

# CITYCON

**Arviolausunto** 31.3.2008



# 1. ARVIOINTIMENETELMÄ

Realia Management on määrittänyt Citycon Oyj:n kiinteistösalkun markkina-arvon laskennan arvopäivän ollessa 31.3.2008. Arviointimenetelmänä käytettiin pääsääntöisesti 10 vuoden kassavirtamenetelmää. Rakentamattomissa tonteissa tai selkeissä kaavamuu-  
toskohteissa, markkina-arvo on määritelty voimassa olevan asemakaavan mukaisen rakennusoikeuden määrän perusteella.

## 1.1 Kassavirtamenetelmä

Laskennassa on kunkin tilan vuokratuotannon osalta huomioitu vuokrasopimusten mukaiset vuokrat. Vuokratuotannon jälkeiseltä ajalta on vuokrana käytetty Realia Managementin arvioimaa markkinavuokratasoa. Vuokratuotto (brutto) on saatu laskemalla yhteen vuokrasopimusten mukainen vuokratuotto ja tyhjen tilojen käyvillä vuokrilla laskettu tuottopotentiali. Efektiiivinen vuokratuotto (brutto) on saatu vähentämällä vuokratuotannon jälkeisen vuokrausajan markkinavuokra sekä uudelleenvuokrauksen jälkeiseltä ajalta rakenteellinen markkinavuokraperusteinen vajaakäyttö. Nettotuotto 1 (NOI1, nettotuotto ennen peruskorjauksia) on saatu vähentämällä edelleen juoksevat hoitokulut ja vuokralaisparannukset. Vähentämällä edelleen peruskorjaustyyppisten korjausten ja investointien arvo on saatu nettotuotto 2 (NOI2, nettotuotto peruskorjausten jälkeen). Kassavirtojen nykyarvo on laskettu diskonttaamalla NOI2 nykyhetkeen.

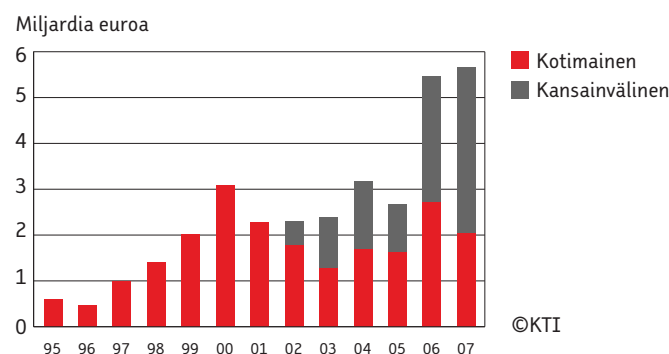
Jäännösarvo kassavirtakauden lopussa on laskettu pääomittamalla 11. vuoden (normivuosi) nettotuotto päätearvon tuottovaateella (exit yield). Kiinteistön kokonaisarvo on saatu laskemalla yhteen kassavirtakauden vuosittaisen netto-kassavirtojen nykyarvot sekä tarkasteluhetkeen diskontattu jäännösarvo ja muut mahdolliset lisäarvot kuten käyttämättömän, hyödynnettävissä olevan rakennusoikeuden arvo.

Kaikki käytetyt parametrit on arvioitu Realia Managementin toimesta perustuen yleiseen markkinatietouteen ja yksittäisiin markkinahavaintoihin, kuten kiinteistökaupat ja -vuokrat sekä muut markkinahavainnot. Lähtötietojen määrittelyssä on tehty yhteistyötä Cityconin kanssa mahdollisimman kuranttien lähtötietojen saavuttamiseksi, mutta laskelmissa lopulta käytettyjen parametrien valinta on ollut Realia Managementin vastuulla.

