

Arviolausunto

31.12.2008

**CITYCON**

creating success for retailing



# 1. ARVIOINTIKÄYTÄNTÖ

Realia Management on määrittänyt Citycon Oyj:n kiinteistösalkun markkina-arvon (käyvän arvon) 31.12.2008 mukaan. Arviointimenetelmänä on käytetty pääsääntöisesti 10 vuoden kassavirtamenetelmää. Rakentamattomien tonttien sekä selkeiden kaavamuu-  
toskohteiden osalta markkina-arvo on määritelty voimassa olevan asemakaavan mukaisen rakennus-oikeuden määrän perusteella.

## 1.1 Kassavirtamenetelmä

Laskennassa on kunkin tilan vuokrakauden osalta huomioitu vuokrasopimusten mukaiset vuokrat. Vuokrakauden jälkeiseltä ajalta on vuokrana käytetty Realia Management Oy:n arvioimaa markkinavuokratasoa. Vuokrantuottokyky (brutto) on saatu laskemalla yhteen vuokrasopimusten mukainen vuokratuotto ja tyhjen tilojen käyvillä vuokrilla laskettu tuotto-potentiaali. 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 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 yksittäisiin markkinahavaintoihin, kuten kiinteistökaupat ja -vuokraukset sekä muut markkinahavainnot. Lähtötietojen määrittelyssä on tehty yhteistyötä Cityconin kanssa mahdollisimman kuranttien tietojen saavuttamiseksi, mutta laskelmissa lopulta käytettyjen parametrien valinta on ollut Realia Managementin vastuulla.

## 1.2 Realia Management Oy: Yleinen taloustilanne

Maailmantalouden kasvu on hidastunut paljon odotettua jyrkemmin syksyn 2008 aikana. Kokonaistuotanto on supistunut sekä Yhdysvalloissa, Euroalueella, Ruotsissa että Japanissa ja näkymät vuodelle 2009 ovat maailmantaloudessa yleisesti varsin synkät. Suomessa kotimainen kysyntä, eli investoinnit ja kulutus, ovat pitäneet taloutta pystyssä, mutta myös täällä lähiaikojen näkymät ovat heikot. Talouskasvun odotetaan vähitellen pysähtyvän ja kääntyvän miinusmerkkiseksi vuoden 2009 aikana. Myös työllisyys tulee heikkenemään, mutta myönteistä on inflaation merkittävä hidastuminen ja ennustettu kotitalouksien ostovoiman kasvu veronkevennysten ja heikkenevän inflaation myötä.

Taloustilanteen heiketessä keskuspankit ovat alentaneet ohjauskorkojaan poikkeuksellisen voimakkaasti ja nopeasti. EKP pudotti omaa ohjauskorkoaan marraskuussa 2008 puolella prosenttiyksiköllä ja joulukuussa 2008 ennätysmäisellä 0,75 prosenttiyksiköllä. Vuodenvaihteen taso EKP:n ohjauskorossa on 2,50 prosenttia, mutta uusi pudotus on luultavasti luvassa jo tammikuussa 2009. Vastaavasti myös esim. Iso-Britannian ja Ruotsin keskuspankit ovat turvautuneet poikkeuksellisen voimakkaisiin korkoleikkauksiin. Ohjauskorkojen perässä myös markkinakorot ovat tulleet alas nopeasti loppusyksyn aikana.

Tilastokeskuksen mukaan kuluttajien luottamus talouteen heikkeni edelleen joulukuussa - indikaattorin pisteluku oli joulukuussa -6,5, kun se oli marraskuussa -4,5 ja lokakuussa 0,2. Luottamus talouteen oli ennen viime kuukausia edellisen kerran negatiivinen 1990-luvun alun lamavuosina. Erityisesti kuluttajien odotukset työllisyydestä ovat synkät. Odotukset työttömyydestä ja Suomen taloudesta olivat joulukuussa alimmillaan koko kuluttajabarometrin historian aikana, eli vuodesta 1987 lähtien. Sen sijaan oman talouden ja säästämismahdollisuuksien suhteen riittää vielä lievää optimismia.

