asuntoaloitukset

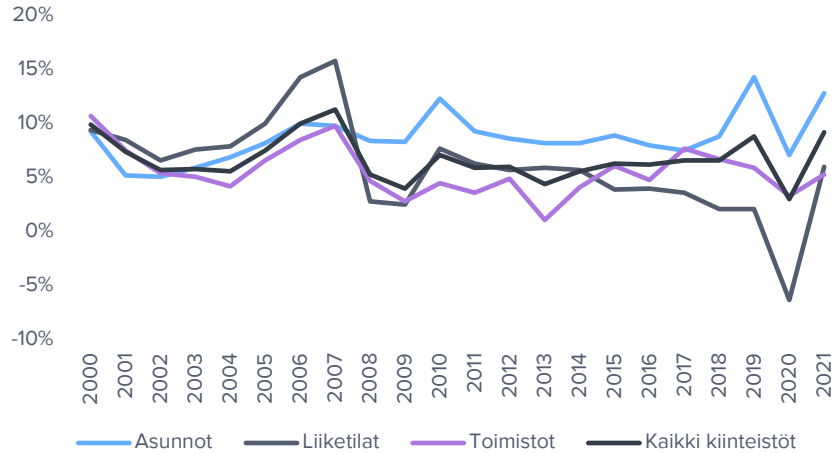


Vaparaahoitteisten asuntojen neliövuokrien keskimääräinen kasvu 2015-2021 välillä



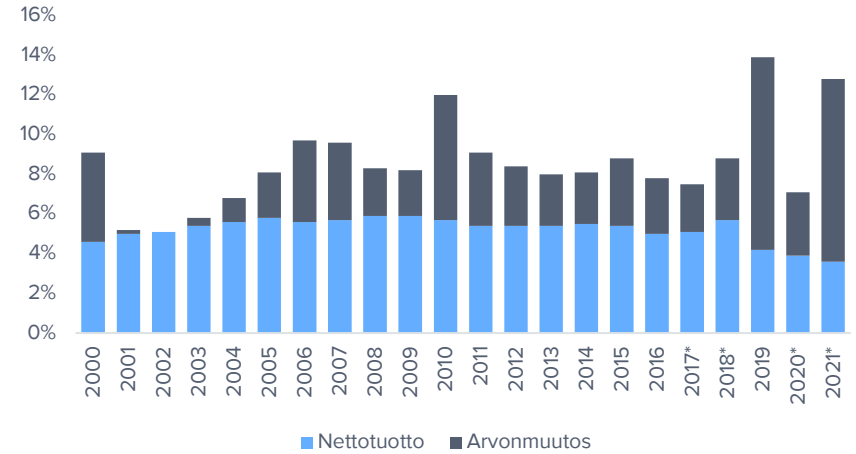
Markkinakatsaus 3/3

Kiinteistösijoitusten kokonaistuotto



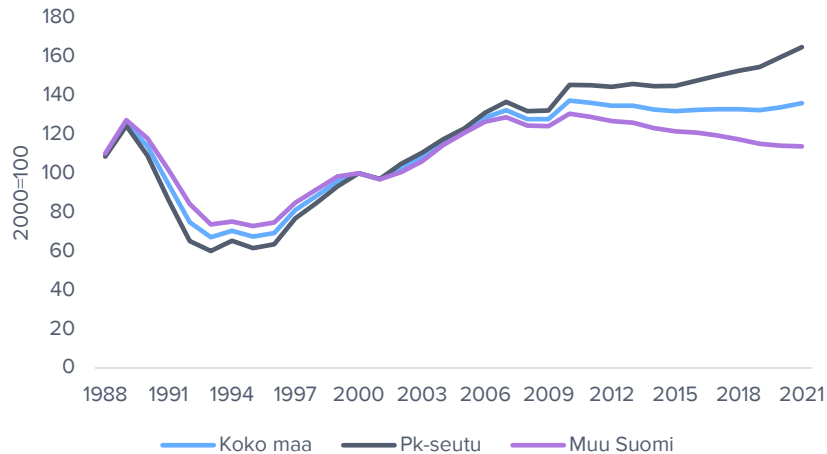
Lähde: KTI

Asuntosijoitusten kokonaistuotto



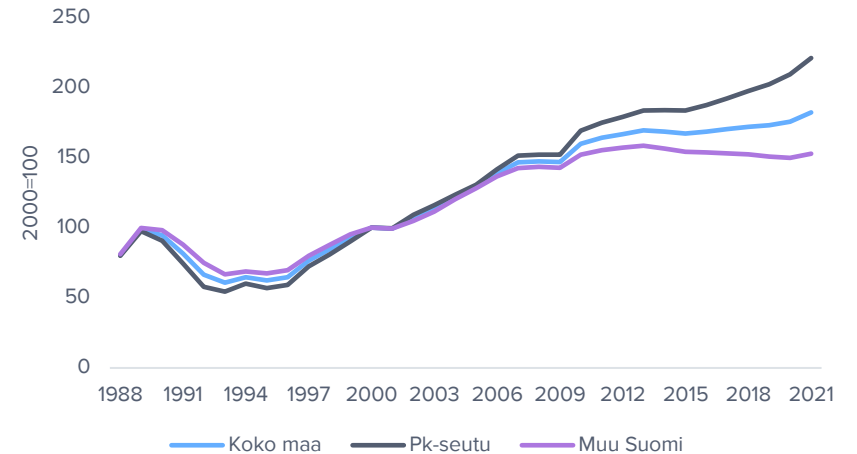
Lähde: KTI, 2017*, 2018*, 2020* ja 2021* jakaumat ovat Inderesin arvioita

Vanhojen osakeasuntojen reaali hinnat



Lähde: Tilastokeskus

Vanhojen osakeasuntojen nimellishinnat



Lähde: Tilastokeskus

Strategia

Ovaron strategiset painopistealueet vuosina 2021-2023



Operatiivisen tuloksen merkittävä parantaminen

- Ovaro on asettanut strategiakauden tavoitteekseen operatiivisen tuloksen merkittävän parantamisen (2020: 0,2 MEUR).
- Tavoitteessa ei ole toistaiseksi onnistuttu ja edellisen 12 kk:n rullaava EPRA-tulos on -0,4 MEUR.
- Operatiivisen tuloksen parantamisessa keskeistä roolia näyttelevät vuonna 2021 tehty rahoituksen uudelleenjärjestely, kulurakenteen tehostaminen ja tuottojen kasvattaminen.



