



Ohjaukron muutosten vaikutus yhdysvaltalaisten kiinteistörahastojen tilinpäätöksiin

Valtteri Mastosalo

Haaga-Helia ammattikorkeakoulu

Liiketalous

Opinnäytetyö

2023

Tiivistelmä

Tekijä(t) Valtteri Mastosalo
Tutkinto Tradenomi
Raportin/Opinnäytetyön nimi Ohjauskoron muutosten vaikutus yhdysvaltalaisen kiinteistörahastojen tilinpäätöksiin
Sivu- ja liitesivumäärä 55 + 0
<p>Kiinteistörahastot ovat normaaleja yhtiöitä, joiden osakkeilla käydään kauppaa pörssissä ja ne ovat olleet Yhdysvalloissa suosittu sijoituskohte, koska ne ovat tietynlainen vakaan osinkotuoton sijoitus. Kuitenkin Suomessa – jossa pääomaa ei ole liikkeellä läheskään niin paljon kuin Yhdysvalloissa, eikä tällaista sijoitustyyppiä tunneta niin laajasti – veroetua hyödyntäviä kiinteistörahastoja ei hirveästi ole esiintynyt, vaikka sille on lainsäädäntö olemassa.</p> <p>Opinnäytetyön tarkoitus oli pääasiassa tilinpäätöksiin sukeltamalla selvittää ohjauskoron muutosten mahdolliset vaikutukset kolmen yhdysvaltalaisen kiinteistörahaston liiketoimintaan. Alussa avataan keskeisiä käsitteitä, kuten Yhdysvaltain keskuspankki, ohjauskorko ja opinnäytetyössä tarkoitettujen kiinteistörahastot, jonka jälkeen nähdään pintaraapaisu keskuspankin toiminnan logiikasta ja historiasta 2000-luvulla.</p> <p>Sen jälkeen varsinainen kirjallisuuskatsaus tehdään kiinteistörahastojen jokseenkin erikoisesta asemasta pörssiosakkeena rahoitusmarkkinoilla ja sen arvostuslogiikasta, mitkä antavat osviittaa sille, miten tämänkaltaisten yhtiöiden riskinalaisuutta arvioidaan ja tilinpäätöksiä ylipäänsä tulkitaan.</p> <p>Tämän jälkeen kerätään sekä numeerinen data että tutkitaan mitä yhtiöt ovat viestineet tilinpäätöksissään sijoittajille muun muassa korkoriskistä.</p> <p>Pohdinnassa tuodaan esille, että lukujen perusteella yhtiöiden asema on tietystä aspektista heikentynyt viimeaikaisten pikaisten koronnousujen myötä. Yhtiöiden luvuista laskettuja tunnuslukuja tutkiessa, yhtiöiden kannattavuus ja vakavaraisuus ei ole kuitenkaan vuosikymmenten saatossa heikentynyt juuri mitenkään, vaan ne ovat jatkuneet kassavirralltaan rahakkaina. Epävarmuus on kasvanut ja lyhyellä tähtäimellä oman pääoman ehtoinen uusien hankintojen rahoitus on kallistunut roimasti osakekurssin laskun myötä ja vieraan pääoman ehtoinen rahoitus on kallistunut, tosin yhtiöt aktiivisesti suojautuvat myös korkoriskiltä ja yhtiöiltä onkin tullut tunnustuksia olemassa olevista rahoitusriskeistä.</p> <p>Rahoituslaskelmassa havaittiin, että yhtiöllä on ylimääräistä rahaa verrattuna jaettuihin osinkoihin ja, että lukujen perusteella sellainen pienehkö vielä nähtäväksi tuleva riski, että kasvavat lainakustannukset voivat syödä ainakin osingonmaksun jälkeen ylijäävän vapaan kassavirran pois, mutta katastrofia ei ole näköpiirissä.</p> <p>Toisaalta pitkän tähtäimen yli 10 vuoden näkymien ennustamiselle tarvittaisiin kristallipallo kullekin yhtiölle, muun muassa sen takia, että kutakin yhtiötä koskee uniikit kiinteistömarkkinat, joilla ne toimivat kaupunki- ja osavaltiokohtaisesti.</p> <p>Pohdinnan loppuun on sisällytetty kirjoittajan arvio toteutumisesta ja oppimisesta.</p>
Asiasanat ohjauskorko, kiinteistörahasto, REIT, FFO

Sisällys

1	Johdanto	1
1.1	Tutkimuksen tavoitteet, tutkimusongelmat ja rajaukset	2
1.2	Tutkimusmenetelmät	2
1.3	Keskeisimmät käsitteet	4
2	Ohjauskoron kehitys ja historia	7
3	Joukkolainojen ja kiinteistörahastojen välinen tanssi	10
3.1	Kiinteistörahastojen rahoitus	11
3.2	Korkojen nousu ja liiketoiminnan kustannukset	12
4	Kiinteistörahastojen kannattavuuden mittaaminen	13
5	Tutkittavat kiinteistörahastot	16
6	Erityiset tilinpäätöserät	19
6.1	Tase-erät 2000–2022	19
6.3	Tuloslaskelman erät 2000–2022	21
6.5	Rahoituslaskelman erät 2000–2022	23
6.4	Liiketoiminnasta saadut varat - Funds from Operations (FFO)	25
7	Riskitekijät	32
7.1	Korkoriski ja yhtiöiden lainakeskikorko	32
7.2	Korkomenot	34
7.3	Korkomenot 2023 - AvalonBay Communities	35
7.4	Korkomenot 2023 - Realty Income	36
7.5	Korkomenot 2023 - Vornado Realty	37
7.6	Realty Income Corporation	38
7.6.1	Osakkeen hinnan ja ohjauskoron välinen liike	42
7.6.2	Osingonmaksukyky	44
7.7	Vornado Realty Trust	46
7.7.1	Osakkeen hinnan ja ohjauskoron välinen liike	46
7.7.3	Osingonmaksukyky	49
7.8	AvalonBay Communities Inc.	49
7.8.1	Osakkeen hinnan ja ohjauskoron välinen liike	50
7.8.2	Osingonmaksukyky	52
8	Pohdinta	53
8.1	Havainnot	53
8.2	Opinnäytetyöprosessi ja oma oppiminen	54
	Lähteet	56

1 Johdanto

Kiinteistörahastot tai kiinteistösijoitusyhtiöt, joiden rakenne on mallinnettu sijoitusrahastojen mukaan, ovat tulleet sijoituskohteina epäilyksen valtaan viime aikoina ulkomailla ja niihin sijoittavien suomalaistenkin keskuudessa.

Suomalaisilla rahoitusmarkkinoilla julkisiin kiinteistörahastoihin kuuluvat Kojamo, Citycon, Investors House ja Ovaro, joista viimeinen oli Suomessa ensimmäinen veroetua hyödyntävä kiinteistörahasto. Ovaro on sittemmin ilmoittanut lopettavansa sen edun hyödyntämisen ja muuttunut jälleen sijoitusrahastoksi (Ovaro 2018).

Kiinteistörahastolain (KRL 19.12.1997/1173) 3 luvun 15a § mukaan yhtiön on vuosittain jaettava kaikille osakkeille osakeomistuksen keston huomioon ottaen tai muulla perusteella samassa suhteessa vähintään kahdeksan kymmenesosaa tilikauden voitosta pois lukien realisoitumattomat arvonmuutokset. Laissa eräiden asuntojen vuokraustoimintaa harjoittavien osakeyhtiöiden veronhuojennuksesta (24.4.2009/299) 2 §:n 6 kohdan mukaan kiinteistörahastolain mukaiset yhtiöt ovat vapautettu tuloveroista.

Sen vuoksi että veroedullisia kiinteistörahastoja ei Suomessa ole juuri ollut, eikä suomalaiset ole aikaisempina vuosina olleet järin hanakoita sijoittajia, kiinteistörahastoja ei tunneta hyvin, mutta Yhdysvalloissa ne ovat hyvinkin tunnettuja ja suosittuja. S-Pankilla esimerkiksi on erikoissijoitusrahastoja, joiden kautta voi sijoittaa kiinteistöihin, mutta niihin ei sovelleta kiinteistörahastolakia, eivätkä ne nauti tuloverovapaudesta.

Yleisesti uskotaan, että kiinteistörahastot alisuoriutuvat, kun korot nousevat. S&P Globalin teettämän tutkimuksen mukaan, historiallisen tarkastelun myötä nähdään, että tämä on kuitenkin väärinkäsitys. 1970-luvun alusta lähtien on ollut kuusi ajanjaksoa jona Yhdysvaltain 10-vuotinen valtionlainan tuotto nousi merkittävästi ja puolessa näistä ajanjaksoista kiinteistörahastot tuottivat paremmin kuin S&P-markkinaindeksi. (S&P Global 2017, 1.)

