Tampereen yliopisto

Jussi Jalonen

KOTIMAISET LISTATUT KIINTEISTÖSIJOITUSYHTIÖT

Velkarakenne ja kiinteistöportfolio

Kandidaatintyö
Rakennetun ympäristön tiedekunta
Tarkastaja: Mika Lehtimäki
Joulukuu 2024

TIIVISTELMÄ

Jussi Jalonen: Kotimaiset listatut kiinteistösijoitusyhtiöt: velkarakenne ja kiinteistöportfolio
(Domestic listed real estate investment companies: debt structure and real estate portfolio)
Kandidaatintyö
Tampereen yliopisto
Rakennustekniikan tutkinto-ohjelma
Joulukuu 2024

Tässä kandidaatintyössä tarkasteltiin neljän suomalaisen pörssiin listatun kiinteistösijoitusyhtiön (Citycon Oyj, Investors House Oyj, Kojamo Oyj ja Ovaro Kiinteistösijoitus Oyj) velkarakenteita ja niiden kestävyyttä. Työn tavoitteena oli selvittää, miten yhtiöiden velkarakenteet eroavat toisistaan, sekä arvioida näiden rakenteiden vaikutuksia taloudelliseen suorituskykyyn ja riskienhallintaan.

Työssä käytettiin yhtiöiden tilinpäätöksiä ja vuosikertomuksia vuodelta 2023. Vertailu toteutettiin keskeisten tunnuslukujen, kuten omavaraisuusasteen, luototusasteen ja korkokatteen avulla. Lisäksi tarkasteltiin velkojen ehtoja, kuten kovenantteja, sekä velkojen jakautumista lyhyen ja pitkän aikavälin velkoihin.

Tulokset osoittivat merkittäviä eroja yhtiöiden velkarakenteissa. Citycon ja Kojamo hyödynsivät suurempaa velkavipua, mikä mahdollistaa laajemmat investoinnit, mutta altistaa ne suuremmille korko- ja rahoitusriskeille. Ovaro puolestaan erottui alhaisella velkaantuneisuudellaan, mikä vähentää yhtiön rahoitusriskejä, mutta voi rajoittaa kasvupotentiaalia. Investors House kohtasi haasteita erityisesti korkokatteessa, mikä viittaa velanhoidon haasteisiin nykyisessä korkoympäristössä.

Johtopäätöksenä todettiin, että suomalaiset pörssiin listatut kiinteistösijoitusyhtiöt ovat pääosin hallinneet velkarakenteensa kestävästi, mutta korkean velkaantuneisuuden ja korkomuutosten yhteisvaikutuksia on tarpeen seurata tarkasti. Työ tarjosi myös arvokkaita näkökulmia velkarakenteen merkitykseen yhtiö strategian tukena ja toi esiin tarpeen jatkotutkimukselle erityisesti kansainvälisessä kontekstissa.

Avainsanat: Kiinteistösijoitusyhtiö, kiinteistöportfolio, velkavipu, laina, rahoitusrakenne, REIT.

Tämän julkaisun alkuperäisyys on tarkastettu Turnitin Originality Check -ohjelmalla.

TEKOÄLYN KÄYTTÖ OPINNÄYTTEESSÄ

Opinnäytteessäni on käytetty tekoälysovelluksia:

☐ Ei
☒ Kyllä

Ilmoitukseni mukaan olen käyttänyt opinnäytteessäni tutkielmaprosessin aikana seuraavia tekoälysovelluksia: Scopus AI, ChatGPT.

Tekoälysovellusten nimet ja versiot: Scopus AI (GenAI), ChatGPT (GPT-4o, GPT-4o mini).

Käyttötarkoitus: Scopus AI on hyödynnetty lähteiden etsimisessä. Tekoälysovellusta on pyydetty listaamaan lähteitä työn aiheisiin liittyen. Käytettyjä hakusanoja ovat esimerkiksi REIT, debt rates, subordinated loan, convertible loan, mezzanine loan, secured loan, hybrid loan sekä syndicated loan. ChatGPT on hyödynnetty lähdetiedostojen avainkohtien löytämisessä. Tekoälysovellukselle on liitetty tai linkattu mahdollinen lähdetiedosto ja ohjeistettu löytämään avainkohtia ja ilmoittamaan niiden sijainnit tekstissä.

Osiot, joissa tekoälyä on käytetty: Tekoälyä on käytetty vieraan pääoman eri muotoja käsittelevän tekstin lähteiden etsimiseen (3.3.1–3.3.6). Tekoälyä yritettiin käyttää myös niiden kohtien lähteiden etsimiseen, joissa puhutaan tasoista muualla maailmalla (3.6), mutta työhön sopivia lähteitä ei tekoälyn avulla löytynyt.

Olen tietoinen siitä, että olen täysin vastuussa koko opinnäytteeni sisällöstä, mukaan lukien osat, joissa on hyödynnetty tekoälyä, ja hyväksyn vastuun mahdollisista eettisten ohjeiden rikkomuksista.

SISÄLLYSLUETTELO

1. JOHDANTO ... 1
1.1 Tutkimuksen tausta ja merkitys ... 1
1.2 Tutkimusongelma ja -kysymykset ... 2
1.3 Tutkimuksen tavoitteet ja rajaukset ... 2
2. KIINTEISTÖSIJOITUSYHTIÖT ... 4
2.1 Kiinteistösijoitusyhtiön määrittely ... 4
2.2 Suomen kiinteistömarkkinoiden erityispiirteet ... 4
2.3 Kiinteistösijoitusyhtiöiden yhtiömuodot ... 5
2.4 Kotimaiset listatut yhtiöt ... 5
2.5 Kiinteistöportfoliot ... 7
3. VELKARAKENNE JA RAHOITUSRATKAISUT ... 9
3.1 Velkarakenne yleisesti ... 9
3.1.1 Velkavipu ... 9
3.1.2 Velkatase ... 10
3.1.3 Kovenantti ... 10
3.2 Oma pääoma ... 11
3.3 Vieras pääoma ... 11
3.3.1 Pankkilaina ja muut luotot ... 11
3.3.2 Pääomalaina ... 13
3.3.3 Mezzanine-laina ... 13
3.3.4 Listattu joukkovelkakirjalaina ... 14
3.3.5 Vaihtovelkakirjalaina ... 14
3.3.6 Hybridilaina ... 14
3.4 Listattujen yhtiöiden velkarakenne ... 15
3.4.1 Velkojen suhteet sekä lainamuodot ... 17
3.4.2 Lainakovenantit ja velkojen ehdot ... 18
3.4.3 Rahoituskustannukset ... 19
3.4.4 Strateginen näkökulma ja heijastuminen portfolioon ... 20
3.5 Korkomarkkinoiden vaikutus velkarakenteeseen ... 21
3.6 Terveet velkatasot muualla ... 21
4. JOHTOPÄÄTÖKSET JA POHDINTA ... 23
LÄHTEET ... 25

1. JOHDANTO

1.1 Tutkimuksen tausta ja merkitys

Työssä tutkitaan suomalaisia pörssiin listattuja kiinteistösijoitusyhtiöitä. Tarkoituksena on kiinnittää tarkemmin huomiota niiden velkarakenteeseen, käydä läpi yhtiöiden kiinteistöportfolioita, sekä tutkia näiden välistä yhteyttä. Kiinteistösijoitusyhtiöt ovat merkittävä osa Suomen taloutta ja erityisesti kiinteistömarkkinoita, sillä ne tarjoavat mahdollisuuden laajaan hajautettuun, likvidiin sijoittamiseen kiinteistöalalla. Tämä tutkimus tarkastelee yhtiöiden velkarakenteiden vaikutuksia niiden taloudelliseen suorituskykyyn ja riskiprofiiliin sekä miten velkarakenne on kehittynyt markkinatilanteen ja velkaantumisen myötä. Aihe on erityisen relevantti tämänhetkisessä korkoympäristössä, jossa velkarahoituksen kustannukset ovat nousussa, mikä vaikuttaa yhtiöiden kykyyn rahoittaa uusia hankkeita sekä ylläpitää nykyisiä portfolioitaan. Kiinteistöalalla hyödynnetään usein myös velkavipua, joka kasvattaa yhtiöiden tuottoja, mutta samalla altistaa ne entistä suuremmille riskeille markkinoiden heilahteluissa ja korkojen nousussa.

Kotimaisista listatuista kiinteistösijoitusyhtiöistä viimeisin tehty opinnäytetyö löytyy Aalto-yliopiston arkistosta vuodelta 2020. Työssä käsitellään yhtiöiden riskienhallinnan raportointia ja koronapandemian aiheuttaman epävarman yhteiskunnallisen tilanteen vaikutuksia. (Mäkinen 2020) Mäkisen työtä ei valitettavasti pääse sähköisesti lukemaan, mutta abstraktissa todettiin riskienhallinnan olevan hyvin vähäistä ja hajanaista tarkasteltavilla yhtiöillä. Tässä työssä osittain sivutaan myös riskienhallintaa velkarakenteen näkökulmasta nyt koronapandemian jälkeiseltä ajalta. Voidaan siis myöhemmin omissa päätelmissä todeta, vaikuttaako tilanne olevan edelleen samalla tasolla.

Tutkimus suoritetaan kirjallisuuskatsauksena, sekä kotimaisten listattujen kiinteistösijoitusyhtiöiden velkarakenteiden empiirisenä analyysinä. Työn oleellisimmasta osasta, eli kotimaisista kiinteistösijoitusyhtiöistä löytyy jo jokseenkin kirjallisuutta ja artikkeleita, mm. pörssiyhtiöiden omissa julkisesti saatavilla olevissa vuosikertomuksissa kerrotaan velkarakenteista sekä kiinteistöportfolioista laajemmin. Myös tilinpäätöstiedot sekä analyytikkoraportit ovat hyviä lähteitä. Muualta aiheesta löytyy esimerkiksi sijoittaja.fi -palvelusta sekä muista sijoittamiseen liittyen uutisoivista

lähteistä. Akateemisia artikkeleita käsiteltävistä teemoista, kuten velkavipu, arvonmääritys sekä kaikki erilaiset lainamuodot, löytyy runsaasti etenkin ulkomaisista lähteistä.

1.2 Tutkimusongelma ja -kysymykset

Tutkimuksen pääkysymys on miltä velkarakenteet näyttävät Suomalaisilla pörssiin listatuilla kiinteistösijoitusyhtiöillä ja ovatko ne vertailtuna kestävällä tasolla? Tähän kysymykseen pyritään löytämään vastaus tämän työn avulla. Tutkimuskysymys on jaettu seuraaviin alakysymyksiin:

1. Millaisia ovat kotimaiset pörssiin listatut kiinteistösijoitusyhtiöt sekä niiden kiinteistöportfoliot?
2. Mistä yhtiöiden velkarakenne koostuu sekä miten rahoitus on hoidettu?
3. Miten kotimaisten listattujen kiinteistösijoitusyhtiöiden velkarakenne on verrattavissa toisiinsa sekä velkarakenteeseen muualla?

Ensimmäisen tutkimuskysymyksen avulla tutustutaan työssä käsiteltäviin kiinteistösijoitusyhtiöihin sekä niiden portfolioihin. Tämän tarkoituksena on tutustua aiheeseen ja yrityksiin, joiden syvempään tarkasteluun työssä pyritään. Toisen tutkimuskysymyksen avulla päästään käsiksi yhtiöiden rahoitusratkaisuihin. Taloudelliset tunnusluvut sekä niiden vertailu ja muu tulkinta ovat suuri osa tätä työtä. Kolmas tutkimuskysymys johdattaa meidät vertailemaan eri yhtiöiden velkarakenteita ja portfolioita ja tulkitsemaan havaittavissa olevia yhteyksiä. Näiden kysymysten avulla saadaan riittävä käsitys aiheesta, jotta pystymme vastaamaan tutkimuksen pääkysymykseen.