Tuotot kiinteistökehityshankkeista

- Ovaro on asettanut tavoitteekseen tuottojen saamisen vuokraustoiminnan ohella myös kiinteistökehityksestä.
- Yhtiö on rakentanut vuosien 2021-2022 aikana reilun 300 asunnon hankekannan (pl. osakkuusyhtiöt) ja ensimmäisiä kehityskatteita realistista odottaa vuonna 2023.
- Alussa yhtiö tulee rakennuttamaan kohteita pääasiassa kuluttaja- ja sijoittaja-asiakkaille, myöhemmässä vaiheessa kohteita voidaan rakennuttaa myös omaan taseeseen.
- Omien hankkeiden lisäksi yhtiö on mukana Jyväskylän Kukkulan kehityskokonaisuudessa JV-rakenteen kautta.



Vuokrausaste ja kiinteistömyynnit

- Tavoitteena on pitää vuokrausaste vähintään 95 % tasolla.
- Yhtiö on onnistunut vuokrauksessa hyvin ja neliömetriperusteinen vuokrausaste oli Q1'22:n lopussa 95,6 %.
- Ovaro pyrkii strategiakaudella irtaantumaan heikosti tuottavista kiinteistöistä ja viime vuonna yhtiö myi 588 asuntoa 53,7 MEUR:n velattomin hinnoin. Viime vuoden myynneistä merkittävän osan muodosti iso [portfoliokauppa](#).
- Odotamme yhtiön myyvän jäljellä olevan vanhan Myyntisalkun (Q4'21: 8,9 MEUR) kuluvan vuoden aikana, myös muut myynnit ovat lähivuosina mahdollisia.



Rahoitusasema ja voitonjako

- Vuoden 2021 lopussa tehdyn ison portfoliomyyntin ansiosta Ovaro onnistui maksamaan kalliin (korko 5,25 %) emoyhtiön lainan kokonaisuudessaan pois.
- Velkaantuneisuus on viime vuosien kiinteistömyyntien johdosta laskenut ja perinteisten tunnuslukujen valossa tase on vahva (Q1'22: omavaraisuusaste 77 % ja taloudellinen tavoite 45-55 %).
- Parantunut taseasema ja rahoitettavuus antavat yhtiölle osaltaan liikkumatilaa kiinteistökehitystä ja uusia sijoituksia silmällä pitäen
- Yhtiö jatkaa strategiakaudella omien osakkeiden ostoja, mikäli ne nähdään omistaja-arvoa luoviksi. Vuosien 2021 ja 2022 aikana yhtiö on ostanut takaisin noin 4 % osakekannasta.

Ennusteet 1/4

Ennusteiden taustat

Ennustemallimme pohjautuu Ovaron asuntovuokraustoimintaa ja kiinteistökannan arvonkehitystä koskeviin odotuksiimme. Tämän lisäksi olemme sisällyttäneet ennusteisiin hiljattain tiedotetun Tampereen Hervannan toimistokiinteistöhankinnan ja asuntokehityshankkeista arviomme mukaan lähivuosina tuloutuvat rakennuttamiskatteet. Yhtiö ei ole avannut hankkeiden tuloutustapaa tarkemmin, mutta olemme olettaneet, että kaikki kohteet rakennutetaan myytäviksi ja että hankkeiden kehityskatteet tullaan tulouttamaan niiden luovutushetkellä. Kukkula-hankkeen olemme huomioineet ennusteissamme toistaiseksi vain Apitare Oy:stä kirjattavan tulososuuden (0,6-0,7 MEUR/vuosi) osalta.

Emme ole sisällyttäneet ennusteisiimme merkittäviä divestointeja, sillä mahdollisten myyntien ajankohtaan ja myyntihintoihin liittyy epävarmuutta. Näin ollen kiinteistömyynnit rajoittuvatkin ennusteissamme vanhan Myyntisalkun myyntiin vuoden 2022 aikana (tasearvo Q4'21:n lopussa 8,7 MEUR). Yhtiön kommenttien perusteella suuremmat myynnit voivat olla lähivuosina kuitenkin mahdollisia.

2022: Odotamme noin 1,4 MEUR:n EPRA-tulosta, raportoitu tulos jää vielä tappiolle

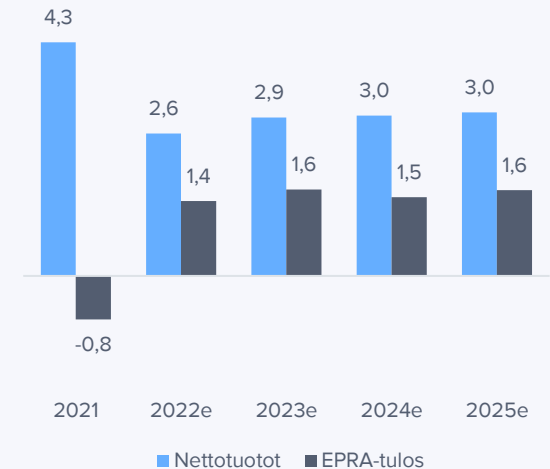
Ovaro ohjeistaa kuluvalle vuodelle positiivista ja merkittävästi viime vuotta parempaa operatiivista (EPRA) tulosta. Yhtiön EPRA-tulos jäi viime vuonna hyvin heikoksi (2021: -0,8 MEUR) etenkin

loppuvuoden isojen järjestelyiden ([asuntoportfolion myynti ja emoyhtiön lainan takaisinmaksu](#)) aiheuttamien kertakulujen johdosta. Viime vuoden lopun isot kiinteistömyynnit veivät Ovarolta huomattavasti vuokratuottoja, mutta järjestelyt kevensivät vastaavasti myös hallinto- ja rahoituskuluja. Lisäksi yhtiön operatiivista tulosta tukee vuoden 2022 alusta lähtien osakkuusyhtiö Apitare Oy:stä kirjattava tulososuus ja H2'22 lähtien Tampereen toimistokiinteistön nettotuotot.

