

Ovaro Kiinteistösijoitus

Laaja raportti

2/2021

Oikealla tiellä

Toistamme Ovaron 4,3 euron tavoitehinnan ja vähennä-suosituksen. Ovaron on määrä päästä siirtymään uudella strategiakaudella kohti kasvu- ja kehitysvaihetta, mutta näkemyksemme mukaan saneerauksen onnistumiseen ja kasvuvaiheeseen pääsemiseen liittyy epävarmuutta ja näkyvyys lähivuosien tulostasoon on yhä sumuinen. Saneeraukseen liittyvät riskit huomioiden emme näe osakkeen tuotto/riski-suhdetta nykyisellä kurssitasolla riittävän houkuttelevana ja seuraamme siksi kehitystä toistaiseksi edelleen sivusta.

Ovaron tavoitteena on päästä siirtymään saneerauksesta kohti kasvu- ja kehitysvaihetta

Ovaro Kiinteistösijoitus on alun perin vuonna 2010 perustettu kiinteistösijoitusyhtiö, joka sijoittaa vuokra-asuntoihin ja toimitiloihin Suomessa. Yhtiön viime vuosien kehitys on ollut heikkoa ja yhtiötä on saneerattu IH:n vuonna 2017 tekemän vaihtotarjouksen jälkeen hartiavoimin. Saneeraus on kestänyt selvästi odotettua pidempään, mutta se sai uuden johdon alaisuudessa vuonna 2020 selkeää lisäpuhtia ja yhtiö on kyennyt mm. tehostamaan hallintoaan ja nostamaan Ydintoiminnan vuokrausastetta merkittävästi. Ovaro kertoi joulukuun [strategiapäivityksen](#) yhteydessä, että sen tavoitteena on päästä siirtymään hiljalleen kohti kasvu- ja kehitysvaihetta ja 2021-2023 strategiakaudella keskeisiä tavoitteita ovat mm. rahoituksen uudelleenjärjestely, kiinteistökannan peruskorjaukset, uudet kehityshankeet sekä heikosti tuottavan kiinteistöomaisuuden myynti.

Saneerauksen onnistumiseen ja kasvuvaiheeseen pääsemiseen liittyy mielestämme epävarmuutta

Ennustamme Ovaron yltävän 2021-2022 noin 1,9-2,4 MEUR:n operatiivisen tulokseen. Keskeisimmät ajurit tulospaannuksen taustalla ovat vuonna 2020 nähty Ydintoiminnan vuokrausasteen nousu, hallintorakenneuudistuksen tuomat kulusäästöt sekä vuodelle 2022 ennusteissamme ajoittuva nykyisen kalliin emoyhtiölainan uudelleenrahoitus. Korostamme, että uudelleenrahoitukseen liittyy näkemyksemme mukaan epävarmuutta ja se edellyttää huoneistomyyntien onnistumista, vuokrausasteen pitävyyttä sekä kassavirtaperusteisen kannattavuuden parantamista nykyiseltä vaisulta tasoltaan. Merkittävästi korkeammat tulosenusteet vaatisivat puolestaan taakseen olemassaolevan kiinteistökannan tuottotason nousua ja/tai uusia kiinteistökehityshankkeita. Ovaron kiinteistökanta sisältää arviomme mukaan huomattavan määrän korjausvelkaa ja odotammekin yhtiön käynnistävän tulevana vuosina strategiansa mukaisesti merkittäviä peruskorjauksia ja arvioimme ajanmukaistamisinvestointien olevan lähivuosina selvästi operatiivista tulosta suurempia. Merkittävistä ajanmukaistamisinvestoinneista sekä ennustamastamme portfolion arvonnaskusta johtuen odotamme raportoidun tuloksen olevan lähivuosina tappiolla ja tämän myötä osakekohtainen nettovarallisuus jatkaa ennusteissamme laskuaan.

Emme näe tuotto/riski-suhdetta riittävän houkuttelevana

Eri arvonmäärittämenetelmiä soveltamalla Ovaron osakkeen arvo vaihtelee 3,3-6,5 € välillä. Leveä haarukka kuvastaa näkemyksemme mukaan saneeraukseen yhä liittyvää epävarmuutta ja ylläladan mukainen arvostus heijastelee skenaariota, jossa yhtiö kykenisi saavuttamaan verrokkiyhtiöitä vastaavan kannattavuus- ja riskiprofiilin ja rakentamaan liiketoiminnalle uskottavat kasvunäkymät. Merkittävä ja perusteltu arvostustason nousu vaatisi mielestämme taakseen 1) pidempiaikaisia näyttöjä vuokrausasteen pitävyydestä ja kiinteistökannan tuottotason noususta, 2) kassavirtaperusteisen kannattavuuden selkeää parantamista, 3) rahoituksen uudelleenjärjestelyn onnistumista ja 4) uskottavia kasvunäkymiä lähivuosille.

Analyttikot



Matias Arola

+358 40 935 3632

matias.arola@inderes.fi

Suositus



Vähennä
(aik. Vähennä)

4,30 EUR
(aik. 4,30 EUR)

Osakekurssi:
4,45

Avainluvut

	2019	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	11,0	9,6	9,2	9,3
kasvu-%	-14 %	-13 %	-4 %	1 %
Nettotuotot	6,2	5,6	6,1	6,2
EPRA-tulos	0,5	0,8	1,9	2,4
Nettotulos	-6,4	-4,1	-2,9	-2,0
EPRA EPS	0,06	0,09	0,21	0,26
EPS (oik.)	-0,68	-0,44	-0,32	-0,21

P/EPRA EPS	69,8	51,6	21,2	17,2
P/EPRA NAV	0,53	0,61	0,64	0,66
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

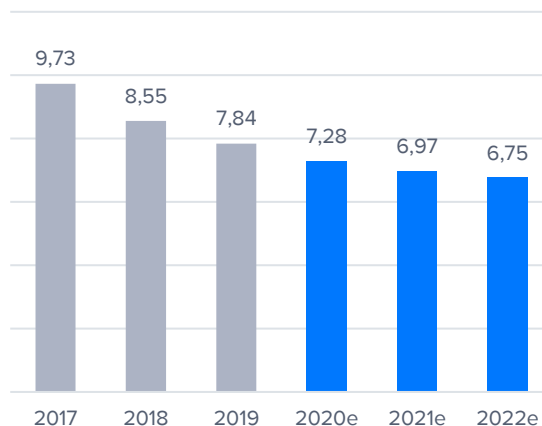
Lähde: Inderes

Osakekurssi

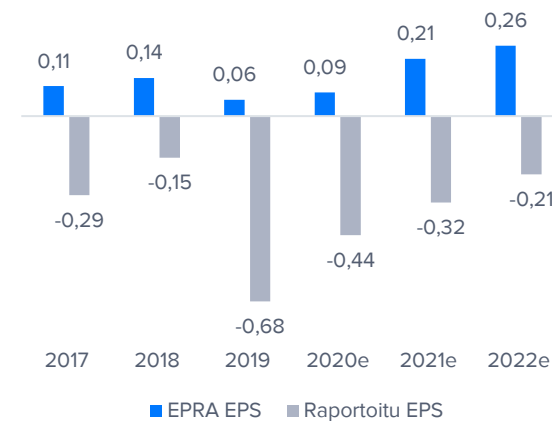


Lähde: Thomson Reuters

EPRA NAV per osake



EPRA EPS ja raportoitu EPS



MCAP
41
MEUR

EV
85
MEUR

P/EPRA EPS
21
2021e

P/EPRA NAV
0,61
2020e



Arvoajurit

- Vuokrausasteen ja kiinteistökannan tuottojen nostaminen
- Emoyhtiön kalliin rahoituslainan onnistunut uudelleenrahoitus nykyistä matalammalla korkotasolla
- Hallintorakenneuudistus ja vuokraustoiminnan tehostaminen
- Mahdolliset uudet kiinteistökehityshankkeet
- Omien osakkeiden ostot



Riskitekijät

- Ydintoiminta-salkun vuokrausasteen pitävyys ja tuottotaso
- Äkilliset kalliit peruskorjaukset ja niiden rahoitus
- Huoneistomyyntien onnistuminen
- Heikko kassavirta
- Asuntojen hintakehitys
- Yleistaloudelliset riskit ja korkojen nousu



Arvostus

- Eri arvonmääritysmenetelmiä soveltamalla Ovaron osakkeen arvo vaihtelee 3,3-6,5 € välillä
- Leveä haarukka kuvastaa mielestämme saneeraukseen yhä liittyvää epävarmuutta
- Haarukan ylälaidan mukainen arvostus vaatisi mm. verrokkiyhtiöitä vastaavaa kannattavuus- ja riskiprofiilia
- NAV-perusteinen arvostustaso on varsin hyvin linjassa historiallisen tason kanssa

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus	6
Historiallinen kehitys	7-11
Strategia	12-13
Markkinakatsaus	14-16
Liiketoimintamalli ja taloudellinen tilanne	17-24
Sijoitusprofiili	25-27
Ennusteet	28-32
Arvonmääritys	33-39
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	40

Ovaro Kiinteistösijoitus lyhyesti

Ovaro Kiinteistösijoitus on Suomessa toimiva vuokra-asuntoihin ja toimitiloihin sijoittava kiinteistösijoitusyhtiö.

2010

Perustamisvuosi

2013 / 2018

Listautuminen / Uudelleenlistaus pörssiin

128,8 MEUR

Kiinteistöportfolion arvo Q3'20:n lopussa

1366

Huoneistojen määrä Q3'20:n lopussa

358 TEUR

Operatiivinen tulos LTM

5,2 %

EPRA-alkutuotto Q3'20

94,9%

Taloudellinen vuokrausaste Q3'20:n lopussa

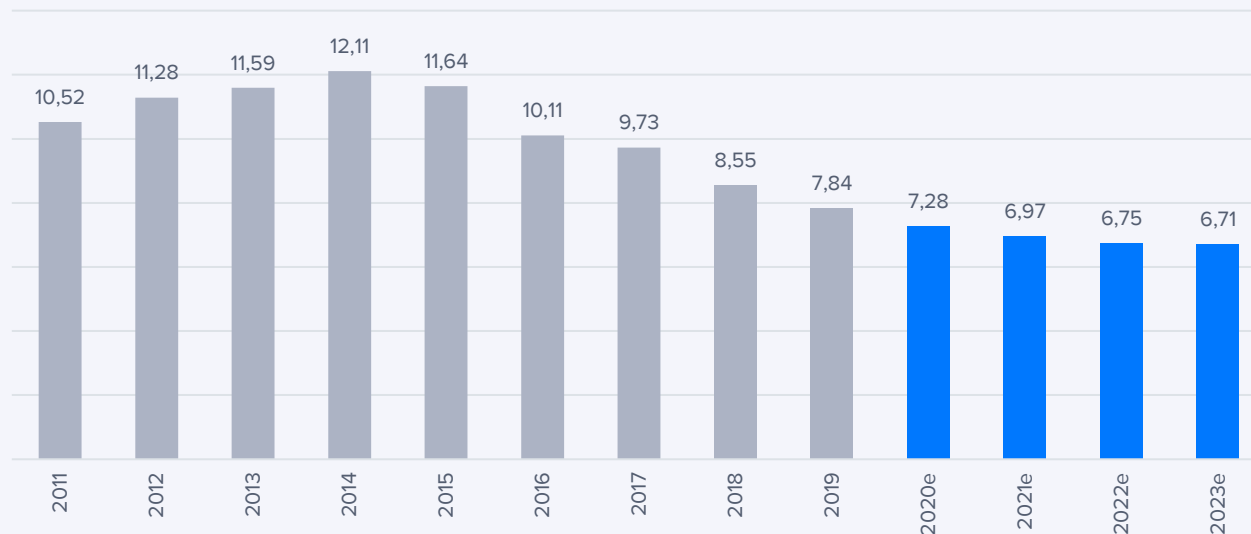
- Kriisiytyminen 2016-2017
- Tukkualennuksiin perustuva liiketoimintamalli ei enää toimi, tuotot romahtavat.

- Orava Asuntorahasto perustetaan 2010 ja yhtiö listautuu pörssiin 2013
- Kasvu on voimakasta ja yhtiö ylittää korkeisiin tuottoihin positiivisten käyvän arvon muutosten myötä

- Investors House tekee yhtiöstä vaihtotarjouksen 2017, nimi muuttuu Ovaro Kiinteistösijoitukseksi
- Pitkä saneerausvaihe alkaa
- Saneeraukseen haetaan vauhtia toimitusjohtajan vaihdoksella 2019

- Yhtiön tavoitteena on päästä siirtymään strategiakaudella 2021-2023 saneerausvaiheesta kohti kasvu- ja kehitysvaihetta
- Rahoituksen uudelleenjärjestely, olemassa olevan kiinteistökannan hoito ja uudet kehityshankkeet strategian keskiössä

EPRA NAV per osake



Yhtiökuvaus

Asuntoihin ja toimitiloihin sijoittava kiinteistösijoitusyhtiö

Ovaro Kiinteistösijoitus on alun perin vuonna 2010 perustettu kiinteistösijoitusyhtiö, joka sijoittaa vuokra-asuntoihin ja toimitiloihin Suomessa. Yhtiö omisti syyskuun 2020 lopussa 1366 huoneistoa 84 eri kohteessa.

Ovaron kiinteistöportfolion käypä arvo oli Q3'20:n lopussa noin 128,8 MEUR. Yhtiö jakoi kiinteistökantansa vuonna 2018 Ydintoiminta- ja Muu toiminta -salkkuihin ja yhtiön raportointi vastaa edelleen tätä jaottelua. Ovaron Ydintoiminta-salkun käyvästä arvosta (H1'20 arvojen perusteella) 43 % sijaitsi Suur-Helsingin alueella, 25 % muissa yliopistokaupungeissa ja noin 32 % muissa kaupungeissa. Ovaron koko kiinteistöportfolion nettovuokratuotto (EPRA alkutuotto) oli Q3'20:n lopussa 5,2 % ja Ydintoiminta-salkun nettotuotto 4,8 %. Yhtiön velkaantuneisuusaste (LTV-%) oli syyskuun lopussa 43%.

Tavoitteena siirtymä saneerausvaiheesta kasvu- ja kehitysvaiheeseen

Ovaron viime vuosien taloudellinen kehitys on ollut hyvin heikkoa. Heikon kehityksen taustalla on ollut näkemysmme mukaan historiassa tehdyt virheet ja väärät strategiset valinnat. Investors House teki yhtiöstä vaihtotarjouksen loppuvuonna 2017 ja yhtiötä on saneerattu tästä lähtien aktiivisesti. Keskeisiä saneeraustoimenpiteitä ovat olleet mm. vuokrausasteen ja kiinteistökannan tuottotason nostaminen, heikosti tuottavan ja huonosti vuokrauskäyttöön soveltuvan kiinteistöomaisuuden myynti sekä kulu- ja rahoitusrakenteen tehostaminen.

Saneerausprosessi on kuitenkin kestänyt selvästi odotuksiamme pidempään.

Ovaron saneeraus sai uuden johdon alaisuudessa vuoden 2020 aikana lisäpuhtia ja yhtiö on mm. kyennyt nostamaan saneerauksen kannalta kriittisen Ydintoiminta-salkun vuokrausastetta merkittävästi. Ovaro ilmoitti joulukuun 2020 strategiapäivityksen yhteydessä, että sen tavoitteena on päästä pitkän saneerausvaiheen jälkeen siirtymään strategiakaudesta 2021-2023 kohti kasvu- ja kehitysvaihetta. Uudella strategiakaudella yhtiön keskeisiä tavoitteita ovat mm. rahoituksen uudelleenjärjestely, olemassaolevan kiinteistökannan modernisointi uudet kehityshankeet sekä heikosti tuottavan kiinteistöomaisuuden myynti.

Johto ja omistus

Ovaron toimitusjohtajana on toiminut 1.2.2020 lähtien Marko Huttunen. Yhtiön johtoryhmään kuuluvat 22.9.2020 alkaen toimitusjohtajan lisäksi konsulttisopimuksella toimiva kiinteistökehitysjohtaja Pekka Komulainen, vuokrauksesta ja markkinoinnista vastaava Marita Polvi-Louhikoski sekä talouspäälikkö Minna Olin.

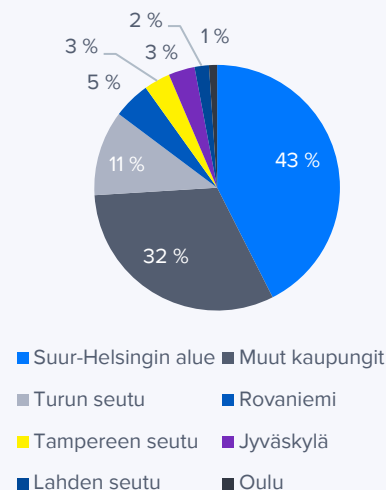
Ovaron suurimmaksi omistajaksi nousi pääomistaja Investors Housen irtaantumisen myötä marraskuussa 2020 Royal House Oy (omistusosuus 13,7 %). Yhtiön viiden suurimman osakkeenomistajan joukkoon kuuluivat tammikuussa 2021 myös Osuusasunnot Oy (12,0 %), Ovaro Kiinteistösijoitus Oyj (4,4 %), Pekka Ollikainen (4,2%) ja Zeroman Oy (3,6 %). Ovaron toimitusjohtaja Marko Huttunen omisti tammikuun lopussa 26 619 yhtiön osaketta.



Ovaro lyhyesti

- Vuonna 2010 perustettu vuokra-asuntoihin ja toimitiloihin sijoittava kiinteistösijoitusyhtiö
- Yhtiö omisti syyskuun 2020 lopussa 1366 huoneistoa 84 eri kohteesta
- Ovaron viime vuosien taloudellinen kehitys on ollut hyvin heikkoa ja yhtiötä on pyritty aktiivisesti saneeraamaan kannattavaksi kiinteistösijoitusyhtiöksi
- Saneeraus on ottanut uuden johdon alaisuudessa selkeitä edistysaskeleita ja yhtiön tavoitteena on päästä hiljalleen siirtymään pitkästä saneerausvaiheesta kohti kasvu- ja kehitysvaihetta

Ydintoiminta-salkun arvon jakautuminen (H1'20:n lopussa)



Historiallinen kehitys 1/4

Menestystä seurasi kriisiytyminen

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 saavuttamaan korkeita raportoituja tuottoja. Yhtiö myös maksoi käytännössä koko tuloksensa osinkoina omistajille ja osinkotuotto oli yksi pörssin korkeampia.

Vuoden 2013 pörssilistautumisen jälkeen yhtiön uusien kiinteistöhankintojen painopiste siirtyi kokonaisista kerrostaloista rakennusliikkeiltä hankittaviin nippuihin uudisasuntoja. Nämä uudisasunnot olivat osittain kalliita ja suuria perheasuntoja, joiden vuokratuotto oli matala ja vuokrattavuus huono. Nettovuokratuotto-% laski pääasiassa näiden takia vuoden 2012 noin 4,8 %:ista noin 3,8 %:iin vuonna 2016.

Yhtiö oli myös ottanut kalliita vieraan pääoman lainoja huomattavilla, jopa 5,0 %:n koroilla, minkä lisäksi yhtiön kulurakenne oli kasvanut korkeaksi. Näiden tekijöiden seurauksena yhtiön kassavirtapohjainen kannattavuus romahti. Pörssilistautumisen jälkeen myös sekä hankinnoista saavutettavat tukkualennukset että yhtiön omistamien asuntojen hinnat laskivat. Näiden seurauksena Oravan tulos romahti tappiolle vuonna 2017, osinko laski nollaan ja yhtiö

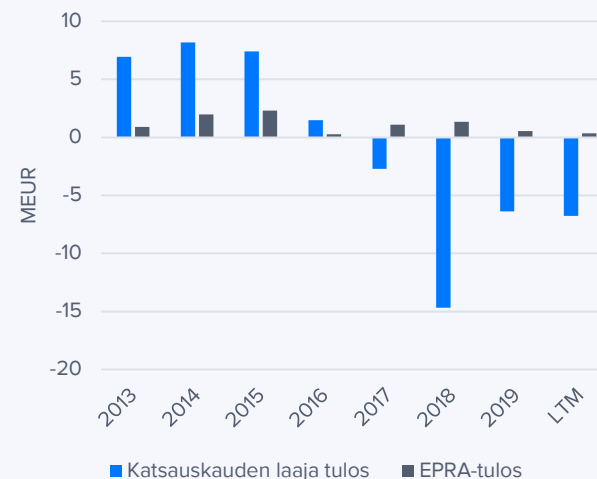
kriisiytyi. Kriisiytymisen vuoksi osakemarkkinoiden luottamus yhtiötä kohtaan romahti. Osake painui vuonna 2017 noin 4,1 euroon, kun listautumishinta vuonna 2013 oli 10,3 euroa.