## 1.2 Realia Management: Markkinatilanne

Suomen kiinteistömarkkinan kokonaiskaupankäyntivolyymi on vuoden 2008 ensimmäisen vuosineljänneksen osalta noin kaksi miljardia euroa. Tämä on selkeästi enemmän kuin edeltävien vuosien ensimmäisten vuosineljänneksien volyymi. Vuosi sitten (Q1/2007) ensimmäisellä vuosineljänneksellä tehtiin toimitilakauppoja noin 1,7 miljardilla eurolla ja vuonna 2006 (Q1/2006) vastaavana aikana vain noin 0,6 miljardilla eurolla. Kuluvan vuoden ensimmäisen vuosineljänneksen merkittävimmät yksittäiset kaupat ovat olleet CapManin hankkima hotellisalkku (arvo 805 miljoonaa euroa) ja Protego Investorsin Kampin kauppakeskuksen kauppa (arvo 452 miljoonaa euroa). Muita merkittäviä kauppia ovat olleet Carlylen Tapiolalta ostama toimistosalkku (216 miljoonaa euroa) sekä transaktio, jossa Citycon myi 40 prosentin osuuden kauppakeskus Isosta Omenasta Singaporen valtiolliselle sijoitusyhtiölle GIC Real Estate:lle (132 miljoonaa euroa).

### Kaupallisten kiinteistöjen kaupankäyntivolyymi 1995-2007



Yleiseurooppalainen kiinteistösijoitusmarkkinatrendi on ollut hyvin samankaltainen kuin Suomessa. Euroopan toimitilamarkkinan kaupankäyntivolyymi vuonna 2007 oli kaikkiaan noin 246 miljardia euroa ja markkinalla saavutettiin 6,3 % kokonaisympäryksen nousu huolimatta rahoitusmarkkinoiden epävarmuuksista. On kuitenkin syytä huomioida, että Iso-Britannian ja muun Euroopan kiinteistömarkkinat erosivat toisistaan huomattavasti. Britanniassa rahoitusalan turbulenssi realisoitu selvästi myös kiinteistömarkkinoilla ja kiinteistöinvestointien kokonaisuus vuonna 2007 laski 9 prosenttia vuodentakaisesta asettuen lopulta 77,2 miljardiin euroon. Muissa Euroopan maissa tunnelma markkinoilla säilyi positiivisena ja kiinteistöinvestointien määrä lisääntyi noin 15 prosenttia vuoteen 2006 verrattuna. Itse asiassa valtaosassa Manner-Euroopan maista saavutettiin uusi kaupankäynnin ennätystaso vuonna 2007.

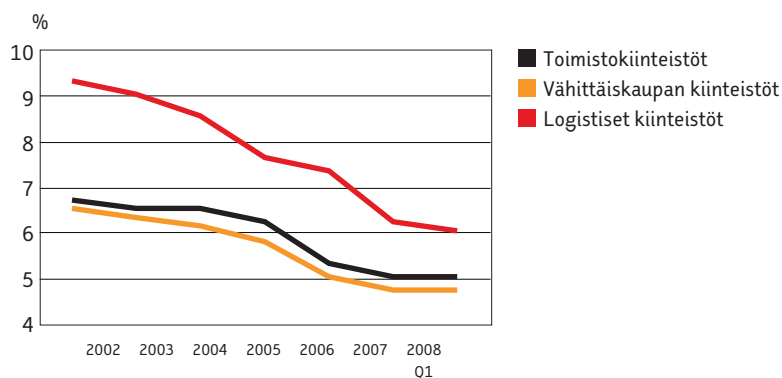
Kansainvälinen kaupankäynti säilyi merkittävänä osana Eurooppalaista kiinteistömarkkinaa ja 55 prosentissa kaupoista (arvo) kiinteistö myytiin ulkomaalaiselle ostajalle. Yhdysvaltalaiset sijoittajat säilyivät merkittävimpänä kansallisuutena kansainvälisissä kaupoissa, mutta Eurooppalaisten sisäiset kaupat kasvoivat suhteessa eniten. Eurooppalaisista kansallisuuksista brittiläiset ja saksalaiset sijoittajat olivat kaikkein aktiivisimpia oman maansa rajojen ulkopuolella. Euroopan ulkopuolisia ostajia tarkasteltaessa huomio kiinnittyy Kauko-Idästä lähtöisin olevien sijoittajien kasvavaan osuuteen Euroopassa toteutuvista kiinteistökaupoista, jotka kaksinkertaistivat kaupankäyntivolyyminsa noin kolmeen miljardiin euroon vuonna 2007. Merkittävin sijoittaja tässä joukossa oli Singaporen valtiollinen sijoitusyhtiö GIC kahden miljardin euron osuudellaan. GIC osti myös 40 prosentin osuuden kauppakeskus Isosta Omenasta Cityconilta helmikuussa 2008.