1.3 Tutkimuksen tavoitteet ja rajaukset

Tutkimus rajautuu Suomalaisiin pörssiin listattuihin kiinteistösijoitusyhtiöihin Citycon Oyj, Investors House Oyj, Kojamo Oyj, sekä Ovaro Kiinteistösijoitus Oyj. Työssä ei siis käsitellä ulkomaisia tai yksityisiä kiinteistösijoitusyhtiöitä. Aiheen rajaus mahdollistaa, että voidaan tarkastella mahdollisimman luotettavasti kotimaisen kiinteistömarkkinan dynamiikkaa sekä sen yhteyttä velkarakenteeseen ja portfolion hallintaan. Tutkimuksessa keskitytään tarkastelemaan pääasiallisesti nykyhetkeä sekä viime vuosien kehitystä, eikä historiallista analyysia vuosikymmenten takaa tarkastella laajemmin. Lisäksi vaikka kyseessä on kiinteistösijoitusyhtiöt eikä REIT-yhtiöt, niin tutkimuslähteiden osalta sovelletaan joitain REIT-yhtiöitä käsitteleviä lähteitä niiltä osin, kuin niissä oleva asia on sovellettavissa myös kotimaisiin kiinteistösijoitusyhtiöihin.

Tutkimuksessa voi paljastua selkeitä eroja kiinteistöyhtiöiden välillä heidän velkaantumisstrategioissaan sekä portfolioissaan. On todennäköistä, että korkeasti velkaantuneet yhtiöt saattavat olla alttiimpia taloudellisille riskeille, kuten korkojen nousulle, kun taas varovaisemman velkapolitiikan omaavat yhtiöt voivat hyötyä vakaammista kassavirroista ja riskienhallinnasta. Asetetaan alkuoletus, että velkarakenne on kiinteistösijoitusyhtiöissä kriittisessä roolissa etenkin tuottojen kasvattamisessa, sillä tiedetään velkavivun käytön olevan keskimäärin korkeammalla tasolla, kuin muilla aloilla.

2. KIINTEISTÖSIJOITUSYHTIÖT

2.1 Kiinteistösijoitusyhtiön määrittely

Kiinteistösijoitusyhtiöt (engl. real estate investment company) ovat yhtiöitä, jotka omistavat tai rahoittavat tuloja tuottavia kiinteistöjä. Tässä työssä puhutaan julkisista, pörssiin listatuista yhtiöistä, jotka puolestaan tarjoavat sijoittajille mahdollisuuden osallistua kiinteistömarkkinoihin likviditeetin ja läpinäkyvyyden avulla (Malhotra & Malhotra 2018). Ne mahdollistavat varojen virtaamisen sijoittajilta kiinteistösektorille. Päällimmäisenä tulonlähteenä näillä yhtiöillä ovat vuokrakiinteistöt ja suuri osa voitoista jaetaankin osakkeenomistajille osinkoina. (Mohamed et al. 2015)

2.2 Suomen kiinteistömarkkinoiden erityispiirteet

Maailmalla niin sanotut REIT-rahastot hyötyvät merkittävistä veroeduista usein pienemmällä tai jopa olemattomalla yhteisöverolla, mikä lisää niiden houkuttelevuutta sijoittajien keskuudessa (Twarowska 2018). Esimerkiksi monissa maissa REIT-rahastojen maksamat osingot ovat verovapaita. Suomessa REIT-rahastot vapautetaan suorittamasta tuloveroa, mutta osingot kuitenkin verotetaan normaalin pääomatuloveroprosentin mukaisesti (*Osinkotulojen verotus* 2023). Mainittakoon, että listatuista kotimaisista kiinteistösijoitusyhtiöistä yksikään ei ole REIT-yhtiö, vaan kaikki ovat niin sanotusti tavallisia kiinteistösijoitusyhtiöitä (Santikko 2020). Ovaro oli aikoinaan Suomen tähän mennessä ainoa REIT-yhtiö, mutta sekin vaihtoi tavalliseksi kiinteistösijoitusyhtiöksi vuonna 2018 (Ovaro 2018).

Toisena erityispiirteenä Suomen kiinteistömarkkinoilla voidaan pitää institutionaalisten sijoittajien, kuten kiinteistörahastojen, suuruutta markkinoilla. Vuonna 2022 noin 21 % markkinoista koostui kotimaisista kiinteistörahastoista. (Nousiainen 2023) Tämä antaa markkinoille hieman vakautta ja varmuutta, mutta samalla rajoittaa osittain kilpailua, kun suuri osa markkinoista on kotimaisten toimijoiden hallussa. Ulkomaisia sijoittajiakin toki löytyy ja heidän osuutensa kiinteistömarkkinoista vuonna 2022 oli 48 %, joka on merkittävä osuus, mutta kuitenkin alhaisempi verrattuna moniin muihin Euroopan maihin (Nousiainen 2023).

2.3 Kiinteistösijoitusyhtiöiden yhtiömuodot

Suomessa kiinteistösijoitusyhtiöt ovat tavallisesti yhtiömuodoltaan yksityisiä tai julkisia osakeyhtiöitä tai yksityisellä puolella usein myös kommandiittiyhtiöitä. Lisäksi on olemassa niin sanottuja REIT-yhtiöitä, mutta niitä ei ole Suomessa tarkasteluhetkellä yhtäkään. Tavallisimpia ovat pörssiin listatut julkiset osakeyhtiöt. Julkinen osakeyhtiö on siis muuten tavallinen osakeyhtiö, mutta sillä on julkiseen pörssiin listattuja osakkeita, joiden kanssa sijoittajat voivat käydä kauppaa. Suomessa julkisen osakeyhtiön perustaminen vaatii vähintään 80 000 € osakepääoman määrän (*Osakeyhtiön perustaminen* 2024). Keskeisiä toimielimiä osakeyhtiöillä ovat toimitusjohtaja, hallitus sekä yhtiökokoukset.

Julkinen kiinteistösijoitusosakeyhtiö voi lisäksi hakemuksesta olla verovapaa REIT-yhtiö, mikäli se täyttää tietyt ehdot. Näitä ehtoja ovat esimerkiksi jakaa vähintään 90 % voitoistaan osinkoina osakkeenomistajille sekä saada bruttotuloistaan vähintään 75 % kiinteistöihin liittyvistä lähteistä, kuten kiinteistörahoituslainojen koroista sekä kiinteistöjen vuokratuloista. (*REIT-sijoittaminen* 2024) REIT-yhtiö voi kuitenkin listautua pörssiin vasta kolmen vuoden kuluttua verovapausajan alkamisesta (*Osinkotulojen verotus* 2023).

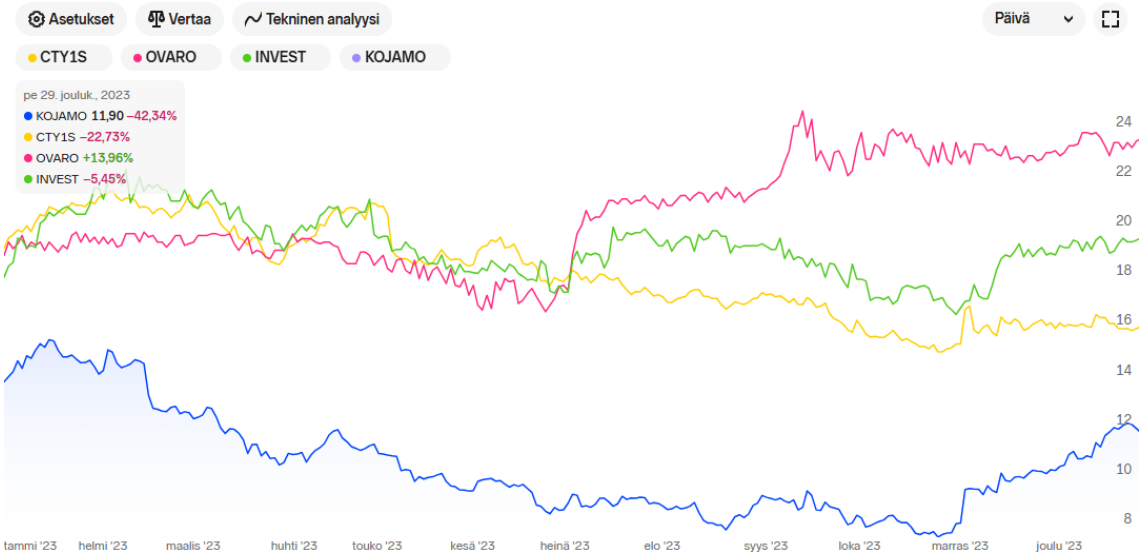
Kommandiittiyhtiössä vuorostaan tulos jaetaan verotettavaksi yhtiömiehillä osuuksien mukaan, jotka heillä on yhtiön tuloon, eikä rahastoa itseään veroteta (*Yritysmuodot* 2022). Kommandiittiyhtiö voi kuitenkin hakeutua kiinteistörahastolain soveltamisalan piiriin, muttei se ole pakollista. Jos näin halutaan tehdä, kommandiittiyhtiön on tarjottava yhtiöosuuksiaan yleisölle. (Kuusiluoma 2013)

2.4 Kotimaiset listatut yhtiöt

Suomalaisia Helsingin pörssiin listattuja kiinteistösijoitusyhtiöitä on tällä hetkellä 4 kappaletta: Citycon Oyj, joka on vuonna 1988 perustettu ja samana vuonna pörssiin listautunut yhtiö, jonka osakekannan markkina-arvo kauden 2023 lopussa oli 984 miljoonaa euroa verrattuna kauden 2019 lopussa olleeseen 1 667 miljoonaan euroon (*Taloudelliset raportit 2023* 2023). Seuraava on Investors House Oyj, joka on myös vuonna 1988 perustettu ja vuonna 1989 pörssiin listautunut yhtiö. Yhtiön osakekannan markkina-arvo kauden 2023 lopussa oli 33 miljoona euroa verrattuna kauden 2019 lopussa olleeseen 39 miljoonaan euroon. (*Investors House* 2023) Kojamo Oyj on vanhin, vuonna 1969 perustettu yhtiö, mutta se listautui pörssiin vasta vuonna 2018. Markkina-arvo yhtiön osakekannalla kauden 2023 lopussa oli 2 941 miljoonaa euroa verrattuna kauden 2019 markkina-arvoon, joka oli 4 004 miljoonaa euroa. (*Vuosikertomus 2023*

2023) Viimeisenä on Ovaro Kiinteistösijoitus Oyj, joka on vuonna 2010 perustettu ja vuonna 2013 pörssiin listautunut yhtiö. Markkina-arvo kauden 2023 lopussa oli 30 miljoonaa euroa ja vertauksena kauden 2019 lopussa 40 miljoonaa euroa. (*Ovaro Kiinteistösijoitus - vuosikertomukset* 2023)

Mainittakoon vielä, että osakekannan markkina-arvo saadaan siis kertomalla osakkeiden laimentamaton määrä tilinpäätöspäivän kurssilla (*Investors House* 2023), joten se ei välttämättä anna tarkinta kuvaa osakkeiden arvosta, sillä osakemarkkinoilla kurssin muutos voi olla päivien välillä suurtakin. Se ohjaa toki oikeaan suuruusluokkaan. Citycon ja Kojamo kuuluvat Helsingin pörssin niin sanottuihin suuriin yhtiöihin (engl. large cap), kun taas Ovaro ja Investors House kuuluvat pieniin yhtiöihin (engl. small cap) (*OMX Helsinki Large Cap PI Indeksin osakkeiden hinnat* 2024). Esitetään seuraavaksi havainnollistava kuva yhtiöiden osakekursseista.