Vastaava kehitys on koettu myös Ruotsissa kuluttajien luottamusindikaattoreissa. Kuluttajien luottamus on pysynyt pitkän aikavälin keskiarvon ja myös yleiseurooppalaisen keskiarvon yläpuolella vuosina 2002-2007, mutta vuoden 2008 aikana se kääntyi selvään laskuun.

## 1.3 Kiinteistömarkkinatilanne

Sijoituskiinteistöjen transaktiovolyymi lähti laskuun jo kesällä 2007 Yhdysvalloissa paljastuneen rahoituskriisin myötä, mutta varsinainen romhdus koettiin vuoden 2008 kahden ensimmäisen kvartaalin aikana. Oheisessa kuvaajassa vaaleansininen viiva ja oikeanpuoleinen akseli kuvaavat transaktiovolyymia koko Euroopan tasolla. Vuoden 2008 aikana Euroopan kokonaismyymien on laskenut yli 60 miljardin euron kvartaalitasosta yli kaksi kolmasosaa noin 20 miljardin tasolle. Taulukossa pylväät ja vasemmanpuoleinen akseli kuvaavat Pohjoismaiden sijoitusvolyymien kehitystä. Myös Pohjoismaissa markkinamuutos on ollut mm. kauppojen lukumääriä tarkasteltaessa selvä, mutta kokonaismyymien ovat kannatelleet muutamia yksittäisiä erittäin suuria kaupunkeja. Vuoden 2008 kolmannessa kvartaalissa Ruotsin valtio myi Vasakronan toimistoportfolion noin 5 miljardilla eurolla ja Pohjoismaiden suurin kauppakeskustoimittaja Steen & Strom myytiin noin 2,7 miljardilla eurolla ranskalaiselle Klepierreille ja hollantilaiselle eläkerahastolle ABP:lle.

Jo ennen rahoituskriisin alkua sovittujen edullisten rahoitussopimusten turvin tehtiin myös Suomessa muutamia merkittäviä kiinteistökauppoja vielä vuoden 2008 alussa (Kampin keskus, L & R hotelliportfolio), mutta vuoden kolmen viimeisen vuosineljänneksen aikana transktiovolyymi asettui 600-700 miljoonan euron vuosineljännekselle. Prosentuaalinen pudotus vastaa siis yleiseurooppalaista linjaa, sillä vuosina 2006-2007 totuttiin kvartaalitasolla jopa yli 2 miljardin euron tasoihin.

Syyt kauppojen vähyden takana ovat yleiseurooppalaisesti yhtenevät. Ostajien ja myyjien väliset näkemyserot kohteiden arvosta ovat edelleen huomattavat. Lisäksi rahoituksen saatavuus on suorastaan romahtanut vuoden 2008 aikana ja rahoituskulut sekä korkomarginaalit ovat kasvaneet huomattavasti. Pääomavaltaisten sijoittajien markkina-asema on parantunut rahoitusmarkkinan muutosten myötä. Nousukauden ja edullisen lainarahan vuosina instituutiot osallistuivat kiinteistömarkkinaan lähinnä epäsuorasti rahastojen kautta, mutta on oletettavaa, että vuoden 2009 aikana esimerkiksi eläke- ja vakuutusyhtiöt lisäävät suoria kiinteistösijoituksiaan huomattavasti verrattuna muutamaan edelliseen vuoteen. Tästä on jo saatu merkkejä vuodenvaihteeseen ajoittuneiden kiinteistökauppojen myötä, joissa käytännössä kaikissa ostajana on ollut kotimainen instituutio.