Kriisiytymisen taustalla strategiset virheet ja väärät kannustimet

Näkemyksemme mukaan Oravan kriisiytymisen taustalla olivat strategiset virheet ja johdon väärät kannustimet. Yhtiö laski sen varaan, että asuntojen hinnat Suomessa nousevat ja tämä ennen pitkään nostaa yhtiön tulosta. Yhtiö hankki asuntoja lähinnä saavutetun tukkualennuksen perusteella eikä painottanut vuokratuottoja tai asuntojen myytävyyttä. Lisäksi osinkoa maksettiin liian aggressiivisesti, eikä kassavirtaan tai operatiiviseen tulokseen kiinnitetty tarpeeksi huomiota. Yhtiö ei myöskään reagoanut muutokseen markkinatilanteessa.

Merkittävä vaikuttava tekijä oli näkemyksemme mukaan myös johdon kannustimet. Johdon omistama hallinnointiyhtiö sai kiinteän hallintopalkkion, joka oli sidottu Oravan kiinteistöportfolion arvoon. Näin ollen johdon intresseissä oli Oravan euromääräisen portfolion koon kasvu, mutta ei niinkään omistaja-arvon kasvu. Johdon suorat osakeomistukset olivat suhteellisen vähäisiä eikä tuottosidonnainen hallinnointipalkkio riittänyt kompensoimaan tätä. Tämä osaltaan vauhditti sitä, että Orava kasvoi liian nopeasti ja osti asuntoja, jotka eivät soveltuneet hyvin vuokraustoimintaan.

Ovaron tulokset



Ovaron kurssikehitys



Historiallinen kehitys 2/4

Investors Housen vaihtotarjous käynnisti muutoksen

Oravan tilanne muuttui elokuussa 2017, kun kiinteistösijoitusyhtiö Investors House teki yhtiöstä julkisen vapaaehtoisen vaihtotarjouksen ja saavutti sillä 25,2 %:n omistusosuuden. Tämän jälkeen vanha REIT-rakenne purettiin, Oravan hallitus erotettiin, johto vaihdettiin, sopimus vanhan hallinnointiyhtiön kanssa irtisanottiin ja Oravan saneeraus aloitettiin. Yhtiö siirtyi vuonna 2018 myös kiinteistöjen arvonmäärityksessä ulkopuoliseen arvonmäärittäjään vanhan hallintoyhtiön menetelmän sijaan. Saneerauksessa yhtiön toiminimi muutettiin vuonna 2018 Ovaro Kiinteistösijoitus Oy:ksi.

Ovaro julkisti lokakuussa 2018 järjestetyssä [pääomamarkkinapäivässä](#) uuden strategian, jonka avulla yhtiö pyrki muuntautumaan saneerausyhtiöstä ns. normaaliksi kiiinteistösijoitusyhtiöksi ja tätä kautta poistamaan syyt osakkeen matalan arvostuksen taustalla.

Ovaro jakoi saneerausvaiheen alussa yhtiön noin 1 600 asunnon kiinteistöportfolion Ydintoimintaan ja Muun toiminnan omistuksiin. Ydintoiminta-salkun (Q3'20: 101,5 MEUR) osalta yhtiön keskeisenä tavoitteena on ollut saneerausvaiheessa kiinteistökannan tuottotason ja vuokrausasteen nostaminen. Ovaron Muu toiminta -salkku (Q3'20: 19,8 MEUR) pitää sisällään pääasiassa isoja, uudehkoja ja kalliita perheasuntoja, jotka soveltuvat huonosti vuokrauskäyttöön. Yhtiö asetti strategiseksi tavoitteeksi Muu toiminta -salkun myynnin vuosien 2019-2021 aikana.

Saneerausvaiheessa tavoitteeksi asetettiin myös kannattavuuden parantaminen hallinto- ja rahoitusrakennetta tehostamalla. Lisäksi tavoitteeksi asetettiin mm. avoin viestintä ja sijoittajainformaation läpinäkyvyyden parantaminen.

Saneerausvaihe on ollut pitkä ja kivinen

Ovaron saneerausprosessi lähti liikkeelle odotettua hitaammin ja erityisesti Ydintoiminta-salkun vuokrausasteen nosto osoittautui yhtiölle haastavaksi. Ovaro joutuikin antamaan vuonna 2019 lyhyen ajan sisään kaksi negatiivista tulosvaroitusta. Saneerausprosessiin haettiin vauhtia [heinäkuussa 2019](#) toteutetulla toimitusjohtajan vaihdoksella ja [lokakuussa 2019](#) yhtiö nimitti uudeksi toimitusjohtajaksi Marko Huttusen, joka aloitti tehtävässään 1.2.2020.

Ensimmäinen koetinkivi uudelle johdolle oli huhtikuussa 2020 erääntyneen 20 MEUR:n jvk-lainan onnistunut [uudelleenrahoitus](#). Uudelleenrahoituksen onnistuminen laski yhtiön riskitasoa ja oli Ovarolle kriittistä, sillä ilman rahoitusratkaisua yhtiö olisi voinut joutua merkittäviin ja epäedullisiin kiinteistöjen pakkomyynnteihin.

Ovaron saneeraus on saanut uuden johdon alaisuudessa lisäpuhtia. Ovaro tiedotti toukokuussa 2020 [hallintorakenneuudistuksesta](#). Hallintorakenneuudistus astui voimaan elokuun alussa ja sen ensimmäiset kustannushyödyt näkyvät näin ollen vuoden 2020 jälkipuoliskolla ja täysimääräisesti vuodesta 2021 lähtien.

Käsitlemme hallintorakenneuudistusta tarkemmin sivulla 25.

Ovaro on onnistunut uuden johdon alaisuudessa nostamaan myös saneerauksen kannalta kriittistä Ydintoiminta-salkun vuokrausastetta selvästi, sillä salkun neliömetriperusteinen vuokrausaste oli joulukuun 2020 lopussa 94,1 %, kun se vielä vuoden 2019 lopussa oli heikolla 85,8 %:n tasolla. Arviomme mukaan vuokrausasteen nousua selittää ainakin osaltaan alkuvuonna käynnistetyt vuokraustoiminnan ja vapaiden asuntojen markkinoinnin tehostamistoimenpiteet sekä yli 100 asunnon huoneistoremonttiohjelma.

Ydintoiminta-salkun vuokrausasteen merkittävä nousu ei ole kuitenkaan heijastunut toistaiseksi salkun tuottotasoon, mikä on mielestämme huolestuttavaa. Ydintoiminta-salkun vuositulos skaalattu nettotuotto oli syyskuun 2020 lopussa 92,5 %:n vuokrausasteella 4,8 % eli samalla tasolla kuin kesäkuun 2019 lopussa, jolloin salkun vuokrausaste oli 85,9 %. Koko portfolion EPRA-alkutuotto on kuitenkin noussut vastaavalla ajanjaksolla 4,4 %:sta 5,2 %:iin, mikä on positiivista, mutta toisaalta hieman ristiriidassa Ydintoiminta-salkun nettotuottotason kehityksen kanssa.

Ovaron mukaan Ydintoiminta-salkun nettotuottotasoon vaikuttaa osaltaan käytetyt kampanja-alennukset (vuokravapaat kuukaudet) sekä tietojärjestelmä uudistuksen yhteydessä tehdyt tarkennukset raportointiin. Yhtiön mukaan vuokrausasteen nousun sekä vuokraustoiminnan ja kiinteistöhallinnon tehostamisen vaikutukset tulevat näkymään salkun tuottotasossa viiveellä.

Historiallinen kehitys 3/4

Ovarolle tärkeät huoneistomyyntit ovat sujuneet saneerauksen aikana hyvin ja odotustemme mukaisessa aikataulussa. Ovaro myi vuonna 2019 118 huoneistoa 31,3 MEUR:n velattomin hinnoin ja vuonna 2020 huoneistomyyntejä toteutettiin 142 kappaletta 29,1 MEUR:n velattomin hinnoin. Huoneistomyynteistä on myös saatu lähelle tasearvoa oleva hinta, sillä vuonna 2019 myynnit (31,3 MEUR) toteutuivat noin 3,7 % alle tasearvojen ja vuoden 2020 tammi-syyskuun myynnit (19,6 MEUR) noin 2,3 % alle tasearvojen (ilman välityspalkkioita). Huoneistomyyntit ovat yhdessä emoyhtiön lainasta tehtyjen lyhennysten kanssa laskeneet Ovaron velkaantuneisuutta selvästi ja yhtiön omavaraisuusaste on noussut saneerauksen aikana Q3'18-Q3'20 44 %:sta 51 %:iin. Vastaavasti luototusaste (LTV-%) on laskenut 52 %:sta 43 %:iin.

Vuoden 2020 tulos jää vaisuksi, päivitetyllä strategialla kohti vuosia 2021-2023

Vaikka Ovaron saneerausprosessi otti vuonna 2020 monella saralla edistysaskeleita, oli alkuvuosi yhtiölle tuloksellisesti haastava ja yhtiö joutui elokuussa 2020 [antamaan negatiivisen tulosvaroituksen](#). Kokonaisuudessaan Ovaron operatiivinen tulos tuleekin jäämään koko vuoden osalta vaatimattomaksi (2020e: 801 TEUR) alkuvuoden heikosta kehityksestä johtuen. Ovaro [julkisti](#) joulukuussa 2020 strategiapäivityksen, jossa se avasi sitä, minkälaisin askelmerkein se pyrkii hiljalleen siirtymään saneerausvaiheesta kohti kasvu- ja kehitysvahetta. Käsitlemme päivitettyä strategiaa sivuilla 12-13.

Ovaron pääomistaja vaihtui marraskuussa 2020

Ovaron pääomistaja on hiljattain vaihtunut, sillä IH irtaantui Ovaro-omistuksestaan vaihteittain vuosina

2019-2020. Ensimmäisen erän Ovaroista (noin 460 tuhatta kpl) IH jakoi osakkeenomistajilleen jo [joulukuussa 2019](#) ja marraskuussa 2020 IH [tiedotti](#) myyneensä 12 % omistuksestaan toteutetulla vaihtokaupalla. Loppuosan Ovaro-osakkeista (740 tuhatta kpl) yhtiö jakoi osakkeenomistajilleen [joulukuussa 2020](#).

Marraskuussa 2020 toteutettu vaihtokauppa oli ns. lähipiirikauppa, jossa molemmat ostajat olivat IH:n hallituksen puheenjohtaja Tapani Rautiaisen määräysvalta-yhteisöjä ja toinen eli Sijoitustalo IVH Oy toimitusjohtaja Petri Roinisen. Vaihtokaupan 5,00 euron osakekohtainen vastike vastasi noin 19 %:n preemiota Ovaron edellisen kaupankäyntipäivän päätöskurssiin nähden, mikä arvotti järjestelyssä olleet Ovaro-osakkeet noin 0,67x EPRA NAV-kertoimella. Omistusjärjestelyiden myötä Ovaron uudeksi pääomistajaksi nousi vaihtokaupassa mukana ollut Royal House Oy, joka on IH:n hallituksen puheenjohtaja Tapani Rautiaisen määräysvalta-yhteisö.

IH on kertonut Ovarosta irtaantumisen syyksi sen, että yhtiön näkemyksen mukaan yhtiöt ovat arvokkaampia erillisinä, koska näillä on eri strateginen vaihe ja sijoitusprofiili ja toisaalta Ovaron viime vuosien heikko kehitys on haudannut IH:n positiivisen kehityksen alle. IH:n mukaan Ovarosta tehty lopullinen irtaantuminen tuli vuoden 2020 lopulla ajankohtaiseksi, kun yhtiön kaksi vuotta kestänyt saneerausprosessi on alkanut tuottamaan tulosta. Vaikka IH viesti johdonmukaisesti jo pidempään, että Ovarosta tullaan ennen pitkää irtaantumaan, oli IH:n toteuttama irtaantuminen mielestämme kuitenkin pieni negatiivinen signaali yhtiön luottamuksesta Ovaron käänteen kestävyyttä kohtaan.

Ovaron suurimmat osakkeenomistajat 1/2021	Omistussuus
Royal House Oy	13,7 %
Osuusasunnot Oy	12,0 %
Ovaro Kiinteistösijoitus Oyj	4,4 %
Ollikainen Pekka	4,2 %
Zeroman Oy	3,6 %
Core Capital Oy	3,4 %
OP-Henkivakuutus Oy	2,4 %
Maakunnan Asunnot Oy	1,7 %
Flyingchips Oy	1,1 %
Ålands Ömsesidiga	1,0 %
10 suurinta yhteensä	47,5 %
Muut osakkeet	52,5 %

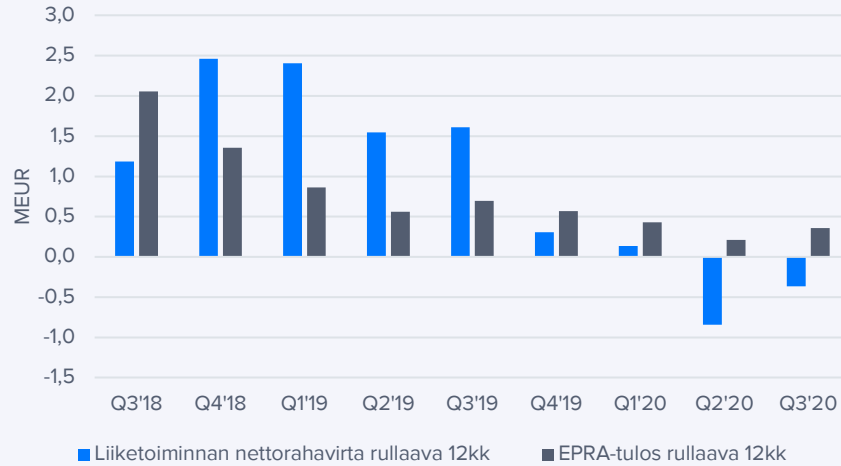
Lähde: Ovaro

Ovaron saneerausvaiheen keskeisiä toimenpiteitä 2018-2021

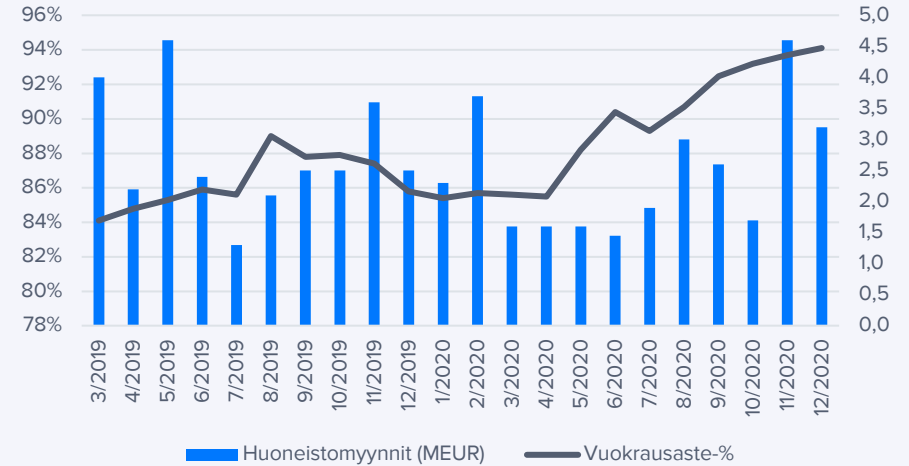


Historiallinen kehitys 4/4

Liiketoiminnan nettorahavirta ja EPRA-tulos (rullaava 12 kk)



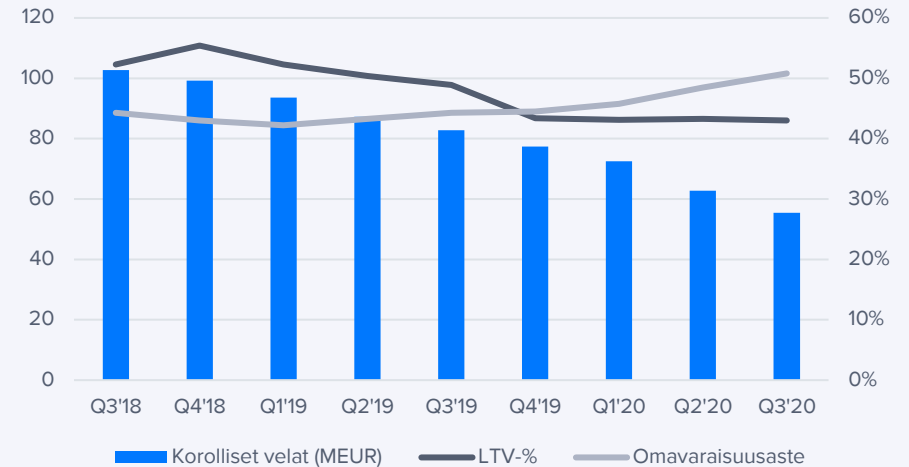
Ydintoiminta-salkun vuokrausaste ja huoneistomyyntit



Ydintoiminta-salkun nettotuotto-%



Taseen avainlukujen kehitys



Huom. pl. IFRS 16-vuokravastuut

Strategia 1/2

Ovaro julkaisi strategiapäivityksen joulukuussa 2020

Ovaro [julkaisi](#) joulukuun 2020 lopussa strategiapäivityksen vuosille 2021-2023. Ovaron asettamat strategiaauden keskeiset tavoitteet ovat:

- Operatiivisen tuloksen (EPRA) merkittävä paraneminen
- Tuottojen saaminen vuokrausliiketoiminnan lisäksi myös kiinteistöjen kehityshankkeista
- Ydinsalkun neliöpohjainen vuokrausaste vähintään 95 %
- Heikon tuottopotentiaalin kiinteistöomaisuuden myynti
- Rahoituksen uudelleenjärjestäminen
- Omavaraisuusaste välillä 45-55%
- Ovaron asiakastytyväisyyden parantaminen

Ovaron julkaisema strategiapäivitys oli hyvin tiivis, mutta sijoittajan kannalta keskeisimmät teemat koskivat näkemyksemme mukaan 1) rahoituksen uudelleenjärjestelyä, 2) nykyisen kiinteistökannan peruskorjauksia, 3) uusia kiinteistökehityshankkeita sekä 4) heikosti tuottavan kiinteistöomaisuuden myyntiä.

Rahoituksen uudelleenjärjestely. Ovaron saneerausvaiheen yhtenä keskeisenä tavoitteena on ollut rahoituksen uudelleenjärjesteleminen. Ovarolla on tällä hetkellä taloyhtiölainojen (Q3'20: noin 25 MEUR) lisäksi joulukuussa 2024 erääntyvä 30,8 MEUR:n laina Collector Bankilta,

jonka kokonais korko on 5,25 %. Korko on huomattavan korkea asuntosijoitusyhtiölle ja verrattuna esimerkiksi siihen, että yhtiön Ydintoiminta-salkun nettotuottoprosentti oli syyskuun 2020 lopussa noin 4,8 %.

Ovaro solmi rahoitussopimuksen Collector Bankin kanssa [huhtikuussa 2020](#) ja on tehnyt lainasta ylimääräisiä lyhennyksiä tämän jälkeen noin 2,9 MEUR:lla. Tammikuussa Ovaro [tiedotti](#) saaneensa Reisjärven Osuuspankilta 2 MEUR:n kiinteistövakuudellisen luoton ja luotto tullaan arviomme mukaan käyttämään emoyhtiön lainanlyhennyksiin. Kommenttimme tiedotteesta on luettavissa [täältä](#)

Ovaron johto [on kertonut](#) tavoitteekseen saada rahoituksen järjesteltyä ainakin osittain uusiksi vuoden 2021 aikana. Yhtiön kassavirtaperusteinen kannattavuus on kuitenkin edelleen vaisulla tasolla, eikä kassavirrallinen tulos ole edelleenkaan riittävä rahoitusvastikkeiden maksuun, minkä johdosta yhtiö myy asuntoja käyttääkseen niistä saatavia varoja rahoitusvastikkeisiin. Pidämme todennäköisenä, että Ovaro tulee jatkamaan ylimääräisten lainanlyhennysten tekemistä kassavarojen ja huoneistomyynteistä vapautuvien pääomien puitteissa. Näkemyksemme mukaan emoyhtiön lainan kokonaan uudelleenrahoittaminen nykyistä matalammalla korkotasolla edellyttää kuitenkin sekä kassavirtaperusteisen tuloksen että kassavirran parantumista nykyisestä ja odotammekin uudelleenrahoituksen tapahtuvan kokonaisuudessaan vasta vuonna 2022.

