

CITYCON

Arviolausunto 30.6.2008



1. ARVIOINTIMENETELMÄ

Realia Management on määrittänyt Citycon Oyj:n kiinteistösalkun markkina-arvon laskennan arvopäivän ollessa 30.6.2008. Arviointimenetelmänä on käytetty pääsääntöisesti 10 vuoden kassavirtamenetelmää. Rakentamattomien tonttien sekä selkeiden kaavamuutoskohteiden osalta markkina-arvo on määritelty voimassa olevan asemakaavan mukaisen rakennusoikeuden määrän perusteella.

1.1 Kassavirtamenetelmä

Laskennassa on kunkin tilan vuokrakauden osalta huomioitu vuokrasopimusten mukaiset vuokrat. Vuokrakauden jälkeiseltä ajalta on vuokrana käytetty Realia Managementin arvioimaa markkinavuokratasoa. Vuokrantuottokyky (brutto) on saatu laskemalla yhteen vuokrasopimusten mukainen vuokratuotto ja tyhjen tilojen käyvillä vuokrilla laskettu tuottopotentiaali. Efektiivinen vuokratuottokyky (brutto) on saatu vähentämällä vuokrakauden 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.

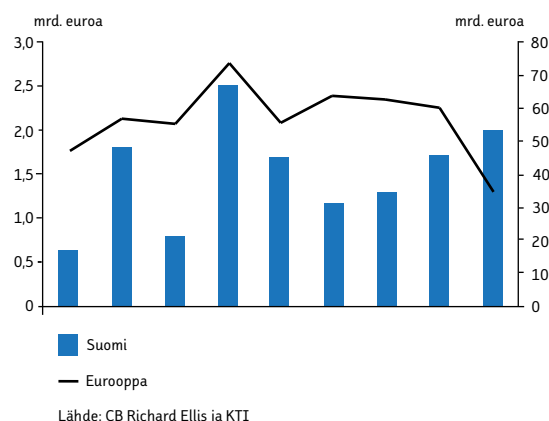
Jäännösarvo kassavirtakauden lopussa on laskettu pääomittamalla 11. vuoden (normivuosi) nettotuotto päätearvon tuottovaateella (exit yield). Kiinteistön kokonaisarvo on saatu laskemalla yhteen kassavirtakauden vuosittaisten nettokassavirtojen nykyarvot sekä tarkasteluhetkeen diskontattu jäännösarvo ja 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 -vuokraukset sekä muut markkinahavainnot. Lähtötietojen määrittelyssä on tehty yhteistyötä Cityconin kanssa mahdollisimman kuranntien lähtötietojen saavuttamiseksi, mutta laskelmissa lopulta käytettyjen parametrien valinta on ollut Realia Managementin vastuulla.

1.2 Realia Management: Markkinatilanne

Suomen kiinteistömarkkina on rauhoittunut selvästi vuoden 2008 toisen vuosineljänneksen aikana. Yhdysvalloista alkunsa saanut kansainvälinen rahoitusmarkkinakriisi on lopullisesti rantautunut myös Suomeen ja aiheuttanut huomattavia ongelmia kiinteistöjen kaupankäyntiin. Saatavilla olevan rahoituksen määrä on laskenut ja samalla lainaehdot ovat kiristyneet selvästi. Nämä muutokset ovat erittäin merkittäviä vahvasti vieraan pääoman varassa toimivilla kiinteistömarkkinoilla. Vieraan pääoman kallistuminen ja lainan vähentyvä määrä merkitsevät korkeampia tuottovaateita uusissa kiinteistökaupoissa. Kun samalla potentiaaliset myyjät ovat usein ostaneet kiinteistönsä matalammalla tuotolla (korkeammalla hinnalla), eivät myyjien ja ostajien intressit ole kohdanneet. Vuoden 2008 toisen vuosineljänneksen kaupankäyntivolyyymi tulee jäämään matalimmalle vuosineljännekselle muutama vuoteen. Tämän hetken ennusteet toisen vuosineljänneksen osalta liikkuvat selvästi alle yhden miljardin euron tasossa.