10-vuotista lainaa pidetään eräänä kiinteistörahastojen vertailuarvona, sillä ne ovat niin sanottua ”riskitöntä tuottoa”, jonka päälle sijoittajat odottavat ”riskipreemiota” eli korkeampaa tuottoa riskialttiimmasta sijoituksesta. Nousevat korot ovat haasteellisia kiinteistörahastoille, koska niillä on taipumusta laskea kiinteistöjen arvoa, kasvattaa lainakustannuksia ja saada riskittömät korkosijoitukset lähemmään kiinteistörahastojen tuottoja, mikä vähentää halukkuutta sijoittaa niihin. Siitä huolimatta on selvää, että nousevat korot ovat myös yhteydessä tekijöihin, jotka vaikuttavat positiivisesti kiinteistörahastoihin. Talouskasvu ja suurempi kysyntä kiinteistöille ja korkeampi vuokrausaste tukevat niiden tuottoja, kassavirtaa ja osinkoja. (S&P Global 2017, 2–3.)

Sysäys tähän aiheeseen syntyi omasta kiinnostuksestani kyseisiin yhtiöihin. Yhdysvalloissa vastuullisesti hoidettuja, hyvin rahoitettuja kiinteistörahastoja on jo pitkään kehuttu luotettavan osinkotulon lähteenä. Erityisesti suuremmat vakiintuneet rahastot, joilla on suuri määrä hallinnoitavaa omaisuutta. Lisäksi vuonna 2020 viimein toteutettujen osakesäästötilien ansiosta, kuka tahansa voi sijoittaa yksittäisiin osakkeisiin mukaan lukien kiinteistörahastoihin, vaikka ulkomaille esimerkiksi Yhdysvaltoihin sijoittaessa täytyy edelleen maksaa osingoista 15 prosentin lähdevero.

1.1 Tutkimuksen tavoitteet, tutkimusongelmat ja rajaukset

Tämän työn tavoitteena on selvittää, onko Yhdysvaltain keskuspankin asettaman ohjauskoron eli Fed Funds -koron, heilahtelu vaikuttanut merkittävästi vuosien 2000–2023 välillä kolmen julkisesti noteeratun, kiinteistörahastoiksi luokitellun yhtiön liiketoimintaan. Tarkoituksena on tutkia tilinpäätösten sisältämiä lukuja ja yhtiön sisällyttämiä mahdollisia ennustuksia ja muuta viestintää liiketoiminnastaan. Erityisen mielenkiintoinen on mahdolliset muutokset näissä yhtiöissä ohjauskoron nopean 5 prosenttiyksikön nousun jälkeen, joka osui maaliskuun 2022 ja maaliskuun 2023 välille. Erityisen kiinnostava asiakirja on kassavirtalaskelma, sillä kiinteistörahastot ovat pääomavaltainen liiketoiminta, niillä on suuria vuosittaisia poistoeriä, ne ovat vapautettu yhtiöveroista, ja niillä on erityisiä lakiin kirjattuja veloitteita. Näistä johtuvan luonteen vuoksi, tyypillisesti vaalitun nettotuloksen tarkkailu ei ole soveltuvaa, vaan joudutaan katsomaan muita yhtiön terveyden mittareita.

Pääongelma työlle on:

- Vaikuttaako ohjauskorko merkittävästi kiinteistörahastojen kassavirtaan, osingonmaksuun, lainakustannuksiin ja rahoituksen saatavuuteen?
- Hypoteesi: korkojen nousu nostaa lainakustannusten osuutta liiketoiminnan rahavirrassa ja vaikeuttaa rahoituksen saamista markkinoilta.

Alaongelmat työlle ovat:

- Miltä näyttää ohjauskoron kehitys?
- Mikä on FFO-kehitys?
- Mikä on esimerkkiyhtiöiden rahoitusrakenne?
- Miten yhtiöt ovat selviytyneet osingonmaksuistaan?
- Miltä näyttää yhtiön vieras pääoma kokonaisuudessaan?

Alaongelma	Viitekehys	Käsittely
Miltä näyttää ohjauskoron kehitys?	2	2
Mikä on FFO-kehitys?	4, 3, 3.1, 3.2	6.4
Mikä on yhtiöiden rahoituksen tila?	3.1, 3.2,	6.1, 7.1
Miten yhtiöt ovat selviytyneet osingonmaksuistaan?	3, 3.1	7.2.5, 7.7.3, 7.8.2
Miltä näyttää yhtiöiden vieras pääoma kokonaisuudessaan?	3, 3.1, 3.2	7.1, 7.2, 7.3, 7.4, 7.5

1.2 Tutkimusmenetelmät

Yleensä määrällisessä tutkimuksessa aineiston keräämiseksi tehdään kysely, systemaattinen havainnointi tai valmiiden rekisterien ja tilastojen käyttö. Niissä voi myös käyttää muiden keräämiä tutkimusaineistoja, kuten mitä tulee yhdistyksiltä, yrityksiltä ja järjestöiltä (Vilka 2021, 79.).

Empiirisessä osassa tutkimuksessa sovelletaan määrällistä tutkimusmenetelmää kohteina olevien kiinteistörahastoista kerättävän numeerisen datan keräämiseksi, analysoimiseksi ja vertailemiseksi valmiista raporteista ja pyritään vastaamaan objektiivisesti tutkimuksen ongelmiin. Siihen liittyy laadullisen tutkimusmenetelmän piirteitä, kun vastataan kysymykseen ”onko vaikuttanut merkittävästi, jos on”. Tarkoituksena on tutkia kiinteistörahastojen arvostuslogiikan kautta tutkittavien yhtiöiden vakavaraisuutta, kannattavuutta ja taloudellista tilaa ja löytyykö suhdetta ohjauskorkoon peilaten kiinteistörahastojen teoriaan. Laadullisessa tutkimusmenetelmässä tarkastellaan merkitysten maailmaa ja merkityskokonaisuuksina, jotka ilmenevät ihmisistä lähtöisin

olevina ja heihin päätyvinä tapahtumina ja mihin sisältyy kysymys siitä, mitä merkityksiä tutkimuksessa tutkitaan (Vilkkä 2021, 94.). Lähdeaineistona on lyhyt katsaus kirjallisuuteen, joka käsittelee kiinteistörahastojen erikoista arvostuslogiikkaa ja asemaa rahoitusmarkkinoilla suhteessa muihin rahoitusvälineisiin. Pääasiallinen lähde on tilinpäätökset ja osavuosikatsauksia. Aineistoa tulee virallisilta verkkosivuilta keskeisten käsitteiden avaamiseksi ja muita valmiita aineistoja kiinteistörahastomaailman ja muun talousmaailman organisaatioilta lisäkkeen kontekstia ja ymmärrystä kiinteistörahastojen historiasta ja asemasta. Rahoitusmarkkinoilla olemassa olevien kohteiden määrällisen tutkimisen tuloksien pohdintaa ja tulkintaa ei voi tehdä puhtaasti määrällisestä näkökulmasta. Yrityksiä on monenlaisia ja ne toimivat oikeassa maailmassa erilaisissa ympäristöissä, eikä kaksi samaa lajia olevaa yritystä voida verrata vierekkäin identtisinä kokonaisuuksina. Aikakausien vaihtuminen myös vaikuttaa käytännössä kaikkeen rahoitusmarkkinoilla, joten tiettyä numeroarvoa esimerkiksi tulokselle ei voida asettaa, mikä täyttäisi kriteerit ”hyvin menestyvälle” tai ”huonosti suoriutuvalla” yritykselle ja joka säilyisi ennallaan kautta aikojen teknologian kehittyen ja väestöjen muuttuen. Myös ihmisten asenteita ja käyttäytymistä suuressa mittakaavassa ei voida ennustaa. Voidaan esittää tulkintoja ja johtopäätöksiä vastattaviin kysymyksiin spektrillä eikä absoluutteina.