Kiinteistökannan peruskorjaukset. Ovaro kertoi strategiapäivityksen yhteydessä, että yhtiön tavoitteena on aloittaa lähiaikoina nykyisen kiinteistökannan modernisointeja eli käytännössä peruskorjauksia. Ydintoiminta-salkussa on arviomme mukaan 23 1970-luvulla rakennettua kohdetta, joiden kokonaispinta-ala on noin 48 000 neliötä. Käsityksemme mukaan suurimpaan osaan näistä kohteista ei ole tehty peruskorjauksia ja arviomme mukaan useaan kohteeseen on pakko ruveta tekemään suurempia peruskorjauksia seuraavan 10 vuoden aikana kiinteistöjen nykyinen kunto huomioiden.

Näkemyksemme mukaan Ovaron peruskorjausten rahoitukseen liittyy riskejä, sillä taloyhtiölainojen ehtoja on Suomessa viime vuosina kiristetty ja arviomme mukaan taloyhtiölainan saanti voi tietyissä kohteissa olla haastavaa. Kerrostalojen peruskorjaukset eivät Suomessa myöskään pääsääntöisesti heijastu täysimääräisesti kiinteistöjen käypään arvoon ja myöskään vuokratasot eivät usein ole korkeampia peruskorjausten jälkeen. Näin ollen peruskorjauksiin investoitavien pääomien tuotto voi jäädä hyvin heikoksi. Ovaro pyrkii käsityksemme mukaan peruskorjausten yhteydessä kehittämään kiinteistöjä esimerkiksi huoneistoja jakamalla ja tällä tavoin nostamaan peruskorjausinvestointien tuottoa. Näiden mahdollisten tuottavuutta parantavien toimenpiteiden ennakointi on kuitenkin hyvin vaikeaa. Käsitlemme peruskorjauksiin ja niiden rahoitukseen liittyviä riskejä tarkemmin sivuilla 18-19.

Strategia 2/2

Hankekehitys. Ovaro kertoi strategiapäivityksen yhteydessä, että sen tavoitteena on päästä aloittamaan myös uusia kiinteistökehityshankkeita vuoden 2021 aikana. Uudet kiinteistökehityshankkeet tarkoittavat käytännössä perustajarakennuttamista, jossa Ovaro rakennuttaisi asuntoja joko vuokrauskäyttöön tai myytäväksi kuluttaja-/tai sijoittaja-asiakkaille.

Hankekehityksessä yhtiön ansainta perustuu hankkeesta riippuen joko rakennuttamisesta saataviin kehityskatteisiin ja/tai rakennutettavista kohteista saatavaan vuorakassavirtaan. Rakennuttamisessa kehityskatteet liikkuvat tällä hetkellä käsityksemme mukaan noin 15-20 %:n välillä. Kehityshankkeiden keston vaikuttaa se, onko hankittava tontti jo valmiiksi kaavoitettu. Kaavakehityshankkeissa aikaa tontin hankinnasta asuntojen valmistumiseen ja myyntiin menee käsityksemme mukaan tyypillisesti noin 2-3 vuotta, mutta valmiiksi kaavoitettujen tonttien osalta aikataulut ovat selvästi tätä lyhyempiä. Ovaro on kertonut, että kehityshankkeita olisi tarkoitus aloittaa etenkin kasvukeskusten lähiöissä.

Yhtiön johdolla on vahva kokemus hankekehityksestä ja suhtaudumme kehityshankkeiden aloitusaikeisiin lähtökohtaisesti positiivisesti. Kuitenkin, kun huomioidaan, että yksittäisen asuinkerrostalon rakentaminen maksaa keskimääräisesti noin 8-12 MEUR (lähde: RT) ja että rahoittajat vaativat rakennuttajilta käsityksemme mukaan tyypillisesti noin 40 %:n omarahoitusosuutta, olisi yksittäinenkin kehityshanke Ovaron mittakaavassa huomattavan

kokoluokan investointi. Rakennusaikaisen rahoituksen saatavuus on myös EU:n kiristyneiden pankkisäännösten ja epävarmojen talousnäkymien myötä vaikeutunut selvästi. Edellä mainitut tekijät huomoiden emme odota Ovaron pääsevän aloittamaan vielä kuluvana vuonna uusia kehityshankkeita ja näkemyksemme mukaan merkittävän hankekehityслиiketoiminnan luonti tulee viemään aikaa. Tämän myötä emme ole sisällyttäneet mahdollisia tulevia kehityshankkeita ennusteisiimme ja näemmekin hankekehityksen kokonaisuudessaan lähinnä positiivisena pidemmän aikavälin optiona.

Heikosti tuottavan kiinteistöomaisuuden myynti.

Ovaro kertoi strategiapäivityksen yhteydessä, että yhtiö tulee strategiakaudella tarkastelemaan myös aktiivisesti omistuksiaan ja luopuvansa kohteista, joille se ei näe riittävästi tuottopotentiaalia. Arviomme mukaan tämä tulee tarkoittamaan Muu toiminta-salkun (Q3'20: 19,8 MEUR) lisäksi myös tiettyjä Ydintoiminta-salkun osaomisteisia kohteita. Heikosti tuottavan kiinteistöomaisuuden myynnistä saatavia varoja yhtiö tulee arviomme mukaan kanavoimaan peruskorjausinvestointeihin ja/tai uusiin kiinteistökehityshankkeisiin.

Voitonjakopolitiikka

Ovaro kertoi strategiapäivityksen yhteydessä, että sen tavoitteena on jatkaa strategiakaudella edelleen omien osakkeiden osto-ohjelmia, mikäli ne nähdään omistaja-arvoa luoviksi. Osinkoa yhtiö jakaa vain, jos omien osakkeiden ostaminen ei ole enää osakkeille edullisempaa, yhtiön rahoitusrakenne on saatu uusittua ja tulos

selkeästi parantunut.

Ovaron yhtiökokous myönsi kesäkuussa 2020 900 000 osakkeen ostovaltuutuksen. Valtuutus astui voimaan 1.7. ja on voimassa kesäkuuhun 2021 asti. Marraskuussa 2020 yhtiö [kertoi](#) jatkavansa omien osakkeiden hankintoja. Hankittavien osakkeiden enimmäismäärä on 20.11.-15.2.2021 välillä 60 000 kpl, mutta osakkeiden hankintaan käytetään kuitenkin enintään 250 TEUR.

Olemme sisällyttäneet yhtiön tiedottamat omien osakkeiden ostot ennusteisiimme. Emme kuitenkaan odota yhtiöltä merkittäviä omien osakkeiden ostoja ainakaan lyhyellä aikavälillä, sillä johdon antamien kommenttien perusteella pidämme todennäköisenä, että yhtiön prioriteetti tulee olemaan nykyisen kalliin emoyhtiön lainan lyhennyksissä ja mahdollisessa uudelleenrahoituksessa sekä tulevilla investoinneilla.

Toimitusjohtajan haastattelu strategiapäivitykseen liittyen



Markkinakatsaus 1/3

Talousennusteet odottavat elpymistä

Keväällä 2020 globaalisti pandemiaksi levinnyt koronavirus iski ennennäkemättömällä tavalla maailmantalouteen ja vuonna 2020 Euroalueen talouden odotetaan supistuneen yli 7 % (lähde: EKP). Keskeiset ennustelaitokset odottavat, että Suomessa talouden pudotus jäi selvästi euroaluetta pienemmäksi (-4 %). Tämä johtuu arviomme mukaan osaltaan siitä, että Suomessa liikkumisrajoitukset olivat selvästi lievempiä kuin koko Euroalueen kannalta keskeisissä Etelä- ja Keski-Euroopan maissa.

Marraskuussa 2020 julkaistut rokoteutiset nostivat maailmantalouden elpymisodotuksia ja myös Suomen odotetaan pääsevän kiinni kasvuun vuonna 2021. Keskeiset ennustelaitokset odottavat Suomen talouden kasvavan kuluvana vuonna noin 2,9 %. Kasvua ajaa maailmantalouden mukana vahvasti elpyvä vienti sekä yksityinen kulutus. Vuonna 2022 kasvun odotetaan tasantuvan noin 2,0 %:n tasolle. Inflaatio-odotukset ovat maltillisia ja kuluttajahintojen ennustetaan nousevan tänä vuonna noin 0,8-1,3 % ja vuonna 2022 noin 1,1-1,5 %.

Asuntojen hintakehitys on ollut vaisua viime vuodet

Suomessa vanhojen osakeasuntojen hintakehitys on ollut viime vuodet varsin vaisua ja koko maan tasolla hintakehitystä on kannatellut lähinnä pk-seudun vahva vire. Tilastoista näkyikin selvästi asuntomarkkinoiden eriytyminen taantuviin alueisiin ja kehittyviin kasvukeskuksiin. Esimerkiksi pk-seudulla vanhojen osakeasuntojen nimellisten neliöhintojen keskinousu (CAGR) oli 2015-2020

välillä keskimäärin +3,0 % vuosittain, kun muualla Suomessa nimelliset neliöhinnat ovat polkeneet paikallaan (-0,01 % p.a.). Taustalla on näkemyksemme mukaan erityisesti muuttoliikkeestä aiheutuvat kysyntämuutokset.

Asuntojen peruskysyntäajurit ovat edelleen positiiviset

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.

Näkemyksemme mukaan asuntojen peruskysyntätekijät ovat edelleen positiiviset, sillä Suomessa on käynnissä vilkas muuttoliike maaseudulta kaupunkiseuduille, väestönkasvu keskittyy kaupunkikeihin ja asuntokuntien koko pienenee. Kuluttajien asunnonostokykyä tukee myös matala korkotaso ja euroopan matalimmat asuntolainamarginaalit. Keväällä 2020 asuntokaupassa nähty äkkipysähdys jäi väliaikaiseksi ja loppuvuodesta 2020 kauppaa käytiin selvästi viime vuotta enemmän.

Myös sijoittajakysynnän voidaan odottaa säilyvän vahvana, sillä vuokra-asunnot mielletään nykyisessä markkinaympäristössä verrattain vakaiksi ja riskittömiksi sijoituskohteiksi. RAKLin syyskuun 2020 vuokra-asuntobarometrissa kaikkien sijoittajaryhmien arvioitiinkin kasvattavan vuokra-asuntosijoituksiaan seuraavan vuoden aikana.

Suomen BKT-ennusteet	2020e	2021e	2022e
Danske Bank	-3,3 %	2,2 %	2,8 %
Handelsbanken	-3,5 %	2,5 %	1,7 %
Nordea	-5,0 %	3,0 %	2,0 %
VM	-3,3 %	2,5 %	2,0 %
Suomen Pankki	-3,8 %	2,2 %	2,5 %
PT	-5,0 %	3,9 %	1,7 %
Etila	-4,5 %	3,2 %	1,9 %
Euroopan komissio	-4,3 %	2,9 %	2,2 %
IMF	-4,0 %	3,6 %	2,0 %
Mediaani	-4,0 %	2,9 %	2,0 %

Lähde: Finanssiala ry



Lähde: Tilastokeskus

Markkinakatsaus 2/3

Vaikka asuntojen prime-nettotuottovaatimukset ovat painuneet historiallisen alhaisiksi, ovat tuottotasot edelleen kilpailukykyisiä muiden Pohjoismaiden vastaaviin nähden, mikä osaltaan tukee sijoittajakysyntää. Asuntosijoitukset ovat Suomessa tuottaneet KTI:n tilastoissa kaikista kiinteistösisijoituksista parhaiten viimeisen 10 ja 5 vuoden ajanjaksolla. Vuotuinen kokonaistuotto on ollut keskimäärin 8,6 %.

Uudistuotanto keskittyy kasvukeskuksiin, hintakehitys jatkaa eriytymistään

Vaikka asuntorakentaminen piti koronakriisissä pintansa selvästi pelättyä paremmin, on markkinan yleiskuva lupakehityksen perusteella selvästi heikentynyt. Rakennusteollisuus RT ennustaakin marraskuun suhdannekatsauksessa asuntoaloitusten jäävän kuluvana vuonna VTT:n arvioiman vuotuisen tuotantotarpeen (noin 35 000 kpl) alapuolelle 31 000 kappaleeseen. Kerrostaloaloitusten RT ennustaa laskevan noin 25 000 kappaleeseen. Kerrostalotuotantoa tukee etenkin pk-seudulla kasvavat ARA-aloitukset, mutta ne eivät kuitenkaan riitä kompensoimaan vapaarahoitteisessa tuotannossa nähtävää pudotusta.

Asuntotarjontaa vähentävät kuluvana vuonna etenkin epävarma taloussympäristö, viime vuosien korkeat aloitusmäärät ja rahoitusolojen kiristyminen. Uudistuotannon odotetaan keskittyvän jatkossa entistä voimakkaammin erityisesti pääkaupunkiseudulle ja muihin kasvukeskuksiin.

Hypo ennustaa asuntojen hintojen nousevan

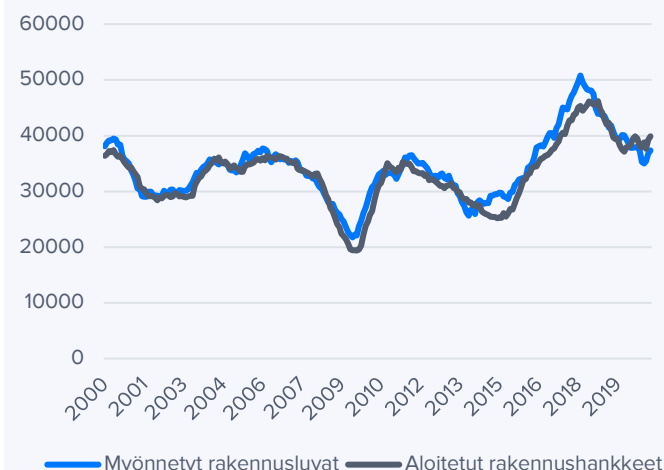
Suomessa vuonna 2021 koko maan tasolla noin 1 %:n. Hypo ennustaa kuitenkin hintakehityksen jatkavan viime vuosina nähtyä voimakasta polarisoitumistaan hintojen pysyessä pk-seudulla tukevalla nousu-uralla (2021e: +3,5 %) vahvan kysyntätilanteen ja heikentyvän tarjonnan myötä.

Neliövuokrat ovat kehittyneet viime vuosina vahvasti

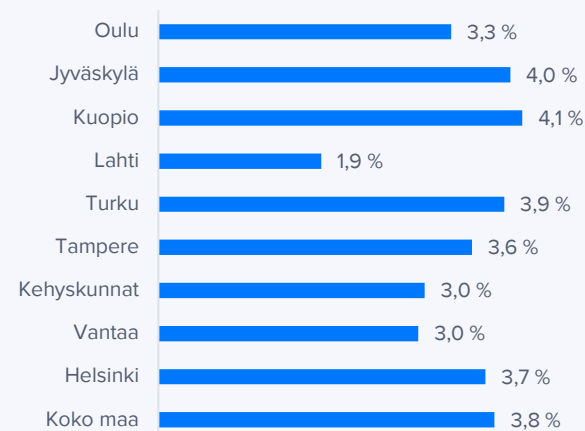
Asuntovuokrien nousuvauhti on viime vuosina ollut nousujohteista talouskasvun ja kaupungistumisen myötä. Tilastokeskuksen mukaan vapaarahoitteisten asuntojen vuokrien vuosinousu oli Q4'20:llä koko maan tasolla 1,0 %. Pääkaupunkiseudulla vuokrat nousivat 1,3%, kun muun Suomen osalta päästiin 0,8%:iin. Vuokrien nousu on kuitenkin tasaantunut viime kuukausina erityisesti pk-seudulla, jossa vuokra-asuntojen tarjontaa on kasvattanut viime vuosien suuret tuotantomäärät sekä Airbnb-asuntojen siirtyminen pidempiaikaiseen vuokramarkkinaan. Etäopiskelun ja etätyön lisääntyminen sekä heikentynyt työllisyystilanne ovat puolestaan vaikuttaneet negatiivisesti vuokrakysyntään.

Suomen Kiinteistöväliittäjät ry odottaa uusimassa asuntomarkkinaennusteessaan vuokrakysynnän normalisoituvan koronan väistyessä kuluvan vuoden aikana. SKVL odottaa kuitenkin kasvavan vuokra-asuntotarjonnan vaikuttavan neliövuokrakehitykseen negatiivisesti. SKVL ennustaa myös, että vuokramarkkinoilla heikompikuntoisten vuokra-asuntojen ja hyväkuntoisten keskusta-asuntojen kysynnässä tullaan näkemään huomattaviakin eroja.

Asuinrakennusten tarjonta Suomessa (kpl, liukuva 12 kk)

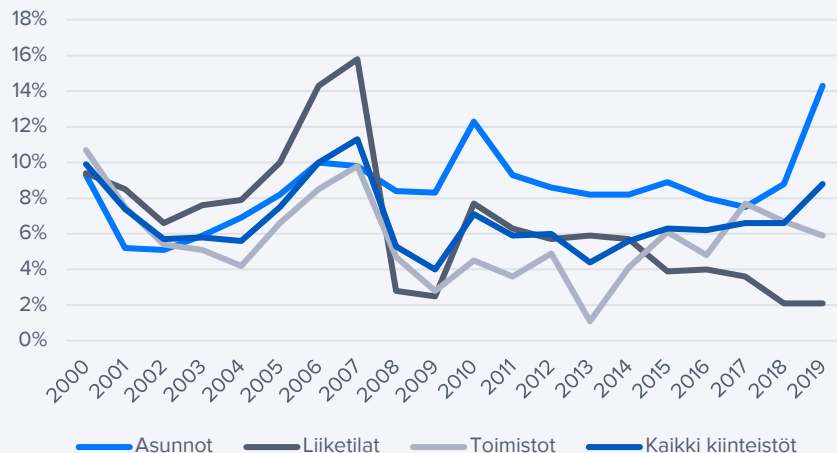


Vapaarahoitteisten asuntojen neliövuokrien kehitys 2015-19 (CAGR-%)



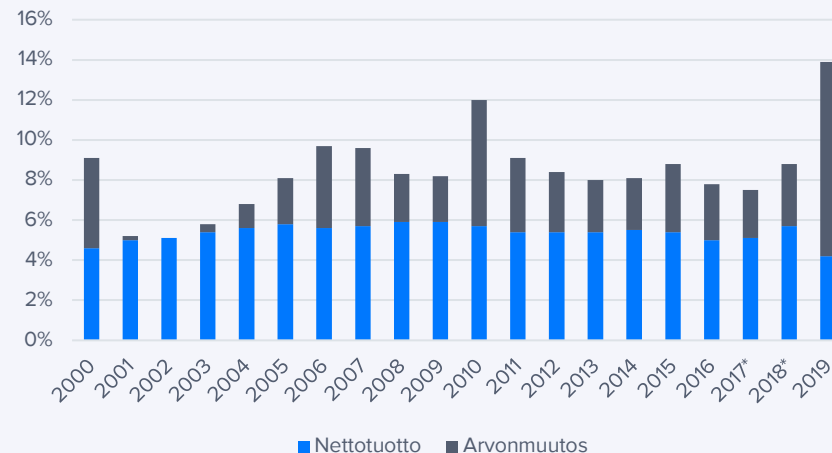
Markkinakatsaus 3/3

Kiinteistösijoitusten kokonaistuotto



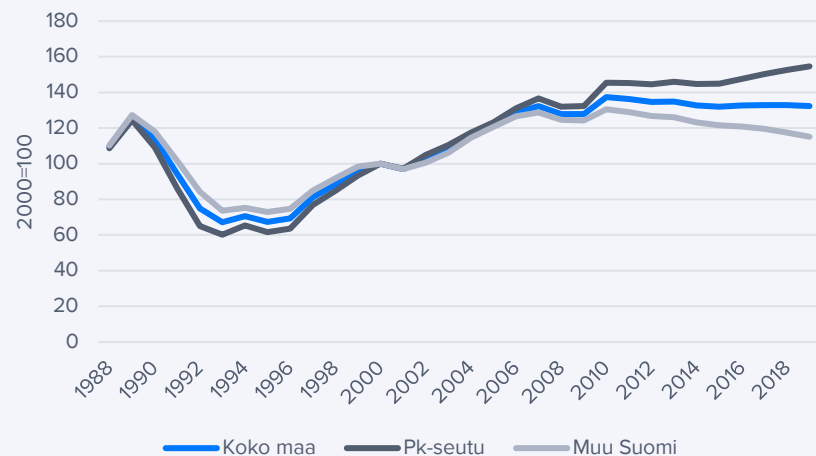
Lähde: KTI

Asuntosijoitusten kokonaistuotto



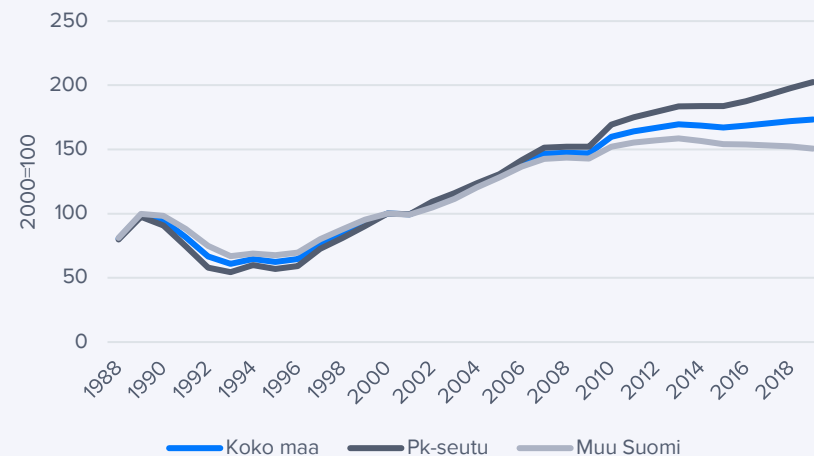
Lähde: KTI, 2017* ja 2018* jakaumat ovat Inderesin arvioita

Vanhojen osakeasuntojen reaali hinnat



Lähde: Tilastokeskus

Vanhojen osakeasuntojen nimellishinnat



Lähde: Tilastokeskus

Liiketoimintamalli ja taloudellinen tilanne 1/3

Ovaron tuloslaskelman raportointi on viime vuosina muuttunut, minkä takia käsittelemme tällä sivulla tuloslaskelman pääerät lyhyesti läpi.