Transaktiivolyyymi vuosineljänneksittäin Q1 2006 - Q1 2008 vertailu Suomi - Eurooppa



Rahoitusolosuhteiden muutos on vaikuttanut erityisesti suurten yksittäisten kiinteistöjen ja useista kiinteistöistä muodostuvien kiinteistösalkkujen kaupankäyntiin. Juuri nämä kyseiset kaupat ovat hallinneet myös Suomen kiinteistömarkkinaa huippuvuosina 2006 ja 2007 ja muodostaneet valtaosan kokonaiskaupankäyntivolyyymistä. Kasvava epävarmuus on ajanut useat markkinaosapuolet odottavalle kannalle ja mikäli kaupankäyntiin ei ole ollut pakottavaa tarvetta on päätöksentekoa lykätty loppuvuoteen 2008 tai

alkuvuoteen 2009. Toisaalta myös, muuttuvaan markkinatilanteeseen tyypillisesti, muutoksen suuruus on koettu markkinoilla osin eri tavoin ja täten myyjien odotukset ja ostajien tarjoukset eivät ole täysin kohdanneet.

Toistaiseksi tuottovaateiden muutos on perustunut lähinnä juuri rahoitus- ja lainaehojen muutoksiin, ei niinkään markkinan perustana toimivien markkinafundamenttien, tarjonnan ja käyttäjäkysynnän, muutoksiin. Tämä on tarkoittanut, että kansainvälisesti tarkasteltuna suurimmat tuottoasteiden muutokset ovat tapahtuneet markkinoilla, joilla tuottotasot olivat kaikkein matalimmat (Euroopassa Iso-Britannia) ja kaikkein lähimpänä riskitöntä korkotasoa. Vastaavasti esimerkiksi Suomessa tuottotason muutos ei toistaiseksi ole ollut läheskään yhtä merkittävä kuin mitä esim. Lontoossa on havaittu. Toisaalta voidaan myös olettaa, että vähemmän likvidissä markkinassa muutoksen läpimeno kestää kauemmin. Kautta Euroopan kiinteistömarkkinat toimivat tällä hetkellä pääomasijoittajavetoisesti. Suomessa aktiivisimpia markkinaosapuolia ovat viime aikoina olleet saksalaiset kiinteistörahastot, tietyt kotimaiset rahastot sekä kotimaiset institutionaaliset sijoittajat.

Ns. "Credit Crunch" -ilmiö lähti liikkeelle nimenomaan rahoitusmarkkinan kriisinä. Viimeisten kuukausien aikana on kuitenkin jouduttu toteamaan sen vaikutusten yltävän myös reaaliatalouden puolelle. Amerikasta lähtenyt hidastuvan kasvun (tai jopa taantumun) sykli on siirtymässä yhä vahvemmin myös Euroopan puolelle. Talouden epävarmuuden mahdolliset vaikutukset yksityiseen kulutukseen ovat luonnollisesti kiinteistömarkkinoiden - ja erityisesti liikekiinteistöjen - näkökulmasta kriittisiä. Kuluttajien pitkään vahvana säilynyt luottamus, alhainen säästämisaste ja positiivisesti kehittynyt reaalitulotaso ovat siivittäneet vähittäiskaupan vahvaa kasvua jo useita vuosia. Kaikki liiketilamarkkinoiden keskeiset indikaattorit - vuokrat, tuotot, käyttöasteet ja rakentaminen - ovat samalla kehittyneet positiivisesti.

Taloudellisen tilanteen heikkeneminen voi kuitenkin nakertaa kuluttajien luottamusta nopeastikin. Kuluttajien luottamusindikaattori on jo pitkän aikavälin keskiarvon alapuolella. Suomi on kuitenkin edelleen selvästi euroalueen keskiarvon yläpuolella. Kiristyvä inflaatio, vahvan työllisyyskehityksen katkeaminen ja lisääntyvä kiinnostus säästämistä kohtaan saattavat vähentää ihmisten kuluttamismahdollisuuksia ja -haluja. Tällainen kehitys tulisi myös näkymään liiketilamarkkinassa.