Kuva 1. Kotimaisten listattujen kiinteistösijoitusyhtiöiden osakekurssien kehitys tilikaudella 2023 (*Osakkeet ja osakekurssit* 2023)

Kuvasta 1 nähdään suoraan työssä tarkasteltavien yhtiöiden osakekurssit tilikauden 2023 aikana. Vaaka-akselilla on ilmoitettu päivämäärät ja pystyakselilla osakkeiden arvo euroina. Cityconin osakekurssi CTY1S on merkitty keltaisella värillä, Investors Housen osakekurssi INVEST on merkitty vihreällä värillä, Kojamon osakekurssi KOJAMO on merkitty sinisellä värillä sekä Ovaro Kiinteistösijoituksen osakekurssi OVARO on merkitty punaisella värillä. Cityconin osakkeiden vaihto, eli osakkeiden keskimääräinen määrä tilikauden aikana, oli 759 215 kpl. Investors Housen vaihto oli 1 722 kpl, Kojamon vaihto 371 859 kpl, sekä Ovaron vaihto 7 241 kpl. (*Osakkeet ja osakekurssit* 2023)

2.5 Kiinteistöportfoliot

Citycon Oyj

Citycon on keskittynyt omistamaan, hallinnoimaan sekä kehittämään päivittäistavaravetoisia, monikäyttöisiä kauppakeskuksia keskeisillä sijainneilla Pohjoismaissa sekä Baltiassa (*Taloudelliset raportit 2023* 2023). Vuonna 2021 Citycon kertoi aikomuksestaan siirtyä asuntosijoittamisenkin puolelle rakennuttamalla 4 asuinkerrostaloa omistamansa kauppakeskus Lippulaivan yhteyteen Espoossa (*Kauppakeskusyhtiö Citycon harppaa asuntosijoittajaksi* 2020). Vuonna 2023 Citycon omisti jo viisi asunto-osakeyhtiötä Suomessa ja käynnissä oli myös kehityshankkeita asuinkiinteistöjen rakennuttamiseen myös Norjaan sekä Ruotsiin. Vuonna 2023 kokonaisuudessaan Citycon omisti yhteensä 34 kiinteistöä, joiden käypä arvo oli 3,86 mrd. € ja tästä portfoliosta kauppakeskukset muodostavat 99 %, joista 44 % ovat Suomessa. Vuokrausaste vuoden lopussa oli 96 % ja nettovuokratuotot olivat 196 milj. €. (*Taloudelliset raportit 2023* 2023)

Investors House Oyj

Investors Housen investoinnit koostuvat pääosin kahdesta segmentistä: asunto- ja toimitilakiinteistöt sekä palvelut. Konserni omistaa suoraan suurimman osan sekä asunto- että toimistokiinteistösijoituksista. Palvelut -segmentin sijoitukset puolestaan omistavat konsernin tytäryhtiöt kuten Investors House Rahastot Oy. Lisäksi tytäryhtiöt kuten Investors House Kodit Oy rakennuttavat kiinteistöjä, mutta keskitytään tässä työssä tarkastelemaan pääosin Investors House -konsernin kiinteistösijoituksia. Kiinteistöjen käypä arvo tilikauden lopussa oli 28,9 milj. € ja EPRA NRV eli nettovarallisuus oli 36,7 milj. € tai 5,76 €/osake. Portfolion vuokrausaste oli 90 %, mikä tarkoittaa vakaata käyttöastetta huolimatta yhdestä tyhjillään olleesta kehityskohteesta. Investors housen asiakaskunnasta lähes kaksi kolmasosaa ovat julkisia vuokralaisia ja ARA-kohteita, mikä lisää ennustettavuutta ja vakautta tuottojen osalta. Yhtiö pyrkii jatkossa keventämään pääomavaltaista kiinteistösalkkuaan lisäämällä vähemmän pääomaa sitovan palveluliiketoiminnan osuutta. Täytyy tässä kohdassa vielä mainita, että Investors House on myös Ovaro Kiinteistösijoituksen suurin osakkeenomistaja ja Investors Housen toimitusjohtaja on myös Ovaro Kiinteistösijoituksen hallituksen puheenjohtaja. (*Investors House* 2023)

Kojamo Oyj

Kojamon liiketoiminta perustuu vuokra-asuntojen omistamiseen ja vuokraamiseen. Yrityksen sijoitukset kohdistuvat Suomen suurimpien kasvukeskusten uudistuotantoon, valmiiden asuntojen ostoon sekä kiinteistöjen muokkaamiseen asuinkäyttöön. Kojamo

onkin sijoituskiinteistöjen käyvän arvon, joka oli 8,04 mrd. € vuonna 2023, mukaan mitattuna Suomen suurin kiinteistösijoitusyhtiö. Kojamolla on myös oma kuluttajabrändi Lumo, jonka kautta asuntojen vuokraus hoidetaan. Yli 40 000 vuokra-asunnosta suurin osa, noin 74 %, sijaitsee Helsingin seudulla ja vuokrausaste vuoden lopussa oli 93 %. Kojamon kokonaisinvestoinnit olivat 191 milj. €, josta 160 milj. € oli vuoden aikana hankittuja sijoituskiinteistöjä ja yhtiöllä oli myös käynnissä 178 milj. € edestä kehityshankkeita. Vuoden aikana myytiin 73 asuntoa osana salkun optimointia, sekä vuoden lopussa rakenteilla oli 354 uutta asuntoa, pääosin Helsingin alueella. Tulevaisuudessa yhtiön keskiössä on Lumo-brändin vuokra-asuntojen tarjonnan laajentaminen ja investoiminen Suomen kasvukeskuksiin, joissa kaupungistuminen luo kysyntää vuokra-asunnoille. Näin yhtiö uskoo täyttävänsä tavoitteensa ylläpitää korkea taloudellinen vuokrausaste. (*Vuosikertomus 2023* 2023)

Ovaro Kiinteistösijoitus Oyj

Ovaro Kiinteistösijoituksen kiinteistöportfolio koostui käyvän arvon perusteella vuonna 2023 suurimmaksi osaksi asuntorakennuksista, noin 53 %, ja loput 47 % piti sisällään toimistot, liikerakennukset sekä tontit. Yhtiön portfolioon vaikuttaa edelleen 2018 alkanut yhtiövaltaus, kun Investors House osti itsensä yhtiön suurimmaksi omistajaksi, erotti ja vaihtoi kokonaan uuden hallituksen, muutti yhtiön asuntorahastosta kiinteistösijoitusyhtiöksi (luopuen samalla verovapaudesta), vaihtoi yhtiön nimen, strategian ja hallintomallin sekä alkoi muokata kiinteistöportfoliota. (*Ovaro Kiinteistösijoitus - vuosikertomukset* 2023) Esimerkiksi vuoden 2023 aikana Ovaro myi pois 251 asuntoa sekä Jyväskylän Ahlmaninkatu 2:n koko osakekannan ja 30.6.2023 Ovaro Kiinteistösijoitus omisti enää 475 asuntoa. Kiinteistöjen käypä arvo vuoden lopussa oli 41,7 milj. €, joka sisälsi muun muassa 8 miljoonan euron edestä myytävänä olevia kiinteistöjä. Vuokrausaste asuntoportfolion osalta oli 96 % ja toimitilaportfolion osalta 81 %. Kehityshankkeita oli käynnissä muun muassa Jyväskylässä, Kortepohjan liikekeskus sekä Pappilan hotelli. (*Ovaro sijoituskohteena* 2023)

3. VELKARAKENNE JA RAHOITUSRATKAISUT

3.1 Velkarakenne yleisesti

Velkarakenne on kriittinen osa yrityksen kokonaispääomarakennetta, johon sisältyy sekä yrityksellä oleva velka että sen oma pääoma, joita käytetään toimintojen ja kasvun rahoittamiseen (*Other Components of a Business's Capital Structure* 2014). Velkarakenne viittaa erityisesti yrityksen käyttämän velan koostumukseen ja ominaisuuksiin. Avainelementtejä ovat mm. velkatyypit, joista lisää luvussa 3, sekä velan ominaisuudet kuten lyhytaikainen vs. pitkäaikainen ja ensimmäisen tason vs. alisteinen velka. Lisäksi velan korkosidonnaisuus merkitsee, kiinteä- ja vaihtuvakorkoisilla veloilla on omat riskinsä ja mahdollisuutensa.

Vuonna 2016 suoritetussa tutkimuksessa selvitettiin, että kiinteistösijoitusyhtiöiden taloudellisen suorituskyvyn ja velkarakenteen välillä olisi negatiivinen korrelaatio (Xu & Gao 2016). Tästä voidaan päätellä, että korkea velkataso velkarakenteessa heikentäisi taloudellista suorituskykyä, mikä vuorostaan nostaa esille velkarakenteen tehokkaan hallinnan merkitystä. Oleellista velkarakenteen likviditeettiriskin hallitsen kannalta on esimerkiksi lyhytaikaisten ja pitkäaikaisten velkojen tasapainottaminen, sillä lyhytaikaiset velat tuovat joustavuutta, mutta pitkäaikaiset velat antavat vakauden suurille investoinneille (Ivashina, Laeven & Moral-Benito 2022).

3.1.1 Velkavipu

Velkavipu tai velkavivun käyttö rahoituksessa tarkoittaa käytäntöä, jossa lainataan varoja tai käytetään muita rahoitusinstrumentteja sijoituksen potentiaalisen tuoton kasvattamiseksi. Velkavipu mahdollistaa yrityksille suuremman omaisuuskassan hallinnan, kuin mitä pelkällä omalla pääomalla olisi mahdollista. Käytettyjen velkavipujen suuruus verrattuna omaan pääomaan eli velkaantuneisuusaste muilla kuin kiinteistöalan yhtiöillä on yleensä noin 25 % luokkaa, kun taas kiinteistösijoitusyhtiöillä, etenkin aiemmin mainituilla REIT-yhtiöillä, velkaantuneisuusaste voi olla lähempänä 50 % luokkaa (Breuer, Nguyen & Steininger 2022).

Erään yhdysvaltalaisen journaalin mukaan kiinteistösijoitusyhtiöiden käyttämä velka, etenkin listattujen REIT-yhtiöiden osalta, pitää usein sisällään velkakovenantteja. Velkakovenantit rajoittavat velkavipua ja edellyttävät korkokattosuhteiden tai vastaavien tunnuslukujen ylläpitämistä. (Deng et al. 2016) Käydään kovenantit sekä yhtiöiden

tarkastelu niiden osalta myöhemmin työssä läpi, mutta tämän tuloksen voidaan olettaa pätevän myös työssä tarkasteltaviin yhtiöihin.

3.1.2 Velkatase

Yrityksen taseessa esitetään yrityksen rahoitusrakenne ja velkaantumisen taso. Velkaantumisen tasoa kuvaavaa osaa kutsutaan velkataseeksi. Velkatase siis kuvaa yrityksen velkojen ja varallisuuden suhdetta tietyllä hetkellä. Se pitää sisällään mm. lyhytaikaiset velat, eli alle vuoden sisällä erääntyvät velat kuten ostovelat, pitkäaikaset velat, eli yli vuoden mittaiset velat kuten pitkäaikaiset lainat, sekä oman pääoman ja velkojen suhteen, joka kuvaa yrityksen rahoitusrakennetta.

Velkatasetta analysoimalla päästään käsiksi esimerkiksi yrityksen maksuvalmiuteen sekä vakavaraisuuteen. Velkatase on keskeinen työkalu myös rahoitusstrategiaa ja investointikykyä määrittäessä, sekä riskienhallinnassa, kun tutkitaan velan ja oman pääoman suhdetta. Muun muassa näiden vuoksi velkatase onkin keskeinen osa yrityksen arvonmääritystä.

3.1.3 Kovenantti

Kovenantit eli sopimusvakuudet ovat lainasopimuksiin tai joukkovelkakirjalainoihin sisältyviä ehtoja, joiden on tarkoitus hallita lainanantajien riskejä ja varmistaa, että lainanottajat noudattavat tiettyjä taloudellisia ja toiminnallisia standardeja. Kovenanttien ehtojen päällimmäinen tarkoitus on siis estää lainanottajia harjoittamasta riskinaltista toimintaa, joka voisi johtaa taloudelliseen ahdinkoon (Paglia & Mullineaux 2006). Kovenantit jaetaan positiivisiin kovenantteihin, jotka velvoittavat lainanottajia tekemään tiettyjä asioita, ja negatiivisiin kovenantteihin, jotka rajoittavat lainanottajien toimintaa. Lainanottajan rikkoessa kovenanttien ehtoja, seuraamukset voivat sisältää esimerkiksi lainan eräännyttämisen, lisämaksuja tai korkojen nousua.