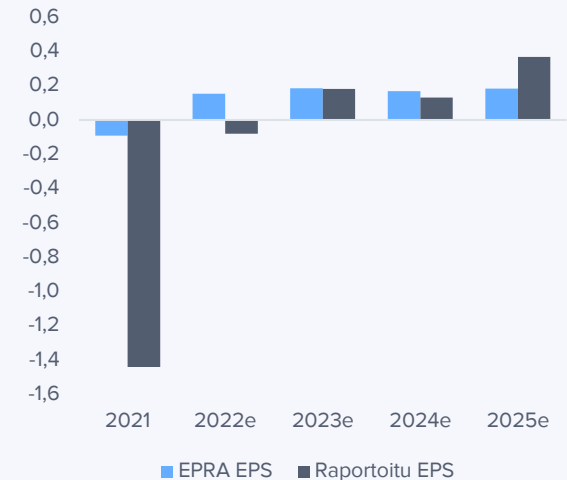
Ovaron alkuvuosi sujui operatiivisen tuloskehityksen osalta heikkoon vertailukauteen nähden kohtalaisesti ja yhtiö onnistui kampeamaan operatiivisen tuloksensa [plussalle](#). Alkuvuoden kehitykselle leimallista oli korkeat hoitokulut Q1:lle kirjatuista koko vuoden kiinteistöveroista (0,1 MEUR) ja sääolosuhteista johtuen.

Koko vuoden 2022 osalta odotamme Ovaron nettovuokratuottojen asettuvan noin 2,6 MEUR:oon ja operatiivisen EPRA-tuloksen noin 1,4 MEUR:oon. Ovaro tulee teettämään asuntokannasta ulkopuolisen arvonmäärittelyn Q2- ja Q4-raportteihin ja odotamme yhtiön asuntoportfolion käypien arvojen laskevan kuluvana vuonna noin 3 % (aik. 2 %). Ennustamamme ylläpitoinvestoinnit ja Myyntisalkun myyntitappiot huomioiden arvioimme tuloksen luovutuksista ja käypien arvojen muutoksista olevan kuluvana vuonna kokonaisuudessaan noin -2,3 MEUR. Tämän myötä arvioimme raportoidun tuloksen jäävän kokonaisuudessaan noin 0,7 MEUR tappiolliseksi.

Nettotuotot ja EPRA-tulos



EPRA EPS ja raportoitu EPS



Ennusteet 2/4

2023: Operatiivinen tulos parantuu, odotuksissa myös ensimmäiset kehityskatteet

Vuonna 2023 odotamme Ovaron operatiivisen tuloksen parantuvan noin 1,6 MEUR:oon (2022e: 1,4 MEUR). Operatiivisen tulosparannuksen taustalla on Tampereen toimistokiinteistöihankinta, joka heijastuu nettotuottoihin täydeltä kalenterivuodelta. Lisäksi odotamme yhtiön kykenevän omilla toimillaan nostamaan Tampereen toimistokiinteistön vuokrausastetta ensi vuoden aikana noin 10 %-yksiköllä.

Ensi vuonna myös kiinteistökehityshankkeet kontribuivat ennusteissamme ensimmäistä kertaa positiivisesti Ovaron raportoituun tulokseen, kun ensimmäinen kiinteistökehityskohde (Jyväskylän Korteniitty) valmistuu. Odotamme yhtiön tulouttavan Korteniityn hankkeesta noin 0,8 MEUR:n kehityskatteen. Rakennuttamisessa odotamme yhtiön hyödyntävän ensi vuonna myös Korteniityn käyttämättömän rakennusoikeuden ja käynnistävänsä Tampereen Ojalan hankkeen (48 asuntoa). Näiden tuloutumisen arvioimme kuitenkin menevän vuoden 2024 puolelle.

Ensimmäisten rakennuttamiskatteiden ohella odotamme Ovaron kirjaavan Tampereen toimistokiinteistön parantuvan tuottokyvyn johdosta 2023 tulokseensa noin 1,0 MEUR:n kertaluontoiset positiiviset arvonmuutokset. Yhtiön asuntokanta jatkaa ennusteissamme arvonlaskua (-3 %) ja kokonaisuudessaan odotamme vuoden 2023 tuloksen luovutuksista ja arvonmuutoksista olevan noin -0,6 MEUR.

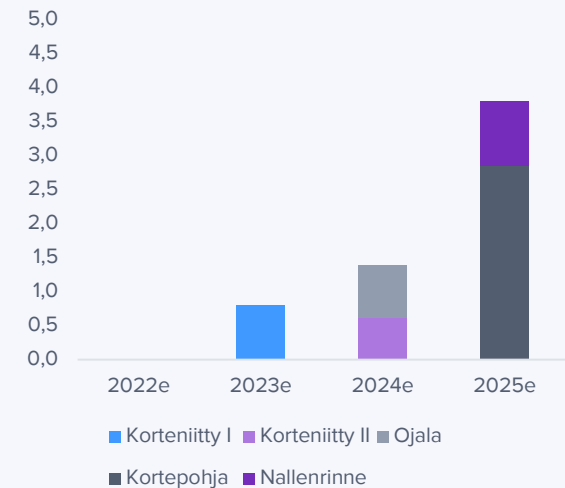
Edellä esitettyjä ennusteita ja oletamia heijastellen odotamme Ovarolta ensi vuonna noin 1,6 MEUR:n raportoitua tulosta. Osakekohtaisen EPRA NAV:n odotamme kasvavan 4 %:lla 4,96 euroon/osake.