Liikevaihto

Liikevaihto sisältää kassavirtaperusteiset tuotot vuokraustoiminnasta. Näitä ovat bruttovuokratuotot ja käyttökorvaukset ja palvelutuotot. Vuonna 2019 97 % liikevaihdosta koostui bruttovuokratuotoista ja noin 3 % käyttökorvauksista ja palvelutuotoista. Yhtiön vuokrasopimukset ovat lähes kaikki toistaiseksi voimassa olevia ja vuokralaisella on yhden kuukauden irtisanomisaika. Vuokrasopimusten maksimikorotus on 5 %/vuosi.

Liiketoiminnan kulut

Ovaro jakaa liiketoiminnan kulut neljään pääosaan:

Kiinteistöjen hoitokulut pitävät sisällään asunto-osakeyhtiöiden kaikki hoitovastikkeilla katettavat kulut sekä Ovaron alle 50 % omistamien asunto-osakeyhtiöiden hoitokulut. Hoitokulut vähennetään liikevaihdosta ja näin muodostuu nettovuokratuotto. Sijoittajan on hyvä huomata, että Ovaro muutti tuloslaskelman laadintaperiaatetta Q3'20-osavuositarkastuksessaan ja aiemmin kiinteistöjen hoitokulut sisälsivät myös huolto- ja vuosikorjauskulut.

Vuokraustoiminnan kulut sisältävät Q3'20 lähtien kaikki omistamiseen ja vuokraamiseen liittyvät kulut, kuten vuokranvälityspalkkiot, tulosvaikutteisesti kirjatut huoneistoremonttikulut,

vuokraukseen liittyvät hallinnointikulut sekä muut kulut (mm. tyhjien asuntojen sähkölaskut). Ovaron vuokraustoiminnasta vastaa tällä hetkellä Hämeenlinnassa ja Porissa OVV Asuntopalvelut ja muualla Suomessa Colliers International. Yhtiö on käsityksemme mukaan siirtymässä vuokrauksessa alkuvuodesta 2021 ns. hybridimalliin, jossa vuokraus hoidetaan osittain sisäisesti ja osittain paikallisten välittäjäkumppanien toimesta.

Hallinnon kulut sisältää hallituksen palkkiot ja muut hallinnon kulut, joita ovat mm. pörssin, arvopaperikeskuksen ja tilintarkastajan palkkiot sekä kulut kiinteistöjen ulkopuolisesta arvonnäilytyksestä.

Muut liiketoiminnan kulut sisältää mm. luottotappiot vuokraustoiminnasta sekä mahdolliset kertaluontoiset ylimääräiset hallinnon kulut.

Käyvän arvon muutokset

Ovaron käyvän arvon muutoksia arvioitaessa on olennaista tiedostaa, että osa näistä eristä on kirjanpidollisia ja osa kassavirtaperusteisia erinä:

Tuotot luovutuksista muodostuu kun kaudelle myytyjen huoneistojen tai kiinteistöjen velattomasta myyntihinnasta vähennetään edellisen neljänneksen päättävä tasearvo. Erä pitää sisällään myös myyntien välityspalkkiot.

Huoneistojen käypien arvojen muutokset kirjataan ulkopuolisen arvonnäilyttäjän arvojen perusteella. Sijoituskiinteistöt on alun perin arvostettu hankintamenoa sisältäen varainsiirtoveron. Käyvän arvon muutoksessa on

vähennettävänä eränä otettu huomioon pitkävaikutteiset korjausmenot ja hankittujen sijoituskiinteistöjen tulevat hankintamenot.

Rahoituskulut

Rahoituskulut sisältävät yhtiön omistamien asunto-osakeyhtiöiden taloyhtiölainojen ja emoyhtiön rahoituslainojen korkokulut sekä palkkiot lainoista ja korkosuojauksista. Rahoituskulut pitävät sisällään myös IFRS16-standardin mukaisesti mahdolliset tonttivuokrat.

Verot

Ovaron aikaisempi REIT-verohuojennus lakkasi vuoden 2018 lopussa ja yhtiö on ollut vuodesta 2019 lähtien verovelvollinen normaalilla 20 %:n yhteisöveroasteella. Verojen osalta on tärkeä huomata, että laskennallisista käyvän arvon muutoksista syntyvä vero ei ole kassavirtaperusteinen ja nämä kirjataan taseeseen laskennalliseen verovelkaan. Tuloslaskelman verot eivät välttämättä ole siis jatkossa kokonaan kassavirrallisia erinä.

Operatiivinen tulos kuvaa jatkuvien toimintojen tuottoja

Operatiivinen EPRA-tulos antaa mielestämme parhaan kuvan Ovaron operatiivisesta tuloksentekokyvystä. Se ei ota myyntivoittoja eikä -tappioita huomioon eikä myöskään käyvän arvon muutoksia. Huomautamme kuitenkin, että operatiivinen tulos ei huomioi Ovaron taseeseen aktivoimia kiinteistöjen korjauskuluja ja se ei siten vastaa Ovaron vuokraustoiminnan kassavirtaa.

Liiketoimintamalli ja taloudellinen tilanne 2/3

Taloudellinen tilanne

Lainasalkku

Ovaron korolliset rahoitusvelat olivat syyskuun 2020 lopussa noin 56 MEUR. Merkittävin osa korollisista rahoitusveloista koostuu emoyhtiön 30,8 MEUR:n lainasta Collector Bankilta, joka erääntyy 1.12.2024. Lainan kokonaiskorko on 5,25 % ja sen vakuutena on tytäryhtiöosakkeita ja kiinteistökiinnityksiä. Ovarolla on mahdollista lyhentää lainaa ennen eräpäivää ja Q2-Q3'20:n välillä yhtiö teki lainasta lyhennyksiä 2,9 MEUR:lla. Ovaro voi käsityksemme mukaan lyhentää lainasta puolet ilman kuluja, mutta koko lainan takaisinmaksu aiheuttaa yhtiölle tiettyjä kertaluontoisia kuluja.

Muut korolliset rahoitusvelat koostuvat asunto-osakkeisiin kohdistuvista yhtiölainoista (Q3'20: 25 MEUR). Näiden taloyhtiölainojen marginaalit ovat käsityksemme mukaan 1-2 % välillä. Puhtaiden rahalaitoslainojen lisäksi Ovaron vieras pääoma pitää sisällään myös IFRS 16-vuokrasopimusvelat (Q3'20: 7,7 MEUR), jotka koostuvat pääasiassa asunto-osakeyhtiöiden tonttivuokrasopimuksista.

Kovenantit

Ovaron emoyhtiön lainan kovenantit on sidottu luototusasteeseen ja lainanhoitokatteeseen. Yhtiö ei ole avannut emoyhtiön lainan kovenantteja tarkemmin, mutta on kertonut niiden olevan tavanomaisia.

Korkoriski

Ovaro altistuu korkoriskille asunto-osakeyhtiöiden osakkeisiin kohdistuvien yhtiölainojen osalta. Yhtiön mukaan syyskuun lopussa noin 15,8 MEUR eli noin 63 % yhtiölainoista oli korkosuojaamattomia. Yhtiön

mukaan noin 1 %-yksikön koronnousulla on noin 413 TEUR:n negatiivinen vaikutus yhtiön tulokseen ja omaan pääomaan.

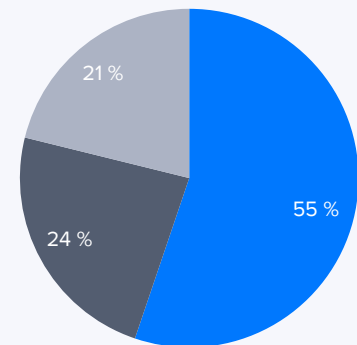
Maksuvalmiusriski

Ovaron kassavirrallinen tulos ei ole riittävä rahoitusvastikkeiden maksuun ja tämän johdosta yhtiö myy asuntoja käyttääkseen niistä saatavia varoja rahoitusvastikkeiden maksuun. Heikon kassavirtaperusteisten tuloksen myötä Ovaro on riippuvainen jatkuvista huoneistomyyneistä, jotka ovat puolestaan riippuvaisia yleisestä markkinatilanteesta. Ovaron likvideettitilanne oli Q3'20:n lopussa kohtuullinen (3,8 MEUR), mutta asuntokysynnän pidempiaikainen heikentyminen tai hintojen lasku voisi ajaa yhtiön likvideettiongelmiiin.

Korjausvelka nostaa riskitasoa

Ovaron tulevien ylläpitoinvestointien arvioimiseksi sijoittajien on olennaista arvioida yhtiön kiinteistöjen tulevia peruskorjaustarpeita. Yhtiön strategiana oli aikanaan myydä 10 % asunnoistaan vuosittain ja sen tarkoitus ei pääsääntöisesti ollut tehdä merkittäviä peruskorjauksia lainkaan. [2018 CMD:ssä](#) strategiaksi asetettiin Ydintoimintojen omistusten pitäminen ja kehittäminen mm. ostamalla, rakennuttamalla ja myymällä. Yhtiö ei kuitenkaan käsityksemme mukaan käynnistänyt tämän jälkeen Keravan Nissilänpihan peruskorjaushanketta lukuunottamatta suurempia peruskorjauksia, vaan ajanmukaistamisinvestoinnit (2019: 0,9 MEUR, Q1-Q3'20: 1,6 MEUR) ovat koostuneet käsityksemme mukaan pitkälti tavanomaisista vuosikorjauksista ja huoneistoremonteista. Keravan Nissilänpihan peruskorjaushanke sujui käsityksemme mukaan hyvin ja yhtiön mukaan kohde on tällä hetkellä täyteen vuokrattu.

Ovaron korolliset rahoitusvelat Q3'20



■ Collector
■ Talonyhtiölainat Ydintoiminta
■ Talonyhtiölainat Muu toiminta

Huom. pl. IFRS 16-vuokrasopimusvelat

Liiketoimintamalli ja taloudellinen tilanne 3/3

Ovaron on kuitenkin seuraavan 10 vuoden aikana pakko toteuttaa peruskorjauksia kiinteistöjen nykyinen kunto huomioiden ja yhtiö nostikin nykyisen kiinteistökannan peruskorjaukset esiin myös [joulukuun strategiapäivityksessä](#). Myös useat Ovaron osittain omistamat asunto-osakeyhtiöt ovat mainineet pitkän tähtäimen suunnitelmissaan peruskorjaustarpeet.

Ovaron ydintoimintojen portfolioissa on arviomme mukaan 23 eri 70-luvulla rakennettua kiinteistökohdetta, joissa on noin 48 000 neliötä vuokrattavaa pinta-alaa. Näistä kuuteen kohteeseen on käsityksemme mukaan tehty joitain peruskorjauksia. Suurimmassa osasta näitä kohteita ei ole saatavilla kuntotietoja, mutta käsityksemme mukaan peruskorjauksia ei ole tehty. Arviomme karkeasti, että noin 40 000 neliötä eli neliömäärän osalta noin 52 % koko Ydintoimintojen salkusta 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 Kiinteistöliiton tutkimuksen mukaan esimerkiksi kerrostalojen putkien ja julkisivujen käyttöikä on tyypillisesti Suomessa 40-50 vuotta. Tarkkaa kustannusta Ovarolle näiden korjauksesta on mahdoton määrittää, koska lopullinen kustannus riippuu remonttien toteutustavasta ja kohteiden sijainnista (pk-seutu vs. muu Suomi). Perinteinen putkiremontti 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 40 000 neliön asuntokannan korjausvelaksi karkeasti 500-800 euroa per neliö eli noin 20-32 MEUR. Korjausvelalla tarkoitamme määrää, joka on pakko investoida rakennuksiin, jotta ne olisivat käytön kannalta hyvässä kunnossa. Mikäli nämä toteutettaisiin tasaisesti seuraavan 10 vuoden aikana olisivat vuotuiset ylläpitoinvestoinnit 2,0-3,2 MEUR eli ne voisivat olla suurempia kuin Ovaron operatiivinen tulos ennusteissamme.

On tärkeä tiedostaa, että tämä ns. korjausvelka ja kiinteistöjen kunto on huomioitu JLL:n arvonnäilytyksessä kiinteistöjen käyvässä arvossa. Käytännössä kuitenkin kerrostalojen peruskorjaukset eivät Suomessa pääsääntöisesti heijastu täysimääräisesti kiinteistöjen käypään arvoon ja myöskään vuokratasot eivät usein ole korkeampia peruskorjausten jälkeen. Näin ollen peruskorjauksiin investoitavien pääomien tuotto voi olla hyvin heikko seuraavan 10 vuoden aikana.

Korjausten rahoitukseen liittyy riskejä

Pankit ovat kiristäneet Suomessa viime vuosina lainanmyöntökriteerejään taloyhtiöille ja useat pankit ovat ilmoittaneet, etteivät ne myönnä lainaa kuin enintään 50 % käyvästä arvosta vanhoille taloyhtiöille. Koronakriisin myötä tilanne on käsityksemme mukaan edelleen kiristynyt. 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.

Tämän myötä Ovaron joidenkin taloyhtiöiden voi arviomme mukaan olla haastavaa itse rahoittaa niiden tarvittavia peruskorjauksia. Esimerkiksi noin 25 000 neliötä Ovaron Ydintoiminta-salkun 70-luvun

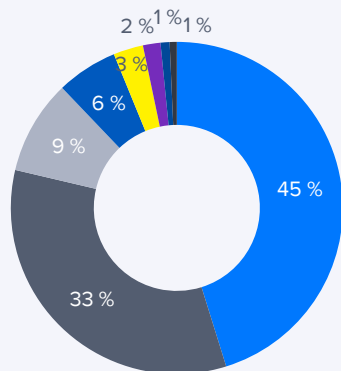
asuntokannasta on julkisista lähteistä saatavilla olevassa JLL:n 2017 arvonnäilytyksessä arvostettu alle 1 000 euroa per neliö ja kohteista lähes puolet sijaitsee vuokratontilla, mikä voi edelleen vaikeuttaa taloyhtiölainan saantia. Näiden osalta Ovaron emoyhtiö voi joutua itse rahoittamaan peruskorjauksia.

Erityisesti riski on mielestämme kolmessa vuokratontilla sijaitsevassa taloyhtiössä: Kotkan Vuorenrinne 19, Salon Ristikedonkatu 33 ja Savonlinnan Välimäentie 5-7 sekä omatonttiset Varkauden Onnela ja Porin Pihlajakangas. Näissä kohteissa asuinhuoneistojen arvo on vuoden 2017 JLL:n arvonnäilytyksessä vain 514-664 euroa per neliö ja niiden peruskorjaus ei välttämättä ole taloudellisesti järkevää. Näiden arvo oli yhteensä 8,1 MEUR viimeisessä tiedossa olevassa arvonnäilytyksessä eli ne vastasivat karkeasti 7,9 % ydintoimintojen portfolion Q3'20:n arvosta.

On tärkeä kuitenkin tiedostaa, että vaikka näiden kohteiden jäännösarvo voi olla hyvin pieni tai jopa negatiivinen, niin kohteilla on silti taloudellinen arvo, koska ne tuottavat vuokratassavirtaa. Käytännössä Ovaro todennäköisesti ns. ajaa loppuun nämä kiinteistöt tekemättä peruskorjauksia ja osa niistä voi olla myös kohtuullisia sijoituksia. Kokonaisuutena arvioiden Ovaro ei ole akuutissa kriisissä peruskorjausten kanssa. Ovaro tuskin tulee toteuttamaan peruskorjauksia kaikissa kiinteistöissä, vaan tekee vain sellaisia korjauksia, joista on mahdollista saada tuottoa. Yhtiö myös todennäköisesti pyrkii strategiansa mukaisesti myymään heikosti tuottavaa kiinteistökantaa ja käyttämään niistä saatavia varoja peruskorjausten rahoittamiseksi.