Sijoittajat ovat myös palanneet juurilleen sijoitusstrategioidensa suhteen. Kilpailun kiristyttyä vuodesta 2006 alkaen useat sijoittajat laajensivat sijoituskohteidensa skaalaa. Tällöin esimerkiksi alun perin vain kasvukeskusten liiketilaja ostanut sijoittaja saattoi investoida myös pienempien paikkakuntien toimisto- ja logistiikkakohteisiin. Eli kiristyneessä kilpailutilanteessa oltiin valmiita tinkimään laatuvaatimuksista korkeampaa tuottoa haettaessa. Markkinamuutosten myötä keskitytään taas alkuperäisen strategian mukaisiin osamarkkinoihin ja vain hyvin kohteisiin. Lisäksi arvostetaan jälleen vuokralaisen luotettavuutta ja vaaditaan aiempaa pidempiä vuokrasopimuksia. Käyttäjien arvo kiinteistölle on siten taas kerran, matalasuhteelle tyypillisesti, korostumassa.

Lähes rajattomasti tarjolla ollut velkapääoma lisäsi kysyntää kiinteistömarkkinoilla ennennäkemättömällä tavalla. Samalla sijoittajien tuottovaateet alenivat tilatyypistä ja kohteen sijainnista riippumatta. Muutos näkyi myös suurten kaupunkien parhaila paikoilla sijaitsevilla ns. prime-kohteissa, mutta erityisen suuri muutos oli syrjäisempien ja riskialttiiden kiinteistöjen kohdalla. Lopputuloksena oli, että parhaiden ja heikompien kohteiden välinen, todellinen riskiero ei enää näkynyt realistisessa määrin tuottovaateissa. Erityisesti pidempiaikaista (ns. jäännösriskiä) vähäteltiin tiedostamatta tai tietoisesti niin sijoittajien kuin osin myös rahoittajien laskelmissa.

Keskimääräistä heikompien kohteiden kiinnostavuus, tai pikemminkin rahoituksen saatavuus niiden ostoon, alkoi heiketä myös Suomessa jo syksyllä 2007. Vuoden 2008 aikana markkinaominaisuuksiltaan heikoimpien kohteiden myytävyyks on romahtanut, koska laskevassa talustilanteessa niiden riskit on tiedostettu ja rahoituksen saaminen niiden hankintaan on käynyt lähes mahdottomaksi. Niinpä käytännössä ainoana ostajina niistä kiinnostuneet paikalliset ostajat ovat nostaneet tuottovaateensa taas kaksinumeroisiksi, eivätkä myyjät ole valmiita niitä saatavilla olevilla hinnoilla myymään. Useissa tapauksissa ei ole enää kyse siitä, millä hinnalla tai tuotolla kohde saadaan myydyksi, vaan siitä, onko se ylipäättään myytävissä. Ostajien laatuvaatimukset ovat nousseet vuoden takaisesta merkittävästi. Prime-kohteille riittää edelleen kysyntää ja rahoitus on mahdollista järjestää, mutta vain mikäli sijoittajan osaaminen ja maine tyydyttävät rahoittajaa. Pelkkä hyvä sijoituskohde ei enää riitä.