2024-2025: Vakaata operatiivista tuloskehitystä, rakennuttamistoiminnan rooli kasvaa

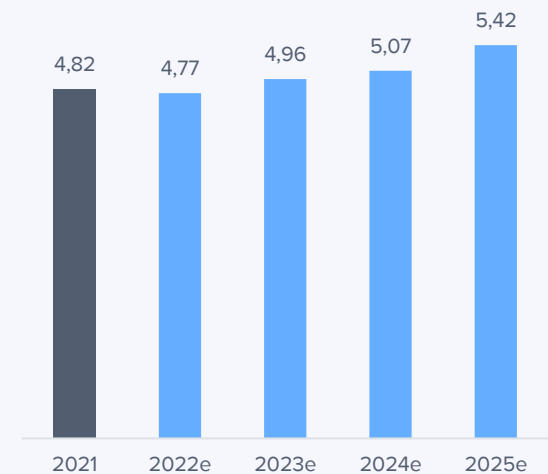
Vuosina 2024-25 odotamme Ovarolta verrattain vakaata operatiivista tuloskehitystä ja ennustamme EPRA-tuloksen asettuvan ennustejaksolla 1,5-1,6 MEUR:oon. Rakennuttamiskatteet näyttelevät ennustejaksoimme loppupäässä selvästi aiempaa vahvempaa roolia hankkeiden valmistumisten myötä. Vuonna 2024 odotamme yhtiöltä yhteensä noin 1,4 MEUR:n kehityskatteita Jyväskylän Korteniityn toisesta hankkeesta sekä Tampereen Ojalan hankkeesta. Vuonna 2025 odotamme kehityskatteiden nousevan 3,8 MEUR:oon, kun 18-20 MEUR:n kokoinen Jyväskylän Kortepohjan hanke arviomme mukaan valmistuu. Vuonna 2025 odotamme rakennuttamiskatteita myös Helsingin Malmin Nallenrinteen hankkeesta.

Ennustamme Ovaron olemassa olevan asuntokannan jatkavan vuosina 2024-2025 noin 3 % arvonlaskua, mikä osaltaan painaa yhtiön raportoituja tuloslukuja. Odotamme yhtiöltä kuitenkin selvästi positiivista tulostasoa ja ennustamme raportoidun tuloksen asettuvan vuosina 2024-2025 noin 1,1-3,2 MEUR:oon. Huomautamme, että kiinteistökehityshankkeiden tarkkoihin tuloutumisajankohtiin liittyy epävarmuutta ja mahdolliset aikataulumuutokset voivat tältä osin heiluttaa ennusteitamme.

Kehityskatteet (MEUR)



EPRA NAV per osake



Ennusteet 3/4

Ennustemuutokset 2022e-2024e

- Tampereen toimistokiinteistöihankinta sisällytetty ennusteisiin H2'22 lähtien.
- Odotamme yhtiön kykenevän omilla toimillaan nostamaan toimistokiinteistön vuokrausastetta ensi vuoden aikana noin 10 %-yksiköllä. Kiinteistön parantuvan tuottokyvyn johdosta odotamme yhtiön kirjaavan 2023 tulokseensa noin 1,0 MEUR:n kertaluontoiset positiiviset arvonmuutokset.
- Ovaron hankekannasta (pl. osakkuusyhtiöt) arviomme mukaan tuloutuvat kehityskatteet sisällytetty ennusteisiin.
- Asuntoportfolion arvonkehitystä koskevia ennusteita tarkistettu aiempaa negatiivisemmiksi. Odotamme asuntosalkun arvon laskevan nyt lähivuosina noin 3 % vuosivauhtia (aik. -2 % p.a.).
- Asuntosalkun nettovuokratuottoja tarkistettu alaspäin.
- Kiinteään kulurakenteeseen tehty tarkennuksia.

Ennustemuutokset	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	4,8	5,2		4,8	14,6		4,9	21,2	
Nettovuokratuotot	2,4	2,6	9 %	2,5	2,9	19 %	2,5	3,0	18 %
Arvonmuutokset	-1,6	-2,3		-1,2	-0,6		-1,2	-1,6	
Raportoitu tulos	-0,4	-0,7		0,2	1,6		0,3	1,1	
Oper. tulos EPRA	1,1	1,4	25 %	1,3	1,6	21 %	1,4	1,5	7 %
EPRA EPS	0,12	0,15	25 %	0,15	0,18	21 %	0,16	0,17	7 %
Raportoitu EPS	-0,05	-0,08		0,02	0,18		0,03	0,13	

Ennusteet 4/4

Tuloslaskelma (MEUR)	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Bruttovuokrat	9,7	2,3	2,2	2,0	1,6	8,2	1,2	1,2	1,4	1,4	5,2	5,7	5,8	5,9
Asuntomyynnit	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	8,9	15,3	28,5
Liikevaihto yhteensä	9,7	2,3	2,2	2,0	1,6	8,2	1,2	1,2	1,4	1,4	5,2	14,6	21,2	34,5
Hoitokulut	-4,3	-1,4	-0,8	-0,8	-0,8	-3,8	-0,8	-0,5	-0,6	-0,7	-2,6	-2,8	-2,9	-2,9
Nettovuokratuotot	5,3	1,0	1,4	1,3	0,8	4,3	0,5	0,7	0,8	0,7	2,6	2,9	3,0	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	-8,1	-14,0	-24,7
Vuokraustoiminnan kulut	-0,6	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,6	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3
Hallinnon kulut	-1,8	-0,5	-0,4	-0,5	-0,8	-2,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-1,5	-1,5	-1,5	-1,6
Liiketoiminnan muut tuotot ja kulut	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
Muut kulut yhteensä	-2,5	-0,7	-0,6	-0,6	-1,0	-2,9	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4	-1,7	-9,8	-15,8	-26,5
Tulos luovutuksista ja huoneistojen käyvän arvon muutoksista	-14,6	-0,7	-4,7	-5,4	-3,0	-13,8	-0,2	-0,9	-0,3	-0,8	-2,3	-0,6	-1,6	-1,6
Osuus osakkuus- ja yhteisyritysten tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,7	0,7	0,2	0,2	0,2	0,2	0,7	0,7	0,7	0,7
Liiketulos	-11,7	-0,5	-3,9	-4,8	-2,5	-11,6	-0,1	-0,5	0,2	-0,3	-0,7	2,1	1,7	4,2
Rahoitustuotot ja kulut yhteensä	-2,6	-0,6	-0,6	-0,4	-0,8	-2,3	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,4	-0,3
Tulos ennen veroja	-14,4	-1,0	-4,4	-5,2	-3,3	-14,0	-0,2	-0,5	0,2	-0,4	-0,9	1,8	1,3	3,8
Verot	2,9	0,2	0,5	0,1	0,1	0,9	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,2	-0,2	-0,1	-0,6
Katsauskauden voitto/tappio	-11,5	-0,8	-3,9	-5,1	-3,2	-13,1	-0,2	-0,4	0,2	-0,3	-0,7	1,6	1,1	3,2
EPRA-tulos	0,2	-0,286	0,228	0,195	-0,945	-0,8	0,105	0,394	0,521	0,370	1,4	1,6	1,5	1,6
EPRA EPS	0,02	-0,03	0,02	0,03	-0,11	-0,09	0,01	0,04	0,06	0,04	0,15	0,18	0,17	0,18
Raportoitu EPS	-1,24	-0,09	-0,43	-0,56	-0,36	-1,44	-0,03	-0,04	0,02	-0,03	-0,08	0,18	0,13	0,37