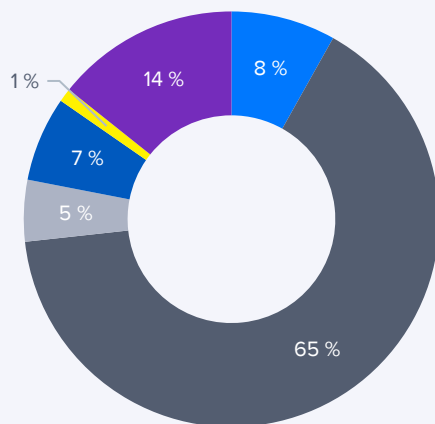
Ovaron Ydintoiminta-salkun avaintiedot (Inderes arvio)

Ydintoiminta-salkun pinta-alan jakautuminen alueittain (H1'20 lopussa)

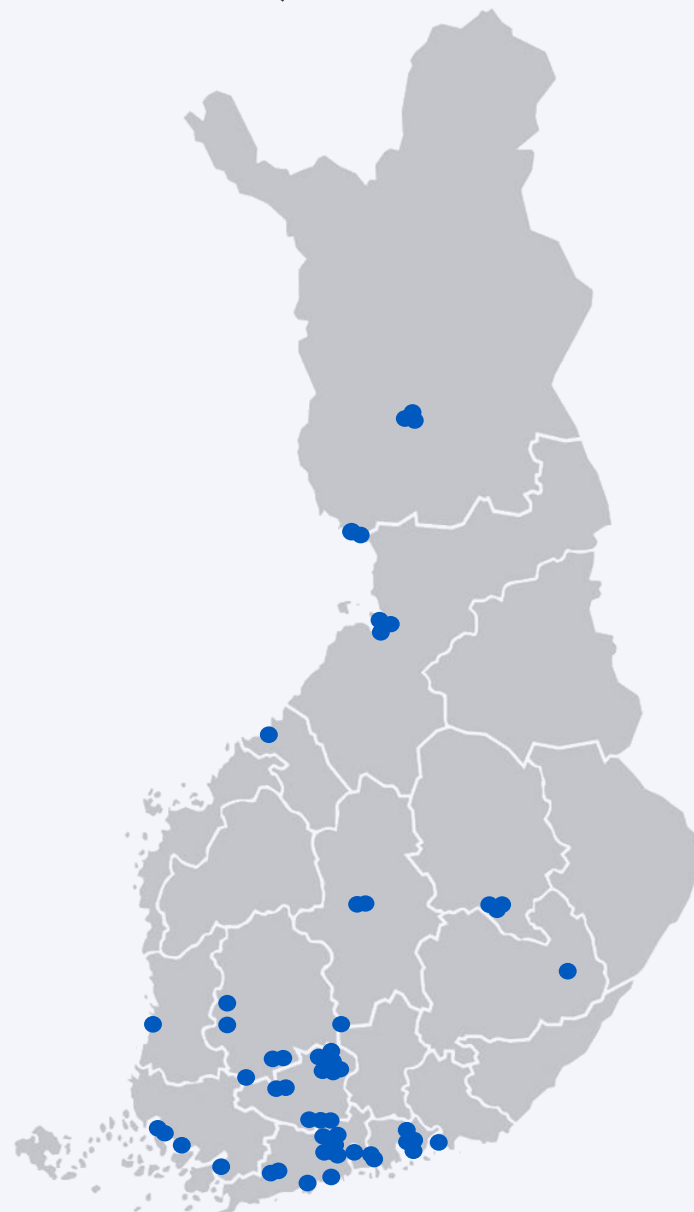


- Muut kaupungit
- Suur-Helsingin alue
- Lahden seutu
- Rovaniemi
- Turun seutu
- Jyväskylä
- Tampereen seutu
- Oulu

Ydintoiminta-salkun ikäjakauma neliöiden perusteella (Inderes arvio)



- 60-luku tai vanhempi
- 70-luku
- 80-luku
- 90-luku
- 2000-luku
- 2010-luku

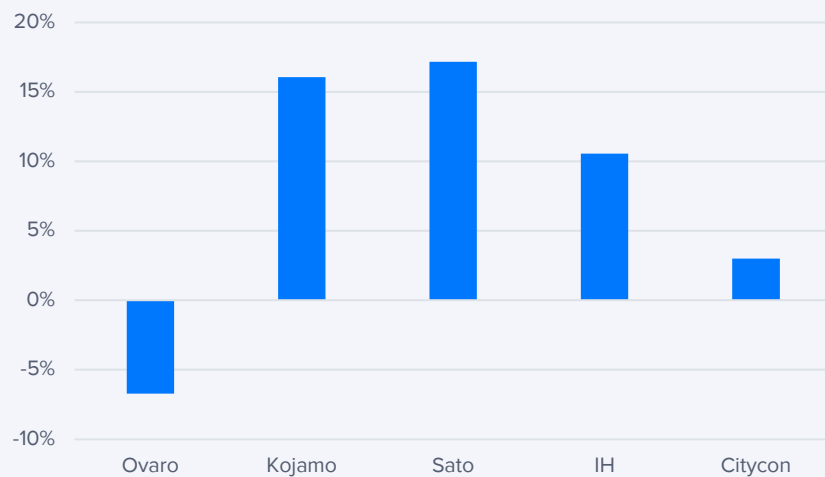


Ovaron kiinteistökannan perustiedot

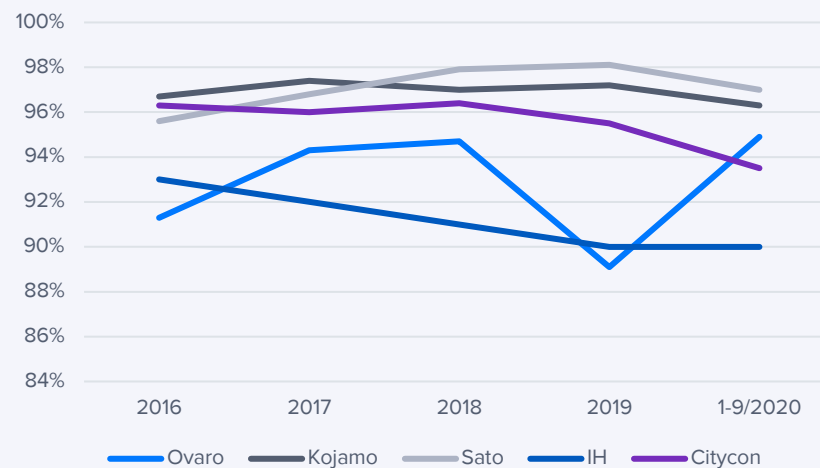
Ovaron kiinteistökanta	Q3'18	Q4'18	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	Q1'20	Q2'20	Q3'20
Ydintoiminta									
Bruttoarvo	112,7	109,4	109,1	109,5	109,8	107,9	107,4	104,2	101,5
Yhtiölainat	20,9	20,0	19,5	19,4	19,1	18,5	18,2	17,3	13,2
Nettoarvo	91,8	89,4	89,6	90,1	90,7	89,4	89,2	86,9	88,3
Pinta-ala (m2)	81 851	81 178	81 566	81 143	81 318	81 246	81 246	77 422	76 386
Kohteiden lkm	56	56	56	57	57	57	57	57	56
Huoneistojen lkm	1 311	1 320	1 314	1 319	1 318	1 319	1 319	1 297	1 288
Arvostus (EUR/m2)	1 377	1 348	1 338	1 349	1 350	1 328	1 322	1 346	1 329
Huoneistojen keskikoko	62,4	61,5	62,1	61,5	61,7	61,6	61,6	59,7	59,3
Muu toiminta									
Bruttoarvo	79,3	69,8	62,3	51,0	45,2	34,7	27,9	24,7	19,8
Yhtiölainat	44,6	41,7	36,4	30,1	26,3	21,3	16,6	14,9	11,8
Nettoarvo	35,1	28,1	25,9	20,9	18,9	13,4	11,3	9,8	8,0
Pinta-ala (m2)	20 382	18 861	16 987	14 514	13 022	10 589	8 346	7 521	6 100
Kohteiden lkm	71	70	68	58	50	45	37	35	28
Huoneistojen lkm	275	251	225	192	167	138	109	103	78
Arvostus (EUR/m2)	3 891	3 701	3 668	3 514	3 471	3 277	3 343	3 284	3 246
Huoneistojen keskikoko (m2)	74,1	75,1	75,5	75,6	78,0	76,7	76,6	73,0	78,2
Koko kiinteistökanta									
Bruttoarvo	192,0	179,2	171,4	160,5	155,0	142,6	135,3	128,9	121,3
Yhtiölainat	65,5	61,7	55,9	49,5	45,4	39,8	34,8	32,2	25,0
Nettoarvo	126,9	117,5	115,5	111,0	109,6	102,8	100,5	96,7	96,3
Pinta-ala (m2)	102 233	100 039	98 553	95 657	94 340	91 835	89 592	84 943	82 486
Kohteiden lkm	127	126	124	115	107	102	94	92	84
Huoneistojen lkm	1 586	1 571	1 539	1 511	1 485	1 457	1 428	1 400	1 366
Arvostus (EUR/m2)	1 878	1 791	1 739	1 678	1 643	1 553	1 510	1 517	1 471
Huoneistojen keskikoko (m2)	64,5	63,7	64,0	63,3	63,5	63,0	62,7	60,7	60,4
Lähde: Ovaro, Inderes									

Ovaro suhteessa verrokkeihin 1/2

Oman pääoman tuotto 2016-2019 keskimäärin

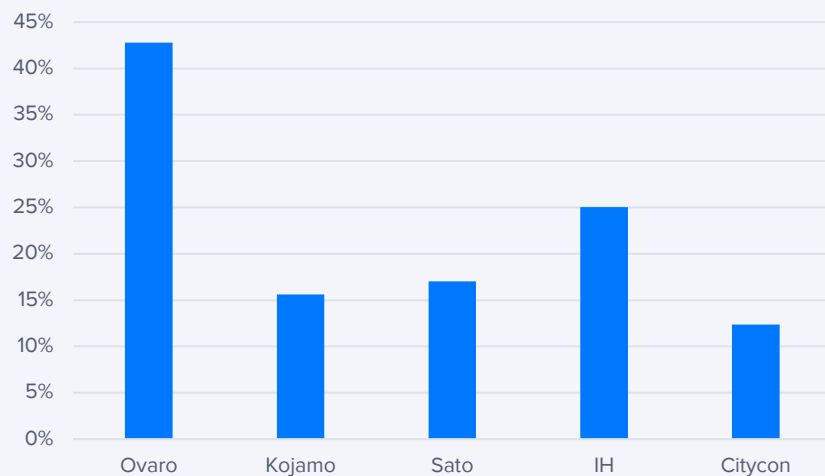


Taloudellinen vuokrausaste suhteessa verrokkeihin

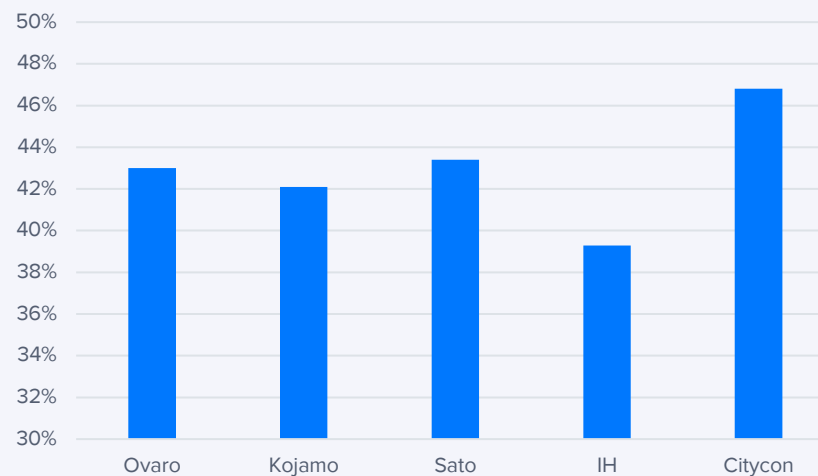


Huom. Saton kohdella Suomen toimintojen vuokrausaste, IH neliömetriperusteinen vuokrausaste

Kiinteät hallinnon kulut nettotuotosta (LTM)

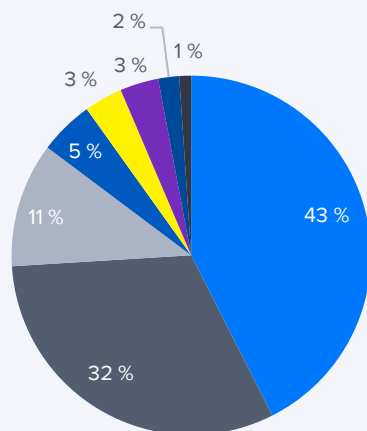


LTV-% (Q3'20)



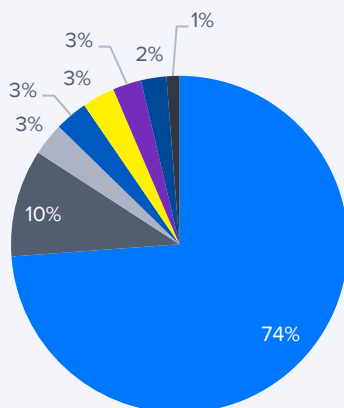
Ovaro suhteessa verrokkeihin 2/2

Ovaron Ydintoiminta-salkun
arvon jakautuminen alueittain
(H1'20)



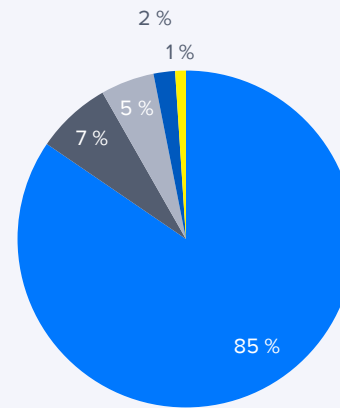
■ Suur-Helsingin alue ■ Muut kaupungit
■ Turun seutu ■ Rovaniemi
■ Tampereen seutu ■ Jyväskylä
■ Lahden seutu ■ Oulu

Kojamon kiinteistöportfolion
arvon jakautuminen
alueittain (Q3'20)



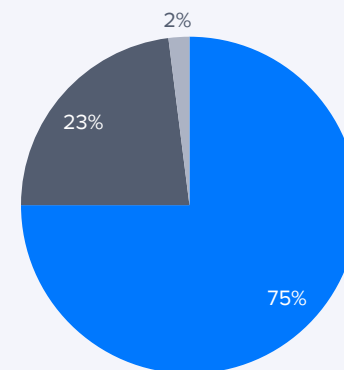
■ Helsingin seutu ■ Tampere
■ Turku ■ Jyväskylä
■ Oulu ■ Kuopio
■ Lahti ■ Muut alueet

Saton Suomen
kiinteistöportfolion arvon
jakautuminen alueittain
(2019)



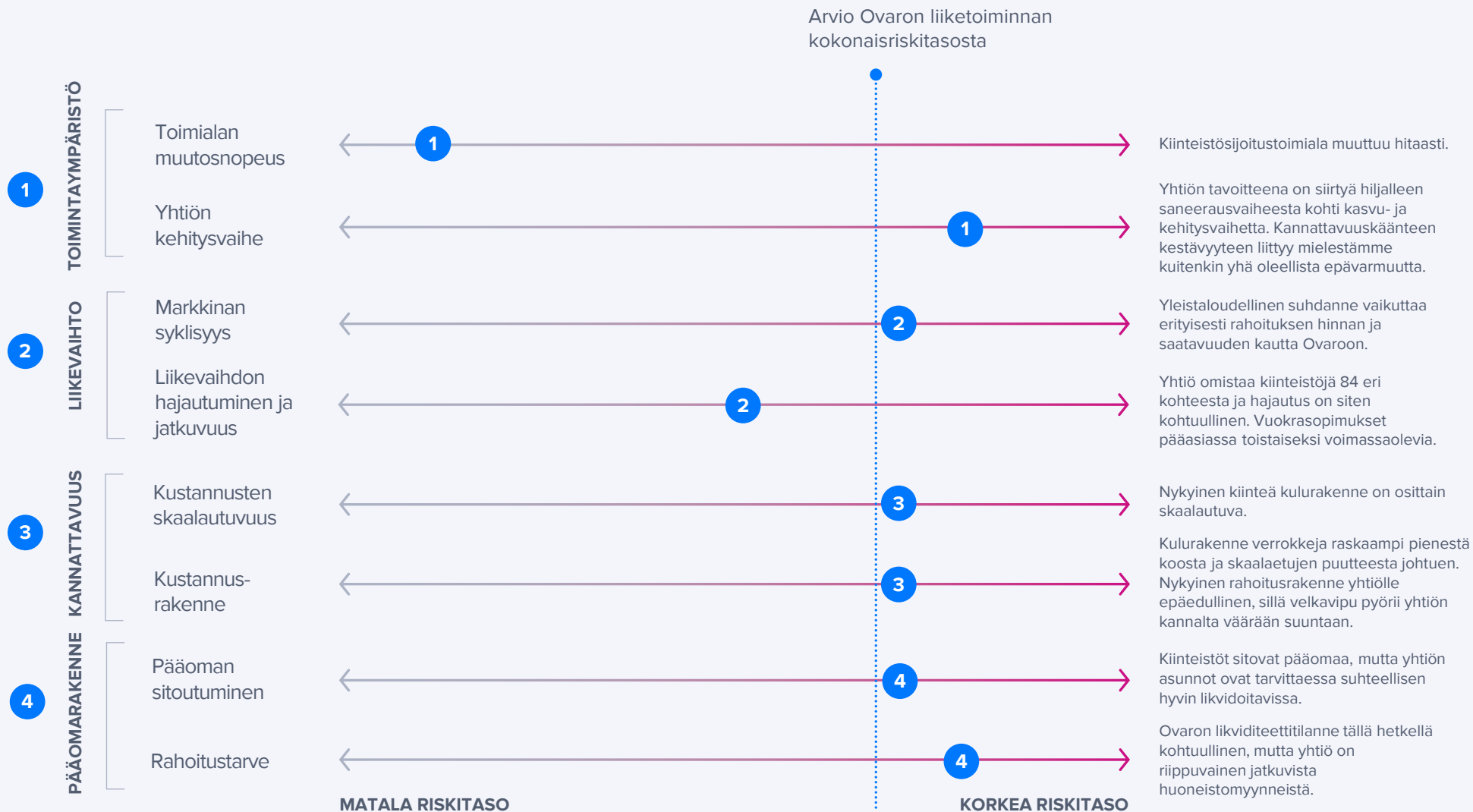
■ Pk-seutu
■ Tampereen talousalue
■ Turun talousalue
■ Oulun talousalue
■ Jyväskylän talousalue

IH:n kiinteistöportfolion
arvon jakautuminen
alueittain (2019)



■ Maakuntakeskukset
■ Pääkaupunkiseutu
■ Muut

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Sijoitusprofiili 1/2

Sijoitusprofiili

Potentaali

Näkemyksemme mukaan Ovaron keskeiset positiiviset arvoajurit ovat:

Ovaron emoyhtiön kalliin lainan **onnistunut uudelleenrahoitus** nykyistä matalammalla korkotasolla (5,25 %) parantaisi yhtiön kassavirtaa ja operatiivista tulosta selvästi ja voisi olla osakkeelle lyhyellä aikavälillä positiivinen arvoajuri. Lainan onnistunut uudelleenrahoitus vaatii näkemyksemme mukaan kuitenkin kassavirtaperusteisen tuloksen ja kassavirran parantumista nykyisestä ja odotamme uudelleenrahoituksen tapahtuvan vasta vuonna 2022.

Kiinteistökannan tuottotason nostaminen. Ovaro on uuden johdon alaisuudessa onnistunut nostamaan saneerauksen kannalta keskeisen Ydintoiminta-salkun vuokrausastetta selvästi. Vuokrausasteen merkittävä nousu ei ole kuitenkaan heijastunut toistaiseksi salkun tuottotasoon (kts. sivu 8.). Ydintoiminta-salkun tuottotason nousulla olisi selkeä positiivinen vaikutus yhtiön tulokseen ja se on näkemyksemme mukaan yhdessä nykyisen rahoitusrakenteen järjevoittämisen kanssa keskeistä operatiivisen tulosparrannuksen kannalta.

Hallintorakenneuudistus. Ovaro [tiedotti](#) toukokuussa 2020 hallintorakenneuudistuksesta. Uudistamisen yhteydessä Ovaro irtisanoi omistajapalveluihin liittyvän

alihankintasopimuksen sekä tytäryhtiöiden isännöintiin ja kirjanpitoon liittyvät alihankintasopimukset Colliers International Finlandin kanssa ja solmi sopimukset vastaavista palveluista Taloasema Oy:n kanssa. Hallintorakenneuudistuksen yhteydessä yhtiö uudisti myös taloushallintoa koskevan palvelusopimuksen Accountorin kanssa.

Uudessa hallintomallissa yhtiön strategiset ja toiminnan kehittämisen kannalta keskeiset tehtävät tehdään sisäisesti. Taloushallinnon osalta tämä tarkoittaa talousjohtamista, konsernikirjanpidon keskeisiä tehtäviä sekä raportointia ja kiinteistöjen hallinnoinnin osalta kiinteistöjohtamista ja suunnittelua. Yhtiön johdon mukaan hallintorakenneuudistus virtaviivaistaa prosesseja ja mahdollistaa kiinteistökannan paremman haltuunottamisen sekä keskittymisen erilaisiin kehityshankkeisiin. Yhtiö arvioi hallintorakenneuudistuksen laskevan hallintokuluja noin 0,5-1,0 MEUR edellisvuosiin verrattuna ja pidämme arviota realistisena. Hallintorakenneuudistus tuli voimaan 1.8.2020 ja sen ensimmäiset hyödyt näkyvät H2'20 alkaen ja täysimääräisesti vuoden 2021 tuloksessa.