Markkinamuutoksista puhuttaessa on todettava, että toistaiseksi havaitut markkinahäiriöt ovat olleet lähes kokonaisuudessaan nimenomaan sijoitusmarkkinalähtöisiä. Käyttäjämarkkina on pitänyt pintansa varsin hyvin ja toistaiseksi siinä ei ole ollut havaittavissa merkittäviä muutoksia esim. laskevien käyttöasteiden tai vuokratasojen muodossa. Kiinteistöjen markkina-arvojen lasku on siis ollut nimenomaan tuottovaatimus-, ei vuokratasosta johtuvaa. Tosin myös käyttäjämarkkinassa tapahtuvien häiriöiden riskit ovat kasvaneet huomattavasti. Liiketilojen vuokratasot yleisesti ovat nousseet viime vuosien talouskasvun myötä varsin korkeiksi. Täten kuluttajien luottamusindikaattorin enteilemät muutokset kulutuskäyttäytymisessä luovat toteutuessaan myös vuokratasoihin kovaa painetta. Myös liiketilojen vajaakäyttöasteet ovat säilyneet jo pitkään erittäin matalina ja uusia liikekohteita on rakennettu viime vuosina yhä kiihtyvään tahtiin. Uhkana on, että laskevassa talussuhteessa myös liiketilojen käyttö-asteet kääntyvät laskuun. Osittain helpotusta tähän tuo se, että monien viime kesän ja syksyn aikana myös julkisuuteen nousseiden uusien liikerakentamisen megahankkeita on toistaiseksi lykätty tai osin jopa peruttu. On myös muistettava, 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 kiinteistösijoituskohde. Vuokralaisista erityisesti päivittäistavarakaupan toimijat ovat laskusuhteessa 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 kehityshankkeen jälkeen. Siinä huomioidaan nykyiset kassavirrat kehitysvaiheeseen saakka, ja siirrytään kehityshankkeen jälkeiseen uuteen tilanteeseen rakentamisvaiheen jälkeen.

Projektimallia käytettiin kuluneen kvartaalin osalta yhden kauppakeskuksen arvioinnissa. Tämä oli 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 kehitys-potentiaali on huomioitu laskelmassa kasvavana vuokratuottopotentialina tai lisäarvona käyttämättömän rakennusoikeuden muodossa. Samalla tarvittavat kehityskulut on kirjattu investointeina kulupuolelle. Kaikki kohteet on arvioitu lähtökohtaisesti voimassa olleen 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. Tällöin laskelmassa on huomioitu myös kohteen jäljellä oleva (nykymuotoinen) vuokratuotto sekä nykyisten rakennusten purkukustannukset.

## 2. TULOKSET

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

Citycon omistaa pääsääntöisesti liikekiinteistöjä. Vain muutamassa yksittäisessä kohteessa pääkäyttötarkoitus on muu kuin liikekäyttö. Valtaosa kiinteistökannan arvosta (yli 80 prosenttia) muodostuu kauppakeskuksista. 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 kiinteistömassan kehittämisen. Erityisesti pääkaupunkiseudulla Citycon omistaa useita lähiökeskusten kauppa-keskuksia ja kauppoja. Useisiin näistä liittyy merkittäviä kehityssuunnitelmia ja kaavamuutoksia. Tällaisia ovat esimerkiksi Myllypuron ostoskeskus, Martinlaakson Kivivuorentie ja Laajasalon ostoskeskus. Näissä kohteissa on odotettavissa merkittäviä kehitys- ja muutostöitä tulevina vuosina. Usein tämä tarkoittaa vanhan rakennuksen purkamista ja kokonaan uuden rakentamista. 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. kehitys-mallikassavirran käyttöön.

Myös sekä Suomen että Ruotsin useisiin kauppakeskuksiin liittyy merkittävää kehitys-potentiaalia ja -suunnitelmia. Näitä kohteita ovat mm. Tumba, Åkersberga, Koskikeskus, Iso Omena, Isokristiina ja Torikeskus. 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 vuokratuottopotentialia joko lisääntyvän vuokra-alan tai kasvavan keskivuokran kautta, joka kuitenkin realisoituaikseen vaatii rahallisia investointeja ja riittävän rakennus- tai kehitysajan.

### 2.1 Kiinteistökanta

Kokonaisuudessaan kiinteistöportfolion muodostamien kiinteistöjen markkina-arvo on arvioitu tasolle 2021,0 milj. euroa. Kiinteistökannan kokonaisarvo on edelleen laskenut 2008 viimeisen vuosineljänneksen aikana. Portfolioon on tullut yksi uusi kohde, kun Citycon hankki Espoontorin yhteydessä sijaitsevan Koy Espoon Asematorin osakkeita itselleen.

