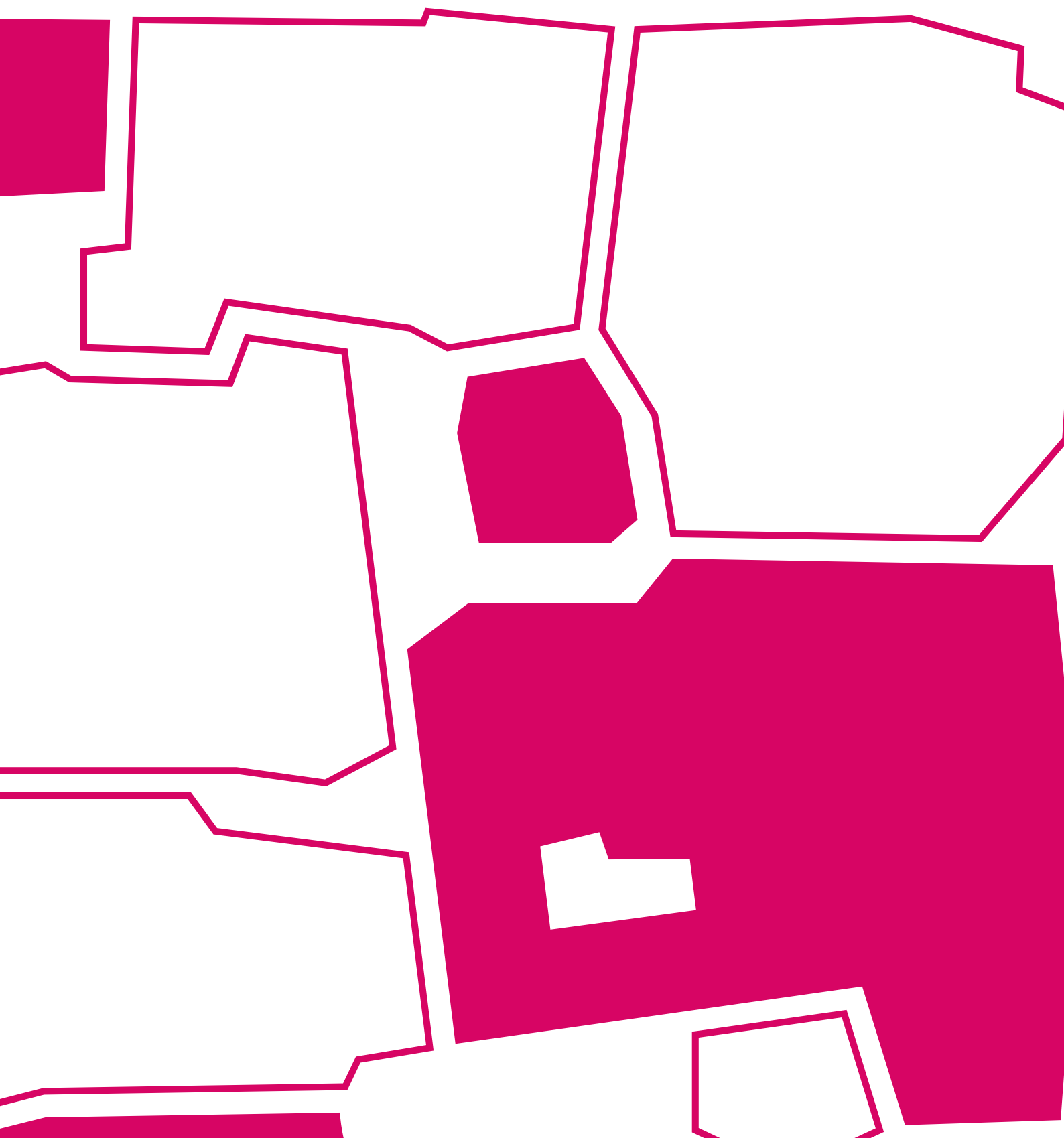


Arviolausunto

30.6.2009

**CITYCON**

creating success for retailing



# 1. ARVIOINTIKÄYTÄNTÖ

Realia Management Oy on määrittänyt Citycon Oyj:n kiinteistökannan markkina-arvon arvopäivän ollessa 30.6.2009. Arviointimenetelmänä on käytetty pääsääntöisesti 10 vuoden kassavirtamenetelmää. Rakentamattomien tonttien sekä selkeiden kaavamuuksokohteiden osalta 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 Management Oy:n arvioimaa markkinavuokratasoa. Vuokratuotto (brutto) on saatu laskemalla yhteen vuokra-sopimusten mukainen vuokratuotto ja tyhjen tilojen käyväillä vuokrilla laskettu tuottopotentiali. Efektiivinen vuokratuotto (brutto) on saatu vähentämällä vuokratuotannon jälkeisen vuokraus-ajan markkinavuokra sekä uudelleenvuokrauksen jälkeiseltä ajalta rakenteellinen markkina-vuokraperusteinen 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 kassavirtavuotoksen lopussa on laskettu pääomittamalla 11 vuoden (normivuosi) nettotuotto päätearvon tuottovaateella (exit yield). Kiinteistön kokonaisarvo on saatu laskemalla yhteen kassavirtavuotoksen vuosittaisten nettokassavirtojen nykyarvot sekä tarkasteluhetken diskontattu jäännösarvo ja muut mahdolliset lisäarvot kuten käyttämättömän, hyödynnettävissä olevan rakennusoikeuden arvo.