1.3 Tuottotason määräytyminen

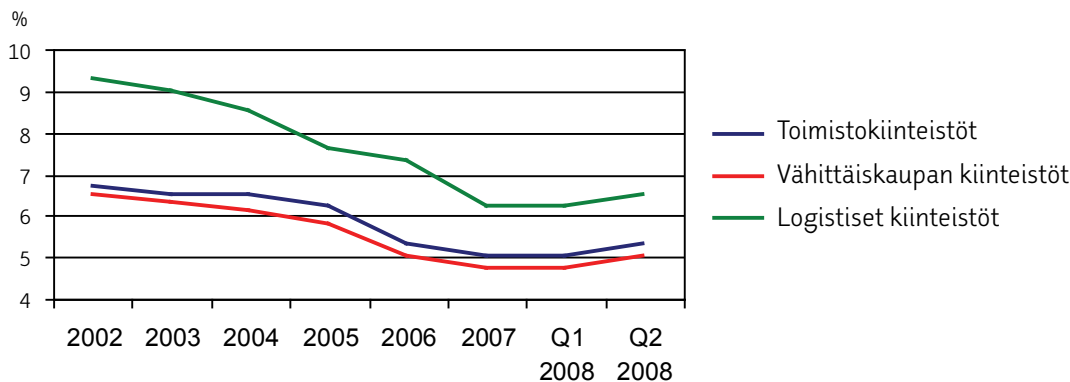
Kaupankäynnin määrä on vähentynyt selvästi Suomen kiinteistömarkkinoilla vuoden 2008 toisen vuosineljänneksen aikana. Suurin yksittäinen syy tähän on selvästi kiristynyt tilanne kansainvälisillä rahoitus- ja lainamarkkinoilla. Toisen vuosineljänneksen aikana yhdysvalloista alkunsa saaneen epävarmuuden vaikutukset ovat rantautuneet erittäin selvästi myös Suomeen. Tällä hetkellä lainarahaa on tarjolla rajallinen määrä ja lainaehdot ovat kiristyneet huomattavasti viime syksyn aikaisista noteerauksista. Samalla rahoitusjärjestelyistä ja rahoittajasuhteista on tullut merkittävä kilpailutekijä kiinteistömarkkinoilla.

Lisähaaste rahoittajille on kuluvaan vuoteen ajoittuva siirtymäkausi pankkien vakavaraisuutta säätelevästä Basel 1 järjestelmästä Basel 2 järjestelmään. Siirtymäkausi on omiaan heikentämään lainamarkkinan likvidiyyttä entisestään. Rahoitusjärjestelyiden haasteellisuus näkyy erityisesti siinä, että yli 50 miljoonan euron arvoisia kauppvoja ei juurikaan ole toteutunut viimeisen kvartaalin aikana. Rahoittajat ovat erittäin tarkkoja rahoittamistaan kohteista ja sijoittajista. Vastaavan tilanteen uskotaan jatkuvan vuoden 2008 loppuun saakka. Siirtymäkauden loppuminen vuoden 2009 tuonee osaltaan helpotusta tilanteeseen.

Markkinatilanteen muutos on vaikuttanut jo myös prime -kohteiden tuottotasoihin. Osaltaan tämä selittyy lainaehojen kiristymisellä, mutta myös kilpailu suurista kohteista on rauhoittunut em. rahoitusongelmien myötä. Näkemyksemme mukaan parhaissa kohteissa sijoittajien tuottovaatimukset ovat nousseet 0,2 - 0,4 prosenttiyksikköä. Heikommissa kohteissa muutos on ollut myös suhteellisesti suurempi ja kohteesta riippuen tuottotasot ovat nousseet 0,5 - 1,0 prosenttiyksikköä syksyn 2007 vastaavista luvuista.

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

Prime-kohteiden tuottovaatimukset Helsingissä 2002 - Q2 2008



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.

Muissa mahdollisissa kehityshankkeissa on lähtökohtaisesti käytetty normaalia kassavirtamallia. Näissä kohteissa arviointi perustui vallitsevaan tilanteeseen ja vallitsevaan vuokratuottoon. Tarpeen mukaan kohteiden kehityspotentiaali on installoitu kassavirtaan kasvavana vuokrapotentiaalina tai lisäarvona käyttämättömän rakennusoikeuden muodossa. Samalla tarvittavat kehityskulut on kirjattu investointeina kulupuolelle. Kaikki kohteet on arvioitu lähtökohtaisesti voimassa olleen kaavatilanteen perusteella.

2. TULOKSET

Cityconin kiinteistösalkku koostuu sekä arvoltaan että laadultaan heterogeenisistä kohteista. kiinteistökannan kokonaisarvo on määritetty laskemalla yhteen yksittäisten kohteiden markkina-arvot. Erillistä portfoliopreemiota ei ole käytetty. Arvioinnin tulos ja sen jakautuminen eri maiden ja osa-markkinoiden kesken esitetään tässä kappaleessa. Portfoliota on kokonaisuuden lisäksi tarkasteltu maantieteellisen jakauman mukaan pienemmissä osissa.

Valtaosa kiinteistökannan arvosta muodostuu kauppakeskuksista. Erityisesti Suomessa Cityconilla on vahva osuus kauppakeskusmarkkinasta, yhtiön omistaessa viisi Suomen kahdestakymmenestä suurimmasta kauppakeskuksesta. Maantieteellisesti kohteet jakautuvat Suomessa tasaisesti ja lähes 46 prosenttia salkun arvosta muodostuu pääkaupunkiseudun ulkopuolella sijaitsevista kohteista.