Realia Management uskoo aasialaisten sijoittajien edelleen kasvattavan osuuttaan Euroopan kiinteistömarkkinoilla vuonna 2008. Erityisesti valtiolliset sijoitusyhtiöt tulevat allokoimaan varallisuuttaan entistä voimakkaammin kiinteistöihin. Muista markkinaosapuolista, uskomme saksalaisten kiinteistörahastojen olevan aktiivisia kuluvaan vuoteen aikana. Yhteistä näille toimijoille on korkea oman pääoman aste sijoituksissa. Toistaiseksi lähinnä Britanniassa on koettu voimakasta kiinteistömarkkinan heikkenemistä, Manner-Euroopan ja Skandinavian säilyessä edelleen kohtuullisen aktiivisina. Rahoittajien kasvavien ongelmien myötä korkean oman pääoman asteen omaavien sijoittajien markkina-asema tulee vahvistumaan ja tämä muutos tulee myös osin laskemaan kiinteistöjen arvoja. Emme kuitenkaan usko muun Euroopan osalta Britannian kaltaiseen radikaaliin korjausliikkeeseen. Makrotalouden näkymät tulevat olemaan keskeisessä roolissa kiinteistömarkkinoilla ja sijoittajien fokus tulee jälleen kohdistumaan entistä vahvemmin perusasioihin - vuokra- ja tuottoasteiden kehittämiseen - kiinteistösijoituksia suunniteltaessa.

### 1.3 Markkinatilanne

Vuoden 2008 ensimmäisen kvartaalin aikana Suomen kiinteistömarkkinoille ovat olleet tyypillisiä erittäin suuret yksittäiset kaupat. Samalla kiinteistökauppojen volyymi toteutuneiden kauppojen lukumäärällä laskettuna on laskenut. Tämä kuvaa vallitsevaa markkinatilannetta, missä epävarmuus yleisesti ottaen on lisääntynyt, mutta hyviin kiinteistöihin edelleen kohdistuu merkittävää kysyntää. Sekä sijoittajat että rahoittajat huomioivat ja hinnoittelevat yksittäisiin kiinteistöihin kohdistuvat riskit entistä tarkemmin rahoitusmarkkinoiden epävarmuuden tuoman varovaisuuden myötä. Samalla B ja C kategorian kiinteistöjen arvot ovat laskeneet ja myyjät ovat näissä kohteissa joutuneet tarkistamaan pyyntihintojaan vuoden takaisista huippulukemista maltillisemmalle tasolle. Osittain tämä on viivytännyt tai jopa peruuttanut kiinteistökauppoja. Samalla kuitenkin huippukohteiden kysyntä on pitänyt niiden arvon ennallaan. Taustalla on rahoittajien kiinnostus matalan riskin kohteisiin. Hyvä esimerkki huippuluokan kohteiden markkinatilanteesta on Kampin kauppakeskuksen toteutunut kauppahinta.

#### Prime-kohteiden tuottovaatimukset Helsingissä



Suomessa toimii yli 70 kansainvälistä kiinteistösijoittajaa ja niiden markkinaosuus kokonais-kaupankäynnistä oli noin 64 prosenttia vuonna 2007. Kansainvälisten sijoittajien suhteellinen osuus on kuitenkin alkanut laskea kuluneen vuoden aikana ja uskomme tämän trendin jatkuvan myös vuonna 2008. Pääomasijoittajien suhteellinen markkina-asema on parantunut ja täten kotimaiset institutionaaliset sijoittajat ja rahastot ovat nostaneet aktiivisuuttaan. Ulkomaisista toimijoista Saksalaiset ja Pohjoismaalaiset kiinteistörahastot ovat olleet viime aikoina aktiivisia. Vastaavasti suurella lainaosuudella operoineet toimijat ovat vähentäneet kaupankäyntiaktiivisuuttaan.