Käytännössä kovenanteilla on siis usein määritelty taloudellisia mittareita, esimerkiksi velkaantumisasteeseen tai korkokattoon liittyen, joiden avulla seurataan lainanottajan taloudellista tilaa ja esimerkiksi rajoitetaan mahdollisuuksia ottaa lisää velkaa tai vaaditaan säilyttämään tietty taso voittoa verrattuna korkokuluihin (Deng et al. 2016). Etenkin kiinteistösijoitusalalla, missä velkavivun käyttö verrattuna muihin aloihin on huomattavasti suurempaa, sekä lainojen summien ollessa jopa satoja miljoonia, ovat kovenantit varsin varteenotettava asia. Lainakovenantit neuvotellaan aina lainakohtaisesti ja niin rajoitukset, kuin niiden rikkomisen seuraamuksetkin koskevat vain juuri sitä lainaa, johon kovenantti on yhdistetty.

3.2 Oma pääoma

Oma pääoma on rahoitusmuotona hyvin oleellinen, etenkin yhtiöiden kasvun ja laajentumisen kannalta. Oman pääoman rahoitus hankitaan myymällä omistusosuuksia yrityksestä ja sijoituksia voi tulla mm. pääomasijoituksina, yrityspääomasijoituksina, bisnesenkelisijoituksina sekä joukkorahoituksen kautta. (Drover et al. 2017) Oman pääoman etuna voidaan pitää takaisinmaksuvelvoitteen puuttumista, sekä sijoittajien usein tarjoamaa arvokasta asiantuntemusta ja verkostoja. Toisaalta mahdolliset näkemyserot perustajien ja sijoittajien välillä voivat aiheuttaa myös konflikteja. Yrityksen oma pääoma vaikuttaa myös oleellisesti sen lainanottokapasiteettiin sekä rahoituskustannuksiin.

Listattujen kiinteistösijoitusyhtiöiden yhteydessä oma pääoma viittaa osakkeenomistajien omistusosuuteen yhtiössä. Se siis edustaa yhtiön varojen jäännösosuutta, kun velat on vähennetty. Julkisessa pörssissä olevat osakkeet siis edustavat yhtiön omaa pääoma ja niihin sijoittaminen tarjoaa yhtiölle likviditeettiä ja altistaa samalla sijoittajat kiinteistömarkkinoiden suorituskyvylle. (Case 2013)

3.3 Vieras pääoma

Vieras pääoma on taseen kohta, joka pitää sisällään pitkäaikaiset vieraat pääomat kuten pääomalainan ja lainat rahoituslaitoksilta, sekä lyhytaikaiset vieraat pääomat kuten esimerkiksi saadut ennakot, ostovelat sekä siirtovelat. Taseessa vieraalla pääomalla (engl. liabilities) tarkoitetaan taloudellisia velvoitteita, jotka yrityksen on täytettävä tulevaisuudessa aiempien liiketoimien tai tapahtumien vuoksi (Susanto & Meiryani 2019). Kuitenkin vieraasta pääomasta puhuttaessa tarkoitetaan usein vain näitä pitkäaikaisia, yli vuoden mittaisia, velkarahoituksen muodossa hankittuja varoja toiminnan ja investointien rahoittamiseen (engl. borrowed capital).

Vieras pääoma on myös todella keskeinen rahoitustyökalu, joka tarjoaa yritykselle tai yksilölle tarvittavat varat taloudellisten tavoitteiden saavuttamiseksi. Välitön pääoma siis mahdollistaa esimerkiksi kasvumahdollisuuksiin investoimisen, kassavirran hallinnan sekä suurten hankkeiden rahoittamisen (Davidson & Simpson 2016). Siirrytään seuraavaksi tarkastelemaan erilaisia lainamahdollisuuksia.

3.3.1 Pankkilaina ja muut luotot

Pankkilainat voidaan luokitella niiden käyttötarkoituksen ja rakenteen perusteella useisiin eri tyyppeihin. Näitä ovat esimerkiksi omaisuuspohjaiset lainat, joissa laina on vakuutettu omaisuudella kuten kiinteistöllä, mikä tekee lainasta vähemmän herkän rahapolitiikan

muutoksille, ja kassavirtapohjaiset lainat, jotka perustuvat lainanottajan kassavirtaan, mikä tekee siitä herkemmän rahapolitiikan muutoksille. Muita vaihtoehtoja ovat mm. kaupan rahoitus, jonka tarkoituksena on tukea hankintaa ja edistää kansainvälistä kauppaa, sekä leasing, jossa omaisuutta käytetään tietyn ajan vastineena määräaikaisille maksuille. (Ivashina, Laeven & Moral-Benito 2022) Perinteisten pankkilainojen lisäksi on olemassa muita luottovaihtoehtoja, esimerkiksi luottolimiitit, jotka ovat ikään kuin joustavia pankkilainoja, joissa asetetaan enimmäisluottosaldo ja sitä voidaan käyttää tarpeen mukaan (Sagner 2010). Tämän lisäksi on myös laskurahoitus, jossa myyntisaamiset myydään kolmannelle osapuolelle alennettuun hintaan kassavirran parantamiseksi sekä rahoitusleasing, joka on yleensä pidemmän aikavälin sitoumus kuin normaali leasing ja sisältää osto-option vuokrakauden lopussa. (Postolache et al. 2010)

Pankkilaina on usein myös vakuudellinen laina. Vakuudellisissa lainoissa (engl. secured loan) lainanottajan on tarjottava vakuudeksi lainan pääoman ja korkojen takaisinmaksun varalle jokin arvokas omaisuus, kuten kiinteistö, ajoneuvo tai muu merkittävä omaisuus. Lainanantaja voi täten ottaa vakuudeksi asetetun omaisuuden haltuunsa, mikäli lainanottaja ei suoriudu lainan takaisin maksuista. (Ivashina, Laeven & Moral-Benito 2022) Tällä saadaan hallittua lainanantajan riskiä, joka vuorostaan johtaa matalempiin lainan korkoihin. Lainan määrä on myös usein sidottu vakuuden arvoon, eli lainanantaja määrittelee yleensä lainan suuruuden vakuuden markkina-arvon mukaan. (Mann 2022) Vakuudelliset lainat ovatkin yksi yleisimmistä lainan muodoista, sillä sitä käytetään paljon esimerkiksi yksityisissä asuntolainoissa ja autolainoissa.

Lisäksi pankkilaina voi myös tarvittaessa olla niin kutsuttu syndikaattilaina. Syndikaattilaina (engl. syndicated loan) on lainatyyppi, jossa on useammasta lainanantajasta koottu joukko, syndikaatti, työskentelee yhdessä tarjotakseen lainan yhdelle lainanottajalle. Syndikaattilaina sopii erityisesti suuriin lainatarpeisiin, joihin yhden lainanantajan kapasiteetti ei riitä. Useampi lainanantaja auttaa myös jakamaan riskiä. Yksi lainanantajista toimii pääjärjestäjänä ja koordinoi lainaprosessia. Pääjärjestäjä siis vastaa esimerkiksi syndikaatin järjestämisestä, ehtojen neuvottelusta sekä lainan hallinnoinnista. (Elyasiani & Zhang 2018) Syndikaattilainassa käytetään standardisoituja oikeudellisia asiakirjoja, jotta saadaan taattua selkeys ja yhdenmukaisuus kaikkien osapuolten välillä. Siitä huolimatta syndikaattilainojen suurin haaste on useiden lainanantajien etujen ja toimien yhteensovittamisen sekä hallinnoimisen monimutkaisuus, joka vaatii todella tehokasta koordinointia. (Tarasov 2018) Lisäksi syndikaattilainat ovat usein eri sääntelykehysten alaisia, riippuen mukana olevista oikeudenkäyttöalueista. Tämän vuoksi syndikaattilainojen oikeudellinen luonne

sisältää paljon erityisiä sopimuksia, kuten verolausekkeet ja koordinaatiomekanismit. (Sidorenko et al. 2023)

3.3.2 Pääomalaina

Pääomalaina tai alistettu laina (engl. subordinated loan) on velkamuoto, joka on muiden lainojen ja arvopapereiden alapuolella omaisuuteen tai luottoon kohdistuvien vaatimusten suhteen. Pääomalaina luottosijainti on siis juuri pääoman yläpuolella. Alhainen takaisinmaksuprioriteetti tekee pääomalainasta suuremman riskin lainan, sillä sitä ei välttämättä makseta takaisin yrityksen joutuessa maksukyvyttömäksi. Mutta toisaalta lisääntyneen riskin myötä voi sijoittajat odottaa suurempaa tuottoa. (Ahmed 2009) Pääomalaina voidaan tunnistaa myös tietynlaisena välirahoituksena (engl. Mezzanine financing), jossa kohtaa sekä oman pääoman että velan elementtejä (Svědík & Tetřevová 2015). Pääomalainoilla on merkittävä rooli erityisesti pääomaintensiivisillä aloilla kuten rakentaminen ja raskas teollisuus, joissa on korkea alkuinvestoinnit, pitkä takaisinmaksuaika sekä alttius korkojen muutoksille.

Alisteisen lainan subordinaatio eli alistaminen voi tapahtua kahdella tavalla: sopimussubordinaatio sekä tilityssubordinaatio. Sopimussubordinaatiossa velkoja ja velallinen sopivat alistetun velan sijoittamisesta muiden velkojen alapuolelle, kun tilityssubordinaatio perustuu velkojen maksusuoritusten hallintaan, jossa alistettu velkoja hyväksyy, että kaikki maksut ohjataan seniorivelkojille ensisijaisesti. Suomessa subordinaatio on hyväksytty osaksi kansallista maksunsaantijärjestystä, mikä helpottaa sen käyttöä suurissa rahoituskokonaisuuksissa. Subordinaatio astuu usein käytännössä voimaan vasta maksukyvyttömyystilanteessa, jolloin esimerkiksi lainsäädäntömääräykset ovat kriittisiä. Subordinoitua lainaa käytetään esimerkiksi strukturoidussa rahoituksessa, yritysjärjestelyissä sekä pankkien vakavaraisuusvaatimusten täyttämisessä. (Lehtimäki 2009)

3.3.3 Mezzanine-laina

Mezzanine-lainassa (engl. mezzanine loan) yhdistyy velan ja oman pääoman ominaisuudet ja se sijoittuu maksuhierarkiassa alemmalle kuin seniorilainat, kuten pääomalainakin. Ne eroavat esimerkiksi oman pääoman osuudessa, kun mezzanine-laina sisältää usein oman pääoman optioita kuten esimerkiksi merkintäoikeuksia, mutta pääomalainat eivät. Mezzanine-laina on velkarahoitusta, joka voi myös muuttua omaksi pääomaksi lainanottajan laiminlyödessä maksuja. (Svědík & Tetřevová 2015) Lainanantajan vakuutena on usein lainanottajan omistusosuudet yhtiössä, joka omistaa tuottoa tuottavan omaisuuden, eikä itse omaisuus. Mezzanine-lainat ovat hyödyllisiä

seniorivelan ja oman pääoman välisen rahoitusvajeen täyttämisessä. Tällä saadaan lisävipua ja likviditeettiä yritykselle ja juuri siksi mezzanine-lainat ovat yleisiä pääomasijoituskaupoissa ja suurissa kiinteistökehityshankkeissa. (Berman 2013) Mezzanine-lainojen ehdot ja rakenteet ovat myös usein monimutkaisia ja vaativat huolellista neuvottelua ja juridista suunnittelua.

3.3.4 Listattu joukkovelkakirjalaina

Joukkovelkakirjalaina eli bondi (alan termistöä, lainattu suoraan englannin kielen käännössanasta bond) on velkainstrumentti, joka edustaa virallista sopimusta, jossa lainattu raha maksetaan takaisin korkoineen kiinteissä aikaväleissä. Bondin liikkeeseen laskija eli lainanottaja voi olla esimerkiksi yritys tai valtio, kun bondin haltija eli lainanantaja on yleensä sijoittaja. Velkakirjat maksavat myös säännöllistä korkoa, eli ”kuponkeja”, ja palauttavat pääoman sitten eräpäivänä. Velkakirjoja käytetään usein pitkäaikaisten investointien tai valtion menojen rahoittamiseen. (Kohlmann & Xiong 2011) Listattu bondi vuorostaan on noteerattu julkisessa arvopaperipörssissä, kuten Helsingin pörssissä. Bondin ollessa kaupankäynnin kohteena pörssissä on se likvidimpi kuin listaamaton bondi ja myös yksityissijoittajat voivat helpommin osallistua bondeihin institutionaalisten sijoittajien lisäksi.