Kaikki käytetyt parametrit on arvioitu Realia Managementin toimesta perustuen yleiseen markkinatietouteen ja spesifioituihin markkinahavaintoihin, kuten kiinteistökauppoihin ja -vuokrauksiin, sekä muihin markkinahavaintoihin. Lähtötietojen määrittämisessä on tehty yhteistyötä Citycon Oyj:n kanssa mahdollisimman kattavien tietojen saavuttamiseksi, mutta laskelmissa lopulta käytettyjen parametrien valinta on ollut Realia Managementin vastuulla.

## 1.2 Realia Management Oy: Yleinen taloustilanne

Euroopan taloutta uhkaa pitkittynyt nollakasvun ajanjakso. Nykyistä talouskriisiä, joka on maailmanlaajuisesti pahin sitten 1930-luvun suuren lamakauden, edeltäneisiin voimakkaisiin kasvupyrähdyksiin ei tulla kehittyneissä talouksissa pääsemään pitkään aikaan, vaan parhaimmillaankin tulevien vuosien kasvu tulee jäämään vaatimattomalle tasolle. Maailmantalouden palautuminen kasvu-uralle on nyt pitkälti Aasian taloudellisen toimeliaisuuden ja Pohjois-Amerikan kysynnän kasvun varassa. Euroopan, ja erityisesti Baltian maihin sijoittaneiden Pohjoismaiden elpymistä uhkaa Itä-Euroopan markkinoiden epävakaus. Myös Venäjän talous on kokenut kovan iskun öljyn hinnan laskettua ja tuleva elpyminen tulee olemaan pitkittynyt ja vähittäinen. Öljyn mahdollinen hinnannousu lähemmäs vuoden takaista hintatasoa saattaa kuitenkin nopeuttaa Venäjän elpymistä, jolloin myös lamasta kärsinyt Suomen vientiteollisuus saattaa saada piristysruiskeen.

Euroopan keskuspankki on pudottanut ohjauskorkonsa 1,0 prosenttiin toukokuussa. Tämän lisäksi EKP on lainannut pankeille lähes 500 miljardia euroa kesäkuun loppuun mennessä ja lisännyt näin markkinoiden likviditeettiä, painaen samalla riskipreemioita alas tyydyttävämmälle tasolle. Vaikka deflaatoriski on olemassa, EKP uskoo erittäin alhaisen tai jopa negatiivisen inflaatiojakson pysyvän lyhyenä. Täten keskuspankki ei koe välitöntä tarvetta muuttaa ohjauskorkoaan, joskin varaa siihen edelleen tulevan mahdollisuuden. Suomessa harmonisoitu vuositasoinen inflaatio oli toukokuussa 1,5 prosenttia, eli korkeampi kuin EU-maiden keskiarvo, joka oli nolla prosenttia. Tosin myös Suomessa, samoin kuin Euroopassa, kuukausitasoinen inflaation laski jo nolleen toukokuussa.

### Suomi

Suomen talous supistui Tilastokeskuksen mukaan 2,7 prosenttia vuoden 2009 ensimmäisellä vuosineljänneksellä. Tämä oli hieman nopeampaa kuin EU-maiden keskiarvo 2,4 prosenttia. Erityisesti Suomen vientiteollisuus on ollut vaikeuksissa maailmanlaajuisen taantumien myötä, kun Suomen perinteisten vientialttien, kuten esimerkiksi raskaan koneiteollisuuden ja varustamoiden kysyntä on laskenut selvästi. Tavaroiden vienti on laskenut ensimmäisellä vuosineljänneksellä 25,5 prosenttia, kun palveluiden vienti on vähentynyt vain 5,9 prosenttia. Investoinnit vähenivät 8,9 prosenttia, kun taas yksityinen kulutus väheni varsin maltillisesti 3,7 prosenttia vuositasolla. Suomen talouden uskotaan laajalti palautuvan kasvu-uralle vuoden 2010 loppupuolella. Samalla ennusteet ovat tarkentuneet siihen suuntaan, että talouden jyrkimmän laskun uskotaan ajoittuvan vuoden 2009 puolelle, vuoden 2010 sijaan.

Työttömyys on kasvanut Suomessa nopeasti vuoden 2009 ensimmäisellä puoliskolla. Työttömyysaste on nyt 8,8 prosenttia, 1,8 prosenttiyksikköä korkeampi kuin tammikuussa 2009 ja 2,1 prosenttiyksikköä korkeampi kuin vuosi sitten. Suomen työttömyysaste on joka tapauksessa matalampi kuin EU-alueen keskiarvo 9,5 % (toukokuussa 2009). Suurimmat muutokset tilastoissa ovat viime kuukausina syntyneet nuorten (15-24 vuotta) osalta, kun opiskelijat ovat ilmoittautuneet työmarkkinoille valmistumisen tai kesätöiden muodossa.