Vuoden 2007 mittaan nähtiin ensimmäiset ensimmäisen aallon ulkomaisten sijoittajien poistumiset Suomen markkinoilta. Uskomme saman jatkuvan myös kuluvaan vuoteen aikana. Viime vuosina olemme tottuneet näkemään kauppoja, joissa sekä ostaja että myyjä ovat olleet ulkomaalaisia. Vuoden 2008 aikana uskomme näkevämme yhä enemmän kauppoja, joissa myyjä on ulkomainen ja ostaja kotimainen toimija.

Suomen liiketilamarkkinassa hyviin liiketilasijainteihin ja liiketiloihin suurissa kaupungeissa kohdistuu edelleen kovaa kysyntää. Eurooppalaiset liikeketjut ja liiketiloihin investoivat sijoittajat ovat selvästi lisänneet markkinan elinvoimaisuutta tässä kiinteistöalan osamarkkinassa viime vuosien aikana. Suomen liiketilamarkkinalle on tyypillistä kauppakeskusten ja hypermarkettien vahva asema. Vastaavasti keskustan liikekatujen (ns. highstreet) merkitys Suomessa on vähäisempi kuin valtaosassa muita Euroopan maita. Edelleen Suomelle on tyypillistä vahvojen kotimaisten kaupan alan toimijoiden Keskon, S-Ryhmän ja Traden asema. Samalla kansainvälisten liikeketjujen ja vähittäiskaupan toimijoiden läsnäolo on jäänyt Eurooppalaisittain matalalle tasolle, joka vertautuu lähinnä Itäisen Euroopan maihin kuten Slovakia, Bulgaria tai Ukraina. Tämä trendi on osittain havaittavissa myös muissa Pohjoismaissa ja eräs tuleva suuntaus voi hyvinkin olla kilpailun kiristyminen suurten kansainvälisten toimijoiden tarkastellessa panostuksiaan näissä maissa.

Realia Management Oy on suorittanut arvioinnin pohjautuen vallitsevaan markkinatilanteeseen. Laskennassa käyttämämme parametrien taso edustaa käypää markkinatasoa, josta on rajattu pois epänormaali ja kohtuuton markkinakäyttäytyminen.

## 1.4 Kehityshankkeet

Kehityskohteet on arvioitu käyttämällä tätä tarkoitusta varten kehitettyä projektilaskentamallia. Tätä laskentamallia on käytetty tilanteissa, joissa 1) on olemassa Cityconin hallituksen päätös kehityshankkeesta ja 2) käytettävissä on tarpeeksi tietoa hankkeesta, jotta luotettava arviointi on mahdollista toteuttaa. Vaadittava informaatio käsittää mm. projektisuunnitelman, useampia allekirjoitettuja projektinjälkeisiä vuokrasopimuksia ja tietoa kohteen kokonaisinvestoinneista. Lopullisen päätösvalta projektimallin käyttämisestä on arvioijalla.

Projektimalli on 10 vuoden kassavirtatarkastelu, joka huomioi myös hankkeen tulevat investoinnit sekä muuttuvat tilaratkaisut ja tulokassavirrat kehitysprojektin jälkeen. Siinä huomioidaan nykyiset kassavirrat kehitysvaiheeseen saakka, ja siirrytään kehityshankkeen jälkeiseen uuteen tilanteeseen rakentamisvaiheen jälkeen.

Projektimallia käytettiin ensimmäisessä kvartaalissa kahden kohteen arvioinnissa. Nämä kohteet olivat kauppakeskus Lahden Trio sekä kauppakeskus Rocca Al Mare Tallinnassa.

Muut mahdolliset kehityshankkeet jätettiin huomioimatta arvioinnissa. Näissä kohteissa arviointi perustui vallitsevaan tilanteeseen ja vallitsevaan vuokratuottoon. Kaikki kohteet on arvioitu lähtökohtaisesti voimassa olleen kaavatilanteen perusteella.