3.3.5 Vaihtovelkakirjalaina

Vaihtovelkakirjalaina (engl. convertible loan) on hybridinen arvopaperi, jonka haltija voi muuttaa sen liikkeeseenlaskijan yhtiön osakkeiksi valintansa mukaan. Ennen mahdollista muuntamista arvopaperin haltija saa korkoa samalla tavalla kuin perinteisessä velkainstrumentissa. (Krishnamurti & Vishwanath 2009) Haltijalla on siis oikeus muuntaa laina oman harkintansa mukaan ennalta määrätyksi määräksi osakkeita tietyllä hinnalla. Tämä tarkoittaa, että vaihtovelkakirjalaina tarjoaa alasuojaa, sillä niissä yhdistyy velkainstrumentin turvallisuus ja mahdollisuus hyötyä osakekurssin arvonnoususta. (West 2013) Vaihtovelkakirjalainat ovat siis hyödyllisiä yrityksille, jotka pyrkivät optimoimaan rahoitusstrategioitaan ja hallitsemaan riskejä tehokkaasti.

3.3.6 Hybridilaina

Hybridilainassa (engl. hybrid loan) yhdistyy kiinteäkorkoisten sekä vaihtuvakorkoisten lainojen ominaisuuksia. Tämän yhdistelmän avulla lainanottaja saa mahdollisuuden hyötyä kiinteiden korkojen vakaudesta alkuvaiheessa sekä mahdollisista kustannussäästöistä vaihtuvien korkojen ansiosta myöhemmässä vaiheessa. Alkuvaihe kestää tietyn ajanjakson verran, yleensä 2–10 vuotta ja tänä aikana korko ja näin ollen

kuukausierät pysyvät vakioina. Alkuvaiheen jälkeen laina siirtyy vaihtuvakorkoiseksi, eli korko mukautuu säännöllisin aikavälein määritetyn indeksin ja marginaalin perusteella, mikä lisää vaihtelua ja vähentää ennustettavuutta kuukausierissä. Tyypillisesti indeksi mukautuu vuosittain. Hybridilainan etuna voidaan pitää sen joustavuutta ja mahdollisuutta hyötyä koroista tulevaisuudessa, mikäli markkinaolosuhteet ovat suotuista. Mutta toisaalta lainanottaja voi myös kohdata suurenkin maksushokin, mikäli korot ovat korkealla lainan siirtyessä vaihtuvakorkoiseen vaiheeseen. (Pennington-Cross & Ho 2010)

Hybridilaina voi myös olla yhtä aikaa omaa ja vierasta pääomaa ja se on luokiteltu IFRS-säännöstön mukaan pääomainstrumentiksi. Hybridilainalla ei ole ehdotonta takaisinmaksuaikaa, ja koronmaksu sekä takaisinmaksu ovat molemmat liikkeeseenlaskijan harkinnassa. Tämä joustavuus tekee hybridilainoista tärkeän välineen yrityksen taloudellisen joustavuuden parantamiseen erityisesti vaikeina markkina-aikoina. Yrityksen näkökulmasta hybridilaina parantaa velkaisuustunnuslukuja ja mahdollistaa omien pääomien vahvistamisen ilman omistuksen laimentamista. Tästä syystä hybridilaina onkin nykyään houkutteleva rahoitusinstrumentti kasvun ja investointien tueksi. (Makarova 2014)

Hybridilainat vaikuttavat suoraan myös luototusasteen käsittelyyn. Esimerkiksi EPRA (The European Real Estate Association) luototusasteen merkittävin ero IFRS (International Financial Reporting Standards) luototusasteeseen on hybridilainojen käsittely. EPRA luototusasteessa hybridilainat käsitellään täysin vieraana pääomana, kun taas IFRS luototusasteessa ne esitetään täysin omana pääomana. Luottoluokittajat vuorostaan käsittelevät hybridilainoja 50 % vieraana pääomana ja 50 % omana pääomana. (*Taloudelliset raportit 2023* 2023)

3.4 Listattujen yhtiöiden velkarakenne

Aloitetaan tarkastelemalla listattujen yhtiöiden velkamäärää absoluuttisina lukuina ja suhteutettuna taseen loppusummaan. Data saadaan parhaiten vertailtavissa olevaan muotoon taulukoimalla ensin yhtiöiden tilinpäätösten tunnuslukuja liittyen velkaantumiseen, sekä tämän jälkeen tarkastelemalla velkarakennetta sanallisesti. Luvun 3.4 sekä sen alalukujen tiedot yhtiöiden velkarakenteista ovat poimittu yhtiöiden tilinpäätöksistä vuodelta 2023. (*Taloudelliset raportit 2023* 2023; *Investors House* 2023; *Vuosikertomus 2023* 2023; *Ovaro Kiinteistösijoitus - vuosikertomukset* 2023)

Taulukko 1. Tarkasteltavien yhtiöiden velkarakenteen tunnuslukuja.

Tunnusluku	Citycon Oyj	Investors House Oyj	Kojamo Oyj	Ovaro kiinteistösijoitus Oyj
Omavaraisuusaste (engl. equity ratio)	47,4 %	63,4 % (> 45 %)	44,5 %	73,0 %
Luototusaste (engl. loan to value)	46,3 %	53,1 %	44,6 % (< 60 %)	18,7 %
Vakavaraisuusaste (engl. solvency ratio)	0,45 (< 0,65)	0,77	0,44 (< 0,65)	0,45
Korkokate (engl. coverage ratio)	3,7 (> 1,8)	-1,52	3,6 (> 1,8)	2,8
Nettovelkaantumisaste (engl. gearing ratio)	0,44 (< 0,60)	0,24	0,44	0,09
Keskimääräinen laina-aika	2,7 vuotta	2,3 vuotta	2,8 vuotta	-

Taulukossa 1 ensimmäisenä on omavaraisuus aste, eli prosenttimäärä kuinka suuri osa yrityksen varoista on rahoitettu omalla pääomalla suhteessa kokonaisvaroihin. Yksinkertaisesti ajateltuna, omavaraisuusasteen kääntölukua voidaan myös pitää velkaisuusasteena. Yleisesti omavaraisuusasteen tulkitaan olevan hyvällä tasolla, kun se on yli 40%, mikä täyttyy kaikilla yrityksillä. Luototusaste puolestaan kuvastaa konsernin velan suuruutta suhteessa sijoituskiinteistöjen käypään arvoon. Kiinteistösijoitusyhtiöillä tämä yleensä pyritään pitämään alle 50 %, esimerkiksi Cityconin pitkän aikavälin tavoite on 40–45 % luototusaste. Vain Investors Housen luku on hieman 50 % rajan. Vakavaraisuusaste saadaan laskettua jakamalla yhtiön nettovelka taseen loppusummalla pois lukien aineettomat hyödykkeet. Vakavaraisuusaste tarkoittaa yhtiön kykyä kattaa riskipainotetut saamiset omilla varoillaan. Korkeampi luku tarkoittaa siis parempaa kykyä vastata taloudellisiin riskeihin, eikä vakavaraisuusasteelle ole mitattavaa ohjearvoa. Korkokate saadaan vähentämällä käyttökatteesta oikaisut ja jakamalla se nettorahoituskuluilla. Se kuvastaa yrityksen kykyä selviytyä kuluistaan tuloksellaan, eli käytännössä luku kertoo kuinka monta kertaa yrityksen käyttökate kattaa sen korkokulut. Tässä todella poikkeavan arvon sai Investors House, ja tämä johtuu Investors Housen tekemästä runsaasta liiketappiosta vuoden 2023 tilikaudella.

Nettovelkaantumisaste kuvaa yrityksen korollisen velan suhdetta omaan pääomaan, eli yrityksen velkaantuneisuutta. Ohjearvona kaikkea 0,1 ja 0,6 välillä pidetään hyvänä ja tähän yltää kaikki tarkasteltavat yritykset. Ovaro yltää jopa erinomaiseen ohjearvoon, eli alle 0,1.

Ovaro kiinteistösijoitus erottuu joukosta positiivisemmin todella korkealla omavaraisuusasteellaan sekä alhaisella luototusasteellaan, mikä tekee yrityksestä vähäriskisemmän velkojen suhteen. Myös nettovelkaantumisaste tukee havaintoa. Toisaalta alhainen riskiprofiili voi tarkoittaa alhaisempaa tuottoa, sillä yhtiö hyödyntää vähemmän velkavipua. Investors House vuorostaan erottuu joukosta negatiivisemmin todella alhaisen korkokatteensa vuoksi. Tämä viittaa siihen, että yhtiö ei kykene kattamaan korkokulujaan tulorahoituksella ja tämän takia yhtiö voi olla alttiimpi taloudellisille haasteille esimerkiksi korkojen nousun tai tulojen heikkenemisen myötä. Citycon ja Kojamo ovat keskitasolla kaikissa mittareissa ja luvut ovat lähes samat yhtiöiden välillä. Esimerkiksi korkokatteet osoittavat selvästi yhtiöiden vakaan kyvyn selviytyä korkokuluistaan. Keskimääräiset laina-ajat ovat kaikilla melko lyhyet, mikä saattaa aiheuttaa painetta, mikäli korkotaso nousee lähitulevaisuudessa.

Kaiken kaikkiaan pörssin suuriin yhtiöihin kuuluvilla Cityconilla ja Kojamolla luvut ovat pitkälti samaa suuruusluokkaa, kun taas pieniin yhtiöihin kuuluvilla lukujen välillä on enemmän hajontaa, johtuen yrityksen operointiperiaatteista, jotka suurilla yhtiöillä ovat enemmän vakiintuneet ajan myötä kannattavimmiksi koettuihin lukuihin. Vaikuttavana tekijänä osassa luvuista myös listassa suluissa näkyvät velkakovenanttien asettamat rajat tietyille tunnusluvuille tietyillä yrityksillä, joista lisää myöhemmin.

3.4.1 Velkojen suhteet sekä lainamuodot

Tarkastellaan seuraavaksi yhtiöiden lyhyt- ja pitkäaikaisten velkojen suhdetta sekä lainamuotoja, joita yhtiöt ovat hyödyntäneet vuonna 2023. Kuten edellä mainittu, lainojen keskimääräinen maturiteetti on kaikilla yhtiöillä lähes sama, joten sitä ei enää suuremmin vertailla. Investors Housen sekä Ovaron tilinpäätöksissä ei ollut mainintoja lainakovenanteista, joten tarkastellaan ne ensin. Investors Housen velkarakenne pitää sisällään huomattavasti enemmän lyhytaikaista velkaa kuin muut tarkasteltavat yhtiöt, jonka vuoksi myös yhtiön lainojen keskimääräinen maturiteetti on hieman muita alhaisempi. Investors Housen lyhyt- ja pitkäaikaisten velkojen suhde on 0,86, eli lyhytaikaista velkaa on vain noin 14 % vähemmän kuin pitkäaikaista. Investors Housen tilinpäätöksen mukaan yhtiöllä ei ole kuin pankkilainaa noin 17 milj. € verran. Ovarolla vuorostaan on prosentuaalisesti muita yhtiöitä huomattavasti vähemmän velkaa, omavaraisuusasteen ollessa jopa 73 %, joka tarkoitta suhteellisen maltillista velkavivun

käyttöä kiinteistösijoitusalalla. Ovarolla lyhyt- ja pitkäaikaisten velkojen suhde on 0,17, eli pitkäaikaista velkaa on lähes 6 kertaa enemmän kuin lyhytaikaista velkaa. Tämä tarkoittaa, että Ovaro jakaa riskiä pidemmälle aikavälille ja Ovarolla on näin ollen todennäköisesti korkeampi lainojen keskimääräinen maturiteetti kuin esimerkiksi Investors Housella, vaikkei sitä ole tilinpäätöksessä kerrottu. Ovarolla suurin osa noin 15,5 milj. € lainasta on tavallista pankkilainaa, mutta yhtiöllä on lisäksi myös joukkovelkakirjalainaa noin 11,3 milj. € edestä, jonka vakuudeksi on annettu yhtiön osakkeita.