1.3 Keskeisimmät käsitteet

Yhdysvaltain keskuspankkijärjestelmä koostuu keskuspankkivaltuudesta (Board of Governors), liittovaltion keskuspankeista (Federal Reserve Banks) ja liittovaltion avomarkkinakomiteasta (Federal Open Market Committee), jotka työskentelevät yhdessä edistääkseen Yhdysvaltain talouden terveyttä ja Yhdysvaltain rahoitusjärjestelmän vakautta. Yhdysvaltain keskuspankki määrittelee Yhdysvaltain rahapolitiikan edistääkseen mahdollisimman suurta työllisyyttä ja vakaita hintoja Yhdysvaltain taloudessa. Se myös edistää yksittäisten rahoituslaitosten turvallisuutta ja vakautta ja seuraa niiden vaikutusta koko rahoitusjärjestelmään. Federal Reserve edistää yksittäisten rahoituslaitosten turvallisuutta ja vakautta ja seuraa niiden vaikutusta koko rahoitusjärjestelmään. Yhdysvaltain keskuspankki pyrkii edistämään turvallista, tehokasta ja helppokäyttöistä järjestelmää Yhdysvaltain dollarin määräisiä maksutapahtumia varten. (Federal Reserve 2023)

Ohjaukorko

Termi *federal funds rate* viittaa liittovaltion avoimien markkinoiden komitean (Federal Open Market Committee, FOMC) asettamaan tavoitekorkoon. Tavoitekorkoa käyttäen liikepankit sekä lainaavat muilta että lainaavat muille ylimääräisiä varantojaan yön yli. Lain mukaan pankkien on pidettävä varantoa, joka vastaa tiettyä prosenttiosuutta niiden talletuksista Yhdysvaltain keskuspankissa (Fed) olevalla tilillä. Rahamäärää, joka pankin on pidettävä Fedin tilillä, kutsutaan

varantovelvoitteeksi, ja se perustuu prosenttiosuuteen pankin kokonaistalletuksista. Rahoituslaitosten on pidettävä korkotilejä Yhdysvaltain yhdessä kahdestatoista pankissa varmistaakseen, että niillä on riittävästi rahaa tallettajien nostojen ja muiden velvoitteiden kattamiseksi. Kaikki vaaditun tason ylittävät varannot ovat käytettävissä lainanantoon muille pankeille, joilla saattaa olla vajausta.

FOMC, joka on Federal Reserve Systemin poliittinen elin, kokoontuu kahdeksan kertaa vuodessa asettaakseen liittovaltion ohjauskoron, joka on osa sen rahapolitiikkaa. Tätä käytetään talouskasvun edistämiseen. (<https://www.investopedia.com/terms/f/federalfundrate.asp>)

Koska keskuspankki lainaa rahaa pankeille ohjauskorolla, se vaikuttaa näin välillisesti markkinakorkoihin, joka käsittää kaikenlaisiat korkoja, kuten luotollisia tilejä, säästötilejä tai vaihtuvakorkoisten asuntolainojen korkoja.

Amerikkalaiset kiinteistörahastot

Yhdysvalloissa kutsutut REIT-yhtiöt (Real Estate Investment Trust) eli kiinteistörahastot ovat yhtiöitä, jotka omistavat ja hallinnoivat tuottoa tuottavia kiinteistöjä. Ne ovat julkisesti noteerattuja arvopapereita ja niitä on saatavilla pörssissä osakkeiden tavoin. Tämän vuoksi REIT-yhtiöt tarjoavat suuren likviditeetin, mikä on hyvin harvinaista kiinteistöalalla.

Vuonna 1960 Yhdysvaltain kongressi loi lainsäädännön kiinteistörahastoille suodakseen yksityissijoittajille keinon sijoittaa laajamittaisiin tuottoa tuottaviin liikekiinteistöihin ilman, että heidän tarvitsee itse mennä ostamaan näitä. Omistettuihin kiinteistöihin voi kuulua toimistorakennuksia, asuntoja, ostoskeskuksia, säilytystiloja, varastoja sekä kiinnityksiä tai lainoja. Yleensä yritykset erikoistuvat yhteen kiinteistölajeihin. On olemassa esimerkiksi vähittäiskaupan, toimistotilojen, terveydenhuollon tai teollisuuden kiinteistörahastoja. Kiinteistörahastot eroavat muista kiinteistöyhtiöistä, niin että niiden on hankittava ja kehitettävä kiinteistöomaisuuttansa päämääränä käyttää niitä osana niiden sijoitussalkkua, sen sijaan että ne myisivät kiinteistöt eteenpäin niiden kehittämisen jälkeen. Rahastoilla on oikeus vähentää yhtiöveroista kaikki osakkeenomistajille maksetut osingot.

Pätevöityäkseen kiinteistörahastoksi, yhtiön on muiden muassa:

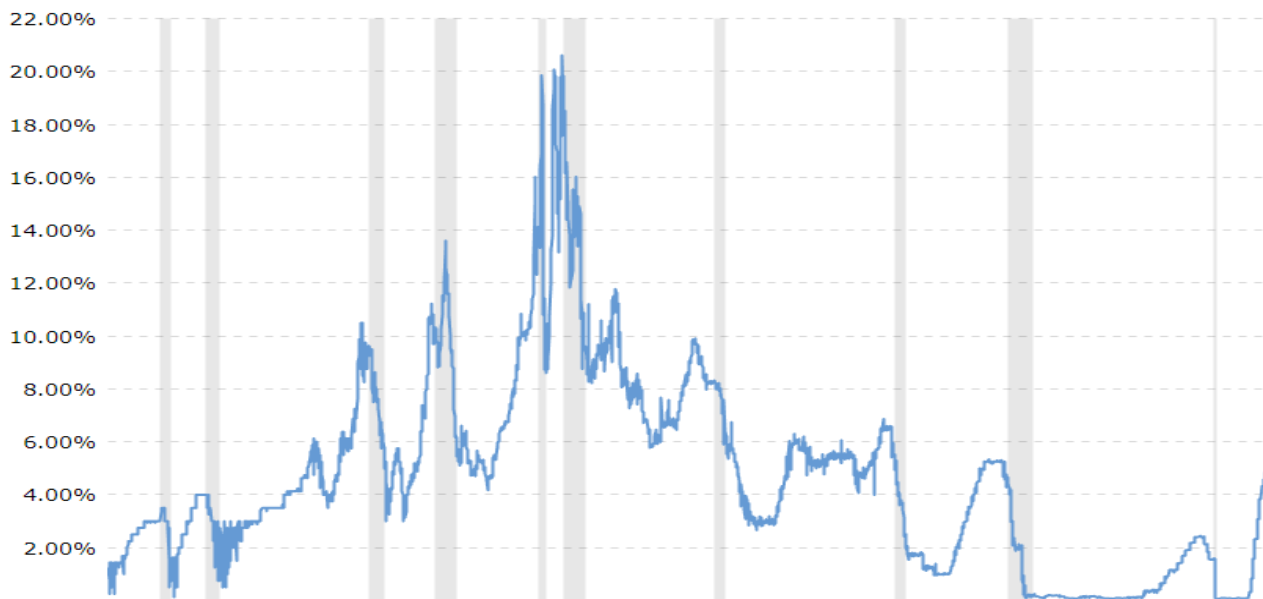
- jaettava vähintään 90 prosenttia sen veronalaisesta tulosta osakkeenomistajille
- sitä on johdettava hallitus tai edunvalvoja

- osakkeista saa olla enintään 50 prosenttia viiden tai harvemman yksityishenkilön hallussa verovuoden viimeisellä puoliskolla
- sijoittaa vähintään 75 prosenttia varoistaan kiinteistöomaisuuteen ja käteisvaroihin
- saa vähintään 75 prosenttia bruttotuloistaan kiinteistöihin liittyvistä lähteistä

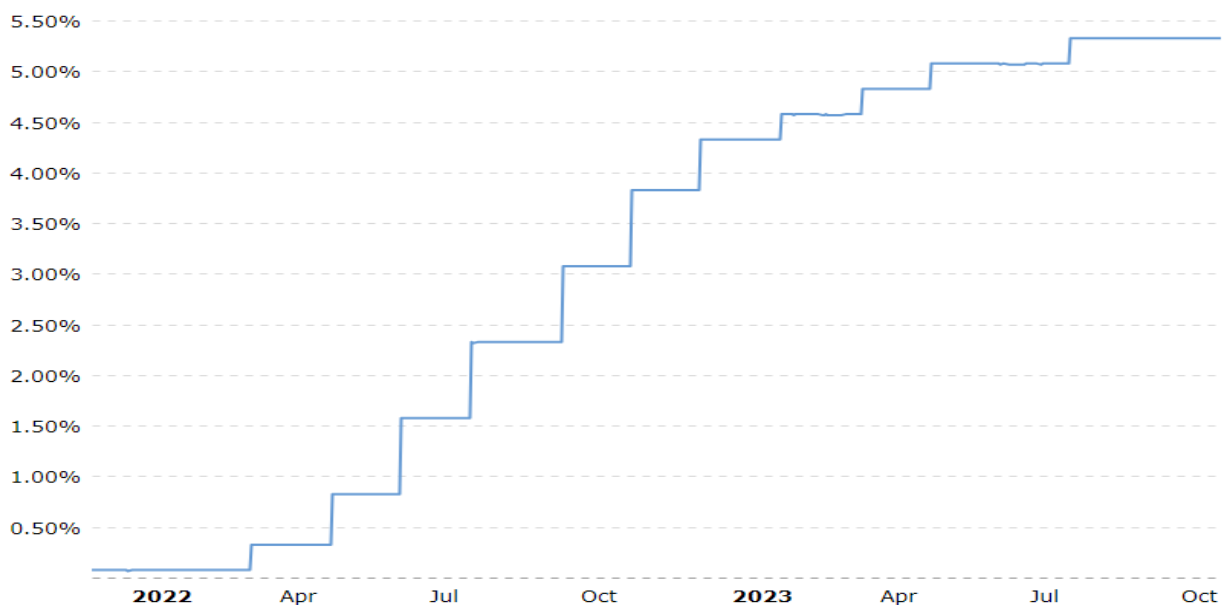
(SEC 2016)