Tilastokeskuksen ylläpitämän kuluttajien luottamusindikaattorin mukaan kuluttajien luottamus on voimistunut varsin ripeästi viime kuukausien aikana tasolle +8.4 (kesäkuu), kun se vielä maaliskuussa oli tasolla -1.5. Kuluttajilla riitti erityisesti optimismia oman taloutensa ja säästämismahdollisuuksien suhteen. Ajankohtaa pidettiin kesäkuussa entistä otollisempaan kestotavaroiden hankkimiselle ja lainanotolle. Myös Suomen talouden uskottiin kohenevan seuraavan vuoden aikana. Vaikka indikaattori on kehittynyt suotuisasti, on kesäkuun pisteluku silti alle pitkän aikavälin keskiarvon. Yksittäisistä osatekijöistä erityisesti arviot työttömyyskehityksestä seuraavan vuoden aikana olivat edelleen synkällä tasolla.

Vaikka kuluttajien luottamus palautuu vähitellen, ei vastaavaa kehitystä ole ollut nähtävistä kaupan myyntilukujen kehityksestä. Vaikka ne keillä on varaa kuluttavat edelleen, on yhä kasvava työttömien määrä ja opiskelijoille suunnattujen kesätyöpaikkojen vähyys jättäneet jälkensä kaupan myyntilukuihin

## **Ruotsi**

Ruotsin keskuspankin mukaan Ruotsin talouden odotetaan supistuvan 4,5 prosenttia vuonna 2009 ja vaihtuvan lopulta kasvuun vuonna 2010 ja kasvun vahvistuvan 2010 lopulla tai 2011 alussa. Myös Ruotsissa vientiteollisuus on kärsinyt kansainvälisestä talouskriisistä, mutta yleinen mieliala on Suomea optimistisempi viimeaikaisten positiivisten uutisten, kuten herkan autoteollisuuden turvaamisen ja asuntojen hintaromahduksen välttämisen, myötä. Työttömyys on kasvanut 9,0 prosenttiin toukokuussa, joka on 0,7 prosenttiyksikköä korkeampi kuin edellisenä kuukautena ja 3,1 prosenttiyksikön korkeampi vuoden takaisesta luvusta.

Ruotsin taloustutkimuslaitoksen kotitalous- ja elinkeinobarometrien mukaan usko Ruotsin talouteen on saanut jalansijaa ja erityisesti vähittäiskaupan sektorilla on havaittavissa optimismia. Elinkeinoarometrin indikaattorin pisteluku oli kesäkuussa -19 kun se oli toukokuussa -24 ja -30 ensimmäisen vuosineljänneksen lopulla. Vähittäiskaupan alalla pisteluku oli kesäkuussa +5 kun edellisellä kuukautena vastaava pisteluku oli -3 ja ensimmäisen vuosineljänneksen lopulla -16, eli parannus on huomattava vuoden vaihteen alhaisiin lukuihin verrattuna. Kuluttajien luottamuksen pisteluku oli kesäkuussa -9, toukokuussa -11 ja edellisen vuosineljänneksen lopulla maaliskuussa -16,5. Luvut ovat kausitasoitettuja.

Ruotsin kaupanalanlaitoksen, HUI:n mukaan myynnin arvo kasvaa Ruotsissa kuluvana vuonna arvoltaan prosentin verran kun taas myynnin volyyymiin on odotettavissa pientä laskua. Päivittäistavaratuotteiden myynnin arvo on ennustettu nousevan 4,5 prosenttia ja harvoin ostettujen tuotteiden myynnin arvon laskevan -1.5 prosenttia. Heikoin ennuste koskee huonekalu- ja remonttitarvikkeiden myyntiä, joiden myynti on jo pudonnut -10 prosenttia vuoden alusta.

Ruotsin kruunun valuuttariskiä lisää Ruotsin altistuminen Baltian markkinoille yritysten ja pankkien sijoitusten kautta, jolloin muutokset Baltian talouksissa saattavat näkyä myös Ruotsin kruunun arvovaihteluina.

## **Baltia**

Taloudelliset näkymät ovat edelleen varsin synkät Baltian maissa, mutta talouksien täydelliseltä romahdukselta on toistaiseksi säästytty. Latvia, Euroopan 27 maan joukosta kurjimmassa kunnossa oleva maa, sijaitsee edelleen vaaravyöhykkeellä. Viro, Latvia ja Liettua kärsivät suurista budjettivajeista, kaksinumeroisista BKT:n supistumisluvusta ja ovat haluttomia turvautumaan devalvointiin euromääräisten lainojen huomattavan määrän vuoksi sekä Maastrichtin kriteerien täyttämiseksi euroalueeseen liittymiseksi. Mikäli jokin Baltian valuutoista pakon edessä devalvoituu, tulee tällä olemaan vaikutukset maan suorien sijoitusten arvoon, aiheuttaen lisäksi myös taloudellista tuhoa ja epävarmuutta koko Baltian alueella. Valuuttariski on täten huomattava tekijä Baltian maita tarkasteltaessa.