Negatiivinen arvomuutos on aiheutunut pääsääntöisesti rahoitusmarkkinahäiriöiden ja yleisen talouden taantuman aiheuttamista nousseista tuottovaatimuksista kiinteistömarkkinassa. Vuokratasoissa tai hoitokulutasoissa ei ole tapahtunut merkittävää muutosta.

Yli 73 prosenttia kiinteistösalkun arvosta muodostuu Suomen kohteista. Koko kiinteistökannan osalta tuottovaateen painotettu keskiarvo on noussut 0,2 prosenttiyksikköä ja on nyt 6,4 prosenttia. Taulukossa mainitut painotetut keskiarvot on laskettu suhteessa kohteiden arvoon. On syytä huomata, että painotettujen keskiarvojen käyttäminen korostaa suurten kohteiden merkitystä keskiarvolukujen muodostumisessa. Kiinteistösalkun kymmenen suurinta kohdetta muodostavat lähes 60 % koko salkun arvosta. Täten muutokset näissä kymmenessä kohteessa myös dominoivat muutoksia koko portfolion painotetuissa keskiarvoissa. Portfolion suurin kohde on Iso Omena Espoossa. Se muodostaa yksin on noin 15 prosenttia koko portfolion arvosta.

Kiinteistösalkun kymmenen arvokkainta kohdetta ovat:

- Iso Omena, Espoo, Suomi
- Myyrmanni, Vantaa, Suomi
- Trio, Lahti, Suomi
- Rocca Al Mare, Tallinna, Viro
- Koskikeskus, Tampere, Suomi
- Jakobsberg, Järfalla, Ruotsi
- Columbus, Helsinki, Suomi
- Liljeholmen, Tukholma, Ruotsi
- Forum, Jyväskylä, Suomi
- Lippulaiva, Espoo, Suomi

## 2.2 Suomi

Maantieteellisesti kohteet jakautuvat Suomessa tasaisesti ja yli 46 prosenttia portfolion arvosta muodostuu pääkaupunkiseudun ulkopuolella sijaitsevista kohteista. Kiinteistötyyppien osalta n. 80 % Suomen portfolion arvosta muodostuu kauppakeskusiinteistöistä. Kohteiden tuotto-vaateet ovat nousseet kaikissa kiinteistötyypeissä, joskin vielä korostetusti heikompileatuisissa B ja C kategorian kohteissa. Markkinavuokrien ja hoitokulujen osalta ei ole tapahtunut oleellista muutosta viime kvartaaliin nähden. Pienet muutokset keskiarvoissa ovat aiheutuneet muutoksista kiinteistösalkussa hankkeiden kehitystyön ja uuden hankinnan myötä, eivät niinkään yleisestä kehityksestä markkinavuokratasoissa. Merkittävimmät muutokset neljännen vuosineljänneksen aikana ovat olleet Lahden Trio -kauppakeskuksen kehityshankkeen valmistuminen ja uuden hankinnan, Espoon Asematorin, lisääminen tarkasteluun. Korkean inflaation myötä huomattavan suuriksi nousseita indeksikorotuksia vuokriin ei vielä vuoden lopussa ollut havaittavissa. Ne tulevat todennäköisesti suurelta osin ajoittumaan vuoden 2009 ensimmäiseen vuosineljännekseen.

## 2.3 Ruotsi

Ruotsin kohteiden osalta on arvoissa tapahtunut selkeä tasokorjaus suhteessa edelliseen kvartaaliin. Ruotsin osalta optimismi maan omaan talouteen säilyi pitkälle viime kesään, mutta vuoden 2008 viimeisten kuukausien aikana yleinen taloustaantuma iski erityisen voimakkaasti mm. autoteollisuuden massiivisten ongelmien ja irtisanomisten muodossa. Talouden taantumien vaikutukset ovat näkyneet myös sijoituskiinteistömarkkinassa, jossa kysyntä ja likviditeetti ovat laskeneet huomattavasti vuoteen 2007 verrattuna. Samalla kiinteistöjen tuottovaateet ovat nousseet lyhyessä ajassa rajusti. On myös huomattava, että valuuttakurssikehitys Ruotsin kruunun ja Euron välillä on ollut poikkeuksellisen raju kuluneen kvartaalin aikana – kruunu on heikentynyt lähes kymmenen prosenttia suhteessa euroon. Tällä on luonnollisesti myös suuri merkitys näihin euromääräisiin yhteenvetolukuihin.