2 Ohjauskoron kehitys ja historia

Yhdysvaltain keskuspankki mukauttaa liittovaltion tavoitekorkoa talousolosuhteiden mukaisesti. Korkojen mukauttaminen auttaa Fediä saavuttamaan olosuhteet, jotka täyttävät Fedin kaksoistehtävän: pitää hinnat vakaina ja maksimoida työllisyys. Seuraavaksi historia vuosina 1955–2023 ja viimeaikainen kehitys ajanjaksona 17.3.2022 – 10.4.2023:



Kuva 2 Ohjauskoron 62-vuotinen historia. (MacroTrends 2023)



Kuva 1 Ohjauskoron kehitys tammikuu 2022 - marraskuu 2023. (Trading Economics 2023)

Vuosina 1999–2000 niin sanotun Dot Com -kuplan aikana spekulatio johti osakemarkkinoilla internet- ja teknologiaosakkeitten kurssin runsaaseen (ja perusteettomaan) kasvuun (Forbes 2023). Tämän hulluuden aikana NASDAQ-osakkeet saavuttivat P/E-luvun 200 eli 200-kertaisen hinnan suhteessa tulokseen. (Nasdaq 2023)

Yhdysvaltain keskuspankin katsoessa kuplaa sivusta, se päätti nostaa korkoja kesäkuusta 1999 toukokuuhun 2000 noin 6,5 prosenttiin saakka. (Forbes 2023)

Vuonna 2001 kupla näki vihdoon eepisen puhkeamisen. Osakemarkkinoiden romahtaminen levisi myös reaalityömarkkinoihin, joka pudotti bruttokansantuotetta ja nosti työttömyysastetta. Tämän laman vuoksi ja 9/11-terroristihyökkäyksen pahentamana keskuspankki alensi ohjauskorkoa yhteensä 5,25 prosenttiyksikköä vuoden 2001 aikana. (Forbes 2023)

Vuosina 2002–2003 ohjauskoron alentaminen jatkui kuluttajien luottamuksen ollen alimmillaan yhdeksään vuoteen, inflaation ollen huolestuttavan alhainen ja FOMC:n peläten deflaatiota ja siteeraten suurempaa epävarmuutta ja geopoliittista riskiä. (Forbes 2023)

Vuosina 2005–2006 ohjauskoron ollen yhden prosentin verran, epäilyksiä alkoi heräämään yhdysvaltalaisesta kiinteistömarkkinoista, kun kiinteistöjen hinta alkoi saavuttamaan suhteettoman tason verrattuna vuokriin, rakennuskustannuksiin ja palkkatasoon. Tämän aikana keskuspankki nosti ohjauskorkoa 17 kertaa noin 4 prosenttiyksikön verran yhteensä. (Forbes 2023)

Vuosina 2007–2008 tunnettu kiinteistömarkkinoista romahtaminen oli alkamassa ja työttömyysaste alkoi noustamaan. Talouden kärsiessä, ohjauskorkoja alennettiin 2,75 prosenttiyksikköä alle vuodessa. (Forbes 2023)

Vuoden 2008 alkoi nykyään hyvin tunnettu finanssikriisi. Keskuspankki pudotti ohjauskoron nolnaan ja otti jopa kiistanalaisen uuden rahapolitiikan käyttöön nimeltä ”quantitative easing” eli suoraan käännettynä ”määrällinen keventäminen” ja alkoi ostamaan järkyttäviä määriä velkakirjoja markkinoilta puskeakseen rahaa markkinoille. (Forbes 2023)

Vuonna 2015 joulukuussa keskuspankki alkoi taas nostamaan korkoja talouden elpyessä vähitellen. Kiinasta tulleet huonot talouslukemat saivat kaikki taas paniikkiin ja koronnostot keskeytettiin. Toinen koron nostaminen tapahtui vasta joulukuussa 2016 ja nostoja tehtiin loppuvuoteen 2018 noin 2,5 prosenttiin saakka. (Forbes 2023)

Vuoden 2019 aikana pelot nousivat Yhdysvaltojen ja Kiinan kauppasodan aikana, jolloin korkoa alennettiin 0,75 prosenttiyksikköä. (Forbes 2023)

Vuonna 2020 maaliskuussa alkoi eräs maailmanlaajuinen terveystilanne, joka johti laajasti sulkutoimiin ja työpaikkojen menetyksiin. Työttömyys nousi roimasti ja ohjaukorko pudotettiin jälleen nolnaan. (Forbes 2023)

Vuonna 2022 inflaatiolukemien laukatessa, keskuspankki päätti jälleen ottaa ohjat ja nosti korkoja yli viiteen prosenttiin 16 kuukauden aikana nykypäivään asti. (Forbes 2023)



Kuva 3 Ohjaukorko 14.12.1998 - 11.11.2023. (MacroTrends 2023)

3 Kiinteistörahastojen ja joukkolainojen välinen tanssi

Ymmärtääkseen kiinteistörahastojen asemaa laajemmilla markkinoilla, on tarkasteltava joukkovelkakirja- tai joukkolainamarkkinoita (erityisesti Yhdysvaltain liittovaltion joukkolainoja) sillä ne ovat korkomarkkinoiden lähtökohta. (Siddhartha 2011)

Joukkolainat ovat tavallaan lainoja, joilla on vakioidut takaisinmaksuehdot ja korkoa koskevat ehdot. Korkoriski on lähtökohtaisesti keskeisin riski joukkolainoilla, sillä niihin, kuten moniin muihinkin sopimukseen tai korkoinstrumentteihin, liittyy kiinteää kassavirtaa tietyllä ajanjaksolla. Korkoriski johtuu kiinteistä kassavirtoista, jotka eivät muutu markkinaolosuhteiden muuttuessa. Jos vaikka sijoittaja ostaa joukkolainan, joka maksaa 5 prosentin kuponnikorkoa, mutta markkinoilla vastaavanlaisten sijoituskohteiden korot nousevat yli 5 prosentin, joukkolaina alkaisi näyttämään huonolta sijoitukselta, joten myydäkseen sen eteenpäin, sen hinnan on pudottava, jotta sen suhteellinen tuotto nousisi vastaamaan markkinoiden vastaavanlaisia sijoituskohteita. (Siddhartha 2011)

Alla on kuvattuna esimerkki siitä, mitä käy 5 prosentin kuponnikorkoa nauttivan joukkolainan hinnalle jälkimarkkinoilla, jos teoreettisessa maailmassa identtiset ja yhtä riskipitoiset sijoituskohteet alkavat tarjoamaan 7 prosentin korkoa. Hinnan on siis pudottava, jotta kiinteän koron osuus suhteessa rahoitusvälineen hintaan kasvaisi. (Siddhartha 2011)

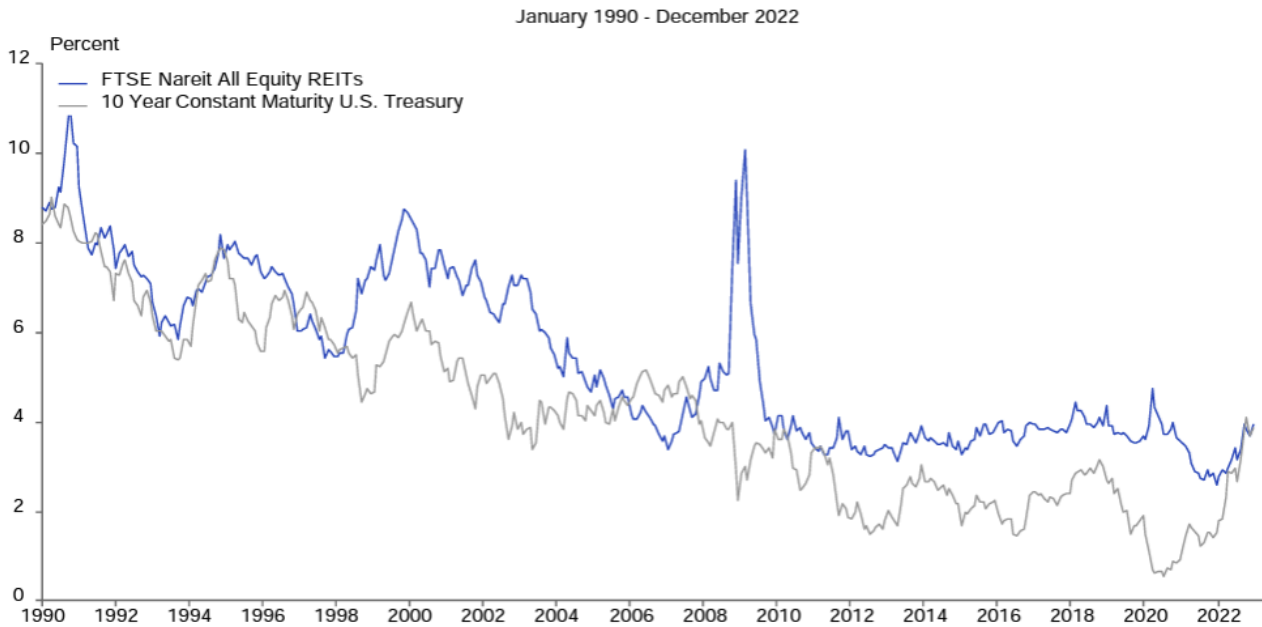
Nimellisarvo	Kuponnikorko	Tuotto		Markkinahinta	Tuottoprosentti
100	5 %	5,00		100	$5 / 100 = 5\%$
100	5 %	5,00	->	71,43	$5 / 71,43 = 7\%$
muiden kohteiden korot nousevat 7 prosenttiin.					