Tunnusluvut	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
EPRA NAV	57,9	56,9	52,2	46,9	43,3	43,3	42,7	42,0	42,0	41,4	41,4	43,1	44,1	47,1
EPRA NAV per osake	6,29	6,20	5,71	5,14	4,82	4,82	4,82	4,77	4,80	4,77	4,77	4,96	5,07	5,42
Kokonaistuotto EPRA NAV:lle	-18 %	-	-	-	-	-26 %	-	-	-	-	-2 %	4 %	3 %	7 %

Arvonmääritys 1/5

Ovaron arvonmäärityksen erityiskysymyksiä

Ovaron arvonmäärityksestä haasteellisen tekee yhtiön epälikvidi asunto-omaisuus. Keskeisimmät kysymysmerkit asuntokannassa liittyvät näkemyksemme mukaan tiettyjen kohteiden myytävyyteen, tasearvostuksiin ja pidemmän aikavälin tuottokykyyn. Ovaron käsissä asuntokanta tuottaa raskaista hallintokuluista johtuen heikosti ja sijoittajien kannalta keskeinen kysymys onkin, voisiko asuntokanta olla arvokkaampi jonkun muun toimijan omistuksessa. Oleelliset jatkokysymykset liittyvät luonnollisesti siihen, mitä mahdollinen ostaja voisi kiinteistöistä olla valmis maksamaan ja millä aikataululla asuntokannan myynti voisi olla mahdollista.

Ennustamamme kehityskatteet tukevat Ovaron lähivuosien tuloskehitystä, mutta nykyiseen markkina-arvoon suhteutettuna yhtiön tulostaso jää edelleen matalaksi. Oleellinen kurssinousuvara vaatisikin näkemyksemme mukaan yhtiöltä selvästi odotuksiamme vahvempaa tuloskehitystä. Sijoittajat saavat Ovarossa näkemyksemme mukaan option siitä, että joku olisi valmis maksamaan yhtiön omaisuuseristä nykykurssia korkeamman hinnan. Tämän vaihtoehdon todennäköisyyden arviointi on kuitenkin vaikeaa, eikä sen varaan näkemyksemme mukaan voida rakentaa mielekästä sijoitusteesiä.

Lähestymme asuntosalun arvoa tuottoarvoperusteisesti

Viime vuosien toistuvien suurten alaskirjausten ja salkun piilevän (mutta vaikeasti arvioitavan) korjausvelan takia luottamuksemme Ovaron asuntokannan tasearvoihin on heikko. Muun

muassa edellä mainituista syistä johtuen emme sovelta tasearvoja sellaisenaan ja olemmekin lähestyneet asuntosalun arvoa 10 vuoden kassavirtalaskelman avulla. Kassavirtalaskelma perustuu seuraaviin oletamiin:

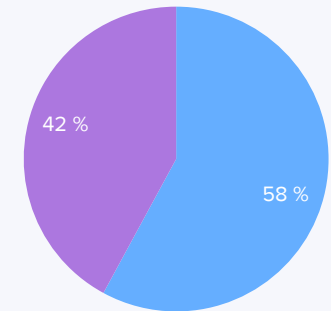
- Vuokrattava pinta-ala 41 038 m²
- Keskivuokra 9,8 euroa/m²/kk
- Ylläpitokulut 4,6 euroa/m²/kk
- Ajanmukaistamisinvestoinnit 2,0 euroa/m²/kk
- Neliövuokrat, ylläpitokulut ja ajanmukaistamisinvestoinnit kasvavat keskimäärin 2 % per vuosi
- Taloudellisen vajaakäytön oletamme olevan ennustejaksolla keskimäärin 5 % (Q1'22: 4,3 %)
- Nimellinen kokonaistuottovaatimus 10 vuoden ajalle on 8,5 % (vrt. esim. asuntosalujen tuotot ovat olleet Suomessa vuosina 2000-2022 keskimäärin 8,7 %)

Olemme laskeneet jäännösarvon pääomittamalla vuoden 11 nettotuoton 6,5 % nettotuottovaatimuksella. Jäännösarvoksi muodostuu 25,8 MEUR, jonka olemme diskontanneet nykyhetkeen (nykyarvo 13,7 MEUR). Vuosien 1-10 kassavirtojen nykyarvoksi muodostuu vastaavasti 10,0 MEUR ja asuntosalun arvoksi 23,7 MEUR. Kassavirtamallimme tulos on merkittävästi ulkopuolisen arvonmäärittäjän näkemystä alhaisempi. Poikkeavuus selittyy arviomme mukaan erilaisilla arvonmääritysmenetelmillä sekä negatiivisemmalla näkemyksellämme asuntosalun tulevista peruskorjaustarpeista.