Vuokraustoiminnan tehostaminen. Ovaron asuntojen vuokraustoiminnasta vastaa edelleen pääosin Colliers International. Yhtiö on kuitenkin käsityksemme mukaan siirtymässä vuokrauksessa alkuvuodesta 2021 ns. hybridimalliin, jossa vuokraus hoidetaan osittain sisäisesti ja osittain paikallisten välittäjäkumppanien toimesta. Näkemyksemme mukaan vuokraustoiminnan uudelleenjärjestäminen voi toteutuessaan

heijastua positiivisesti yhtiön vuokrausasteeseen, tehostaa vuokraustoiminnan prosesseja ja tuoda tiettyjä kulusäästöjä.

Uudet kiinteistökehityshankkeet. Ovaron johdolla on vahva kokemus hankekehityksestä ja uudet kehityshankkeet voivat näkemyksemme mukaan tarjota yhtiölle pidemmällä aikavälillä huomattavaakin potentiaalia. Emme kuitenkaan odota yhtiön pääsevän aloittamaan uusia kehityshankkeita vielä kuluvana vuonna, emmekä ole sisällyttäneet mahdollisia kehityshankkeita ennusteisiimme.

Omien osakkeiden ostot. Ovaron osake hinnoitellaan tällä hetkellä selvästi alle osakekohtaisen nettovarallisuuden (Q3'20: EPRA NAV 7,42 euroa) ja nykyisellä kurssitasolla omien osakkeiden ostot kasvattavat osakekohtaista nettovarallisuutta ja siten teoriassa omistaja-arvoa. Pörssin sääntöjen mukaan omien osakkeiden hankittava määrä saa olla enintään 25 % keskimääräisestä päivittäisestä vaihtovolyymistä. Tietyin edellytyksin tämä voi kuitenkin nousta 50 %:iin. Ovaron osakkeen vaihto oli vuonna 2020 noin 9,1 MEUR (2019: 12,8 MEUR) ja tämän perusteella omia osakkeita voitaisiin ostaa teoriassa noin 2,3-6,4 MEUR:lla vuosittain olettaen, että osakkeen vaihtomäärä jatkuu näillä tasoilla. Emme kuitenkaan odota yhtiöltä merkittäviä omien osakkeiden ostoja ainakaan lyhyellä aikavälillä, sillä johdon antamien kommenttien perusteella pidämme todennäköisenä, että yhtiön prioriteetti tulee olemaan nykyisen kalliin emoyhtiön lainan uudellenjärjestelyssä ja sekä tulevissa investoinneissa.

Sijoitusprofiili 2/2

Riskit

Sijoittajien kannalta keskeisimmät riskit ovat näkemyksemme mukaan seuraavat:

Ydintoiminta-salkun vuokrausasteen pitävyys ja tuottotaso. Ovaron vuokrausasteeseen vaikuttaa paitsi talous- ja työllisyysilanteesta riippuva yleinen vuokratyömarkkinan kehitys myös yhtiön omistamien asuntojen vuokrattavuus. Ovaron Ydintoiminta-salkun vuokrattavasta pinta-alasta arviomme mukaan noin puolet sijaitsee paikkakunnilla, joissa Tilastokeskus ennustaa väestönkehityksen olevan negatiivista seuraavan 10 vuoden aikana. Koska huomattava osa vuokrattavasta pinta-alasta sijaitsee taantuvilla alueilla, voi yhtiön olla vaikea toteuttaa vuotuisia vuokrankorotuksia suunnitellusti. Saavutetun vuokrausasteen ylläpitämiseksi yhtiö voi joutua laskemaan vuokratasoaan ja tällä voisi olla negatiivinen vaikutus vuokratuottoihin, kassavirtaan ja kannattavuuteen.

Äkilliset kalliit peruskorjaukset ja niiden rahoitus. Ovaron portfolioissa on huomattava määrä 70-luvulla rakennettuja kerrostaloja (noin 40 000 neliötä), joihin ei ole käsityksemme mukaan tehty lainkaan peruskorjauksia (mm. viemäri, käyttövedet, julkisivut, katto, parvekkeet). Yllättävä putkivuoto tai vastaava korjaustarve voisi heikentää yhtiön kassavirtaa, likviditeettiä ja vakavaraisuutta. Näiden peruskorjausten rahoittamiseen liittyy myös riskejä joidenkin asunto-osakeyhtiöiden osalta.

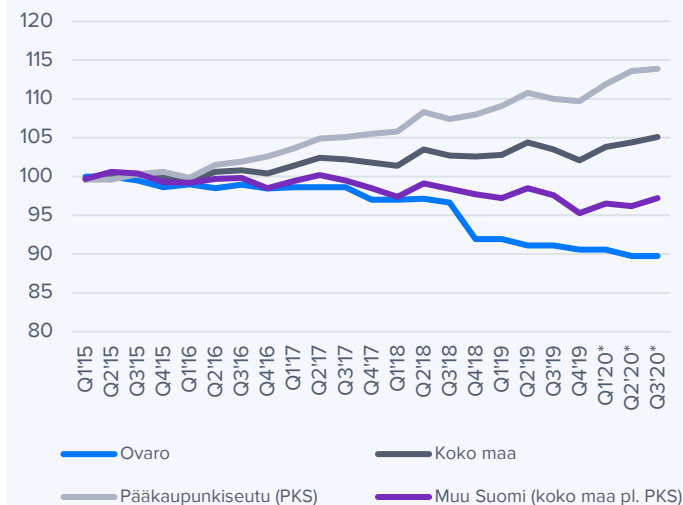
Huoneistomyyntien onnistuminen.

Huoneistomyyntit ovat Ovarolle kriittisiä, sillä sen kassavirtaperusteinen tulos ei ole riittävä rahoitusvastikkeiden maksuun. Mikäli asuntokysyntä tai hintakehitys heikkenisi pidempiaikaisesti, voisi yhtiö kohdata likviditeettiongelmia.

Asuntojen hintakehitys. Asuntojen yleinen hintakehitys muodostaa keskeisen riskin Ovarossa. Yhtiöllä on asuntoja myös muuttotappiopaikkakunnilla ja sen asuntosalkun arvo on viime vuosina kehittynyt heikommin kuin kerrostaloasunnot Suomessa keskimäärin. Asuntojen hintojen voimakas lasku voisi pahimmillaan heikentää yhtiön vakavaraisuutta ja pakottaa yhtiön hakemaan uutta pääomaa taseen vahvistamiseksi.

Yleistaloudelliset riskit ja korkojen nousu vaikuttavat markkinoilta saatavan lainarahoituksen hintaan. Korkojen nousu voisi heikentää yhtiön tulosta ja kassavirtaa, sillä taloyhtiölainat ovat valtaosin (Q3'20: 63 %) korkosuojaamattomia. Yleistalouden epävarmuuden kasvu voisi nostaa yhtiön olemassaolevien lainojen marginaaleja ja myös vaikeuttaa lainojen uudelleenrahoitusta.

Ovaron asuntoportfolion hintamuutos ja vanhojen osakeasuntojen hintakehitys



Sijoitusprofiili

1.

Yhtiön tavoitteena on siirtyä hiljalleen saneerausvaiheesta kohti kasvu- ja kehitysvaihetta

2.

Kannattavuuskäänteeseen, kasvuvaiheeseen pääsemiseen ja saneerauksen jälkeiseen tulostasoon liittyy epävarmuutta

3.

Kiinteistökannan tuottotason nosto, kassavirran parantuminen ja emoyhtiön lainan uudelleenrahoitus kriittistä kestävän kannattavuusparannuksen kannalta

4.

Korjausvelkaan ja peruskorjausten rahoitukseen liittyy riskejä

5.

Mahdolliset uudet kiinteistökehityshankkeet voivat tarjota potentiaalia pidemmällä aikavälillä

Potentiaali



- Emoyhtiön kalliin rahoituslainan onnistunut uudelleenrahoitus nykyistä matalammalla korkotasolla
- Kiinteistökannan tuottotason nostaminen
- Hallintorakennemuudistus ja vuokraustoiminnan tehostaminen
- Mahdolliset uudet kiinteistökehityshankkeet
- Omien osakkeiden ostot

Riskit



- Ydintoiminta-salkun vuokrausasteen pitävyys ja tuottotaso
- Äkilliset kalliit peruskorjaukset ja niiden rahoitus
- Huoneistomyyntien onnistuminen
- Heikko kassavirta
- Asuntojen hintakehitys
- Yleistaloudelliset riskit ja korkojen nousu

Ennusteet 1/5

Ennusteidemme lähtökohdat

Olemme ottaneet uuden ennustemallin käyttöön Ovarossa ja ennusteissamme on tapahtunut tämän myötä paljon muutoksia. Teimme pieniä tarkistuksia huoneistomyyntien aikatauluun, myyntien liikevaihtovaikutukseen sekä neliövuokraennusteisiimme ja näillä on ollut kokonaisuudessaan negatiivinen vaikutus liikevaihtoennusteisiimme. Teimme lisäksi pieniä tarkennuksia myös hoitokulujen ja vuokraustoiminnan kulujen osalta yhtiön Q3-raportin yhteydessä tekemän kulujen uudellenryhmittelyn myötä.

Merkittävimmät ennustemuutokset ovat tapahtuneet rahoituskuluissa, sillä odotamme nyt Ovaron kykenevän lyhentämään vuoden 2021 aikana korkeakorkoista emoyhtiön lainaa [tammikuun rahoitusjärjestelyn](#) lisäksi noin 5 MEUR:lla ja uudelleenrahoittamaan lainan noin 2 %-yksikköä nykyistä matalammalla korkotasolla vuonna 2022. Huomattavia muutoksia on myös tapahtunut ajanmukaistamisinvestointeja koskevilla ennusteissamme, joita olemme nostaneet lähivuosien osalta selvästi, sillä pidämme todennäköisenä, että yhtiö tulee aloittamaan lähivuosina huomattavia peruskorjaushankkeita. Käymme lähivuosien ennusteiden taustat tarkemmin läpi seuraavilla sivuilla.

2020: Koko vuoden tulos jää vaatimattomaksi

H1'20 oli Ovarolle haastava ja heikon ensimmäisen vuosipuoliskon operatiivisen

tuloskehityksen myötä yhtiö joutui elokuussa [varoittamaan tuloksestaan](#). Heikon alkuvuoden taustalla oli arviomme mukaan ainakin Q1:llä vaatimattomalla tasolla ollut Ydintoiminnan vuokrausaste, osittain kaksinkertaiset hallintokulut sekä tuloskehitykseen negatiivisesti vaikuttaneet vuokrausasteen nostamiseksi käynnistetyt toimenpiteet (mm. huoneistoremontit ja vapaiden asuntojen markkinoinnin tehostamistoimet).

Heikon alkuvuoden jälkeen Ovaron Q3:n operatiivinen tulos oli selvästi vertailukautta parempi (Q3'20: 614 TEUR vs. Q3'19: 466 TEUR). Odotamme myönteisen kehityksen jatkuneen Q4:llä ja ennustamme operatiivisen tuloksen (Q4'20e: 518 TEUR) ylittävän selvästi hyvin heikon vertailukauden tason (Q4'19: 75 TEUR). Saneerauksen kannalta keskeisen Ydintoimintasalkun vuokrausaste jatkoi vuoden viimeisellä neljänneksellä nousuaan (Q4'20: 94,1 % vs. Q3'20: 92,5 %), mikä yhdessä hallintorakenneuudistuksen tuomien kulusäästöjen kanssa tukee osaltaan operatiivisen tulosparannuksen jatkumista. Ydintoiminta-salkun vuokrausasteen nousun tulisi näkemyksemme mukaan heijastua vihdoin myös salkun nettotuottotasoon. Koko vuoden 2020 osalta ennustamme Ovaron yltävän 801 TEUR:n operatiiviseen tulokseen.

Ovaro teettää viimeisellä neljänneksellä kiinteistöistään ulkopuolisen arvonmäärittäksen. Tilastokeskuksen mukaan vanhojen kerrostalojen hinnat nousivat koko maan tasolla vuoden jälkipuoliskolla kesäkuun tasosta noin 1,1 %. Hintakehitys jatkoi kuitenkin eriytymistään, sillä pk-

seudulla hinnat nousivat vastaavalla ajanjaksolla 1,6 % ja muualla Suomessa nousu jäi 0,4 %:n tasolle.

Ovaron asuntoportfolion arvo on kehittynyt viime vuosina selvästi koko maan tasoa heikommin ja odotammekin Ovaron omistamien kiinteistöjen käypien arvojen laskeneen kesäkuun tasosta noin 0,5 %. Laskennallisten arvonmuutosten, huoneistomyyntien (Q4'20: 9,5 MEUR) aiheuttamien myyntitappioiden ja ajanmukaistamisinvestointien myötä ennustamme raportoidun tuloksen jääneen Q4:n osalta noin -1,4 MEUR tappiolliseksi. Q4-ennusteidemme myötä odotamme koko vuoden raportoidun tuloksen asettuvan noin -4,1 MEUR:oon.

Odotamme taloudellisen vuokrausasteen vakiintuvan noin 95 %:n tasolle

Odotamme Ovaron taloudellisen vuokrausasteen asettuvan vuonna 2021 noin 95 %:iin (Q3'20: 94,9 %) ja vakiintuvan ennustejaksollamme tälle tasolle. Pidämme tasoa yhtiölle saavutettavissa olevana, mutta korostamme, että vuokrausasteen kestävyyyteen liittyy riskejä ja esimerkiksi yleistaloudellisen tilanteen heikentyminen tai yllättävät ja merkittävät eteen tulevat peruskorjaukset voisivat heijastua negatiivisesti vuokrausasteeseen. Ovaron neliövuokrien ja hoitokulujen ennustamme kasvavan lähivuosina keskimäärin noin 1-2 % vuodessa. Ennusteemme eivät huomioi yhtiön kaavailemia mahdollisia uusia kiinteistökehityshankkeita tai uusia kiinteistökehityshankintoja, eikä mahdollisia Ydintoimintasalkun myyntejä.

Ennusteet 2/5

Muu toiminta -salkku saadaan myytyä 2021

Ovaron Muu toiminta -salkun arvo oli Q3'20:n lopussa noin 19,8 MEUR ja yhtiön mukaan Q4'20:n huoneistomyynnit olivat kokonaisuudessaan noin 9,5 MEUR. Odotamme Muu toiminta -salkun loppujen kohteiden myynnin (Q4'20e-2021e) tapahtuvan keskimäärin noin 5 % alle tasearvon, minkä lisäksi odotamme yhtiön maksavan myynneistä keskimäärin noin 3 %:n välityspalkkiot. Tappiotaso on vuoden 2019 ja 2020 tammi-syyskuun tappiotasoa korkeampi (2019: 3,7 % ja Q1-Q3'20: 2,34 % alle tasearvojen ennen välityspalkkioita), sillä pidämme todennäköisenä, että salkussa jäljellä olevat kohteet ovat vaikeammin myytävissä ja näin ollen yhtiö joutuu antamaan myynneistä aikaisempaa suuremman alennuksen tasearvoihin nähden.

Ennustamme hallintokulujen laskevan 2021

Odotamme Ovaron viime vuonna toteuttaman hallintorakenneuudistuksen hyötyjen näkyvän täysimääräisesti kuluvana vuonna ja ennustamme kiinteiden hallintokulujen asettuvan noin 1,9 MEUR:oon, mikä vastaa noin 31 % tasoa suhteessa ennustamaamme nettovuokratuottoon (2020e: 2,2 MEUR ja 38 %). Taso on lähellä yhtiön asettaman säästötavoitteen (0,5-1,0 MEUR viime vuosiin nähden) ylärajaa. Emme ennusta Ovaron pystyvän laskemaan oleellisesti kiinteää kulutasoa enää vuoden 2021 jälkeen ja ennustamme hallintokulujen kasvavan tämän jälkeen keskimäärin noin 2 % vuodessa. Odotamme kulurakenteen säilyvän keskeisiä verrokkeja (s. 22) raskaampana myös jatkossa, mikä heijastelee yhtiön pientä kokoa ja mittakaavaetujen sekä synergoiden puutetta (Ovaron asunnot sijaitsevat kaukana toisistaan ympäri Suomea).

Odotamme uudelleenrahoituksen tapahtuvan 2022

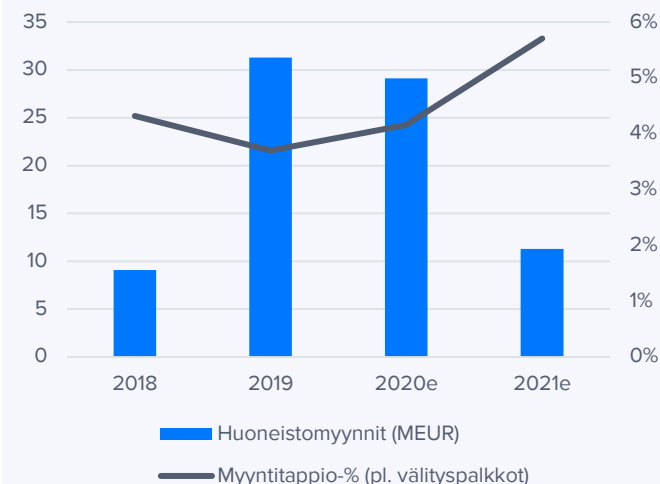
Ennustamme Ovaron kykenevän lyhentämään kuluvana vuonna huoneistomyynneistä vapautuvilla pääomilla ja kassavaroidaan emoyhtiön kallista lainaa tammikuun rahoitusjärjestelyn (2 MEUR) lisäksi noin 5 MEUR:lla. Koko lainan uudelleenrahoituksen odotamme olevan mahdollista kuitenkin vasta 2022, sillä se vaatii näkemyksemme mukaan operatiivisen tuloksen ja kassavirran selkeää parantumista nykyiseltä vaisulta tasoltaan (LTM: operatiivinen tulos 358 TEUR ja liiketoiminnan nettorahavirta -365 TEUR). Ennustamme uudelleenrahoituksen tapahtuvan noin 2 %-yksikköä nykyistä matalammalla korkotasolla.

Huomautamme, että uudelleenrahoitukseen sekä sen hintaan liittyy huomattavaa epävarmuutta ja näkemyksemme mukaaan uudelleenrahoitukselle ei todennäköisesti ole edellytyksiä ilman huoneistomyyntien onnistumista, vuokrausasteen pitävyyttä ja kassavirtaperusteisen tuloksen parantumista. Mikäli uudelleenrahoitus ei onnistuisi, tulisi vuosien 2022-2023 tulosennusteisiimme kohdistumaan selkeitä laskupaineita.

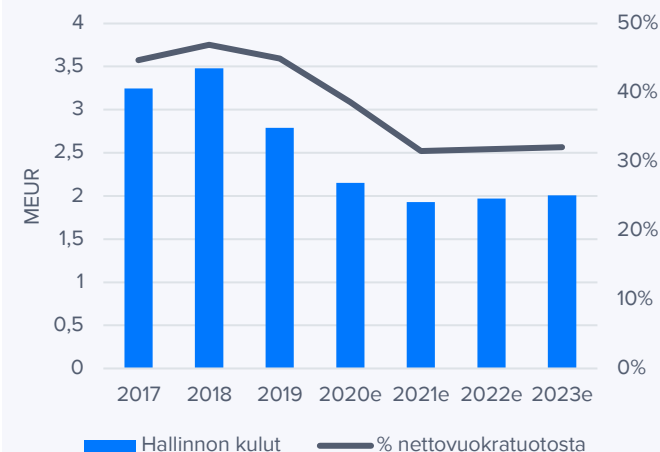
Ajanmukaistamisinvestoinnit kasvavat strategiakaudella merkittävästi

Ennustamme Ovaron ajanmukaistamisinvestointien kasvavan lähivuosina merkittävästi. Yhtiö ei ole avannut strategiakauden ajanmukaistamisinvestointeja tarkemmin, mutta pidämme todennäköisenä, että Ovaro tulee aloittamaan strategiansa mukaisesti tulevana vuosina useita peruskorjaushankkeita.

Huoneistomyynnit



Hallinnon kulut



Ennusteet 3/5

Odotamme Ovaron toteuttavan strategiakaudella 2021-2023 vuosittain linjasaneeraukset Ydintoiminta-salkun suurimpiin lukeutuissa kohteissa. Peruskorjausinvestoinnit olemme arvioineet todennäköisimpänä peruskorjauskohteina pitämiemme kiinteistöjen pinta-alan ja Isännöinti-iltojen esittämien keskimääräisten linjasaneerauskustannusten (740 EUR/m²) peusteella. Olemme oletaneet linjasaneerausten toteutettavan ns. perinteisillä menetelmillä. Ennustamme Ovaron saavan taloyhtiölainaa todennäköisimpinä peruskorjauskohteina pitämiimme kiinteistöihin, mutta huomautamme, että peruskorjausten rahoitukseen liittyy riskiä (s. 19).