## 2. TULOKSET

Cityconin kiinteistöportfolio koostuu sekä arvoltaan että laadultaan heterogeenisistä kohteista. Portfolion kokonaisarvo on määritetty laskemalla yhteen yksittäisten kohteiden markkina-arvot. Arvioinnin tulos ja sen jakautuminen maittain ja osa-alueittain esitetään tässä kappaleessa. Portfoliota on kokonaisuuden lisäksi tarkasteltu maantieteellisen jakauman mukaan pienemmissä osissa.

Valtaosa portfolion arvosta muodostuu kauppakeskuksista. Eryteisesti Suomessa Cityconilla on vahva osuus kauppakeskusmarkkinasta, yhtiön omistaessa viisi Suomen kahdestakymmenestä suurimmasta kauppakeskuksesta. Maantieteellisesti kohteet jakautuvat Suomessa tasaisesti ja noin 44 prosenttia portfolion arvosta muodostuu pääkaupunkiseudun ulkopuolella sijaitsevista kohteista.

Portfolion markkina-arvossa ei ole tapahtunut suurta muutosta verrattuna tilanteeseen vuoden 2007 lopussa. Kohteiden tuottovaateet ovat osin nousseet markkinatilanteen myötä, mutta tätä muutosta ovat kompensoineet pääosin ensimmäiseen kvartaaliin ajoittuvat indeksoinnista aiheutuvat vuokrankorotukset. Tässä kvartaalissa on arvioitu yksi uusi kiinteistö ensimmäistä kertaa, eli Lentolan liikekeskus Kangasalalta. Mikäli Lentolaa ei huomioida on portfolion kokonaisarvo noussut alle yhden prosentin edelliseen arviokertaan (2007 Q4) verrattuna.

### 2.1 Kiinteistöportfolio

Kohteiden lukumäärä portfoliossa on säilynyt ennallaan. Lentola arvioitiin nyt ensimmäistä kertaa, mutta Pukinmäen liikekeskus on myyty vuoden ensimmäisen kvartaalin aikana ja on täten tippunut pois tarkastelusta. Noin 71 prosenttia portfolion arvosta muodostuu Suomen kohteista.

Suomen kohteiden arviointiparametreissa ei ole tapahtunut merkittäviä muutoksia. Ruotsin kohteista hyvin monessa on meneillään olevia kehityshankkeita tai -suunnitelmia. Kehittämisen myötä markkinavuokrat ovat olleet tasaisessa kasvussa. Vuoden 2007 lopputilanteeseen verrattuna tuottovaatimukset ovat nousseet eniten Baltian maissa. Tämä johtuu osin epävarmuuden lisääntymisestä kyseisillä markkinoilla ja osin muuttuneesta arviointimetodista Rocca Al Maren kauppakeskuksen osalta. Tässä kvartaalissa Rocca Al Mare arvioitiin ensimmäistä kertaa ns. projektimallilla, tarkoittaen että kohteessa käynnissä oleva kehityshanke on huomioitu arvioinnissa.

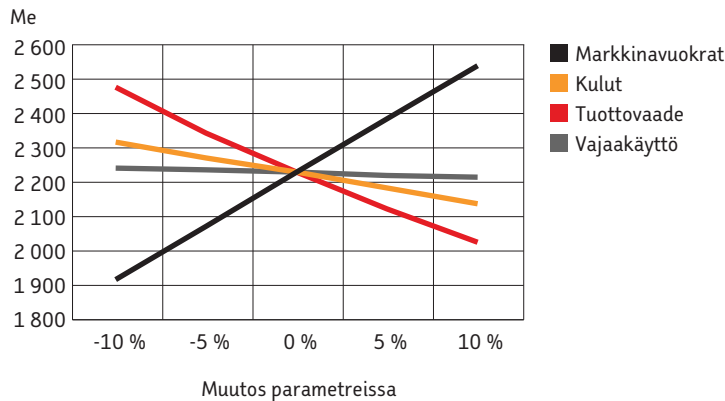
Painotetut keskiarvot on laskettu suhteessa kohteiden arvoon. Tuottovaateen painotettu keskiarvo on noussut 5,7 prosenttiin (5,6 % Q4 2007) markkinatilanteen muutoksen myötä. Keskimääräiset neliövuokrat ovat nousseet 0,2 EUR/m<sup>2</sup>/kk ja hoitokulut 0,1 EUR/m<sup>2</sup>/kk verrattuna vuoden 2007 lopputilanteeseen.