Ruotsin kohteista hyvin monessa on meneillään olevia kehityshankkeita tai -suunnitelmia. Tukholmassa sijaitseva Liljeholmen Centrum on yksi Cityconin avainhankkeista. Kiinteistöllä on parhaillaan meneillään merkittävä uudis- ja laajennusrakentaminen, joskin arvioinnissa tämä kohde on huomioitu toistaiseksi pelkästään vanhan osansa osalta.

Ruotsin portfolion arvo painottuu voimakkaasti Tukholman ja Uumajan kohteisiin ja erityisesti kauppakeskuksiin. Göteborgin seudun salkku koostuu pitkälti Göteborgia ympäröivien kuntien kuntakeskuksina toimivista kiinteistöistä, joissa tyypillisesti kunta on merkittävä vuokralainen. Näiden kohteiden keskikoko ja merkitys portfolion painotettuihin keskiarvoihin jää varsin pieneksi. Ruotsin osalta erikoisuutena on asuntojen suuri osuus useissa kohteissa. Esimerkiksi Ruotsin portfolion suurimmassa kohteessa Jakobsbergissä huomattava osa vuokrattavasta pinta-alasta muodostuu asunnoista.

## 2.4 Baltia

Baltian maissa talouden yleinen epävarmuus on edelleen suurempaa kuin Pohjoismaissa. Toistaiseksi talouden taantuma ei ole vaikuttanut merkittävästi vuokratasoihin, joskin korkean inflaation mahdollistamista erittäin kovista vuokratuotuksista on yleisesti tingitty. On kuitenkin odotettavissa, että vuoden 2009 aikana alkaa heikentyvä kulutus vaikuttamaan myös vuokralaisten vuokramaksukykyyn. Tämä ei silti edelleenkään tarkoita, ettei yksittäisissä keskuksissa olisi kehityspotentiaalia. Cityconin Baltian pääkohde on Tallinnassa sijaitseva Rocca Al Mare kauppakeskus, jossa on parhaillaan menossa merkittävä laajennus- ja kehityshanke. Kohteen vuokraus on toistaiseksi edennyt käytännössä budjetin mukaisesti ja uusien vuokralaisten joukossa on mm. Viron ensimmäinen Marks & Spencer -myymälä.

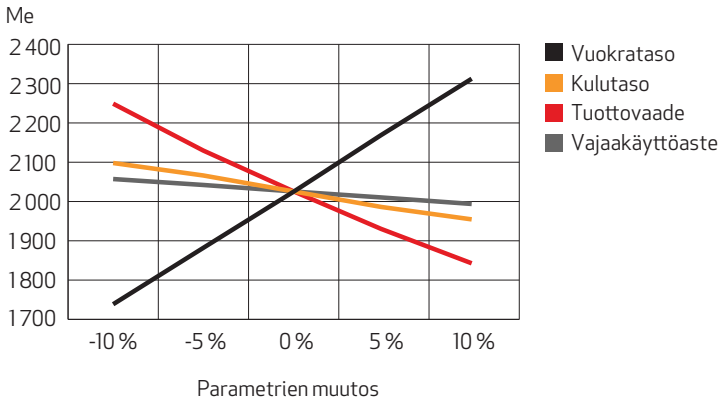
Rocca Al Maren arviointiin on tullut uusina tiloina mukaan lokakuussa avattu keskuksen ensimmäinen laajennusvaihe, jossa päävuokralaisena on Prisma. Laajennuksen myötä Rocca Al Mare muodostaa jo lähes 80 prosenttia Cityconin Baltian portfolion arvosta. Täten myös kohteen vaikutus Baltian painotettuihin keskiarvoihin on huomattava. Rocca Al Mare on edelleen kehitystyön alla. Lopullisesti laajennustyö on valmis syksyllä 2009.