Odotamme Ovaron jatkavan myös viime vuonna aloitettuja huoneistoremontteja noin 0,4 MEUR:n edestä vuosittain vuokrauskäytöstä vapautuviin asuntoihin. Edellä mainittujen oletusten perusteella odotamme ajanmukaistamisinvestointien nousevan lähivuosina 2,3-4,3 MEUR:n tasolle (2020e: 2,4 MEUR). Ennustemallissamme tehdyt ajanmukaistamisinvestoinnit heijastuvat täysimääräisinä yhtiön kiinteistöjen arvoon, mikä heijastaa sitä, että johto tekee vain välttämättömiä korjauksia, joista saadaan tuottoa.

Ajanmukaistamisinvestoinnit ovat vuosina 2021-2022 selvästi operatiivista tulosta suuremmat

Edellisillä sivuilla esitettyjä oletuksia heijastellen odotamme Ovaron yltävän vuosina 2021-2022 noin 1,9-2,4 MEUR:n operatiivisen tulokseen (aik. 1,8-2,2 MEUR). Koska yhtiö on viestinyt ottavansa strategiakaudella merkittävästi aiempaa aktiivisemmän roolin olemassa olevan

kiinteistökannan hoitoon, ja koska ennustamme yhtiön aloittavan lähivuosina merkittäviä kiinteistöjen peruskorjauksia, ovat ajanmukaistamisinvestoinnit 2021-2022 ennusteissamme selvästi operatiivista tulosta suuremmat.

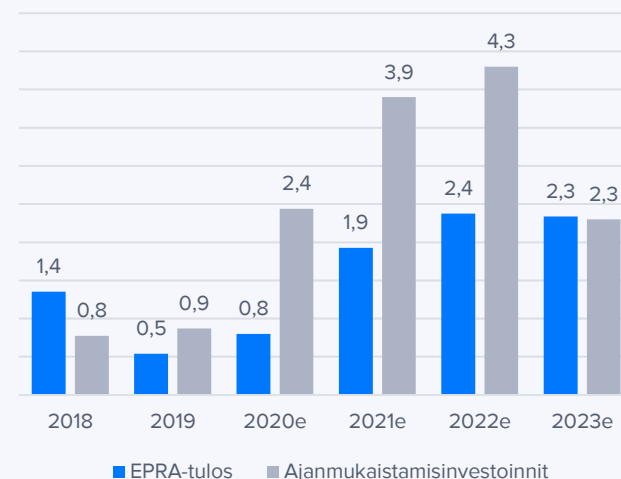
Sijoittajan on hyvä huomioida, että todelliset ajanmukaistamisinvestoinnit voivat poiketa merkittävästikin ennusteistamme, sillä yhtiö ei ole tarkemmin avannut, mihin kiinteistöihin peruskorjaushankkeet strategiakaudella kohdistuvat. Ajanmukaistamisinvestointeihin vaikuttaa merkittävästi myös peruskorjausten laajuus ja peruskorjausten toteutustapa.

Huomautamme myös, että vaikka ennustamme peruskorjausten heijastuvan täysimääräisesti Ovaron omistamien kiinteistöjen arvoon, voi peruskorjauksiin investoitavien pääomien tuotto voi jäädä hyvin heikoksi, sillä kerrostalojen peruskorjaukset eivät Suomessa pääsääntöisesti heijastu täysimääräisesti kiinteistöjen käypään arvoon ja myöskään vuokratasot eivät usein ole korkeampia peruskorjausten jälkeen.

Arvonlasku jatkuu, mutta loivemalla kulmakertoimella

Ovaron omistamien asuntojen arvot laskivat 2015-2019 välillä laskelmiemme mukaan keskimäärin noin 2,4 % vuosittain ja hintakehitys jäi selvästi koko Suomen keskimääräisestä asuntojen hintojen vuotuisesta kehityksestä. Tämä johtui arviomme mukaan erityisesti siitä, että yhtiö omisti paljon muuttotappiopaikkakunnilla sijaitsevia asuntoja.

EPRA-tulos ja ajanmukaistamisinvestoinnit



Ennusteet 4/5

Odotamme Ovaron kiinteistöportfolion arvon laskevan vuosina 2021-2023 keskimäärin 1,0 %:n vuosittain. Ennustamamme arvonlaskun loiventumisen taustalla on Muu toiminta -salkun myynti sekä se, että odotamme yhtiön panostavan strategiakaudella huomattavasti aikaisempaa enemmän kiinteistöjen ylläpitoon ja peruskorjauksiin.

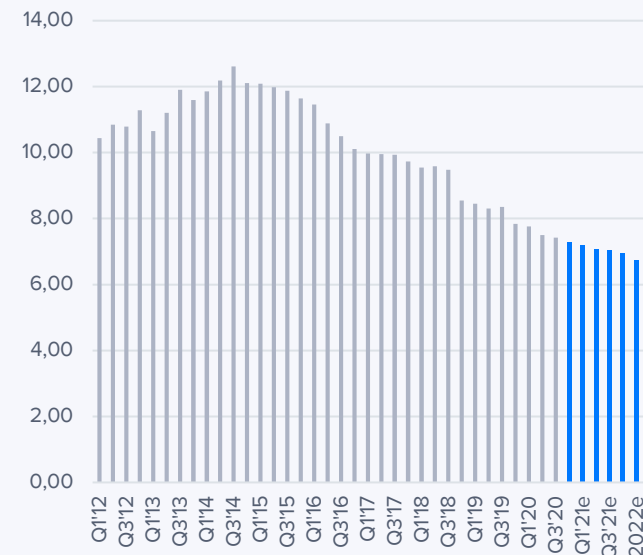
Odotamme osakekohtaisen nettovarallisuuden laskevan lähivuosina

Merkittävistä ajanmukaistamisinvestoinneista (näkyvät käyvän arvon muutoksissa) ja ennustamamme portfolion arvonlaskusta (2021-2023e: -1 % p.a.) johtuen ennustamme Ovaron raportoidun tuloksen olevan lähivuosien osalta tappiollinen ja tämän myötä osakekohtainen nettovarallisuus (EPRA NAV) jatkaa ennusteissamme lähivuodet laskuaan.

Ovaro kertoi joulukuun strategiapäivityksen yhteydessä, että sen tavoitteena on jatkaa strategiakaudella edelleen omien osakkeiden osto-ohjelmia, mikäli se nähdään omistaja-arvoa luovaksi. Emme kuitenkaan ole sisällyttäneet ennusteisiimme omien osakkeiden ostoja (pl. [marraskuussa](#) aloitettu osto-ohjelma), koska arvioimme yhtiön lyhyen aikavälin prioriteetin olevan nykyisen kalliin emoyhtiölainan lyhennyksissä sekä uudelleenrahoituksessa ja koska odotamme yhtiön investoivan lähivuosina merkittävästi nykyisen kiinteistökannan peruskorjauksiin (ajanmukaistamisinvestoinnit > operatiivinen tulos).

Huomautamme kuitenkin, että Ovaro voi kanavoida kiinteistöjen peruskorjauksiin myös selvästi ennustamaamme vähemmän pääomia ja käyttää nämä varat vaihtoehtoisesti omien osakkeiden oston. Yhtiö voi rahoittaa omien osakkeiden ostoja myös Ydintoiminta-salkun heikosti tuottavaa kiinteistöomaisuutta myymällä.

EPRA NAV per osake



Ennusteet 5/5

Tuloslaskelma (MEUR)	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Tuotot vuokraustoiminnasta	12,8	2,9	2,8	2,7	2,6	11,0	2,5	2,4	2,4	2,3	9,6	9,2	9,3	9,4
Hoitokulut	-5,4	-1,7	-1,1	-0,9	-1,3	-4,8	-1,5	-1,2	-0,7	-0,7	-4,0	-3,1	-3,1	-3,2
Nettotuotot	7,4	1,2	1,7	1,8	1,3	6,2	1,0	1,2	1,7	1,6	5,6	6,1	6,2	6,3
Vuokraustoiminnan kulut	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,7	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,5	-0,7	-0,7	-0,7
Hallinnon kulut	-2,6	-0,5	-0,5	-0,4	-0,5	-2,0	-0,6	-0,4	-0,3	-0,3	-1,6	-1,3	-1,3	-1,3
Liiketoiminnan muut tuotot ja kulut	-0,5	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut liiketoiminnan kulut yhteensä	-3,5	-0,7	-0,7	-0,6	-0,6	-2,8	-0,7	-0,5	-0,5	-0,5	-2,2	-1,9	-2,0	-2,0
Tulos ennen käyvän arvon muutoksia ja luovutustuottoja	3,9	0,5	1,0	1,2	0,7	3,4	0,3	0,8	1,2	1,2	3,4	4,2	4,2	4,3
Tulos luovutuksista ja huoneistojen käyvän arvon muutoksista	-12,9	-0,7	-2,1	-0,7	-4,7	-8,2	-0,6	-2,2	-1,3	-2,3	-6,5	-6,0	-5,4	-3,4
Liiketulos	-8,9	-0,2	-1,1	0,5	-4,0	-4,8	-0,3	-1,5	-0,1	-1,2	-3,1	-1,9	-1,2	0,8
Rahoitustuotot ja kulut yhteensä	-2,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-2,9	-0,7	-0,7	-0,6	-0,5	-2,5	-1,8	-1,3	-1,3
Tulos ennen veroja	-11,5	-0,9	-1,9	-0,2	-4,7	-7,7	-1,0	-2,2	-0,7	-1,7	-5,5	-3,6	-2,5	-0,5
Verot	-3,2	0,1	0,3	0,2	0,6	1,3	0,4	0,3	0,4	0,3	1,5	0,7	0,5	0,1
Katsauskauden voitto/tappio	-14,7	-0,8	-1,5	0,0	-4,1	-6,4	-0,6	-1,9	-0,3	-1,4	-4,1	-2,9	-2,0	-0,4
Operatiivinen tulos (EPRA)	1,4	-0,2	0,3	0,5	0,1	0,5	-0,4	0,0	0,6	0,5	0,8	1,9	2,4	2,3
EPRA EPS	0,14	-0,02	0,03	0,05	0,00	0,06	-0,04	0,00	0,07	0,06	0,09	0,21	0,26	0,25
Raportoitu EPS	-0,15	-0,08	-0,16	-0,01	-0,43	-0,68	-0,06	-0,20	-0,03	-0,15	-0,44	-0,32	-0,21	-0,05
Tunnusluvut	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
EPRA NAV	81,9	80,7	78,5	78,1	73,0	73,0	72,3	69,6	68,6	67,0	67,0	64,0	62,0	61,6
EPRA NAV per osake	8,55	8,45	8,31	8,35	7,84	7,84	7,76	7,50	7,42	7,28	7,28	6,97	6,75	6,71

Ennustemuutokset	2020e	2020e	Muutos	2021e	2021e	Muutos	2022e	2022e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	9,6	9,6	0 %	9,6	9,2	-4 %	10,0	9,3	-7 %
Nettotuotot	5,5	5,6	1 %	6,3	6,1	-3 %	6,7	6,2	-8 %
Arvonmuutokset	-7,9	-6,5		-3,0	-6,0		-1,5	-5,4	
Raportoitu tulos	-5,3	-4,1		-0,6	-2,9		1,1	-2,0	
Oper. tulos EPRA	0,7	0,8	15 %	1,8	1,9	7 %	2,2	2,4	6 %
EPRA EPS	0,08	0,09	14 %	0,20	0,21	7 %	0,24	0,26	6 %

Arvonmääritys 1/6

Yhteenveto

Toistamme Ovaron 4,3 euron tavoitehinnan ja vähennä-suosituksemme. Eri arvonmääritysmenetelmiä soveltamalla Ovaron osakkeen arvo vaihtelee 3,3-6,5 € välillä. Leveä haarukka kuvastaa näkemyksemme mukaan saneerausukseen yhä liittyvää epävarmuutta ja haarukan ylälaidan mukainen arvostus heijastelee skenaariota, jossa yhtiö kykenisi saavuttamaan verrokkiyhtiötä vastaavan kannattavuus- ja riskiprofiilin sekä rakentamaan liiketoiminnalle uskottavat kasvunäkymät.

Ovaron saneerausprosessi on ottanut uuden johdon alaisuudessa selkeitä edistysaskeleita, mutta näkemyksemme yhtiön riskitaso on yhä korkea. Saneerauksen onnistumiseen ja kasvuvaiheeseen pääsemiseen liittyy mielestämme edelleen epävarmuutta ja näkyvyys lähivuosien tulostasoon on sumuinen. Näkemyksemme mukaan merkittävä ja perusteltu arvostustason nousu vaatisi taakseen 1) pidempiaikaisia näyttöjä Ydintoiminta-salkun vuokrausasteen pitävyydestä ja kiinteistökannan tuottotason noususta, 2) kassavirtaperusteisen tuloksen ja kassavirran selkeää parantumista nykytasosta, 3) saneerauksen kannalta keskeisen rahoituksen uudelleenjärjestelyn onnistumista sekä 4) uskottavia kasvunäkymiä lähivuosille.

Ovaroon liittyy näkemyksemme mukaan yritysosto-optio, sillä pidämme yhtiön kiinteistöomaisuuden likvidointia edelleen yhtenä mahdollisena skenaariona. Emme pidä tätä lyhyellä aikavälillä kuitenkaan kovin todennäköisenä, sillä yhtiön johto on näkemyksemme mukaan sitoutunut vahvasti saneerausprosessin läpivientiin ja tämän jälkeen kasvu- ja kehitysvaiheeseen siirtymiseen.

Korostamme myös, että mahdolliseen likvidaatioon ja likvidaatioarvoon liittyy huomattavaa epävarmuutta, eikä sijoittajan mielestämme tulisi perustaa mahdollista sijoituspäätöstä yksistään epävarman likvidaatiotilanteen varaan.

Arvostukseen vaikuttavia tekijöitä

Ovaron arvostukseen positiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat näkemyksemme mukaan:

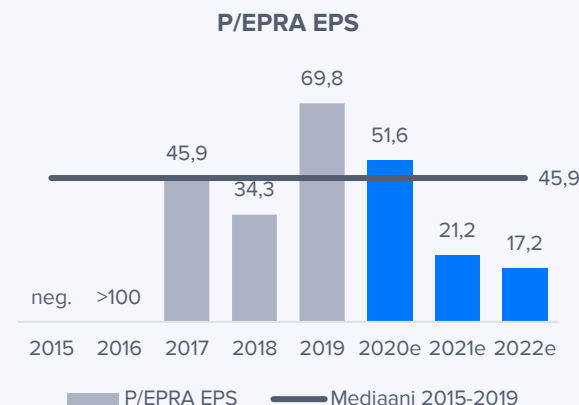
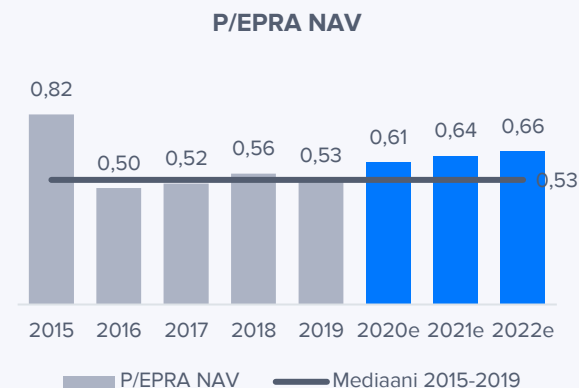
- Vuokraustoiminnan tehostuminen ja Ydintoiminnan vuokrausasteen huomattava nousu
- Tavoitteiden mukaisesti sujuneet Muu toiminta-salkun huoneistomyynnit
- Merkittävästi laskenut velkaantuneisuus
- Hallinnon uudelleenjärjestelyn myötä parantunut kulutehokkuus
- Kevään 2020 kriittisen rahoitusjärjestelyn myötä laskenut riskitaso

Ovaron arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat:

- Kiinteistökannan matala tuottotaso ja huomattava korjausvelka
- Epäedullinen rahoitusrakenne ja emoyhtiön lainan uudelleenrahoitukseen liittyvä epävarmuus
- Riippuvuus asuntomarkkinoista ja yleistoloudellisesta suhdanteesta, koska nämä voisivat hankaloittaa kriittisiä huoneistomyynnejä ja heikentää rahoituksen saatavuutta
- Kiinteistösalkun heikot arvonkehitysnäkymät

Arvostustaso	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	4,45	4,45	4,45
Osakemäärä, milj. kpl	9,21	9,18	9,18
Markkina-arvo	41	41	41
Yritysarvo (EV)	85	79	85
P/EPRA EPS	51,6	21,2	17,2
P/EPRA NAV	0,61	0,64	0,66
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes



Arvonmääritys 2/6

Historiallinen arvostus

Ovaron osakkeen arvostus suhteessa viimeisimpään raportoituun EPRA nettovarallisuuteen on vaihdellut pörssissä 59 %:in alennuksen ja 32 %:n preemion välillä. Koko pörssihistorian aikana arvostustaso on ollut keskimäärin noin 43 % alle NAV:in ja vuosien 2017-2020 heikon tulostason (raportoitu tulos tappiolla) aikana puolestaan noin 47 % alle NAV:in.

Helmikuussa 2021 yhtiötä hinnoitellaan noin 40 % alle Q3'20 lopun EPRA-nettovarallisuuden, emmekä näe nykyisessä NAV-perusteissa arvostuksessa oleellista nousuvaraa. Arvostustason merkittävä nousu vaatisi mielestämme käynnissä olevan saneerauksen onnistunutta läpivientiä, riskitason laskua sekä parempaa näkyvyyttä saneerauksen jälkeiseen tulostasoon.

Huomautamme myös, että ennustamme Ovaron investoivan strategiakaudella aiempaa voimakkaammin nykyisen kiinteistökannan peruskorjauksiin. Huomattavien ajanmukaistamisinvestointien sekä ennustamamme portfolion arvonlaskun myötä odotamme raportoidun tuloksen olevan lähivuosina tappiolla ja tämän myötä osakekohtainen nettovarallisuus jatkaa ennusteissamme laskuaan tulevina vuosina. Historiallisen NAV-alennuksen ja eteenpäin katsovan vuoden 2021 EPRA NAVPS-ennusteemme perusteella osakkeen käypä arvo olisi noin 4,0 euroa.

Arvostus suhteessa verrokkeihin

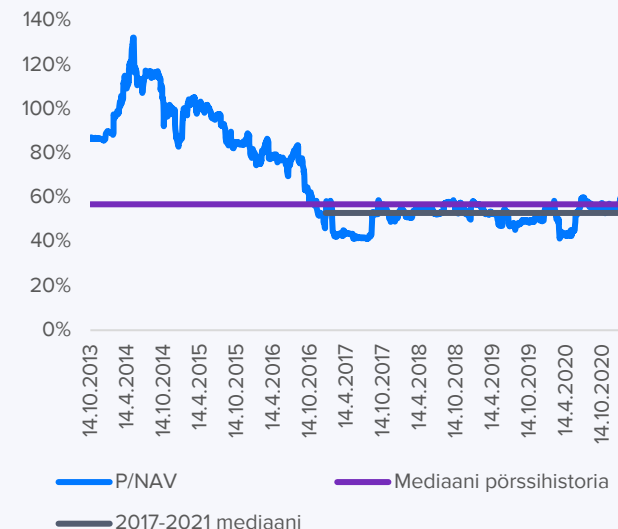
Helsingin pörssin kiinteistösijoitusyhtiöt eivät ole

riski/tuotto-profiililtaan täysin vertailukelpoisia keskenään, koska ne ovat muun muassa keskittyneet hieman toisistaan poikkeaviin kiinteistötyyppeihin. Lisäksi tässä esitetyt suuret verrokkit ovat markkina-arvoltaan merkittävästi Ovaroa suurempia ja niiden likviditeetti on tämän myötä parempi. Näiden syiden takia verrokkien riskiprofiili on jo lähtökohtaisesti matalampi. Pääasiassa näiden syiden takia emme anna arvonnäärityksessämme verrokkiryhmän arvostukselle merkittävää painoarvoa.