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	2,85	2,85	2,85
Osakemäärä, milj. kpl	8,69	8,69	8,69
Markkina-arvo	25	25	25
Yritysarvo (EV)	28	32	36
P/EPRA EPS	18,5	15,4	16,9
P/EPRA NAV	0,60	0,58	0,56
P/E	neg.	17,2	24,7
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Asuntosalun arvon jakautuminen kassavirtalaskelmassa



- Jäännösarvon nykyarvo
- 10 vuoden kassavirran nykyarvo

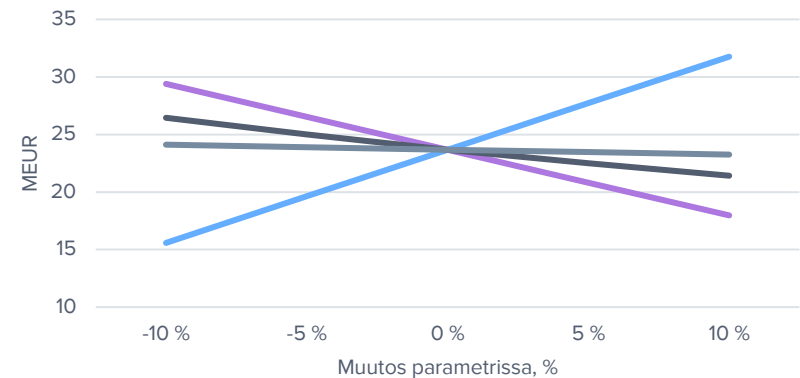
Lähde: Inderes

Arvonmääritys 2/5

Overan asuntosalkun DCF-laskelma (MEUR)

	Nykyhetki	1. Vuosi	2. Vuosi	3. Vuosi	4. Vuosi	5. Vuosi	6. Vuosi	7. Vuosi	8. Vuosi	9. Vuosi	10. Vuosi	11. Vuosi
Bruttotuottopotentiali	4,8	4,9	5,0	5,1	5,2	5,3	5,5	5,6	5,7	5,8	5,9	6,0
Vajaakäyttöaste	4,3 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %
Vajaakäyttövähennys	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Bruttotuotto	4,6	4,7	4,8	4,9	5,0	5,1	5,2	5,3	5,4	5,5	5,6	5,7
Hoitokulut	-2,3	-2,3	-2,4	-2,4	-2,5	-2,5	-2,6	-2,6	-2,7	-2,7	-2,8	-2,8
Nettotuotto	2,4	2,4	2,4	2,5	2,5	2,6	2,6	2,7	2,7	2,8	2,8	2,9
Ajanmukaistamiskustannukset	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2
Nettokassavirta	1,4	1,4	1,4	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5	1,6	1,6	1,6	1,7
Nettokassavirran nykyarvo		1,3	1,2	1,2	1,1	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7	
Nettokassavirta, vuonna 11	1,7											
Jäännösarvo	25,8											
Jäännösarvon nykyarvo	13,7											
10 vuoden kassavirran nykyarvo	10,0											
Markkina-arvo yhteensä	23,7											

Kassavirtalaskelman herkkyystarkastelu



— Bruttotuottopotentiali — Ylläpito- ja korjauskulut
 — Tuottovaatimus — Vajaakäyttöaste

Arvonmääritys 3/5

Asuntoportfolion nettotuottotasoa on salkun riskiprofiiliin nähden mielestämme matala

Ovaro myi viime vuonna kansainväliselle sijoittajalle yhdeksän kerrostaloa 26,1 MEUR:n kauppahinnalla ja noin 14,3 % tasealennuksella. Kerrostalot olivat Ovaron 100 % omistamia kohteita ja ne sijaitsivat Porvoossa, Keravalla, Kirkkonummella, Kaarinassa, Raisiossa, Vantaalla sekä Riihimäellä. Vaikka kerrostalot olivatkin valtaosin peruskorjaamattomia 1970-luvun kohteita, eivät ne käsityksemme mukaan kuitenkaan olleet salkun heikoimmasta päästä.

Pidämmekin todennäköisenä, että jäljellä olevien kohteiden myynti tapahtuisi selvästi viime syksyn kauppaa suuremmalla alennuksella. Huomioitavaa myös on, ettei kaikille taseessa jäljellä oleville kohteille välttämättä löydy niiden kunto ja sijainti huomioiden ostajaa ja tällaisten kohteiden jäännösarvo voi olla yhtiölle nolla tai jopa negatiivinen.

Kokonaisuudessaan näkemyksemme onkin, ettei asuntosalun nykyinen nettotuottotasoa (Q1'22: vuositason skaalattu nettotuotto noin 6,7 %) heijastele asuntokannan laatua ja riskiprofiilia. Kassavirtalaskelmamme mukainen arvostus vastaisi noin 10 % nettotuottoa ja pidämme salkun myymistä tämän tasoisella tuottotasolla periaatteessa mahdollisena kohteiden sijainti ja salkun huomattava korjausvelka huomioidenkin.

Tarkastelu voidaan kääntää myös ostajan näkökulmaan: mikäli ostaja olisi valmis maksamaan portfolioista kassavirtalaskelmamme mukaisen hinnan (23,7 MEUR) ja investointilaskelmassa huomioitaisiin arvioimamme korjausvelka (~11 MEUR), olisi nettotuotto ostajalle noin 6,8 %. Tämä olisi näkemyksemme mukaan toteutuessaan jokseenkin järkevä taso.

NAV-alennus on mielestämme osin näennäinen

Ovaron asuntokannalle määrittelemämme

tuottoarvoperusteisen arvon kautta voimme pyrkiä hahmottelemaan yhtiölle mahdollista likvidaatioarvoa. Likvidaatioarvo kuvastaa näkemystämme siitä, mitä osakkeenomistajat Ovaron osakkeista voisivat saada, mikäli omaisuuserät myytäisiin ja nettovarot jaettaisiin osakkaille. Vaikka emme pidäkään Ovaron omistusten likvidointia lyhyellä aikavälillä kovin todennäköisenä, voi se mielestämme olla pidemmällä aikavälillä edelleen yksi mahdollinen lopputulema.