Kiinteistörahastot siis kilpailevat sijoittajien pääomasta joukkolainojen kaltaisten sijoitusten kanssa, koska vallitsevilla markkinoilla niiden ajatellaan olevan vakaan tuoton finanssi-instrumentteja, joilla on suuri osinkokomponentti kokonaistuotossaan (Block 2012).

Tämän vuoksi on selvää, että keskuspankin nostaessa koko markkinoiden ohjauskorkoa, ja jos esim. Yhdysvaltain 10-vuotisen joukkolainan hinta laskee ja tuotto vastaavasti nousee, jolloin se alkaa hipomaan riskialttiimpien kiinteistörahastojen tuottoja, näiden kiinteistörahastojen hinnan on pudottava, jotta niiden tuotto puolestaan nousisi ja vastaisi taas sijoittajien odottamaa riskipreemiota (sijoittajien näkemyksen mukaan riskialttiimpi sijoitus tarkoittaa korkeampaa tuotto-odotusta eli riskipreemiota). (Siddhartha 2011)

Alla olevasta käyrästä huomataan hyvin, miten ns. pääomakiinteistörahastojen indeksituotto juoksee käsi kädessä 10-vuotisen valtionlainan tuoton kanssa, niin että kiinteistörahastot ovat aina kuitenkin keskimäärin hieman korkeammalla, mikä edustaa juuri tätä sijoittajan riskipreemiota.

REIT Dividend Yield vs. 10-Year Constant Maturity Treasury Yield



Kuva 4 FTSE Nareit All Equity REITs-indeksin keskimääräinen osinkotuotto verrattuna 10-vuotiseen Yhdysvaltain valtionkorkoon. (Nareit 2023)

3.1 Kiinteistörahastojen rahoitus

Kiinteistörahastot ovat olemassa, jotta kiinteistöjä omistavat yhtiöt voisivat välttää yhtiöveron maksamisen niin kauan kuin ne jakavat 90 prosenttia verotettavasta tulosta osinkoina. Tämä tarkoittaa sitä, että rahastot eivät voi pidättää suurta osaa tuloistaan. Kasvaakseen rahastojen on siis hankittava sijoittajilta ulkoista vierasta ja omaa pääomaa, joten korkojen nousun pitäisi nostaa kiinteistörahastojen velkakustannuksia ja vaikeuttaa yhä enemmän kannattavan kasvun saavuttamista. (SimplySafeDividends 2018)

Kiinteistörahastot käyttävät velkakirjojen lisäksi myös toissijaisia osakeanteja kasvupääoman hankkimiseen. Laskiessa uusia osakkeita liikkeelle, rahaston on varmistettava, että sen ostamat uudet kiinteistöt tuottavat sijoittajille lisäarvoa, mikä tarkoittaa, että AFFO:n (engl. adjusted funds from operations, oikaistut liiketoiminnan tuotot) lisäkasvu riittää kompensoimaan sen laimennusvaikutuksen, joka aiheutui uusien osakkeiden liikkeeseenlaskusta kiinteistörahastojen

rahoittamiseksi. Osakekohtaisen AFFO:n on jatkettava kasvuaan, jotta osingot voivat kasvaa kestävästi. (Block 2012)

Jos kiinteistörahastolla on 10 miljoonaa osaketta, joiden arvo on 15 dollaria per osake ja sen odotetaan tuottavan 10 miljoonaa dollaria FFO:ssa (liiketoiminnan tuotoissa). Jos rahasto laskee liikkeelle miljoona uutta osaketta ja saa niistä yhteensä 15 miljoonaa dollaria uuden kiinteistön hankkimiseen johdon laskelmien mukaan 6 prosentin tuottoasteella, tämä sijoitus tuottaisi liiketoiminnan tuottoja 900 000 dollaria. Tällöin FFO per osake olisi 0,99 dollaria (10,9 miljoonaa FFO ja 11 miljoonaa osaketta) eli osakkeiden myynnillä olisi hieman osaketta laimentava vaikutus. Jos taas osakkeet myytäisiin 17 dollarilla per osake, FFO kasvaisi 1,02 miljoonalla, jolloin FFO per osake olisi murto-osan yli 1 dollarin, eli osaketta vahvistava vaikutus. (Block 2012)

Koska kiinteistörahastoja pidetään usein joukkovelkakirjojen vaihtoehtoina, korkojen nousu voi merkitä kiinteistörahasto-osakkeiden kysynnän vähenemistä, jolloin hinta laskee ja tuotto nousee. Tällöin rahaston kyky hankkia oman pääoman rahoitusta laskemalla osakkeita heikkenee, sillä mitä matalampi kiinteistörahaston arvostus (eli osakkeen hinta) on, sitä enemmän uusia osakkeita tarvitaan kasvupääoman hankkimiseen. Toisin sanoen, sitä enemmän nykyisten sijoittajien laimennusvaikutusta tarvitaan rahaston AFFO:n kasvattamiseksi ja osingon kasvattamiseksi. Eli olettaen kaikki muut tekijät ennallaan, hinnan putoaminen on hyöty uudelle osakkeen ostajalle jälkimarkkinoilla korkeamman osingon muodossa, mutta haitta yrityksen pitkän tähtäimen kasvunäkymille. (Block 2012)

3.2 Korkojen nousu ja liiketoiminnan kustannukset

Joidenkin yhtiöiden osakkeet saattavat olla korkoherkkiä myös muista syistä kuin osinkotuottojensa vuoksi. Asuntorakentajat ovat vain yksi esimerkki; ne maksavat hyvin alhaisia osinkoja, mutta ovat riippuvaisia kohtuullisen alhaisista asuntolainakoroista, luoton saatavuudesta ja asuntojen kohtuuhintaisuudesta. Myös yrityksen kannattavuus voi olla hyvin riippuvainen lainarahoituksen kustannuksista. Korkotason noustessa tällaisten yritysten liiketoimintakustannukset nousevat. Jos lisääntyneitä lainakustannuksia ei voida siirtää välittömästi tarjotun tuotteen tai palvelun ostajille, voittomarginaalit pienenevät, mikä saa sijoittajat myymään osakkeita. (Block 2012)

4 Kiinteistörahastojen kannattavuuden mittaaminen

Tavallisessa sijoittamisessa osakkeiden keskeisesti käytetty kannattavuuden mittari on nettotulos, mutta tämä käytäntö ei ole olemassa kiinteistörahastoissa, vaan ns. FFO tai AFFO (liiketoiminnasta saadut varat/tuotot tai oikaistut liiketoiminnasta saadut varat/tuotot) toimii sen korvaavana lukuna. Tämä eroavuus johtuu poistojen käsitteestä. Vaikka kiinteistörahastot toimittavatkin vuotuiset tilinpäätöksensä tyypillisine lukuineen ja niitä koskee sama liittovaltion lainsäädäntö, nämä tunnusluvut eivät ole yhtä merkityksellisiä. Tämä johtuu siitä, että kirjanpidossa kiinteistöjen poistoja käsitellään aina kuluna, mutta todellisuudessa useimmat kiinteistöt ovat säilyttäneet arvonsa vuosien mittaan, etenkin hyvin huolletut ja kilpailukykyiset kiinteistöt, mutta monet niistä ovat jopa nousseet huomattavasti. (Block 2012)

Aikaisemmin eri REIT-yhtiöt määrittivät FFO:n eri tavoin, mikä aiheutti sijoittajille hämmennystä. Tämän ongelman ratkaisemiseksi National Association of Real Estate Investment Trusts (NAREIT) on pyrkinyt standardisoimaan FFO:n määritelmän. Vuonna 1999 se tarkensi FFO:n määritelmää siten, että se tarkoittaa "GAAP:n mukaisesti laskettua nettotulosta ilman kiinteistöjen myyntivoittoja (tai -tappioita), poistoja ja arvonalentumisia sekä konsolidoimattomien kumppanuuksien ja yhteisyritysten oikaisujen jälkeen". Konsolidoimattomien kumppanuuksien ja yhteisyritysten oikaisut olisi laskettava siten, että ne kuvastavat liiketoiminnan tuottoa samalta pohjalta. (Block 2012)