Viron talous on parhaassa kunnossa kolmesta Baltian maasta. Viron keskuspankin mukaan viron talouden odotetaan supistuvan 12,3 prosentilla vuonna 2009, kun taas IMF:n ennustuksien mukaan Liettuassa talouden odotetaan supistuvan vähintään 16 prosenttia ja Latvian lähes 20 prosenttia. Baltian talouksien odotetaan supistuvan edelleen vuonna 2010, joskin merkittävästi hitaampaa vauhtia. Merkittävä talouksien elpymiseen vaikuttava tekijä on kansainvälisten pääomavirtojen palautuminen, jolloin Baltian talouksien lopullinen elpyminen on pitkälti riippuvainen muiden Euroopan maiden elpymisestä.

## **1.3 Kiinteistömarkkinatilanne**

Maailmanlaajuinen rahoitus- ja talouskriisi on vaikuttanut voimakkaasti myös kiinteistömarkkinoihin. Muutos on näkynyt luonnollisesti kiinteistöjen arvoissa ja tuottotasoissa, mutta myös kaupankäyntimäärät ovat laskeneet murto-osaan vuosien 2006 ja 2007 tasosta. Ensimmäiset oireet tästä koettiin Euroopassa ja Amerikassa jo vuoden 2007 aikana ja Suomessa hieman viiveellä vuoden 2008 aikana. Vielä tammi-maaliskuussa 2008 kiinteistökauppoja toteutui Suomessa yli kahden miljardin euron arvosta, tosin lähinnä muutaman suuren yksittäisen kaupan siivittämänä, mutta loppuvuoden aikana vuosineljänneksen volyymi laski keskimäärin noin 600 miljoonan euron tasolle. Vuoden 2009 ensimmäisellä puoliskolla kiinteistömarkkina on hiljentynyt entisestään. Alustavien tietojen mukaan ensimmäisen vuosineljänneksen noin 300 miljoonan kaupankäyntivolyymi saa seurakseen toisen vuosineljänneksen osalta samansuuruisen noin 250–300 miljoonan volyymin, jolloin ensimmäisen vuosipuoliskon osalta transaktiovolyymi tulee jäämään noin 500-600 miljoonan euron tasolle. Tämä ennakoii vain hieman yli miljardin kokonaiskaupankäyntimäärää vuodelle 2009, kun vuoden 2007 huippulukemissa saavutettiin yli kuuden miljardin euron taso.

Kansainvälisen rahoituskriisin myötä ulkomaisten kiinteistösijoittajien aktiivisuus Suomessa on selvästi laskenut. Syksystä 2008 lähtien selvästi aktiivisimpia ostajia ovat olleet kotimaiset eläke- ja vakuutuslaitokset. Tämä trendi on ollut seurausta pankkien luotonannon ehtojen kiristymisestä, jonka myötä suurella vieraan pääoman määrällä operoivien sijoittajien toimintaedellytykset ovat selvästi heikentyneet ja vastaavasti pääomavirtausten instituutioiden suhteelliset markkina-asetat vahvistuneet. Markkinoilla on toki edelleen myös ulkomaista kysyntää ja pääomaa, joka etsii Suomesta ja Pohjoismaista sopivia sijoituskohteita. Viime kuukausien aikana on kysyntäpuolella ollut havaittavissa erityisesti Saksalaisten kiinteistörahastojen aktivoituminen reilun puolen vuoden tauon jälkeen. Tästä hyvä esimerkki on alkuvuoden ylivoimaisesti suurin yksittäinen kiinteistökauppa Suomessa, jossa Saksalaisen Commerzbankin omistama kiinteistörahasto Commerz Real AG osti Espoon Keilaniemestä Swing Life Science Center -business parkin noin 120 miljoonalla eurolla kesäkuussa.

Sijoituskiinteistöjen tuottovaateet ovat olleet nousussa syksystä 2007 lähtien. Sama trendi on voimassa edelleen, joskin ainakin toistaiseksi suurin nousupaine tuottotasoissa on tasaantunut mm. ennätysalhaisen korkotason myötä. Tällä hetkellä tuotto-

vaatimuksia suurempi kysymys koskeekin vuokraus- ja käyttäjämarginaalin tulevaisuutta. Toistaiseksi toimitilasektorin selkeimmät vuokramuutokset Suomessa on koettu toimistomarkkinassa, kun taas liiketilojen osalta vuokratasot ja käyttöasteet ovat pitäneet paremmin pintansa. On kuitenkin odotettavissa, että kulutuksen ja vähittäiskaupan hiipuessä syntyy myös liiketilojen vuokratasoihin yhä suurempaa painetta alaspäin.