Cityconilla ja Kojamolla vuorostaan löytyy enemmänkin lainakovenanttien asettamia ehtoja, mutta käydään ensiksi läpi velkojen suhdetta sekä velkojen muotoja. Molemmilla yhtiöillä omavaraisuusaste on alle 50 %, eli yhtiöiden käyttämä velkavivun määrä on melko suuri verrattuna yhtiön oman pääoman määrään. Cityconilla lyhyt- ja pitkäaikaisten velkojen suhde on 0,25, eli pitkäaikaista velkaa on noin 4 kertaa enemmän kuin lyhytaikaista velkaa. Kojamolla vastaava suhdeluku on 0,17, eli sama kuin Ovarolla. Suurempi velkavipu mahdollistaa yhtiöille suuremmat voitot ja lainojen ollessa suurimmaksi osaksi pitkäaikaisia lainoja, yhtiöt pyrkivät strategisesti tasapainottamaan riskiä sekä likviditeettiä. Lainamuotojen osalta Cityconilla suurin osa 1,84 mrd. € lainoista on joukkovelkakirjalainaa, tarkalleen ottaen 78,9 % yhtiön lainajakaumasta. Loput lainajakaumasta on pitkälti syndikoitua vakuudellista pankkilainaa. Lainaa on otettu Suomalaisilta, Ruotsalaisilta ja Norjalaisilta lainaa myöntäviltä tahoilta. Tilikaudella 2023 Citycon päätti seuraavalle vuodelle otettavaksi Ruotsista hybridilainaa, joka käsitellään omana pääomana IFRS:n mukaisesti. Käytännössä Citycon siis vaihtaisi hybridilainan enintään 2 774 398 osakkeeseen, merkintähinnalla 5,3 €/osake. Kojamon 3,60 mrd. € lainajakaumasta noin puolet on joukkovelkakirjalainaa ja puolet syndikoituja vakuudellisia pankkilainoja. Yhtiö sopi myös yhden vakuudettoman 75 milj. € suuruisen pankkilainan tilikauden aikana. Kojamon listatut joukkovelkakirjalainat ovat listattuna Irlannin pörssiin, mutta pankkilainat ovat Suomesta.

3.4.2 **Lainakovenantit ja velkojen ehdot**

Kojamolla vakuudettomat joukkovelkakirjalainat asettavat kovenantteja vakavaraisuuden ja korkokatteen osalta, jotka ovat taulukossa 1 merkitty suluissa yhtiön vastaavan kohdan ruutuun. Lisäksi Kojamolla eräät rahoitussopimukset asettavat kovenantteja luototusasteen ja korkokatteen osalta. Rahoitussopimusten vaatima korkokatteen taso on sama kuin joukkovelkakirjalainojenkin. Lisäksi Kojamolla on omia strategisia tavoitteita, kuten pitää omavaraisuus yli 40 % ja luototusaste alle 50 %.

Cityconilla vuorostaan luottolimiittien rahoituskovenantit rajoittavat yhtiön nettovelkaantumisastetta sekä korkokatetta, jotka listattu taulukossa 1. Lisäksi ne rajoittavat luottolimiitin kautta nostettujen varojen luototusastetta, joka ei saa ylittää 55 %. Cityconin joukkovelkakirjalainojen kovenantit rajoittavat vakavaraisuusastetta, joka ilmenee taulukosta 1. Cityconilla on myös vakuudellinen tytäryhtiölaina, jonka mukaan korkokatteen tulee olla yli 1,75 ja luototusasteen alle 50 %. Lisäksi yhden syndikoidun vakuudellisen pankkilainan marginaali on sidottu konsernin vastuullisuustavoitteisiin ja luottoluokitukseen.

Yhtiöillä täyttyy kaikkien kovenanttien asettamat ehdot, eikä tilinpäätösten tai toimintakertomusten mukaan mikään tunnusluku ei ole hälyttävän lähellä kovenanttien ehtoja. Mainittakoon lisäksi vielä, että vaikka Investors Housella ei ole lainakovenantteja suoraan, on konsernin emoyhtiö sopinut rahoittajapankin kanssa koko konsernia koskevan omavaraisuus -kovenantin. Tämä velvoittaa yhtiötä pitämään omavaraisuusasteen 45 % yläpuolella.

3.4.3 Rahoituskustannukset

Keskikorko tilikauden lopussa oli Cityconilla 2,61 %, Investors Housella 5,40 %, Kojamolla 2,40 % sekä Ovarolla 4,37 %. Nämä luvut ovat loogisessa järjestyksessä, sillä omaisuuden käyvän arvon mukaan mitattuna suurimmalla yhtiöllä on pienemmät rahoituskustannukset ja pienimmällä yhtiöllä suurimmat. Lisäksi miljardiluokassa olevien yhtiöiden rahoituskustannukset ovat selvästi matalammat kuin kymmenien miljoonien yhtiöillä. Isommilla yhtiöillä on siis niin sanotusti vakaampi pohja, joten pankit ja muut rahoituslaitokset ottavat pienemmän riskin lainatessaan varojaan niihin, jolloin korkokin on pienempi. Rahoituskustannuksista puhuttaessa tarkasteltavista yhtiöistä ainoastaan Cityconin tulee ottaa huomioon myös valuuttakurssimuutokset, sillä Cityconilla on lainaa myös muualta kuin euroalueelta. Tilikaudella 2023 Citycon teki ulkomaan toimintojen muuntamisesta johtuvaa valuuttakurssitappiota 51,7 milj. €.

Korkosuojauksia on kaikilla tarkasteltavilla yhtiöillä. Cityconilla on esimerkiksi valuuttatransaktioriski suojattu täysimääräisesti valuuttatermiineillä sekä pitkäaikaiset vaihtuvakorkoiset velat on suojattu tai tullaan suojaamaan jälleen rahoittamalla eräpäivänä johdannaissopimuksilla tai vastaavanlaisilla ehdoilla. Investors House on myös kertonut suojaavansa korkojohdannaisilla tai vastaavilla keinoilla. Kojamo suojaa kaikkia muita rahoituskustannuksiaan kiinteäkorkoisillä korkokannoilla tai korkojohdannaisilla, paitsi korkotukilainoja, joiden korkoriskiä alentaa valtion korkotuki. Yhtiön tarkoituksena on tavoitella 50–100 % suojausastetta ja tilikauden 2023 päättyessä suojausaste Kojamolla oli 93 %. Ovaro ei avaa korkosuojauksiaan tarkemmin

muuten, kuin kertomalla, että heidän omistamiin asunto-osakkeisiin kohdistuvat yhtiölainat ovat suojaamattomia.

3.4.4 Strateginen näkökulma ja heijastuminen portfolioon

Yhtiöiden velkarakenteen sekä niiden liiketoimintastrategioiden välillä on havaittavissa joitain selkeitä yhtäläisyyksiä. Esimerkiksi Cityconilla, joka keskittyy toiminnassaan monikäyttöisiin kauppakeskuksiin, velkarakenne pitää sisällään suurimmaksi osaksi suuria joukkovelkakirjalainoja sekä syndikaattilainoja. Koska suuret kauppakeskushankkeet ovat huomattavasti kalliimpia projekteja omistaa, hallinnoida ja kehittää, vaatii ne huomattavasti enemmän rahoitusta kuin tavalliset asuinrakennushankkeet. Suurilla joukkovelkakirjalainoilla sekä useamman pankin syndikaattilainoilla mahdollistetaan näiden suurten projektien rahoittaminen, joita ei yksittäiset rahoittajat summan tai riskin suuruuden takia pysty rahoittamaan.

Investors Housen painottaessa strategiassaan hajautettua kiinteistösalkkua sekä lisätessä palveluliiketoiminnan osuutta, nojaa yhtiö enemmän oman pääoman käyttöön, mikä näkyy suoraan muun muassa yhtiön omavaraisuusasteen suuruudessa. Yhtiön velkojen pieni osuus varoihin nähden kertoo myös pyrkimyksestä pitää matalaa riskiprofiilia, mikä on Investors Housen liiketoimintastrategian kanssa linjassa. Lisäksi yhtiön vähäinen velkavivun käyttö näkyy myös sen kiinteistökannan käyvässä arvossa, joka on näistä neljästä yhtiöstä pienin, vaikka kyseessä on toisiksi vanhin yhtiö.

Kojamon keskittyessä vuokra-asuntojen omistamiseen ja vuokraamiseen pelkästään Suomen suurimmissa ja kasvavimmissa kaupungeissa, vaaditaan yhtiöltä merkittävää pääomapanostusta. Yhtiön velkarakenteessa tämä näkyy pidempiaikaisina lainoina, esimerkiksi pisimpänä keskimääräisenä laina-aikana vertailtavien yhtiöiden kesken, mikä tukee yhtiön tarvetta ennakoitavaan ja pitkäjänteiseen rahoitusstrategiaan. Toki täytyy myös ottaa huomioon omavaraisuus aste, joka on vertailtavien yhtiöiden pienin. Tämä tarkoittaa, että Kojamolla on suurin velkavipu ja sen tuoma riski velkarakenteen suhteen, joten yhtiön riskinhallinnan on oltava erinomaisella tasolla. Vaikka kyseessä onkin vanhin julkinen kiinteistösijoitusyhtiö, on suurimman riskin ottaminen varmasti myös osakseen mahdollistanut yhtiön kasvattamaan käyvän arvon mukaan suurimman kiinteistösalkun.

Ovaro toisiksi pienimpänä yhtiönä vuorostaan ei tarvitse suuria ja pitkiä lainoja, vaan yhtiö nojaa enemmän lyhyempien lainojen tarjoamaan joustavuuteen ja alhaisempaan velan kokonaismäärään. Näin vähenee myös rahoitusriskin hallinnan tarve, joka sopii vähemmän pääomaintensiivisen sekä pienimuotoisemman yhtiön liiketoimintastrategiaan. Toki yhtiössä edelleen vaikuttavalla yhtiökaappauksella ja

yhtiön omistussalkun muokkauksella saattaa olla osansa myös siihen, miksei suuriin ja pitkiin lainoihin yhtiössä investoida juuri nyt. Esimerkiksi tällä tilikaudella suuren osan asuntokannasta myyminen vaikuttaa omavaraisuusasteeseen huomattavasti.

3.5 Korkomarkkinoiden vaikutus velkarakenteeseen

Korkotasolla on havaittu negatiivinen korrelaatio kiinteistösijoitusyhtiöiden velkaomaisuussuhteen kanssa. Tämä tarkoittaa sitä, että velkaomaisuussuhde laskee korkojen noustessa, eli yhtiöt vähentävät riippuvuuttaan velkarahoituksesta lainakustannusten kasvaessa. (Gao, Wang & Feng 2011) Käytännössä tämä tarkoittaa, että korkotason noustessa myös yhtiöiden omavaraisuusaste nousee, sillä velkarahoituksen ollessa kallista sitä tulee hyödynnettyä vähemmän. Ja koska kiinteistösijoitusyhtiöillä on normaalia korkeampi velkavipu, ovat ne myös herkempiä korkotason muutoksille. Korkojen vaihtelu vaikuttaa suoraan myös esimerkiksi kiinteistösijoitusten tuottoihin, vuokrakysyntään sekä vuokratuloihin, mikä puolestaan heijastuu yhtiöiden taloudelliseen suorituskykyyn ja velkarakenteisiin (Akimov, Lee & Stevenson 2020). Korkotason muutokset saattavat vaikuttaa myös velan maturiteettirakenteeseen. Esimerkiksi korkeammat korot saattavat lisätä pitkän aikavälin velan suosimista lyhyen aikavälin velan sijaan, jotta alhaisemmat korot voidaan lukita pidemmäksi aikaa. (Wu, Liu & Zhong 2020)

Kiinteistösijoitusyhtiöiden on hallittava velkarakenteistaan huolellisesti vastatakseen korkomuutoksiin ja säilyttääkseen taloudellisen vakautensa. Viime vuosien aikana korot ovat heitelleet huomattavasti. Vuoden 2022 alussa esimerkiksi viitekorko euribor 12 kk oli vielä noin puoli prosenttiyksikköä negatiivisen puolelle, mutta vuoden lopussa sama luku oli jo lähempänä kolmea. Vuoden 2023 lokakuussa mitattiin korkeimmat lukemat reilusti yli neljässä prosentissa. Tämän jälkeen vuoden lopussa näkyi jo selvää laskua ja vuoden lopussa oltiinkin jo hieman alle neljän prosentin. (Bank of Finland 2023) Eli kun korkotaso markkinoilla heittelee, on yhtiöiden sopeuduttava näihin muutoksiin varmistaakseen yhtiön kestävän kasvun ja taloudellisen terveyden.