FFO:ta laskettaessa on tehtävä myös muita oikaisuja, kuten vähennettävä GAAP:n (Yhdysvaltain kirjanpitostandardin) mukaisesta nettotuloksesta kiinteistöjen myynnistä kirjatut myyntivoitot. Tämä tehdään sen vuoksi, että REIT ei voi samanaikaisesti FFO:ta laskiessaan voi jättää huomiotta poistoja, jotka pienentävät kiinteistön kirjanpitokuluja taseessa, ja sitten sisällyttää kiinteistön myynnistä saatua myyntivoittoa, joka ylittää kiinteistön kirjanpitoihin. Eli yrityksen on jätettävä huomiotta molemmat tai ei kumpaakaan. (Block 2012)

Useimmat REIT-yhtiöt ja niiden sijoittajat uskovat, että FFO-käsite on nettotulosta käyttökelpoisempi keino mitata voittoa; vaikka sitä käytetäänkin lähes yleisesti REIT-maailmassa, siihen liittyy kuitenkin useita ongelmia. Ensinnäkin liikekiinteistöjen arvo voi itse asiassa laskea hitaasti vuosi vuodelta kulumisen ja vanhentumisen vuoksi. Parannuksiin ja rakenteiden uusimiseen täytyy ajoittain investoida, jos kiinteistön arvo halutaan säilyttää. Pelkkä poistojen lisääminen nettotulokseen FFO:ta määritettäessä voi siis antaa liian optimistisen kuvan liiketoiminnan tuloksesta ja kassavirroista, koska siinä ei oteta huomioon näitä merkittäviä, mutta toistuvia pääomamenoja. (Block 2012)

Myös kohteet, joita sijoittajien pitäisi pitää osana kiinteistön tavanomaista ylläpitoa, esimerkiksi kerrostalon matot, verhot ja astianpesukoneet, aktivoidaan ja poistetaan yleensä kirjanpitolaskelmassa kulujen sijaan. Koska näiden kohteiden poistot jätetään huomiotta FFO:ta määritettäessä, FFO:ta suurennetaan keinotekoisesti, mikä antaa harhaanjohtavan kuvan REIT:n todellisesta kassavirrasta. Käytännössä matot ja niihin liittyvät tavarat todella poistuvat ajan myötä, ja niiden korvaamisesta aiheutuvat kustannukset ovat todellisia ja toistuvia kuluja. (Block 2012)

Toimistoja tai muita kiinteistöjä vuokrattaessa vuokranvälittäjille maksetut palkkiot aktivoidaan yleensä, ja ne jaksotetaan ja poistetaan vuokra-ajan kuluessa. Vaikka vuokrauspalkkioiden maksaminen ehkä auttaa vakauttamaan tai parantamaan käyttöastetta ja siten tukemaan omistajan kassavirtaa vuokrasopimuksen voimassaoloaikana, se ei kuitenkaan lisää kiinteistön arvoa. Ne ovatkin todellisia kuluja, ja jos ne jätetään huomiotta FFO:ta laskettaessa, voitot ja kassavirrat yliarvioitetaan. Samaa voidaan sanoa myös vuokralaisen parannusavustuksista, kuten toimisto- ja vähittäiskaupan vuokralaisille myönnettävistä avustuksista. Nämä ovat omistajien omia kustannuksia, ja ne ovat usein niin erityisiä tietyn vuokralaisen tarpeiden kannalta, että ne eivät lisää kiinteistön pitkän aikavälin arvoa. (Block 2012)

Vaikka NAREIT on pyrkinyt standardoimaan FFO:n, kaikki REIT-yhtiöt eivät aktivoi ja kuluta samankaltaisia eriä samalla tavalla, kun niiden FFO:t raportoidaan neljännesvuosittain. Jotkin eivät esimerkiksi ota huomioon investointien muita kuin käteisluonteisia poistoja, kun taas toiset eivät. Jotkin REIT-yhtiöt sisällyttävät jopa tietyt kiinteistöjen myyntivoitot FFO:han. Yksinkertaisesti sanottuna FFO-raportoinnissa ei ole johdonmukaisuutta. Johtava REIT-tutkimusyriyitys Green Street Advisors, Inc. keksi vuosia sitten käsitteen AFFO (adjusted funds from operations), joka voi auttaa korjaamaan joitakin FFO:n puutteita. (Block 2012)

Oikaistujen liiketoiminnasta saatujen varojen eli AFFO:n lähtökohtana on REIT:n FFO, mutta sitä oikaistaan sen jälkeen sellaisten menojen osalta, jotka ovat aktivoituja, mutta jotka eivät lisää kiinteistön arvoa; sitä oikaistaan myös poistamalla vuokrien suoraviivaistaminen (konsepti, jossa kaikki vuokranmaksut jaetaan vuokrasopimuksen kestolla). (Block 2012)

Vaikka FFO on REIT-sijoittajille hyödyllisempi mittausväline kuin GAAP:n mukainen nettotulos, NAREIT muistuttaa, että FFO:ta ei ole koskaan tarkoitettu REIT:n tuottamien käteisvarojen eikä sen osingonmaksukykyyn mittariksi. AFFO on kuitenkin kohtuullinen, vaikkakin epätarkka, REIT:n liiketoiminnan tuloksellisuuden mittari. Se on tehokas väline vapaan kassan tuottamisen ja osingonmaksukykyyn mittaamiseen. REIT-yhtiöt eivät kuitenkaan säännöllisesti raportoi AFFO:ta, koska sille ei ole yleisesti hyväksyttyä määritelmää, ja sijoittajan tai analyytikon on laskettava se itse tarkastelemalla tilinpäätöstä ja siihen liittyviä alaviitteitä ja taulukoita. Tämän vuoksi tässä työssä pyritään pysymään myös FFO:ssa. Vaikka REIT-yhtiö ilmoittaisi AFFO:n, se lasketaan

usein eri tavalla kussakin REIT-yhtiössä. Seuraavassa on esitetty yksinkertaistettu mutta ehkä hyödyllinen tapa tarkastella tätä menetelmää. (Block 2012)

LIKEVAIHTO – liiketoiminnan kulut – poistot – arvonalentumiset – korkokulut – yleis- ja hallintokulut

= **NETTOTULOS**

Nettotulos – kiinteistöjen myyntivoitot + kiinteistöjen poistot

= **FFO**

FFO – tavanomaiset ja toistuvat investointimenot – vuokralaisen parannusten ja vuokrauspalkkioiden poistot +/- vuokrien suoraviivaistamisen ja velan ennenaikaisesta kuolettamisesta aiheutuvien voittojen tai tappioiden poistamiseksi tehty oikaisu

= **AFFO**

Alla on Realty Income Corp:in toisen kvartaalin tunnuslukuja ja niiden huomattava eroavuus sijoittajan näkökulmasta:

Taulukko 1 Realty Income Corp kannattavuuden tunnuslukuja. (Realty Income 2023)

Nettotulos, tuhatta dollaria (Net income)	197 153
Liiketoiminnasta saadut varat, tuhatta dollaria (FFO)	687 985
Oikaistut liiketoiminnasta saadut varat, tuhatta dollaria (AFFO)	671 737
Liiketoiminnan nettorahavirta, tuhatta dollaria (Cash flows from operating activities)	1 466 113

5 Tutkittavat kiinteistörahastot

Seuraavat yritykset ovat New Yorkin pörssissä listattuja kiinteistörahastoja, joista ensimmäisellä on noin 41 miljardin dollarin markkina-arvo, toisella 25 miljardia dollaria ja kolmannella 2,5 miljardin dollarin markkina-arvo. Kaksi ensimmäistä ovat vakaampia yhtiöitä, joilla on samankaltainen taloudellinen tila, ja jotka tunnetaan markkinoilla johtajina, mutta kolmanneksi yhtiöksi on valittu eräs, jonka tie ei ole ollut yhtä suoraviivainen 2000-luvulla, ja joka eroaa taseeltaan.

Realty Income Corporation

Realty Income Corporation on kiinteistörahasto, joka sijoittaa Yhdysvalloissa, Espanjassa ja Yhdistyneessä kuningaskunnassa sijaitseviin irrallisiin, yhden vuokralaisen käytössä oleviin liikekiinteistöihin, jotka on vuokrattu soveltaen ns. kolminkertaista nettovuokrasopimusta (eng. triple net lease). Tässä vuokrasopimuksessa vuokralainen tai vuokralleottaja lupaa maksaa kaikki kiinteistön kulut, mukaan lukien kiinteistöverot, rakennuksen vakuutukset ja ylläpidon. Nämä kulut ovat vuokran ja yleiskustannusten lisäksi. (Realty Income 2023).