Myös liiketilojen osalta käyttäjämarginaalissa on tällä hetkellä havaittavissa selvää varovaisuutta uudisvuokrauksen osalta. Tilaratkaisujen osalta päätöksiä harkitaan huolella. Käyttäjäsektorissa on tosin huomattavia eroja eri kaupanalojen kesken. Esimerkiksi päivittäistavarakauppa ja edulliset halpahallit menestyvät myös taantumassa, kun taas erityisesti elektroniikka- ja huonekalukaupan toimijat ovat olleet vaikeuksissa. Vuokratasoissa usean vuoden kestänyt nousu on tasaantunut, mutta käännöstä laskuun ei toistaiseksi ole ollut havaittavissa. Myös käyttöasteet ovat säilyneet varsin korkealla tasolla. Taantuma luo aina myös mahdollisuuksia vahvoille toimijoille ja mikäli hyvillä kauppapaikoilla vapautuu tilaa, on odotettavissa, että siihen myös kohdistuu kysyntää. Parhaiden kaupallisten sijaintien osalta siis vuokratasojen ja käyttöasteiden odotetaan pitävän pintansa, mutta ero parhaiden ja heikompien sijaintien ja tilojen osalta luultavasti tulee kasvamaan.

Liiketilamarkkinaan osittaista helpotusta tuo se, että monien kesän ja syksyn 2008 aikana myös julkisuuteen nousseiden uusien liikerakentamisen megahankkeiden rakentamista on toistaiseksi lykätty tai kokonaan peruttu. Täten tilaratkaisuja ei ole päässyt ylikuumenemaan toimistomarkkinan tavoin. On myös muistettava, erityisesti Citycon Oyj:n kiinteistökatua tarkasteltaessa, että laskevassa talous- ja markkinatilanteessa nimenomaan kauppakeskus, joka sijaitsee hyvällä ja perinteisellä kauppapaikalla ja joka sisältää useita eri vuokralaisia useilta eri toimialoilta, on usein hyvä ja varsin turvallinen kiinteistösijoituskohte. Vuokralaisista erityisesti päivittäistavarakaupan toimijat ovat laskusuhdanteessa luonteeltaan defensiivisiä.

## 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 projektin 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 kuluneen arviointikierroksen osalta kahden kohteen arvioinnissa. Nämä olivat kauppakeskus Rocca Al Mare Tallinnassa ja kauppakeskus Liljeholmstorget Tukholmassa. Muissa kohteissa on lähtökohtaisesti käytetty normaalia kassavirtamallia, jota on tarpeen mukaan muokattu huomioimaan pienimuotoiset kehityshankkeet kohteiden sisällä. Näissä kohteissa arviointi perustuu vallitsevaan tilajakaumaan ja vallitsevaan vuokratuottoon. Tarpeen mukaan kohteiden kehityspotentiaali on huomioitu laskelmassa kasvavana vuokratuottona tai lisäarvona käyttämättömän rakennusoikeuden muodossa. Samalla tarvittavat kehityskulut on huomioitu investointeina kulupuolella.

Kaikki kohteet on arvioitu lähtökohtaisesti voimassa olevan kaavatilanteen perusteella. Mikäli kohteissa on ollut vireillä virallinen kaavamuutosprosessi ja sen myötä myös kohteen käyttötarkoitus ja luonne tulevat selvästi muuttumaan, on kohteet voitu arvioida tulevan asemakaavan perusteella käyttämättömän rakennusoikeuden arvon kautta. Tämä edellytys on, että uuden kaavan voimaan astuminen on hyvin todennäköistä ja että uudet kaavamääräykset ovat tarkkaan tiedossa. Tällöin laskelmassa on huomioitu myös kohteen jäljellä oleva (nykymuotoinen) vuokratuotto sekä nykyisten rakennusten purkukustannukset.

## 2. TULOKSET

Citycon Oyj:n omistaa kiinteistöjä Suomessa (72 kpl), Ruotsissa (15 kpl) sekä Baltian maista Virossa (2 kpl) ja Liettuassa (1 kpl). Kaikkiaan yhtiö omistaa kokonaan tai osuuksia 90:stä eri kiinteistöstä. Kiinteistökatua on sekä arvoltaan että laadultaan hyvin heterogeeninen. Omistusten runko muodostuu 30 kauppakeskuskiinteistöstä, mutta kokonaisuuteen mahtuu myös vaatimattomia yksittäisiä liikerakennuksia, purettavia kehityskohteita ja mm. yksi rakentamaton tontti.

Kiinteistökatua kokonaisarvo on määritelty laskemalla yhteen yksittäisten kohteiden markkina-arvot. Erillistä kokonaisarvon korjauskerrointa ei ole käytetty. Arvioinnin tulos ja sen jakautuminen eri maiden ja osa-markkinoiden kesken esitetään tässä kappaleessa. Kiinteistökatua on kokonaisuuden lisäksi tarkasteltu maantieteellisen jakauman mukaan pienemmissä osissa.

Citycon omistaa pääsääntöisesti liikekiinteistöjä. Vain muutamassa yksittäisessä kohteessa pääkäyttötarkoitus on muu kuin liikekäyttö. Valtaosa kiinteistökatua arvosta (n. 78 prosenttia) muodostuu kauppakeskuksesta. Erityisesti Suomessa Cityconilla on vahva osuus kauppakeskusmarkkinasta, yhtiön omistaessa viisi Suomen kahdestakymmenestä suurimmasta kauppakeskuksesta ja kaikkiaan 22 kauppakeskukseksi luokiteltua kiinteistöä.