3.6 Terveet velkatasot muualla

Perehdytään vuonna 2024 julkaistuun ”Kiinteistösijoitusrahastojen (REIT) ja kiinteistötoimintayhtiöiden (REOC) velkavipustrategiat” asiakirjaan. Vaikka se ei suoraan käsittelekään kiinteistösijoitusyhtiöitä, tuodaan siinä paljon oleellisia lukuja sekä niihin liittyviä havaintoja Aasian markkinasta kiinteistösijoitusalalla. Asiakirjassa analysoidaan muun muassa velkavivun käyttöä sekä liiketoimintamallien vaikutusta rahoituspäätöksentekoon Hongkongin, Japanin sekä Singaporen alueella vuosina 2001–

2021. Esimerkiksi velkavivun sallittu yläraja REIT-yhtiöille Hongkongissa on 45 %, kun taas Singaporessa vastaava on 60 % ja Japanissa ei edes rajoiteta mahdollisen velkavivun suuruutta. Tarkastellaan näiden kolmen kohteen yhteistä keskiarvoa vain REIT-yhtiöiden osalta, sillä se on parhaiten verrattavissa Suomalaisiin kiinteistösijoitusyhtiöihin. Keskimääräinen velkasuhde eli velkavivun suuruus Aasiassa on asiakirjan mukaan 40,3 %. (Chang, Lim & Zhang 2024)

Kiinassa vuorostaan kiinteistöalalla keskimääräinen velkaantumisaste on jo paljon korkeammalla, noin 65 %, eli omavaraisuusaste on keskimäärin vain 35 %. Myös lyhytaikaisten velkojen painotus on korkealla, ja ne muodostavat noin 68 % kokonaisveloista. (Zhang & Sun 2019) Tutkimuksessa todettiinkin, että kiinteistösijoitusyhtiöiden tulisi alentaa velkatasojaan vähentämällä velkojaan ja parantamalla omaisuuseriään sekä optimoida lyhytaikaisten velkojen osuuttaan siten, että se tukee kassavirtaa mutta ei aiheuttaisi liiallista painetta. Kiinteistöalan velkatasot Kiinassa eivät ole terveellä tasolla, koska ne asettavat yhtiöt suureen taloudelliseen riskiin heikentämällä niiden kykyä suoriutua veloistaan talouden laskusuhdanteessa.

Niin kutsuttu kultainen keskitie tuntuu olevat velkavivun ollessa enintään 60 %, eli omavaraisuusasteen ollessa yli 40 %. Tämä tarkoittaa sitä, että kotimaisten listattujen kiinteistösijoitusyhtiöiden velkatasot ovat terveellä tasolla. Toki tähän ei ole olemassa vain yhtä oikeaa vastausta, vaan velkarakenteen voi muodostaa monella eri tavalla, kunhan sen tekee kestävällä tavalla ja riskienhallinta on hyvällä tasolla. Yleensä kiinteistösijoitusyhtiöillä myös lainakovenantit rajoittavat yhtiöiden toimintaa siten, etteivät ne pääse pudottamaan velkarakennettaan epävakaalle tasolle ilman, että kovenanttien ehdot rikkoutuvat. Näin ollen erot kestävien velkarakenteiden välillä riippuvat monesta muustakin asiasta kuin vain yhtiön maantieteellisestä sijainnista.

4. JOHTOPÄÄTÖKSET JA POHDINTA

Tämän työn keskeinen havainto oli, että kotimaisilla listatuilla kiinteistösijoitusyhtiöillä on selkeitä eroja velkarakenteissaan, jotka heijastuvat niiden riskiprofiileihin ja strategiseen johtamiseen. Esimerkiksi Cityconin ja Kojamon suurempi velkavivun käyttö mahdollistaa yhtiöille laajemmat investoinnit, mutta altistaa ne suuremmille korko- ja markkinariskeille. Vastaavasti Ovaro Kiinteistösijoituksen alhaisempi velkaantumisaste kuvastaa konservatiivista lähestymistapaa, joka tuo taloudellista vakautta mutta saattaa samalla rajoittaa tuottopotentiaalia. Toki täytyy ottaa huomioon, että Ovaro ei ole tällä hetkellä parhaiten vertailtavassa tilassa edelleen vaikuttavan yhtiökaappauksen ja portfolion muokkauksen vuoksi.

Työn tutkimuskysymykseen voidaan vastata, että tarkasteltujen yhtiöiden velkarakenteet ovat pääosin kestävällä tasolla, sillä ne täyttävät keskeiset kovenanttien asettamat vaatimuksensa sekä taloudellisten mittareiden hyväksi koetut rajat esimerkiksi omavaraisuusasteen ja luototusasteen suhteen. Kuitenkin erityisesti korkokate Investors Housella viittaa heikentyneeseen kykyyn suoriutua korkokuluista, mikä voi aiheuttaa haasteita tulevaisuudessa. Portfolioiden ja velkarakenteiden välillä oli havaittavissa joitain selviä strategisia ratkaisuja, kuten Cityconin suurten hankkeiden rahoittaminen joukkovelkakirjalainalla ja Kojamon pitkäjänteinen sijoitusstrategian johti yhtiöiden välillä suurimpaan keskimääräiseen laina-aikaan. Kotimaisten yhtiöiden velkatasot vaikuttivat terveiltä myös verrattuna ulkomaisiin velkatasoihin muun muassa Japanissa, Kiinassa ja Singaporessa.

Työssä opittiin, että kiinteistösijoitusyhtiöiden velkarakenne on keskeinen tekijä, joka vaikuttaa paitsi niiden taloudelliseen suorituskykyyn, myös kykyyn hallita riskejä markkinamuutoksissa. Esimerkiksi korkoympäristön nousu vaatii strategista mukautumista velkojen uudelleenjärjestelyllä ja korkosuojauksilla. Myös oikeanlaisen tasapainon löytäminen lyhyt- ja pitkäaikaisten velkojen välillä auttaa tasapainottamaan riskiä sekä likviditeettiä ja joustavuutta. Ja vastauksena vielä johdannossa esitetyn Mäkisen työn vaikuttavuuteen vielä vuoden 2023 tilinpäätöksissä sekä vuosikertomuksissa, niin kyllä, riskien hallinnasta kerrottiin melko vähän ja hajanaisesti aina siellä täällä pitkin yhtiöiden vuosikertomuksia ja taloudellisia raportteja. Oleellisimmat teemat niistä kyllä löytyi, mutta esimerkiksi riskien toteutumisen vaikutusta taloudellisiin tunnuslukuihin ei esitelty.

Kaiken kaikkiaan voidaan todeta, että työ onnistui ja saatiin tuotettua kattava ja luotettava vastaus haluttuun tutkimuskysymykseen. Jatkotutkimuksessa olisi hyödyllistä tarkastella syvemmin velkarakenteen ja portfolioiden suorituskyvyn välistä yhteyttä pitkällä aikavälillä sekä vertailla kotimaisten yhtiöiden velkarakennetta kansainvälisiin kiinteistösijoitusyhtiöihin. Lisäksi REIT-mallin mahdollisuuksien selvittäminen Suomessa voisi tarjota arvokasta tietoa alan tulevaisuudesta.

LÄHTEET

Ahmed, K. (2009). 'The role of an explicit subordinated debt policy in the smooth transition to Basel II: Developing economy perspective', *Journal of Banking Regulation*, 10(3), pp. 221–233. Saatavissa: https://doi.org/10.1057/jbr.2009.2.

Akimov, A., Lee, C.L. & Stevenson, S. (2020). 'Interest rate sensitivity in european public real estate markets', *Journal of Real Estate Portfolio Management*, 25(2), pp. 138–150. Saatavissa: https://doi.org/10.1080/10835547.2020.1803694.

Bank of Finland (2023). *Euribor rates, daily values*, *Bank of Finland*. Saatavissa (viitattu 23.12.2024): https://www.suomenpankki.fi/en/statistics/data-and-charts/interest-rates/charts/korot_kuviot_en/euriborkorot_pv_chrt_en/.

Berman, A.R. (2013). 'Mezzanine Debt and Preferred Equity in Real Estate', in *Alternative Investments: Instruments, Performance, Benchmarks, and Strategies*, pp. 163–183. Saatavissa: https://doi.org/10.1002/9781118656501.ch9.

Breuer, W., Nguyen, L. & Steininger, B.I. (2022). 'Decomposing Industry Leverage: the Special Cases of Real Estate Investment Trusts and Technology & Hardware Companies'. Rochester, NY: Social Science Research Network. Saatavissa: https://doi.org/10.2139/ssrn.3259946.

Case, B. (2013). 'Real Estate Investment Trusts', in *Alternative Investments: Instruments, Performance, Benchmarks, and Strategies*, pp. 119–141. Saatavissa: https://doi.org/10.1002/9781118656501.ch7.

Chang, C.W., Lim, K.G. & Zhang, Z.M. (2024). 'Leverage Strategies of Real Estate Investment Trusts and Real Estate Operating Companies', *International Real Estate Review*, 27(1), pp. 81–115. Saatavissa: https://doi.org/10.53383/100377.

Davidson, T. & Simpson, W.G. (2016). 'Federal Home Loan Bank advances and bank risk', *Journal of Economics and Finance*, 40(1), pp. 137–156. Saatavissa: https://doi.org/10.1007/s12197-014-9300-8.

Deng, Y., *Devos, E., Rahman, S. & Tsang, D.* (2016). 'The Role of Debt Covenants in the Investment Grade Bond Market – The REIT Experiment', *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 52(4), pp. 428–448. Saatavissa: https://doi.org/10.1007/s11146-015-9511-6.

Drover, W., Busenitz, L., Matusik, S., Townsend, D., Anglin, A. & Dushnitsky, G. (2017). 'A Review and Road Map of Entrepreneurial Equity Financing Research: Venture Capital, Corporate Venture Capital, Angel Investment, Crowdfunding, and Accelerators', *Journal of Management*, 43(6), pp. 1820–1853. Saatavissa: https://doi.org/10.1177/0149206317690584.

Elyasiani, E. & Zhang, L. (2018). 'CEO entrenchment and loan syndication', *Quarterly Review of Economics and Finance*, 67, pp. 334–346. Saatavissa: https://doi.org/10.1016/j.qref.2017.07.014.

Gao, M., Wang, Z. & Feng, A. (2011). 'Empirical research on relationship between interest rate and capital structure of listed real estate companies', in. *2011 2nd International Conference on Artificial Intelligence, Management Science and Electronic Commerce, AIMSEC 2011 - Proceedings*, pp. 3009–3012. Saatavissa: https://doi.org/10.1109/AIMSEC.2011.6010699.

Investors House (2023). *Investors House*. Saatavissa (viitattu 25.10.2024): https://www.investorshouse.fi/sijoittajat/raportit_ja_esitykset.

Ivashina, V., Laeven, L. & Moral-Benito, E. (2022). 'Loan types and the bank lending channel', *Journal of Monetary Economics*, 126, pp. 171–187. Saatavissa: https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2021.11.006.

Kauppakeskusyhtiö Citycon harppaa asuntosijoittajaksi ja rakennuttaa jopa tuhansia vuokra-asuntoja: ”Merkittävä ensiaskel ja pelinavaus” (2020). *Kauppalehti*. Saatavissa (viitattu 28.10.2024): https://www.kauppalehti.fi/uutiset/kauppakeskusyhtio-citycon-harppaa-asuntosijoittajaksi-ja-rakennuttaa-jopa-tuhansia-vuokra-asuntoja-merkittava-ensiaskel-ja-pelinavaus/9bd33752-f163-4052-8bd1-0c0fc0ea655d.

Kohlmann, M. & Xiong, D. (2011). ‘Jump bond markets some steps towards general models in applications to hedging and utility problems’, in *Stochastic Analysis, Stochastic Systems, and Applications to Finance*, pp. 145–192. Saatavissa: https://doi.org/10.1142/9789814355711_0007.