Citycon on ilmoittanut strategiseksi painopisteekseen olemassa olevan kiinteistökannan kehittämisen. Erityisesti pääkaupunkiseudulla Citycon omistaa useita lähiökeskusten kauppakeskuksia tai ostospaikkoja. Useisiin näistä liittyy merkittäviä kehityssuunnitelmia ja kaavamutoksia. Tällaisia ovat esimerkiksi Myllypuron ostoskeskus, Martinlaakson ostoskeskus ja Laajasalon ostoskeskus. Näissä kohteissa on odotettavissa merkittäviä kehitystöitä tulevina vuosina. Usein tämä tarkoittaa vanhan rakennuksen purkamista ja kokonaan uuden rakentamista. Näiden kohteiden osalta arviointia tarkastellaan aina tapauskohtaisesti. Mikäli kohteissa astuu uusi asemakaava voimaan ja sen myötä kehitystyön aikataulu selkeytyy, voidaan arvioinnissa siirtyä rakennusoikeuden kautta tapahtuvaan arvioon tai tarvittaessa ns. kehitysmallikassavirran käyttöön.

Kiinteistökannan markkina-arvo on kääntynyt laskuun, verrattuna edelliseen vuosineljännekseen, nousseiden tuottovaatimusten myötä. Kokonaisuudessaan muutos on ollut noin kolme prosenttia. Yleisestä tuottovaateiden noususta huolimatta kehityskohteiden arvo on noussut ja tietyissä yksittäisissä kohteissa vuokraus on kehittynyt niin positiivisesti, että se on enemmän kuin kompensoinut tuottovaateen nousun.

Tällä vuosineljänneksellä kiinteistösalkkuun ei ole tullut uusia arvioitavia kohteita. Yhtään kohdetta ei myöskään ole myyty pois. Kahdessa kohteessa, eli Myllypuron ostoskeskuksessa ja Kivensilmänkujan päivittäistavarakaupan kiinteistössä, on huomioitu Helsingin kaupungin kanssa solmittu maankäyttösopimus ja niiden kassavirta on täten normaalista poikkeava (voimassa vuoden 2011 loppuun).

2.1 Kiinteistöportfolio

Kohteiden lukumäärä portfolioissa on säilynyt ennallaan. Noin 72 prosenttia portfolion arvosta muodostuu Suomen kohteista. Koko portfolion osalta tuottovaateen painotettu keskiarvo on noussut 0,3 prosenttiyksikköä 6,0 prosenttiin (5,7 % Q1 2008) verrattuna edelliseen vuosineljännekseen. Taulukossa mainitut painotetut keskiarvot on laskettu suhteessa kohteiden arvoon. On syytä huomata, että painotettujen keskiarvojen käyttäminen painottaa suurten kohteiden merkitystä. Portfolion kymmenen suurinta kohdetta muodostavat yli 56 % koko portfolion arvosta. Täten muutokset näissä kymmenessä kohteessa myös dominoivat muutoksia koko portfolion painotetuissa keskiarvoissa. Portfolion suurin kohde on Iso Omena Espoossa. Sen arvo on noin 15 prosenttia koko portfolion arvosta.

Portfolion kymmenen arvokkainta kohdetta ovat:

- Iso Omena, Espoo, Suomi
- Myyrmanni, Vantaa, Suomi
- Trio, Lahti, Suomi
- Jakobsberg, Tukholma (Järnfälla), Ruotsi
- Koskikeskus, Tampere, Suomi
- Columbus, Helsinki, Suomi
- Liljeholmen, Tukholma, Ruotsi
- Rocca Al Mare, Tallinna, Viro
- Tumba Centrum, Tukholma, Ruotsi
- Forum, Jyväskylä, Suomi