Citycon on ilmoittanut strategiseksi painopisteekseen olemassa olevan kiinteistökatua kehittämisen. Esimerkiksi pääkaupunkiseudulla Citycon omistaa useita lähiökeskusten vanhoja ostoskeskuksia ja liikekiinteistöjä. Useisiin näistä liittyy merkittäviä kehitys- ja kaavamuutossuunnitelmia. Näissä kohteissa on odotettavissa merkittäviä kehitys- ja muutostöitä tulevina vuosina. Näiden kohteiden osalta arviointia tarkastellaan aina tapauskohtaisesti. Mikäli kohteissa astuu voimaan uusi, päivitetty asemakaava ja sen myötä kehitystyön aikataulu selkeytyy, voidaan arvioinnissa siirtyä rakennusoikeuden kautta tapahtuvaan arvioon tai tarvittaessa ns. kehitysmallin (huomioi myös kehitystyön jälkeisen tilanteen) käyttöön.

Myös sekä Suomen että Ruotsin useisiin kauppakeskuksiin liittyy kehityspotentiaalia ja -suunnitelmia. Näitä kohteita ovat Ruotsissa mm. Tumba Centrum, Åkersberga Centrum ja Jakobsbergs Centrum ja Suomessa mm. Koskikeskus, Iso Omena ja Isokristiina. Kohteiden kehitys on aina tapauskohtaista ja etenee usein pienissä erissä. Arvioinnissa tämä kehitys otetaan huomioon, kun siitä on olemassa uskottava suunnitelma ja näyttöä uusien vuokrausten onnistumisesta. Kohteiden arvostuksessa kehityspotentiaali tarkoittaa lähtökohtaisesti kasvavaa vuokratuottopotentiaalia joko lisääntyvän vuokra-alan tai kasvavan keskivuokran kautta, joka kuitenkin realisoituaikseen vaatii rahallisia investointeja sekä riittävän rakennus- ja kehitysajan.

## 2.1 Kiinteistöportfolio

Cityconin kiinteistökannan kokonaisarvo on arvioitu tasolle 2,097 miljardia euroa. Kiinteistökannan arvo on noussut vuoden 2009 ensimmäisen vuosineljänneksen aikana lähes 12 miljoonaa euroa (2,085 miljardia euroa Q1 2009). Suhteellinen muutos on ollut noin 0,6 %. Syy positiiviseen arvomuutokseen on ennen kaikkea suurten kehityshankkeiden Rocca Al Maren, Liljeholmstorgetin ja Åkersberga Centrumin edistyminen. Ruotsin kohteista myös Tumba Centrumin ja Stenungs Torgissa on ollut tekeillä pienimuotoisempaa kehitystä. Kehityshankkeiden markkina-arvo kasvaa, kun rakentaminen edistyy, rakennusten valmiusaste nousee ja uusien tilojen vuokrausaste kasvaa. Mikäli em. kohteita ei huomioida, jää kiinteistökannan arvomuutos negatiiviseksi lähes 22 miljoonaa euroa (-1,3 %).

Koko kiinteistökannan osalta tuottovaateen painotettu keskiarvo on noussut 0,1 prosenttiyksikköä ja on nyt 6,6 prosenttia (6,5 % Q1 2009). Taulukossa mainitut painotetut keskiarvot on laskettu suhteessa kohteiden arvoon. On syytä huomata, että painotettujen keskiarvojen käyttäminen korostaa suurten kohteiden merkitystä keskiarvolukujen muodostumisessa. Cityconin kiinteistökannan osalta suurten kohteiden merkitys on vielä erityisen suuri. Kymmenen suurinta kohdetta (11 % kohteista) muodostavat yli 61 % kokonaisuuden arvosta. Täten muutokset näissä kymmenessä kohteessa myös dominoivat muutoksia koko kiinteistökannan painotetuissa keskiarvoissa. Kiinteistösalkun suurin kohde on kauppakeskus Iso Omena Espoossa. Se muodostaa yksin noin 14 prosenttia kiinteistökannan arvosta.

Kiinteistökannan kymmenen arvokkainta kohdetta (euromääräisesti) ovat:

- Iso Omena, Espoo, Suomi
- Liljeholmstorget, Tukholma, Ruotsi
- Myyrmanni, Vantaa, Suomi
- Trio, Lahti, Suomi
- Rocca Al Mare, Tallinna, Viro
- Koskikeskus, Tampere, Suomi
- Jakobsbergs Centrum, Tukholma (Järfalla), Ruotsi
- Columbus, Helsinki, Suomi
- Lippulaiva, Espoo, Suomi
- Forum, Jyväskylä, Suomi

## 2.2 Suomi

Muutokset kiinteistöjen arvoissa Suomen osalta ovat olleet maltillisia. Suomen kiinteistökannan kokonaisarvo on laskenut hieman yli yhden prosentin edelliseen vuosineljännekseen verrattuna. Suomen kiinteistöjen osalta painotettu tuottovaade on kymmenyksen tarkkuudella säilynyt tasolla 6,5 % (6,5 % Q1 2009), kun taas vuokrat ja hoitokulut ovat molemmat nousseet lievästi. Myös laskennalliset vajaakäyttöasteet ovat nousseet edelliseen laskentakertaan verrattuna. Maantieteellisesti kohteet jakautuvat Suomessa tasaisesti ja noin 46 % kiinteistökannan arvosta muodostuu pääkaupunkiseudun ulkopuolella sijaitsevista kohteista. Kiinteistötyyppien osalta valtaosa, yli 80 %, kokonaisuuden arvosta muodostuu kauppakeskuksista.