**Kiinteistöomaisuus, 31.3.2008**

31.3.2008	Nettotuotto- vaatimuksen painotettu keskiarvo (%)	Markkinavuokran painotettu keskiarvo euroa/m <sup>2</sup> /kk	Hoitokulujen painotettu keskiarvo euroa/m <sup>2</sup> /kk	Markkina- arvo, Me
<b>Kiinteistöomaisuus</b>				
Suomi	5,7 %	21,1	4,7	1 588,2
Ruotsi	5,4 %	13,5	4,1	523,0
Baltia	6,6 %	19,5	4,6	112,0
<b>Yhteensä</b>	<b>5,7 %</b>	<b>19,2</b>	<b>4,6</b>	<b>2 223,4</b>
<b>Suomi</b>				
<b>Pääkaupunkiseutu</b>				
Kauppakeskukset	5,2 %	25,4	5,8	730,7
Muut kiinteistöt	6,6 %	14,4	3,2	141,2
<b>PKS yhteensä</b>	<b>5,4 %</b>	<b>23,7</b>	<b>5,4</b>	<b>871,9</b>
<b>Muu Suomi</b>				
Kauppakeskukset	5,8 %	20,2	4,5	535,8
Muut kiinteistöt	6,7 %	11,4	2,3	180,5
<b>Muu Suomi yhteensä</b>	<b>6,0 %</b>	<b>18,0</b>	<b>3,9</b>	<b>716,3</b>
<b>Ruotsi</b>				
<b>Tukholman alue ja Uumaja</b>				
Kauppakeskukset	5,3 %	14,1	4,2	408,1
Muut kiinteistöt	5,5 %	12,9	2,3	22,9
<b>Yhteensä</b>	<b>5,3 %</b>	<b>14,1</b>	<b>4,1</b>	<b>431,0</b>
<b>Göteborgin alue</b>				
<b>Yhteensä</b>	<b>5,9 %</b>	<b>11,0</b>	<b>3,7</b>	<b>92,0</b>
<b>Baltia</b>				
<b>Yhteensä</b>	<b>6,6 %</b>	<b>19,5</b>	<b>4,6</b>	<b>112,2</b>

### 3. HERKKYYSANALYYSI

Portfolion markkina-arvon herkkyyttä on analysoitu muuntelemalla merkittävimpiä laskennan parametrejä. Tarkastelussa mukana olevat parametrit ovat tuottovaade, vuokratuotto, kokonais-kulut ja pitkän aikavälin vajaakäyttöaste. Kokonaiskulut sisältävät sekä hoitokulut että pitkän aikavälin keskimääräisen korjauskulun. Vertailu- ja lähtökohtana käytettiin portfolion nykyistä markkina-arvoa. Markkina-arvon herkkyyttä analysoitiin muuttamalla yhden parametrin arvoa kerrallaan ja laskemalla portfoliolle vastaava uusi markkina-arvo. Alla oleva kuvaaja osoittaa herkkyyksanalyysin tuloksen.



Tulos osoittaa, että portfolion markkina-arvo on kaikkein herkin tuottovaateen ja vuokratuoton muutoksille. Mikäli tuottovaadetta lasketaan kymmenen prosenttia, kokonaisuuden markkina-arvo nousee noin 11 prosenttia. Vastaavasti kymmenen prosentin nousu vuokratuotoissa nostaa markkina-arvoa noin 14 prosenttia. Markkina-arvo ei ole erityisen herkkä kulujen eikä vajaakäyttöasteen muutoksille. Kymmenen prosentin muutos kuluissa laskee portfolion kokonaisarvoa noin neljä prosenttia, kun taas kymmenen prosentin muutos vajaakäyttö-asteessa vaikuttaa kokonaisarvoon alle yhden prosentin.