Amerikkalaiset luottoluokituslaitokset Moody's, S&P ja Fitch ovat vuodesta 1996 lähtien luokitelleet yhtiön investointiluokkaan. Vuonna 2017 se sai luokituksen A3 Moody's:lta ja S&P:ltä vastaavan A-luokituksen. (Realty Income 2023)

Yhtiö omistaa yli 12 200 kohdetta 84 eri toimialalla yli 1240 asiakkaalle vuokrattuna kaikkialla Yhdysvalloissa, Puerto Ricossa, Yhdistyneessä kuningaskunnassa, Espanjassa ja Italiassa. (Realty Income 2023)

Suurin osa yhtiön kiinteistöistä on vuokrattu vähittäiskauppa- ja teollisuusasiakkaille, joiden liiketoiminta on palvelua, muuta kuin harkinnanvaraista ja/tai matalahintaista. Yhtiö uskoo, että nämä ominaisuudet ovat tärkeitä, jotta voidaan toimia menestyksekkäästi erilaisissa taloudellisissa tilanteissa ja kilpailla hyvin verkkokaupankäynnin kanssa. (Realty Income 2023)

Joulukuun 31. päivänä 2022 yhtiön salkun tietoja (Realty Income Corp 2023, 3.)

- omistuksia tai osuuksia 12 237 kiinteistössä.
- 99,0 %:n käyttöaste eli 12 111 kiinteistöä oli vuokrattu ja 126 kiinteistöä oli vuokrattavissa tai myytävissä.
- Vuokralaiset harjoittavat liiketoimintaa 84 eri toimialalla
- Noin 22 miljoonaa neliometriä vuokrattavaa tilaa
- Painotettu keskimääräinen jäljellä oleva vuokrakauden kesto (lukuun ottamatta oikeutta jatkaa vuokrasopimusta asiakkaamme valinnan mukaan) on noin 9,5 vuotta.

- Keskimääräinen vuokrattava pinta-ala kiinteistöä kohti on noin 1 800 neliometriä, noin 1 207 neliometriä vähittäiskaupan kiinteistöä kohti noin 21 748 neliometriä teollisuuskiinteistöä kohti.

AvalonBay Communities Inc.

AvalonBay Communities, Inc. on yhtiö, jolla on pitkäaikainen kokemus kerrostaloasuntojen saralla toimimisessa Yhdysvaltojen parhaimmilla markkinoilla. (AvalonBay Communities, 1.)

Se sijaitsee Marylandin osavaltiossa ja hankkii, kehittää, saneeraa ja hallinnoi kerrostaloasuntoyhteisöjä New England-, Mid-Atlantic- ja Pacific Northwest-alueilla, New Yorkin ja New Jersey'n metropolialueella ja Pohjois- ja Etelä-Kaliforniassa. Sillä on lisäksi laajentumisoperaatioita Pohjois-Carolinassa, Kaakkois-Floridassa, Texasissa ja Coloradossa. (AvalonBay 2023, 1.)

Tammikuun 31. päivänä 2023 yhtiöllä oli suora tai välillinen osakkuus 275 asuntoyhteisössä, joissa on 82 411 asuntoa 12 osavaltiossa ja District of Columbiassa. Näistä 267 yhteisöä yhdistettiin konsolidoituun tilinpäätökseen. Lisäksi sillä on 18 kokonaan omistettua asunokehitysprojektia, joissa on 5 589 asuntoa valmistuessaan ja yksi konserniin kuulumaton sijoitus, joka omistaa rakenteilla olevan yhteisön, jossa on 475 asuntoa valmistuessaan. Viimeiseksi, sillä on oikeudet kehittää 39 muuta yhteisöä, jotka sisältäisivät odotetusti 13 312 asuntoa tulevaisuudessa. (AvalonBay 2023, 1.)

Yhtiö keskittyy johtaviin suurkaupunkialueisiin, joille yhtiö uskoo olevan ominaista kasvava työllisyys korkeapalkkaisilla toimialoilla, korkeammat asunnon omistuskustannukset sekä monipuolista ja elinvoimaista elämänlaatua. Yhtiö uskoo näiden ominaisuuksien jatkavan tulevaisuudessa ylivoimaisten riskikorjattujen tuottojen luomista. (AvalonBay 2023, 1.)

Yhtiö tarjoaa helpotettua muuttoa myös tarjoamalla täysin kalustettuja asuntoja alimmillaan 30 päivän vuokra-ajalla tietyillä sijainneilla. Näissä asunnoissa on huonekaluja, kaapeli- ja verkkoyhteydet ja yleishyödyllisiä palveluja. (AvalonBay Communities 2023)

Vornado Realty Trust

Vornado on kiinteistörahasto, joka harjoittaa liiketoimintaansa Operating Partnerships-kommandiittiyhtiön kautta ja sen kiinteistöosuudet ovat olennaisilta osin sen hallussa. Tämän vuoksi Vornadon kassavirta ja kyky maksaa osinkoja riippuvat Operating Partnershipsin kassavirrasta ja sen tytäryhtiöiden kyvystä täyttää veloitteensa velkojien suhteen.

Vornado on Operating Partnershipsin ainoa vastuunalainen yhtiömies ja omisti 31. joulukuuta 2022 noin 92 prosenttia tämän yhtiöosuuksista. <https://d18rn0p25nwr6d.cloudfront.net/CIK-0000899689/5b02b116-fca6-43ca-a2ee-c2bb06759436.pdf>

Vornado omisti muun muassa 31. joulukuuta 2022:

- New Yorkin Manhattanissa 62 toimistokiinteistöä, joista 1,84 miljoonaa neliometriä toimistotilaa ja 241 547 neliometriä katumyymälätilaa.
- 1 664 asuntoa kuudessa asuinkiinteistössä.
- 32,4 prosentin omistusosuuden Alexander's Inc:stä, joka omistaa kuusi kiinteistöä New Yorkin suurkaupunkialueella.
- Chicagossa sijaitseva 343 741 neliömetrin kauppakeskus.
- San Franciscon finanssikorttelissa 70 prosentin enemmistöosuus kolmen rakennuksen toimistokompleksista jossa 167 225 neliometriä.

6 Erityset tilinpäätöserät

Tutkimuksessa olisi hyvä sisällyttää taseen keskeisimmät erät, jotka kertovat yhtiön rahoitusrakenteesta ja omavaraisuudesta ja auttaa hahmottamaan minkälaiselta yhtiö on näyttänyt ja mihin suuntaan yhtiö on kehittynyt. Nämä olisivat kiinteistöt nettona ja tase-erä, joka kertoo pääasiallisen vieraan pääoman määrän ja oma pääoma ja omavaraisuus. Tulevissa taulukoissa esiintyvät tärkeimmät erät vuosi vuodelta:

6.1 Tase-erät 2000–2022

Kunkin yhtiön omavaraisuus on pysynyt suunnilleen muuttumattomana. Vornadoa lukuun ottamatta sijoituskiinteistöjä on hankittu tasaisesti vuosien saatossa samassa suhteessa velkataakan kasvaessa ja vakavaraisuus on pysynyt terveellä tasolla paitsi Vornado Realty Trustin kohdalla, sillä se näyttää olevan astetta velkaantuneempi kuin muut yhtiöt ja sen toiminnassa on tapahtunut merkittäviä muutoksia vähentäessään sijoituskiinteistöjään noin 30 prosentilla vuoden 2013 jälkeen. Vornado poikkeaa kahdesta aiemmasta kiinteistörahastosta huomattavasti, sillä se erikoistuu vahvasti New Yorkin toimistotilan vuokraamiseen eli sen liiketoimintamalli saattaa olla, hatarammalla pohjalla ja vuokrausasteen heilahtelu todennäköisempää. Vornado Realty:n toimistotilojen vuokrausaste oli vuoden 2019 tilinpäätöksessä noin 96,9 prosenttia kun taas vuonna 2022 se oli pudonnut 91,9 prosenttiin. Realty Income:n vuokrausaste toisaalta oli 98,6 prosenttia vuonna 2019 ja 99 % vuonna 2022.

- *Sijoituskiinteistöt* nettoarvoisena (poistot vähennettynä).
- *Velkasitoumukset* ovat yrityksen ottamia (yleensä) kiinteäkorkoisia lainoja, joissa on muutaman vuoden juoksuaika.
- *Asuntolainat* ovat tavanomaisia kiinteistön ostamista varten otettuja lainoja.
- *Luottoliimitit* ovat pankeilta hankittuja luotollisia tilejä, joista yritys voi tarpeen mukaan nostaa rahaa ennalta sovittuun luottorajaan asti kattamaan lyhyen tähtäimen rahoitustarpeita.
- *Oma pääoma* on nimensä mukaisesti rahoitus, jota yrityksen ei tarvitse maksaa takaisin, joko tulorahoituksesta tai
- *Omavaraisuus* mittaa yrityksen vakavaraisuutta ja tappion sietokykyä.