## 2.3 Ruotsi

Ruotsin osalta useassa kohteessa on käynnissä merkittävä kehityshanke. Nämä kehityshankkeet näkyvät myös kiinteistöjen markkina-arvoissa positiivisesti ja huolimatta epäsuotuisasta markkinakehityksestä Ruotsin kiinteistökannan kokonaisarvo on noussut noin neljä prosenttia edelliseen vuosineljännekseen verrattuna. Merkittäviä kehitystoimia sisältävät kohteet ovat jo edellä mainitut Liljeholmstorget, Åkersberga Centrum, Tumba Centrum ja Stenungs Torg. Ruotsin kiinteistökannan suurin kohde on Liljeholmstorget, jonka osalta merkittävä kehityshanke on kääntymässä loppusuoralle ja valmistuu lopullisesti syksyllä 2009. Liljeholmstorgetiin liittyy myös merkittävä muutos suhteessa edelliseen vuosineljännekseen, kun kiinteistöön liittyvien asuntojen myynnistä tehtiin esisopimus Heba Fastighets AB:n kanssa ja niiden rakentaminen on aloitettu. Noin 16 miljoonan euron kauppa toteutuu lopullisesti, kun asunnot ovat valmistuneet (arviolta huhtikuu 2010). Nämä asunnot ovat tässä arvioinnissa huomioitu täysimääräisesti, kun aiemmillä arviointikerroilla ne huomioitiin vain käyttämättömän rakennusoikeuden arvon kautta.

Ruotsin portfolion arvo painottuu voimakkaasti Tukholman ja Göteborgin seuduille ja kiinteistö-tyypeistä erityisesti kauppakeskuksiin. Tukholmassa suurimmat kohteet ovat kauppakeskukset Liljeholmstorg, Jakobsbergs Centrum ja Tumba Centrum. Göteborgin seudun salkku koostuu pitkälti Göteborgia ympäröivien kuntien kuntakeskuksina toimivista kiinteistöistä, joissa tyyppillisesti kunta on merkittävä vuokralainen. Näiden kohteiden keskikoko ja merkitys painotettuihin keskiarvoihin jää varsin pieneksi. Göteborgin seudun ainut kauppakeskukseksi luokiteltava kohde on Stenungs Torgin kauppakeskus Stenungsundissa noin 30 kilometriä Göteborgista pohjoiseen.

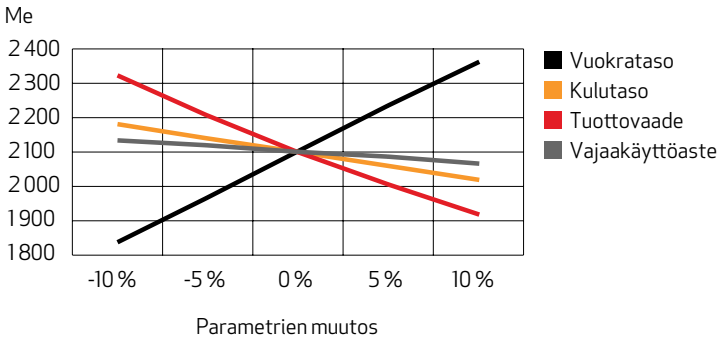
## 2.4 Baltia

Baltian maissa talouden laskusuhdanne ja tulevaisuuden epävarmuus ovat edelleen suurempaa kuin Pohjoismaissa. Vähittäiskaupan volyymi on laskenut yli kymmenen prosenttia vuoden takaisista luvuista ja tämä alkaa vaikuttaa jo vuokralaisten vuokranmaksukykyyn. Yleisesti Baltian maissa on tingitty edellisen vuoden korkean inflaation mahdollistamista kovista vuokrankorotuksista ja alkuvuoden aikana myös tilapäiset vuokranalennukset ovat lisääntyneet, vaikka tilojen käyttöasteet sinänsä ovat pysyneet korkeina. Vuokralaisten heikentyvä vuokranmaksukyky on huomioitu arvioinnissa alennettuna kassavirtana vuosien 2009–2011 osalta.