Kiinteistöomaisuus, 30.6.2008

30.6.2008	Nettotuotto- vaatimuksen painotettu keskiarvo (%)	Markkinavuokran painotettu keskiarvo euroa/m ² /kk	Hoitokulujen painotettu keskiarvo euroa/m ² /kk	Markkina- arvo, Me
Kiinteistöomaisuus				
Suomi	6,0 %	21,3	4,7	1546,8
Ruotsi	5,7 %	13,7	4,1	497,8
Baltia	6,9 %	19,6	4,6	107,8
Yhteensä	6,0 %	19,4	4,5	2152,4
Suomi				
Pääkaupunkiseutu				
Kauppakeskukset	5,5 %	25,5	5,8	702,3
Muut kiinteistöt	6,9 %	14,4	3,2	139,3
PKS yhteensä	5,7 %	23,7	5,4	841,6
Muu Suomi				
Kauppakeskukset	6,0 %	20,6	4,4	531,6
Muut kiinteistöt	7,0 %	11,5	2,2	173,6
Muu Suomi yhteensä	6,3 %	18,3	3,8	705,2
Ruotsi				
Tukholman alue ja Uumaja				
Kauppakeskukset	5,6 %	14,3	4,3	389,8
Muut kiinteistöt	5,8 %	13,1	2,4	22,1
Yhteensä	5,6 %	14,3	4,2	411,9
Göteborgin alue				
Yhteensä	6,2 %	10,8	3,7	85,9
Baltia				
Yhteensä	6,9 %	19,6	4,6	107,8

2.2 Suomi

Suomen osalta kiinteistöt ovat hajautuneet tehokkaasti ympäri maan ja eri kiinteistötyyppeihin. Suomen kohteiden osalta tuottovaateet ovat nousseet erityisesti B ja C kategorian kohteissa, mutta myös parhaissa kohteissa ovat tuottovaateet kääntyneet nousuun. Markkinavuokrien ja hoitokulujen osalta ei ole tapahtunut oleellista muutosta.

Erityisesti pääkaupunkiseudun osalta on havaittavissa muutaman suuren kauppakeskuksen vaikutus painotettuihin keskiarvoihin. Muualla Suomessa vuokrat ja hoitokulut ovat maltillisemmat ja tuottovaateet korkeammat kuin pääkaupunkiseudulla.

2.3 Ruotsi

Ruotsin kohteista hyvin monessa on meneillään olevia kehityshankkeita tai -suunnitelmia. Kehittämisen myötä markkinavuokrat ovat olleet tasaisessa kasvussa. Tuottovaateiden osalta tilanne on hyvin samankaltainen kuin Suomessa, eli kaikissa kohteissa tuottovaateet ovat nousseet – parhaissa kohteissa hiukan vähemmän ja heikommassa kohteissa enemmän.

Ruotsin portfolion arvo painottuu voimakkaasti Tukholman ja Uumajan kohteisiin ja erityisesti kauppakeskuksiin. Ruotsin osalta erikoisuutena on asuntojen suuri osuus useissa kohteissa. Asunnoilla on myös huomattava merkitys kohteiden suhteellisen alhaisiin tuottovaatimuksiin.

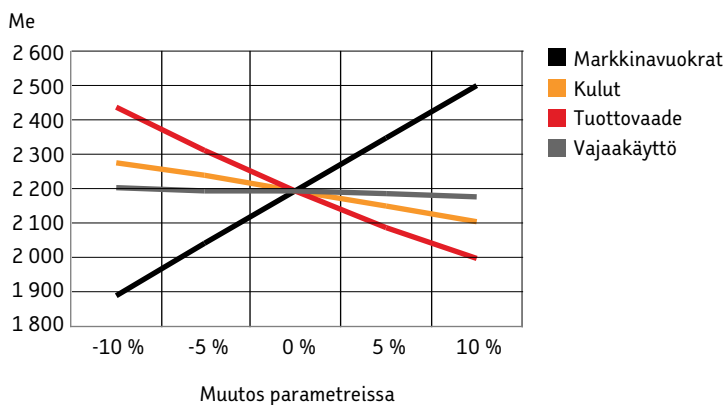
2.4 Baltia

Vuoden 2007 lopputilanteeseen verrattuna tuottovaatimukset ovat nousseet eniten Baltian maissa. Tämä johtuu osin epävarmuuden lisääntymisestä kyseisillä markkinoilla. Rocca Al Maressa on kehityshanke käynnissä ja kohde arvioidaan edelleen ns. projektimallilla. Tämä tarkoittaa että kohteessa käynnissä oleva kehityshanke on huomioitu arvioinnissa. Kohteen jatkuvan kehittymisen myötä tuottovaade ei ole noussut yhtä voimakkaasti kuin Baltian muissa kohteissa. Rocca Al Mare muodostaa noin kaksi kolmasosaa Baltian portfolion kokonaisarvosta.

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 lähtökohdaksi 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 herkkyyksianalyysin tuloksen.

Herkkyystarkastelu



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 vajaakäyttöasteessä vaikuttaa kokonaisarvoon alle yhden prosentin.