Mikäli sovellamme laskelmassa asuntosalulle määrittämääme tuottoarvoperusteista arvoa ja sisällytämme siihen taseen muut varat ja vähennämme velat, saamme osakekohtaiseksi nettovarallisuudeksi noin 3,5 euroa osakkeelta. Laskelmamme perusteella alennus EPRA-nettovarallisuuteen näyttää jokseenkin näennäiseltä ja olisi skenaariossamme selvästi nykyistä pienempi (-41 % vs. -19 %).

NAV	Q1'22	Inderes	Huomiot
Asuntosalukku	35,3	23,7	Inderes 10v kassavirtalaskelma
Muu kiinteistöomaisuus	5,7	5,7	IFRS 16-käyttöoikeusomaisuuserät ja Kortepohjan liiketila, tasearvo
Kiinteistöomaisuus yhteensä	41,0	29,4	
+ Muut taseen varat*	15,0	15,0	
- Velat	-13,3	-13,3	
EPRA NAV	42,7	31,1	
Osakkeita (milj. kpl)	8,9	8,9	
Per osake	4,82	3,51	

*Pois lukien laskennalliset verosaamiset

Arvonmääritys 4/5

Huomautamme, ettei laskelma huomioi mahdollisessa likvidaatiotilanteessa kiinteistöjen myynnistä aiheutuvia transaktiokuluja. Huomautamme myös, että laskelmamme pohjana toimiva kassavirtamalli on herkkä käytetyille oletuksille. Likvidaatioskenaarion toteutumiselle ei myöskään mielestämme ole tällä hetkellä näköpiirissä selkeää polkua, eikä pelkkään likvidaatioarvoon tukeutuminen ole näin ollen mielekästä.

Osakemarkkinat hinnoittelevat portfolion reippaalla alennuksella tasearvoon nähden

Osakemarkkinat hinnoittelevat Ovaron noin 41 % alle Q1'22:n lopun EPRA NAV:n. NAV-alennus tarkoittaa taserakenne huomioiden implisiittisesti sitä, että yhtiön kiinteistöomaisuus hinnoitellaan noin 43 % ulkopuolisen arvonmäärittäjän arvioimien tasearvojen alapuolelle (olettaen P/EPRA NAV = 100 %). Alennus on leveä, mutta edellisillä sivuilla tekemämme johtopäätökset huomioiden mielestämme perusteltavissa. Huomionarvoista myös on, että pörssihistorian aikana alennus on ollut keskimäärin selvästi nykyistä pienempi (21 %). Nykyinen hinnoittelu voidaankin periaatteessa tulkita niin, että osakemarkkinat näkevät epäsuhtaan Ovaron kiinteistöomistusten todellisen arvon ja tasearvojen välillä selvästi aiempaa suurempana.

Osakkeen efektiivinen kokonaistuotto eri NAV-alennuksilla

Ovaron osakkeen vuotuinen kokonaistuotto muodostuu sijoittajan näkökulmasta osakekohtaisen nettovarallisuuden (NAV) kasvusta ja mahdollisista osingoista. Arviomme mukaan tämä kokonaistuotto tulee asettumaan vuosina 2022-

2025 keskimäärin noin 3 %:iin. Osinkoja emme odota yhtiön jakavan ja kokonaistuotto perustuu ennusteissamme osakekohtaisen NAV:n maltilliseen kasvuun.

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. Olemme havainnollistaneet sivupalkin kuviossa osakkeen kokonaistuottoa, kun osaketta hinnoitellaan pörssissä 0-50 % NAV-alennuksella. Nykyisellä noin 40 % NAV-alennuksella efektiivinen vuotuinen kokonaistuotto asettuu noin 5 %:iin, mitä pidämme yhtiön riskiprofiiliin peilattuna liian matalana.

Alennus NAV:iin säilynee leveänä jatkossakin

Odotamme Ovaron NAV-alennuksen säilyvän myös jatkossa leveänä kiinteistökannan tasearvoihin ja pidemmän aikavälin tuottokykyyn liittyvä epävarmuus, yhtiön raskas kulurakenne sekä vaisu tulostaso huomioiden. Keskeisiä askelmerkkejä nykyistä korkeampaan arvostukseen olisivat näkemyksemme mukaan seuraavat:

- Selvästi nykyistä osakemarkkinahinnoittelun indikoimaa tasoa (-43 %) pienemmällä tappiolla tapahtuvat kiinteistömyynnit
- Tulostason selkeä parantaminen heikkoja omaisuuseriä myymällä ja pääomia fiksusti uudelleeninvestoimalla
- Omien osakkeiden ostot (olettaen, että ns. kova NAV on todellisuudessa nykykurssia korkeampi)