Citycon Oyj:n Baltian pääkohde on Tallinnassa sijaitseva Rocca Al Mare kauppakeskus, jossa on parhaillaan menossa merkittävän laajennus- ja kehityshankkeen kolmas ja viimeinen vaihe. Rakentamisen valmiusaste ja uusien tilojen vuokraus ovat edelleen edenneet myönteisesti ja huolimatta yleisesti synkästä markkinatilanteesta, on kohteen markkina-arvo noussut verrattuna edelliseen vuosineljännekseen. Rocca Al Mare muodostaa jo yli 80 prosenttia Cityconin Baltian kiinteistökannan kokonaisarvosta. Täten myös kohteen vaikutus yllä esitettyihin Baltian kiinteistöjen painotettuihin keskiarvoihin on erittäin huomattava. Rocca Al Maren rakennushanke on edelleen kesken. Lopullisesti hanke valmistuu syksyllä 2009.

## 3. HERKKYYSANALYYSI

Kiinteistökannan markkina-arvon herkkyyksianalyysiä varten on muodostettu ns. portfoliokassavirta, jossa yksittäiset kassavirtalaskelmat on yhdistetty yhdeksi kokonaisuudeksi. Markkina-arvon muutoksia on sitten tarkasteltu muuttamalla laskennan keskeisiä muuttujia yksi kerrallaan. Tarkastelussa mukana olevat muuttujat ovat tuottovaade, vuokratuotto, hoitokulut sekä vajaakäyttöaste. Vertailu- ja lähtökohdaksi on käytetty kiinteistökannan nykyistä markkina-arvoa. Herkkyystarkastelu on suoritettu muuttamalla yhden laskentaparametrin arvoa kerrallaan ja laskemalla kiinteistökannalle vastaava uusi markkina-arvo. Kyseessä on yksinkertaistettu malli, jonka tarkoitus on osoittaa karkeasti eri muuttujien vaikutus kokonaisuuden arvon muodostumisessa. Alla oleva kuvaaja osoittaa herkkyyksianalyysin tuloksen.



Herkkyystarkastelu osoittaa, että kiinteistökannan markkina-arvo on kaikkein herkin tuottovaateen ja vuokratuoton muutoksille. Mikäli tuottovaade laskee kymmenen prosenttia, portfolion markkina-arvo nousee noin 11 prosenttia. Vastaavasti kymmenen prosentin nousu vuokratuotoissa nostaa markkina-arvoa noin 13 prosenttia.

Markkina-arvo ei ole erityisen herkkä kulujen eikä vajaakäyttöasteen muutoksille. Kymmenen prosentin kasvu kulutasossa laskee kiinteistökannan kokonaisarvoa alle neljä prosenttia. On lisäksi syytä huomioida, että liikekohteissa kulut ovat myös usein sidoksissa tuloihin vuokralaisilta perittävän hoitovuokran kautta. Mikäli hoitokulut kasvavat, kasvaa myös vuokralaisilta perittävä hoitovuokra. Tämä suhde ei ole täysin yksi yhteen, mutta kyseinen riippuvuus joka tapauksessa laskee hoitokuluriskiä arvonmuodostuksessa.

Vajaakäytön osalta tarkastelussa ei ole käytetty samaa suhteellista skaalaa kuin muissa parametreissa, vaan sitä on muutettu 0,5 tai 1,0 prosenttiyksikköä kerrallaan. Prosentuaalinen muutos on täten huomattavasti enemmän kuin 5 ja 10 prosenttia kerrallaan, kuten muissa kohteissa. Tästä huolimatta vajaakäytön muutoksen vaikutus jää vähäisemmäksi kuin muiden muuttujien osalta. Yhden prosenttiyksikön lisäys vajaakäytössä laskee kiinteistökannan markkina-arvoa alle kaksi prosenttia.

30.6.2009	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	6,5 %	22,2	4,9	1 444,3
Ruotsi	6,5 %	18,9	5,4	496,8
Baltia	7,7 %	20,5	4,3	156,1
<b>Yhteensä</b>	<b>6,6 %</b>	<b>21,3</b>	<b>5,0</b>	<b>2 097,2</b>
<b>Suomi</b>				
<b>Pääkaupunkiseutu</b>				
Kauppakeskukset	6,0 %	26,2	5,9	659,6
Muut kiinteistöt	7,7 %	14,9	3,3	122,9
<b>PKS yhteensä</b>	<b>6,3 %</b>	<b>24,5</b>	<b>5,5</b>	<b>782,5</b>
<b>Muu Suomi</b>				
Kauppakeskukset	6,5 %	21,7	4,7	514,8
Muut kiinteistöt	7,9 %	11,9	2,4	147
<b>Muu Suomi yhteensä</b>	<b>6,8 %</b>	<b>19,6</b>	<b>4,2</b>	<b>661,8</b>
<b>Ruotsi</b>				
<b>Tukholman alue ja Uumaja</b>				
Kauppakeskukset	6,4 %	20,5	5,8	414,5
Muut kiinteistöt	6,9 %	11,8	2,4	16,4
<b>Yhteensä</b>	<b>6,4 %</b>	<b>20,1</b>	<b>5,7</b>	<b>430,9</b>
<b>Göteborgin alue</b>				
<b>Yhteensä</b>	<b>7,3 %</b>	<b>10,5</b>	<b>3,5</b>	<b>65,9</b>
<b>Baltia</b>				
<b>Yhteensä</b>	<b>7,7 %</b>	<b>20,5</b>	<b>4,3</b>	<b>156,1</b>