Krishnamurti, C. & Vishwanath, S.R. (2009). ‘Investing in convertibles, preferred stocks and warrants’, in *Investment Management: A Modern Guide to Security Analysis and Stock Selection*, pp. 405–438. Saatavissa: https://doi.org/10.1007/978-3-540-88802-4_17.

Kuusiluoma, J. (2013). *Kiinteistörahastot sijoitusinstrumenttina : Opas kommandiittiyhtiömuotoisten kiinteistörahastojen toimintamalleista*. Seinäjoen ammattikorkeakoulu. Saatavissa (viitattu 24.10.2024): http://www.theseus.fi/handle/10024/67651.

Lehtimäki, M. (2009). ‘Velkasubordinaatio Yrityksen konkurssissa (Debt Subordination in Corporate Liquidation)’. Rochester, NY: Social Science Research Network. Saatavissa (viitattu 22.12.2024): https://papers.ssrn.com/abstract=3311163.

Makarova, I. (2014). ‘AP16 Hybrid Financial Instrument’, in. *IAS 39 Financial Instruments: Recognition and Measurement Classification of a hybrid financial instrument by the holder*, IFRS. Saatavissa (viitattu 22.12.2024): https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/meetings/2014/march/ifrs-ic/ias-39-financial-instruments/ap16-hybrid-financial-instrument.pdf.

Mäkinen, H. (2020). ‘Riskienhallinnan raportointi ja epävarman yhteiskunnallisen tilanteen vaikutus siihen suomalaisissa julkisen kaupankäynnin kohteena olevissa kiinteistösijoitusyhtiöissä’. Saatavissa (viitattu 23.12.2024): https://aaltodoc.aalto.fi/handle/123456789/97451.

Malhotra, R. & Malhotra, D.K. (2018). ‘An empirical analysis of the performance of residential real estate investment funds’, *Applications of Management Science*, 19, pp. 21–35. Saatavissa: https://doi.org/10.1108/S0276-897620180000019002.

Mann, R.J. (2022). ‘Explaining the pattern of secured credit’, in *The Creation and Interpretation of Commercial Law*, pp. 347–405. Saatavissa: https://doi.org/10.4324/9781315193939-12.

Mohamed, S., Sham, R., Yusop, H. & Jambari, A.R. (2015). ‘Analysis on Malaysian Real Estate Investment Trusts performance’, in. *Proceedings of the 26th International Business Information Management Association Conference - Innovation Management and Sustainable Economic Competitive Advantage: From Regional Development to Global Growth, IBIMA 2015*, pp. 3477–3486. Saatavissa: https://www-scopus-com.libproxy.tuni.fi/record/display.uri?eid=2-s2.0-84976447923&origin=resultslist&sort=plf-f&src=s&sot=b&sdt=b&s=TITLE-ABS-KEY%28Analysis+on+Malaysian+Real+Estate+Investment+Trusts+performance%29&sessionSearchId=10d583e70e41789fa2f5d55953ce38cb&relpos=10.

Nousiainen, N. (2023). *Suomen kiinteistömarkkinan katsaus vuodesta 2022*, *treco*. Saatavissa (viitattu 30.10.2024): https://www.treco.fi/post/suomen-kiinteistömarkkina-katsaus-2022.

OMX Helsinki Large Cap PI Indeksin osakkeiden hinnat (2024). *Investing.com Suomi*. Saatavissa (viitattu 25.10.2024): https://fi.investing.com/indices/omx-helsinki-large-cap-pi-components.

Osakeyhtiön perustaminen (2024). Suomi.fi. Saatavissa (viitattu 22.12.2024): https://www.suomi.fi/yritykselle/yrityksen-perustaminen/yritysmuodot/opas/osakeyhtio/osakeyhtion-perustaminen.

Osakkeet ja osakekurssit (2023). *Nordnet*. Saatavissa (viitattu 22.12.2024): https://www.nordnet.fi/osakkeet/kurssit.

Osinkotulojen verotus (2023). *vero.fi*. Saatavissa (viitattu 24.10.2024): https://www.vero.fi/syventavat-vero-ohjeet/ohje-hakusivu/47901/osinkotulojen-verotus5/.

'Other Components of a Business's Capital Structure' (2014). in *Cost of Capital: Applications and Examples: Fifth Edition*, pp. 519–543. Saatavissa: https://doi.org/10.1002/9781118846780.ch20.

Ovaro (2018). *Orava Asuntorahasto Oyj muuttui Ovaro Kiinteistösijoitus Oyj ja uudelleenlistautuu Helsingin pörssiin*, *Ovaro Kiinteistösijoitus*. Saatavissa (viitattu 24.10.2024): https://ovaro.fi/tiedotteet/orava-asuntorahasto-oyj-on-muutui-ovaro-kiinteistosijotus-oyj-ja-uudelleenlistautuu-helsingin-porssiin/.

Ovaro Kiinteistösijoitus - vuosikertomukset (2023). Ovaro Kiinteistösijoitus. Saatavissa (viitattu 25.10.2024): https://www.vuosikertomukset.net/ovaro-kiinteistosijoitus/.

Ovaro sijoituskohteena (2023). *Ovaro*. Saatavissa (viitattu 28.10.2024): https://sijoittajat.ovaro.fi/fi/sijoittajat/sijoituskohteena/kiinteistosalkku.

Paglia, J.K. & Mullineaux, D.J. (2006). 'An empirical exploration of financial covenants in large bank loans', *Banks and Bank Systems*, 1(2), pp. 103–122. Saatavissa: https://www-scopus-com.libproxy.tuni.fi/record/display.uri?eid=2-s2.0-84865742689&origin=resultslist&sort=plf-f&src=s&sot=b&sdt=b&s=TITLE-ABS-KEY%28An+empirical+exploration+of+financial+covenants+in+large+bank+loans%29&relpos=0.

Pennington-Cross, A. & Ho, G. (2010). 'The termination of subprime hybrid and fixed-rate mortgages', *Real Estate Economics*, 38(3), pp. 399–426. Saatavissa: https://doi.org/10.1111/j.1540-6229.2010.00271.x.

Postolache, R., Mocanu, L., Neculaescu, S., Top, D. & Gheorghiu, G. (2010). 'Normative requirements on credit contract risks prevention', in. *Proceedings of the International Conference on Risk Management, Assessment and Mitigation, RIMA '10*, pp. 245–250. Saatavissa: https://www-scopus-com.libproxy.tuni.fi/record/display.uri?eid=2-s2.0-79952667694&origin=resultslist&sort=plf-f&src=s&sot=b&sdt=b&s=TITLE-ABS-KEY%28Normative+requirements+on+credit+contract+risks+prevention%29&sessionSearchId=d1d7ac74ac2fcbe2297ff3994350ab81&relpos=0.

REIT-sijoittaminen (2024). *Nordnet*. Saatavissa (viitattu 24.10.2024): https://www.nordnet.fi/fi/opi-uutta/koulu/osakkeet/sijoitustyylit/reit-sijoittaminen.

Sagner, J.S. (2010). 'A quick guide to bank lines of credit', *Journal of Corporate Accounting and Finance*, 22(1), pp. 39–42. Saatavissa: https://doi.org/10.1002/jcaf.20641.

Santikko, A. (2020). 'REIT-sijoittaminen – vaihtoehto asuntosijoittamiselle | Sijoitusovi', *Sijoitusovi.com*. Saatavissa (viitattu 24.10.2024): https://sijoitusovi.com/reit-sijoittaminen/.

Sidorenko, M.A., Sidorenko, T.N., Zhukov, A.A. & Averyanova, V.R. (2023). 'The Legal Nature and Features of a Syndicated Credit (Loan)', *Advances in Science, Technology and Innovation*, Part F1, pp. 213–217. Saatavissa: https://doi.org/10.1007/978-3-031-29364-1_41.

Susanto, A. & Meiryani (2019). 'Current Liabilities, Contingencies And The Time Value Of Money', *International Journal of Scientific and Technology Research*, 8(7), pp. 162–164. Saatavissa: https://www-scopus-com.libproxy.tuni.fi/record/display.uri?eid=2-s2.0-85071735868&origin=resultslist&sort=plf-f&src=s&sot=b&sdt=b&s=TITLE-ABS-KEY%28Current+Liabilities%2C+Contingencies+And+The+Time+Value+Of+Money%29&sessionSearchId=8de9d5075f1ed521724afc71281862a9&relpos=0.

Svědík, J. & Tetřevová, L. (2015). 'Mezzanine capital in the form of participating and subordinated loans as a source of financing metallurgical enterprises', in. *METAL 2015 - 24th International Conference on Metallurgy and Materials, Conference Proceedings*, pp. 2100–2105. Saatavissa: https://www-scopus-com.libproxy.tuni.fi/record/display.uri?eid=2-s2.0-85020109370&origin=resultslist&sort=plf-f&src=s&sot=b&sdt=b&s=TITLE-ABS-KEY%28Mezzanine+capital+in+the+form+of+participating+and+subordinated+loans+as+a+source+of+f

inancing+metallurgical+enterprises%29&sessionSearchId=08e3f4be0c3d7f2c7d4231e1adc940db&relpos=0.

Taloudelliset raportit 2023 (2023). *Citycon*. Saatavissa (viitattu 25.10.2024): https://www.citycon.com/fi/sijoittajat/taloudelliset-raportit/taloudelliset-raportit-2023.

Tarasov, A.A. (2018). 'Arranging the process of raising syndicated loans', *Finance: Theory and Practice*, 22(6), pp. 121–131. Saatavissa: https://doi.org/10.26794/2587-5671-2018-22-6-121-131.

Twarowska, M. (2018). 'Tax incentives for financial institutions - Case study of the taxation of real estate investment trusts', in. *Proceedings of the 31st International Business Information Management Association Conference, IBIMA 2018: Innovation Management and Education Excellence through Vision 2020*, pp. 4950–4962. Saatavissa: https://www-scopus-com.libproxy.tuni.fi/record/display.uri?eid=2-s2.0-85060813185&origin=resultslist&sort=plf-f&src=s&sot=b&sdt=b&s=TITLE-ABS-KEY%28Tax+incentives+for+financial+institutions+-+Case+study+of+the+taxation+of+real+estate+investment+trusts%29&relpos=1.

Vuosikertomus 2023 (2023). *Kojamo*. Saatavissa (viitattu 25.10.2024): https://kojamo.fi/vuosikertomus-2023/.

West, J. (2013). 'Convertible bonds: Funding strategies, pricing, liquidity and market observations', in *Economics of Debt*, pp. 95–122. Saatavissa: https://www-scopus-com.libproxy.tuni.fi/record/display.uri?eid=2-s2.0-84896184239&origin=resultslist&sort=plf-f&src=s&sot=b&sdt=b&s=TITLE-ABS-KEY%28Convertible+bonds%3A+Funding+strategies%2C+pricing%2C+liquidity+and+market+observations%29&relpos=0.

Wu, W., Liu, X. & Zhong, T. (2020). 'The impact of Public-Private-Partnership on the term structure of corporate debt-Micro evidence from Chinese listed companies', *Xitong Gongcheng Lilun yu Shijian/System Engineering Theory and Practice*, 40(6), pp. 1545–1556. Saatavissa: https://doi.org/10.12011/1000-6788-2020-0413-12.

Xu, M. & Gao, Y. (2016). 'Research about the Impact of Debt Financing on Real Estate Listed Corporations' Financial Performance', in. *ICCREM 2016: BIM Application and Offsite Construction - Proceedings of the 2016 International Conference on Construction and Real Estate Management*, pp. 978–984. Saatavissa: https://doi.org/10.1061/9780784480274.119.

Yritysmuodot (2022). *Yrittajat.fi*. Saatavissa (viitattu 24.10.2024): https://www.yrittajat.fi/tietopankki/yrittajaksi-ryhtyminen/yritysmuodot/.

Zhang, Z. & Sun, T. (2019). 'Research on the Impact of Debt Structure on Corporate Performance of Listed Real Estate Companies', in *ResearchGate*. Saatavissa: https://doi.org/10.2991/aebmr.k.191217.139.