Ovaron kiinteistökannan implisiittinen hinnoittelu osakemarkkinoilla



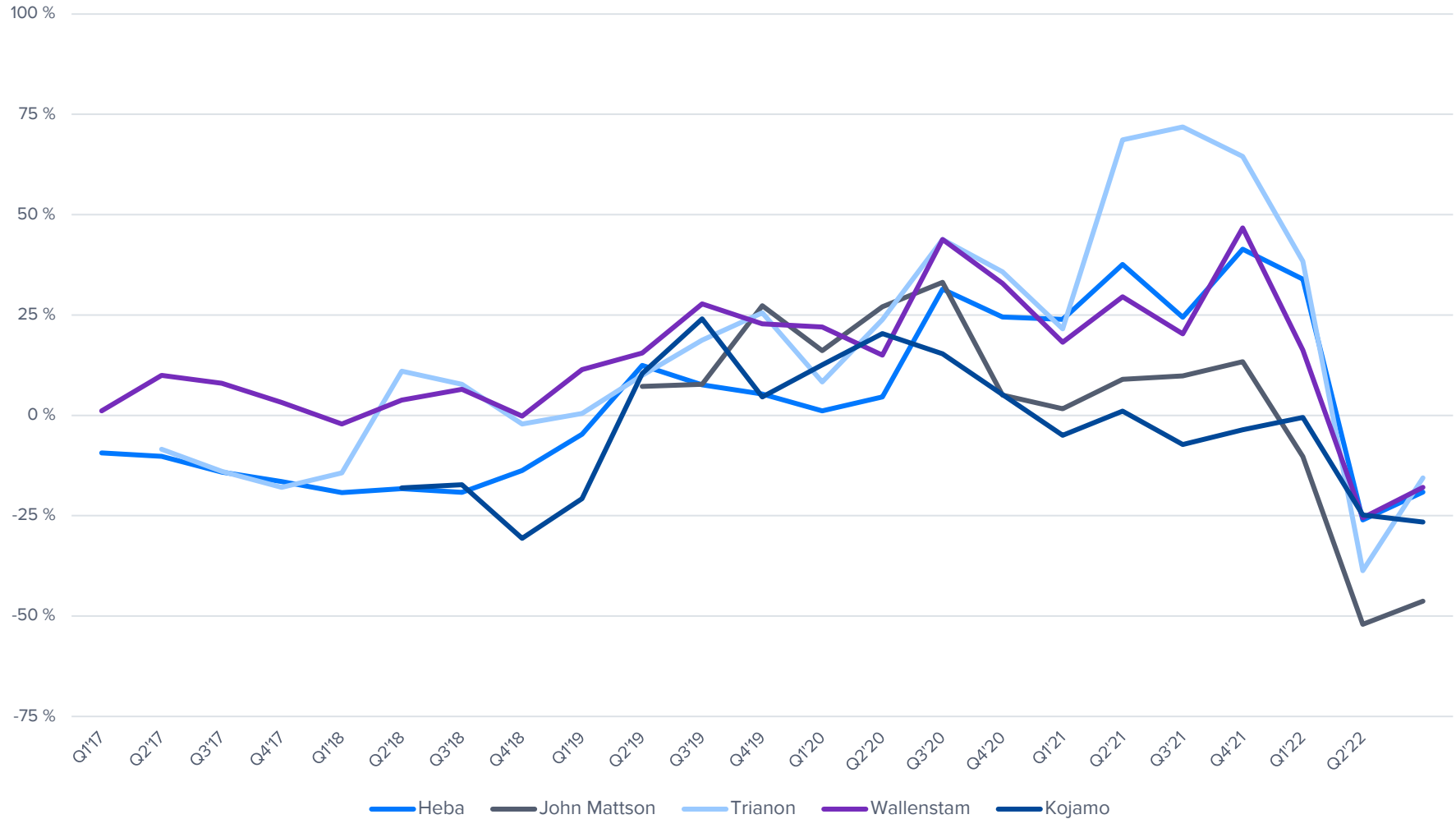
Olettaen P/EPRA NAV = 100 %

NAV-alennus	Kokonaistuotto NAV:lle				
	2,0 %	2,5 %	3,0 %	3,5 %	4,0 %
-50 %	4,0 %	5,0 %	6,0 %	7,0 %	8,0 %
-40 %	3,3 %	4,2 %	5,0 %	5,8 %	6,7 %
-30 %	2,9 %	3,6 %	4,3 %	5,0 %	5,7 %
-20 %	2,5 %	3,1 %	3,8 %	4,4 %	5,0 %
-10 %	2,2 %	2,8 %	3,3 %	3,9 %	4,4 %
0 %	2,0 %	2,5 %	3,0 %	3,5 %	4,0 %

4,2 % Efektiivinen kokonaistuotto nykyisellä NAV-alennuksella

Arvonmääritys 5/5

Pohjoismaisten asuntosijoitusyhtiöiden NAV-alennus (-) / preemio (+)



Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Pysyvät vastaavat	111	49	47	52	57
Liikearvo	0	0	0	0	0
Aineettomat hyödykkeet	0	0	0	0	0
Käyttöomaisuus	109	43	42	48	52
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0	1	0	0	0
Muut sijoitukset	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	1	3	3	3	3
Laskennalliset verosaamiset	1	2	2	2	2
Vaihtuvat vastaavat	5	10	6	8	10
Vaihto-omaisuus	0	0	0	0	0
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0	0
Myyntisaamiset	0	0	0	1	1
Likvidit varat	5	10	5	7	8
Taseen loppusumma	116	59	53	61	66

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Oma pääoma	59	45	43	45	46
Osakepääoma	24	24	24	24	24
Kertyneet voittovarot	-35	-48	-49	-47	-46
Oman pääoman ehtoiset lainat	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	70	69	68	68	68
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	50	12	6	12	16
Laskennalliset verovelat	0	0	0	0	0
Varaukset	0	0	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	49	12	6	12	16
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	0	0	0	0	0
Lyhytaikaiset velat	7	2	3	4	4
Lainat rahoituslaitoksilta	7	1	2	3	3
Lyhytaikaiset korottomat velat	0	0	0	0	0
Muut lyhytaikaiset velat	1	1	1	1	1
Taseen loppusumma	116	59	53	61	66

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 (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 neuvonantaja. 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 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin 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 tehdyin arviot 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 sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen 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 sijoitavassa 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.

Suosituksien historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
18.2.2019	Vähennä	5,00 €	4,78 €
9.3.2019	Lisää	5,00 €	4,52 €
10.5.2019	Vähennä	4,50 €	4,32 €
19.6.2019	Vähennä	4,40 €	4,43 €
9.8.2019	Vähennä	4,00 €	3,95 €
15.11.2019	Vähennä	4,20 €	4,28 €
21.2.2020	Vähennä	4,20 €	4,30 €
16.4.2020	Vähennä	3,50 €	3,36 €
8.5.2020	Vähennä	3,50 €	3,48 €
28.7.2020	Vähennä	4,00 €	4,32 €
14.8.2020	Vähennä	4,00 €	4,25 €
20.11.2020	Vähennä	4,30 €	4,25 €
2.2.2021	Vähennä	4,30 €	4,45 €
26.2.2021	Vähennä	4,00 €	4,05 €
7.5.2021	Vähennä	3,80 €	3,88 €
20.8.2021	Vähennä	3,60 €	3,66 €
17.11.2021	Vähennä	3,60 €	3,52 €
19.11.2021	Vähennä	3,40 €	3,35 €
1.3.2022	Vähennä	3,40 €	3,37 €
13.5.2022	Vähennä	3,40 €	3,20 €
21.7.2022	Vähennä	2,90 €	2,85 €

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](https://www.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.**