31.12.2008	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	6,4 %	21,9	4,8	1 477,6
Ruotsi	6,4 %	12,3	3,9	396,1
Baltia	7,4 %	20,2	4,6	147,3
<b>Yhteensä</b>	<b>6,4 %</b>	<b>19,9</b>	<b>4,6</b>	<b>2 021,0</b>
<b>Suomi</b>				
<b>Pääkaupunkiseutu</b>				
Kauppakeskukset	5,9 %	26,0	5,9	663,2
Muut kiinteistöt	7,4 %	14,9	3,3	128,2
<b>PKS yhteensä</b>	<b>6,1 %</b>	<b>24,3</b>	<b>5,5</b>	<b>791,4</b>
<b>Muu Suomi</b>				
Kauppakeskukset	6,4 %	21,3	4,4	528,3
Muut kiinteistöt	7,6 %	11,7	2,4	157,9
<b>Muu Suomi yhteensä</b>	<b>6,7 %</b>	<b>19,1</b>	<b>3,9</b>	<b>686,2</b>
<b>Ruotsi</b>				
<b>Tukholman alue ja Uumaja</b>				
Kauppakeskukset	6,2 %	12,9	4,0	314,1
Muut kiinteistöt	6,6 %	11,5	2,3	16,9
<b>Yhteensä</b>	<b>6,3 %</b>	<b>12,8</b>	<b>4,0</b>	<b>331,0</b>
<b>Göteborgin alue</b>				
<b>Yhteensä</b>	<b>7,1 %</b>	<b>9,8</b>	<b>3,4</b>	<b>65,1</b>
<b>Baltia</b>				
<b>Yhteensä</b>	<b>7,4 %</b>	<b>20,2</b>	<b>4,6</b>	<b>147,3</b>

### 3. HERKKYYSANALYYSI

Kiinteistökannan markkina-arvon herkkyyssanalyysiä varten on muodostettu ns. portfoliokassavirta yksittäisten kassavirtalaskelmien pohjalta. Markkina-arvon muutoksia on sitten tarkasteltu vaihtamalla laskennan keskeisiä parametrejä yksi kerrallaan. Tarkastelussa mukana olevat parametrit ovat tuottovaade, vuokratuotto, hoitokulut sekä vajaakäyttöaste. Vertailu- ja lähtökohtana käytettiin portfolion nykyistä markkina-arvoa. Herkkyystarkastelu on suoritettu muuttamalla yhden laskentaparametrin arvoa kerrallaan ja laskemalla portfoliolle vastaava uusi markkina-arvo. Kyseessä on yksinkertaistettu malli, jonka tarkoitus on osoittaa karkeasti eri muuttujien vaikutus portfolion arvon muodostumisessa. Alla oleva kuvaaja osoittaa herkkyyssanalyysin tuloksen.

#### Herkkyystarkastelu



Herkkyystarkastelu osoittaa, että portfolion markkina-arvo on kaikkein herkin tuottovaateen ja vuokratuoton suhteellisille muutoksille. Mikäli tuottovaade laskee kymmenen prosenttia, portfolion 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 kasvu kulutasossa laskee portfolion kokonaisarvoa alle neljä prosenttia. On myös muistettava, että liikekohteissa kulut ovat myös sidoksissa tuloihin vuokralaisilta perittävän hoitovuokran kautta. Mikäli hoitokulut kasvavat, kasvaa myös vuokralaisilta perittävä hoitovuokra. Tämä suhde ei ole täysin yksi yhteen, mutta 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 portfolion markkina-arvoa alle kaksi prosenttia.