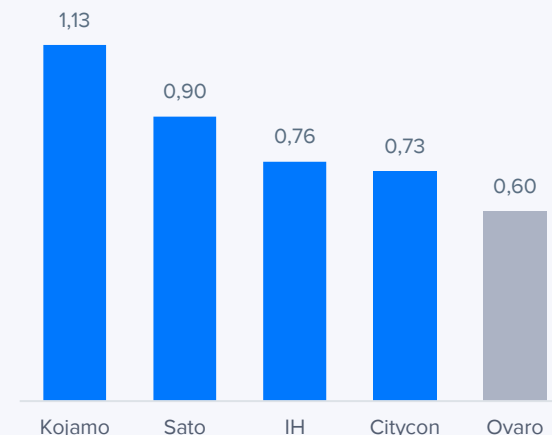
Verrokkiryhmäarvonnääritys antaa mielestämme kuitenkin objektiivisen vertailukohdan Ovaron arvostukselle. Lisäksi se antaa kuvan siitä, mille tasolle Ovaron arvostustaso voisi nousta, mikäli yhtiön kannattavuuskäänne onnistuu. Ovaron verrokkiryhmä oli arvostettu helmikuussa 2021 keskimäärin noin 0,88x P/NAV-kertoimella suhteessa niiden Q3'20 lopun EPRA NAV:iin mikä oli selvästi Ovaron vastaavan tason (0,60x) yläpuolella. Verrokkien operatiivinen kehitys on ollut viime vuosina kuitenkin merkittävästi Ovaroa vahvempaa, sillä verrokkiryhmän keskimääräinen oman pääoman tuotto oli vuosina 2016-2019 keskimäärin 12 %, kun Ovarolla tämä oli -7 % (s. 22).

Ovaron kannattavuuden pitäisi arviomme mukaan nousta lähelle verrokkiryhmää ja riskiprofiiliin laskea, jotta verrokkiryhmän tasoinen NAV-pohjainen arvostus olisi perusteltu. Lisäksi Ovarolla pitäisi mielestämme olla uskottavat kasvunäkymät ja edellytykset investoida kasvuun, jotta verrokkiryhmän kaltaista arvostustasoa voitaisiin perustella Ovarolle. Mikäli yhtiö onnistuisi näissä, niin verrokkiryhmän EPRA-NAV arvostustasolla Ovaron arvoksi muodostuisi 6,5 euroa per osake.

Ovaron P/EPRA NAV päivittäin viimeisimpään NAV:iin



P/EPRA NAV



Huom. Suhteessa viimeisimpään raportoituun EPRA NAV:iin

Ovaron P/EPRA NAV suhteessa verrokkeihin



Arvonmääritys 3/6

Likvidaatioarvo

Olemme arvioineet Ovaron likvidaatioarvoksi 30,0-42,7 MEUR eli 3,3-4,7 euroa osakkeelta. Näkemyksemme likvidiaatoarvosta perustuu Ydintoiminta-salkun velattomaan arvoon mahdollisessa likvidaatiotilanteessa, Muu toiminta-salkun arvioituun myyntitappiotasoon sekä mahdollisessa likvidaatiossa arviomme mukaan syntyviin transaktiokuluihin. Tarkemmat laskelmat on esitetty raportin seuraavilla sivuilla.

Korostamme, että arvioimamme likvidaatioarvo ei ole sama asia kuin näkemyksemme Ovaron osakkeen käyvistä arvosta. Likvidaatioarvo ei anna mitään arvoa esimerkiksi yhtiön mahdollisille tuleville omien osakkeiden ostoille, uusille kiinteistökehityshankkeille tai muille strategisille toimenpiteille, joilla yhtiön johdon on mahdollista kasvattaa omistaja-arvoa.

Ovaron kiinteistöomaisuuden likvidointi on näkemyksemme mukaan edelleen yksi mahdollinen skenaario ja pidämme todennäköisimpänä ostajana mahdollisessa likvidaatiotilanteessa ulkomaista tahoa. Emme pidä likvidaatiota lyhyellä aikavälillä kuitenkaan kovin todennäköisenä, sillä Ovaron johto on näkemyksemme mukaan sitoutunut vahvasti saneerausprosessin läpivientiin ja tämän jälkeen kasvu- ja kehitysvaiheeseen siirtymiseen. Pidämme myös todennäköisenä, että yhtiön aikaisempi pääomistaja IH on kartoittanut ennen marraskuussa toteutettua irtaantumista Ovarolle myös potentiaalisia ulkopuolisia ostajia.

Huomautamme että mahdolliseen likvidaatioon ja likvidaatioarvoon liittyy huomattavaa epävarmuutta, eikä se näkemyksemme mukaan aseta välttämättä

lattiaa osakkeelle ja hyväksyttävälle arvostustasolle. Ovaron osakkeen arvostus voi laskea näkemyksemme mukaan huomattavastikin, mikäli yhtiön asuntojen arvot jatkavat laskuaan ja esimerkiksi saneerauksen kannalta kriittinen uudelleenrahoitus epäonnistuu ja yhtiön riskitaso nousee.

Ulkomaiset sijoittajat ovat olleet viime vuosina Suomessa erittäin aktiivisia

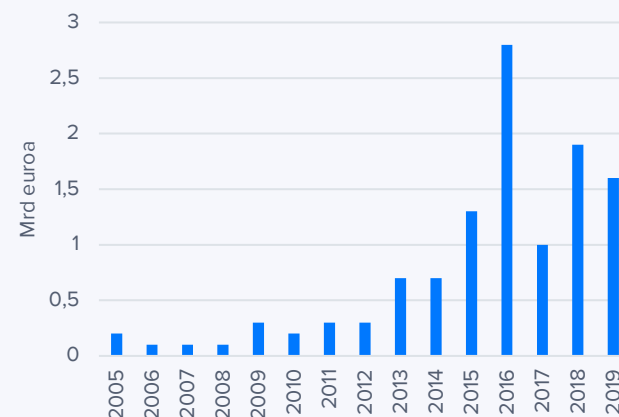
Kiinteistötransaktioaktiiviteetti on ollut viime vuosina vilkasta ja ulkomaisten sijoittajien kiinnostus Suomea ja asuntosijoituksia kohtaan on ollut suurta. Esimerkiksi vuonna 2018 Kojamo myi lähes 1600 asunnosta koostuvan portfolion Morgan Stanley rahastolle ja samana vuonna myös Round Hill Capital hankki lähes 3300 vuokra-asuntoa käsittävän kiinteistöportfolion kotimaiselta Avant Capital Partnersilta. Vuonna 2019 Elo ja OP Ryhmän vakuutusyhtiöt myivät puolestaan lähes 2200 vuokra-asuntoa yhdysvaltalaiselle Starwood Capital Groupille.

Helsingissä prime-asuntojen nettotuottovaatimukset painuivat KTI:n mukaan lokakuussa 2020 historian matalimmalle tasolle 3,4 %:iin. Vaikka nettotuottovaatimukset ovat painuneet prime-kohteissa historiallisen alhaisiksi, on laadultaan ja sijainniltaan heikommissa kohteissa tuottotaso selvästi tätä suurempi. Ydintoiminta-salkun nykyinen nettotuottotaso (Q3'20: 4,8 % eli noin 4,9 MEUR) vastaa arvioimallamme salkun 74-87 MEUR:n likvidaatioarvolla ostajalle noin 5,6-6,6 %:n nettotuottotasoa ja pidämme tätä tasoa periaatteessa mahdollisena salkun huomattava korjausvelka huomidenkin.

Suurimmat ulkomaalaiset asuntosijoittajat Suomessa	Vuokra-asuntojen lkm
Round Hill Capital	~4800
Starwood Capital Group	~2200
Bayerische Versorgungskammer (BVK)	~2100
NREP	~2000
Morgan Stanley'n hallinnoima kiinteistörahasto	~1600
AXA IM:n hallinnoima kiinteistörahasto	~1500
AREIM	~900
Aberdeen Standard Pan-European Residential Property	~800
DWS	~500
Barings Real Estate Advisersin hallinnoima kiinteistörahasto	~300
Catella Wohen Europa	~300

Lähde: KTI

Asuntoportfoliokauppojen transaktiivolyymi



Lähde: KTI

Arvonmääritys 4/6

Olemme jakaneet Ovaron Ydintoiminta-salkun likvidaatioarvoa määritettäessä kolmeen osaan: 1) yksittäisten huoneistojen summana arvotettaviin eli kuluttajille myytäviin kohteisiin, 2) sijoituksena eli kokonaisena kohteena arvotettaviin kohteisiin sekä 3) kohteisiin, joihin liittyy näkemyksemme mukaan selkeää jäänösarvoriskiä. Olemme pyrkineet huomioimaan arvonmäärityksessämme myös portfolioon arviomme mukaan kuuluvat toimitilat.

Huomautamme, että laskelmat perustuvat arvioihimme Ydintoiminnan nykyisistä omistuksista, eivätkä välttämättä vastaa kaikilta osin täysin salkun tämän hetkistä koostumusta. Laskelma sisältää myös lukuisia oletuksia ja näin ollen tuloksiin tulee suhtautua hyvin indikatiivisinä.

Yksittäisten huoneistojen summana arvotettavat Ydintoiminta-salkun kohteet

Yksittäisten huoneistojen summana olemme arvottaneet sellaiset kohteet, joiden kuluttajamyynti olisi näkemyksemme mukaan likvidaatio-skenaariossa järkevässä aikataulussa mahdollista ja joiden arvoon liittyy suhteellisen vähän epävarmuutta. Nämä kohteet ovat pääasiassa joko uudiskohteita ja/tai sijaitsevat suuremmilla paikkakunnilla.

Yksittäisten huoneistojen summana olemme arvottaneet Ydintoiminta-salkkuun käsityksemme mukaan kuuluvat 32 kohdetta, joiden kokonaispinta-ala on arviomme mukaan noin 22 000 m². Olemme arvottaneet kohteet ensisijaisesti samassa talonyhtiöissä tehtyjen kauppojen perusteella (25 kpl), jotka perustuvat kiinteistövälittäjän kauppatilastoon. Mikäli talonyhtiössä ei ole tehty viime vuosina kauppooja,

olemme arvottaneet kohteet joko lähialueen toteutuneiden kauppojen perusteella (2 kpl) tai JLL:n 2017 arviokirjojen mukaisilla neliöhinnoina (4 kpl). Olemme soveltaneet toteutuneisiin kauppahintoihin ja JLL:n arviokirjojen mukaisiin neliöhintoihin +/- 5%:n vaihteluväliä kohteiden mahdollista likvidaatioarvoa haarukoidessa.

Yksittäisten huoneistojen summana arvotettavien kohteiden arvoksi olemme saaneet edellämainittuja menetelmiä soveltamalla **46,8-51,8 MEUR**.

Sijoituksena eli kokonaisena kohteena arvotettavat Ydintoiminta-salkun kohteet

Kokonaisina kohteina olemme arvottaneet sellaiset Ydintoiminta-salkun kohteet, joiden kuluttajamyynti voi näkemyksemme osoittautua haastavaksi tai vähintäänkin aikaa vieväksi kohteiden sijainti ja nykyinen kunto huomioiden.

Kokonaisena kohteena arvottaminen on mielestämme perusteltua seuraavista syistä:

- Kohteet sijaitsevat paikkakunnilla, joissa kokonaisen kohteen myynti kuluttajille yksittäisinä huoneistoina voi kestää hyvinkin pitkään
- Kohteen myynti huoneisto kerrallaan aiheuttaa huomattavia kuluja (välityspalkkiot, hallinnolliset kulut, myyntiajan vuokranmenetykset, kuluttajaostajien mahdollisesti myöhemmin esittämät jälkivaatimukset tai reklamaatiot)
- Kuluttajat eivät välttämättä ole halukkaita ostamaan asuntoa sijoittajaomisteista vuokralasta tai ovat valmiita maksamaan

vähemmän (asunto ei vastaa omistusasuntojen laatutasoa, pääomistaja hallitsee yhtiötä ja korjauksia ja pienomistajan asema voi olla tukala)

Kokonaisina kohteina olemme arvottaneet kaiken kaikkiaan salkkuun arviomme mukaan kuuluvat 18 kohdetta, joista 17 on arviomme mukaan Ovaron enemmistöomistamia. Enemmistöomisteisten kohteiden lisäksi olemme arvottaneet sijoituksena myös yhden vähemmistöomisteisen kohteen, sillä pidämme sen sijoittajamyyntiä mahdollisena. Olemme huomioineet arvonmäärityksessämme kohteisiin arvioimme mukaan mahdollisesti kuuluvat toimitilat. Kohteiden vuokrattava pinta-ala on arviomme mukaan noin 40 000 m².

Kokonaisina kohteina arvotettavat kohteet olemme arvottaneet arvioimamme nettovuokratuoton ja soveltavamme nettotuottovaatimushaarukan perusteella. Nettovuokratuoton olemme määrittäneet kohdekohtaisesti julkisesti saatavilla olevista vuokrailmoituksista laskettujen keskineliövuokrien sekä arvioimiemme hoitokulujen perusteella.

Koska emme ole löytäneet valtaosasta kohteista myynti-ilmoituksia, olemme arvioineet hoitokulut pääasiassa Tilastokeskuksen esittämien ja kohteen rakennusvuotta ja talotyyppiä vastaavien keskimääräisten hoitokulujen perusteella. Huomautamme, että asunto-osakeyhtiöiden todelliset hoitokulut voivat poiketa merkittävästikin käyttämistämme keskimääräisistä hoitokuluista. Keskimääräisten hoitokulujen käyttö antaa mielestämme kuitenkin objektiivisen lähtökohdan likvidaatioarvon määrittämiselle.

Arvonmääritys 5/6

Soveltamamme nettotuottovaatimukset perustuvat subjektiivisiin arvioihimme siitä, millaisella nettotuottovaatimuksella mahdollinen sijoittaja voisi olla likvidaatiotilanteessa valmis kohteet ostamaan. Olemme pyrkineet katsomaan julkisista lähteistä (mm. Sijoitusasunnot.com), millaisella nettotuottovaatimuksilla asuinhuoneistoja on vastaavilla paikkakunnilla sijoitajille myyty tai tarjottu. Korostamme kuitenkin, että käytetyt tuottovaatimukset ovat lopulta kuitenkin täysin subjektiivisia arvioitamme.

Arvioimillamme kohteiden nettovuokratuotoilla ja käyttämillämme nettotuottovaatimuksilla saamme kohteiden arvoksi **25,2-33,4 MEUR**.

Ydintoiminta-salkun kohteet, joihin liittyy mielestämme selkeää jäännösarvoriskiä

Nostimme raportin sivulla 19 esiin viisi kohdetta, joihin liittyy näkemyksemme mukaan selkeää jäännösarvoriskiä. Nämä viisi kohdetta ovat vuokratonttiset Kotkan Vuorenrinne 19, Salon Ristikedonkatu 33 ja Savonlinnan Välimäentie 5-7 sekä omatonttiset Varkauden Onnela ja Porin Pihlavakangas. Kohteet on arvotettu viimeisimmässä julkisesti saatavissa olevassa JLL:n arvonnäärityksessä 8,1 MEUR:oon, mikä vastaa karkeasti noin 7,9 % ydintoimintojen portfolion Q3'20 arvosta.

Koska edellä mainittuihin kiinteistöihin liittyy näkemyksemme mukaan selkeää jäännösarvoriskiä, emme ole antaneet kohteille arvoa likvidaatioarvoa määritettäessä. Huomautamme kuitenkin, että vaikka emme ole antaneet kohteille laskelmassamme arvoa, on niillä silti taloudellinen arvo, koska ne tuottavat yhtiölle vuokratassavirtaa.

Ydintoiminta-salkun muut kohteet

Ydintoiminta-salkkuun kuuluu edellä mainittujen kohteiden lisäksi arviomme mukaan noin 2000 m² edestä toimitiloja. Olemme arvottaneet nämä salkkuun arviomme mukaan kuuluvat toimitilat JLL:n vuoden 2017 arvioikirjojen mukaisilla neliöhinnoin ja saaneet kohteiden arvoksi **noin 2,3 MEUR**. Toimitiloista merkittävin on arviomme mukaan mukaan As Oy Jyväskylän Kruunutori, joka on käsityksemme mukaan vuokrattu Keski-Suomen sairaanhoitopiirille. Kohteen pinta-ala on arviomme mukaan noin 1200 m² ja sen arvo oli JLL:n viimeisimmässä vuoden 2017 arvonnäärityksessä noin 1,6 MEUR.

Huomautamme, että kohteiden arvostukseen liittyy osaltaan epävarmuutta, sillä toimitilojen arvot ovat tyypillisesti hyvin vahvasti sidoksissa niiden vuokrasopimuksiin.

Arviomme Ydintoiminta-salkun likvidaatioarvon olevan noin 74-87 MEUR

Edellä esitettyjen oletustemme perusteella olemme saaneet Ydintoiminta-salkun velattomaksi arvioksi mahdollisessa likvidaatiotilanteessa noin **74,3-87,4 MEUR**. Yksittäisten huoneistojen summana arvotetut kohteet muodostavat arvosta noin 59-63 %, kokonaisuutena kohteena arvotetut kiinteistöt noin 34-38 % ja toimitilat noin 3 %. Huomautamme, että edellä esitetty arvio ei huomioi mahdollisessa likvidaatiotilanteessa syntyviä transaktiokuluja ja käsittelemme ne erikseen seuraavalla sivulla.

Arvonmääritys 6/6

Arviomme Ovaron likvidaatioarvon olevan noin 3,3-4,7 euroa osakkeelta

Likvidaatioarvoa määritettäessä olemme olettaneet ennusteidemme mukaisesti, että Ovaro kykenee myymään Muu toiminta-salkun (Q3'20: 19,8 MEUR) noin 5 %:n tappiolla tasearvoon nähden ja saamaan myynneistä noin **18,8 MEUR**:n velattomat kauppahinnat.

Transaktio- ja muiden kulujen osalta olemme olettaneet, että Ovaro maksaa Ydintoiminta-salkun yksittäisinä huoneistoina myytävistä kohteista noin 3 %:n välityspalkkiot ja kokonaisina kohteista myytävistä noin 2 %:n transaktiokulut. Muu toiminta-salkun osalta olemme olettaneet välityspalkkioiden olevan noin 3 %. Välityspalkkioiden lisäksi olemme sisällyttäneet likvidaatiokuluihin myös emoyhtiön lainan

ennenaikaisesta takaisinmaksusta aiheutuvat kulut, joiden olemme arvioineet olevan karkeasti noin 0,5 MEUR. Näiden oletusten perusteella saamme transaktiokuluiksi kokonaisuudessaan noin **3,0-3,3 MEUR**.

Kun arvioimastamme kiinteistöportfolion likvidaatioarvosta vähennetään edellä esitetyt transaktiokulut sekä syyskuun Q3'20 lopun 60,2 MEUR:n nettovelka, saadaan Ovaron likvidaatioarvoksi noin **30,0-42,7 MEUR** eli noin **3,3-4,7 euroa** osakkeelta. Laskennallinen verovelka (Q3'20: 0,8 MEUR) ei tässä skenaariossa pääsee realisoitumaan, koska kiinteistöt myydään alle niiden alkuperäisen hankintahinnan.

Likvidaatioarvo (Inderes arvio)	Vaihteluväli		
Yksittäisten huoneistojen summana arvotetut Ydintoiminnan kohteet	46,8	-	51,8
Kokonaisena kohteena arvotetut Ydintoiminnan kohteet	25,2	-	33,4
Muut tilat	2,3	-	2,3
Ydintoiminta yhteensä	74,3	-	87,4
Muu toiminta (5 % alle tasearvon)	18,8	-	18,8
Kiinteistöportfolio yhteensä	93,2	-	106,2
Transaktio- ja muut kulut	-3,0	-	-3,3
-Nettovelat	-60,2	-	-60,2
Likvidaatioarvo (MEUR)	30,0	-	42,7
Likvidaatioarvo per osake	3,3	-	4,7

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 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 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), 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 jakaamaan 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 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 sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
18.2.2019	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 €
2.2.2020	Vähennä	4,30 €	4,45 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömme 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 Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa inderes.fi



**STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV**



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**