TASE		Sijoituskiinteistöt	Velat	Asuntolainat	Luottolimitit	Oma pääoma	Omavaraisuus
(tuhansissa)		<i>Net real estate</i>	<i>Notes payable</i>	<i>Mortgages payable</i>	<i>Line of credit and commercial paper</i>	<i>Stockholders' equity</i>	<i>Equity ratio</i>
AvalonBay	2022	19 025 339	7 602 305	713 740	-	11 253 553	55,01 %
Communities Inc.	2019	18 432 989	6 358 648	937 642	-	10 990 198	57,48 %
	2013	14 284 209	2 594 709	3 550 682	-	8 599 727	56,10 %
	2009	6 833 487	1 658 029	2 316 843	-	3 050 127	40,90 %
	2005	4 945 788	1 809 182	490 582	66 800	2 541 663	49,21 %
	2000	4 199 959	1 335 000	394 924	-	2 442 493	55,55 %
Realty Income Corp.	2022	42 656 586	14 278 013	853 925	2 729 040	28 843 289	58,00 %
	2019	16 399 997	6 288 049	410 119	704 335	9 804 158	52,80 %
	2013	8 796 609	3 185 480	783 360	128 000	5 421 358	54,63 %
	2009	2 816 882	1 350 000	-	4 600	1 488 009	51,05 %
	2005	1 802 046	755 000	-	136 700	989 214	51,50 %
	2000	894 278	230 000	-	174 000	515 569	55,15 %
Vornado Realty Trust	2022	9 843 764	1 191 832	5 829 018	575 000	6 076 380	36,84 %
	2019	10 058 054	445 872	5 639 897	575 000	7 310 978	39,98 %
	2013	14 943 693	1 350 855	8 331 993	295 870	7 594 744	37,79 %
	2009	15 455 076	711 716	8 445 766	852 218	6 649 406	32,94 %
	2005	9 776 018	948 889	4 806 168	9 076	5 263 510	38,60 %
	2000	3 901 055	2 231 897	2 231 897	425 000	2 078 720	32,63 %

6.2 Tuloslaskelman erät 2000–2022

Vornado Realty Trustin liiketoiminta on jälleen kahdesta muusta selkeästi erottuva. Liikevaihdon alenemista vastaavasti näkyy taseessa vähentyneet sijoituskiinteistöt. Yritys on kokenut jonkinlaisen uudelleenjärjestelyn. AvalonBayn ja Realty Incomen koko tilinpäätös kasvaa tasaisesti. Sitä mukaa kun liikevaihto kasvaa suuremmalla kiinteistöjen määrällä, myös poistot kasvavat ja korkokulutkin lisääntyneen velkataakan myötä. Kokonaisrahoitusrakenne ja kannattavuus ovat pysyneet samassa suhteessa.

- *Liikevaihto* on tilikauden myynnit eli tässä tapauksessa vuokratulot.
- *Poisto* tarkoittaa kirjanpito menetelmää, jossa pitkävaikutteisten tuotannon tekijöiden hankintameno jaetaan sen taloudelliselle vaikutusajalle.
- *Arvon alentuminen* tarkoittaa yrityksen omaisuuserän kirjanpitoarvon alentamista sen käypään arvoon.
- *Korot* ovat maksettuja korkoja tilikaudella.
- *Nettotulos* on toiminnan tulos verojen jälkeen.
- *Kantaosakkeenomistajille jäävä nettotulos* on nettotulos, josta on vähennetty etuoikeutetut osingot.

TULOSLASKELMA	Liikevaihto	Poistot ja arvonalenevat	Korkokulut	Nettotulos	Nettotulos kantaosakk.omistajille	
	<i>Revenue, net</i>	<i>Depreciation (and amortization)</i>	<i>Interest, net</i>	<i>Net income</i>	<i>Net income available to common stockholders</i>	
Realty Income Corp.	2022	3 343 681	1 670 389	465 223	872 416	869 408
	2019	1 484 591	539 961	290 991	437 478	436 482
	2013	778 375	306 577	180 916	246 283	203 634
	2009	327 581	91 383	85 528	131 127	106 874
	2005	196 676	46 438	40 949	99 119	89 716
	2000	118 310	29 003	31 547	54 788	45 076
AvalonBay Communities Inc.	2022	2 593 446	814 978	230 074	1 136 438	1 136 775
	2019	2 324 626	661 578	203 585	786 103	785 974
	2013	1 462 921	560 215	172 402	352 771	353 141
	2009	851 582	209 746	150 323	154 274	155 647
	2005	670 680	158 822	127 099	322 378	313 678
	2000	573 395	122 610	83 609	210 064	170 825
Vornado Realty Trust	2022	1 799 995	504 502	279 765	-382 612	-408 615
	2019	1 924 700	419 017	286 623	3 334 262	3 097 806
	2013	2 760 909	531 212	507 889	564 740	392 034
	2009	2 742 578	539 503	750 613	128 450	49 093
	2005	2 547 628	334 961	340 751	539 604	493 103
	2000	826 532	99 846	170 273	233 991	195 301

6.3 Rahoituslaskelman erät 2000–2022

Olenainen asia, joka on pidettävä mielessä kassavirtaan perustuvissa liiketoimintamalleissa, jos yhtiö maksaa jatkuvaa osinkoa on, että riittääkö liiketoiminnan nettorahavirta osinkojen kattamiseen säännöllisesti. Jos yhtiö jakaa osinkoa, mutta sitä vastaavaa rahavirtaa ei ole, siitä nousee välittömästi kysymys, että rahoittaako yhtiö hyvännäköisiä ja houkuttelevia osinkoja velkarahalla ja, että onko riski osingon leikkaamiselle näköpiirissä mahdollisesti. Sijoituksista kiinteistöihin näkee myös hyvin laajentaako yhtiö toimintaansa ja hankkiiko se uusia tulonlähteitä ja tätä lukua voi verrata velanoton yhteismäärään, joka esiintyy ”Rahavirrat rahoitustoiminnasta (eng. Cash flows from investing activities)” rivin alla. Kassavarat tilikauden lopussa kertoo paljon käteistä yhtiöllä on tilikauden viimeisenä päivänä, eikä se tietenkään saisi olla negatiivinen.

- *Liiketoiminnan nettorahavirta* on kassaan virtaava raha kaikesta liiketoiminnasta.
- *Sijoitukset kiinteistöihin* on yrityksen hankkimat uudet sijoituskiinteistöt.
- *Osingonjako osakkeenomistajille* on tilikauden kaikki maksetut osingot.
- *Joukkovelkakirjalainat* ovat liikkeeseen lasketuista joukkovelkakirjalainoista saadut tulot.
- *Osakeannit* ovat uusien tai hallussa olevien osakkeiden luovuttamisesta saadut tulot.

RAHOITUSLASKELMA		Liiketoiminnan	Sijoitukset	Osingonjako	Joukkovelkakirja-	Osakeannit	Kassavarat
		nettorahavirta	kiinteistöihin	osakkeenomistajille	lainojen liik.lasku		tilikauden lopussa
		<i>Net cash provided</i>	<i>Acquisition, develop</i>	<i>Dividends paid</i>	<i>Issuance of</i>	<i>Issuance of</i>	<i>Cash and cash</i>
		<i>by operating activities</i>	<i>capital expenditures</i>	Distributions	<i>unsecured notes</i>	<i>common stock</i>	<i>equivalents (and</i> <i>restricted cash)</i>
Realty Income Corp.	2022	2 563 856	-8 886 436	-1 813 413	2 154 662	4 566 028	226 881
	2019	1 068 937	-3 572 581	-852 134	897 664	845 061	71 005
	2013	518 906	-1 429 483	-409 222	750 000	1 133 574	10 257
	2009	226 707	-60 459	-178 008	4 600	-	10 026
	2005	109 557	-417 347	-108 575	270 266	92 659	65 704
	2000	56 590	-56 142	-58 262	-	-	3 815
AvalonBay Communities Inc.	2022	1 421 932	-1 618 354	-889 607	348 565	20 020	734 245
	2019	1 321 804	-1 608 154	-839 646	449 804	409 725	127 614
	2013	724 501	-2 149 599	-526 050	750 000	4 703	281 541
	2009	378 600	-571 269	-283 710	500 000	108 860	105 691
	2005	306 639	-457 856	-215 391	-50 000	36 611	6 106
	2000	294 818	-432 408	-185 509	350 000	36 203	57 234
Vornado Realty Trust	2022	798 944	-195 968	-468 678	-	-	889 689
	2019	662 539	-321 622	-553 916	-	-	1 515 012
	2013	1 040 789	-684 060	-629 101	-	290 306	583 290
	2009	633 579	-254 935	-319 473	-	710 226	535 479
	2005	762 678	-1 860 727	-524 163	-	1 251 684	294 504
	2000	249 921	-471 616	-204 503	-	-	136 989

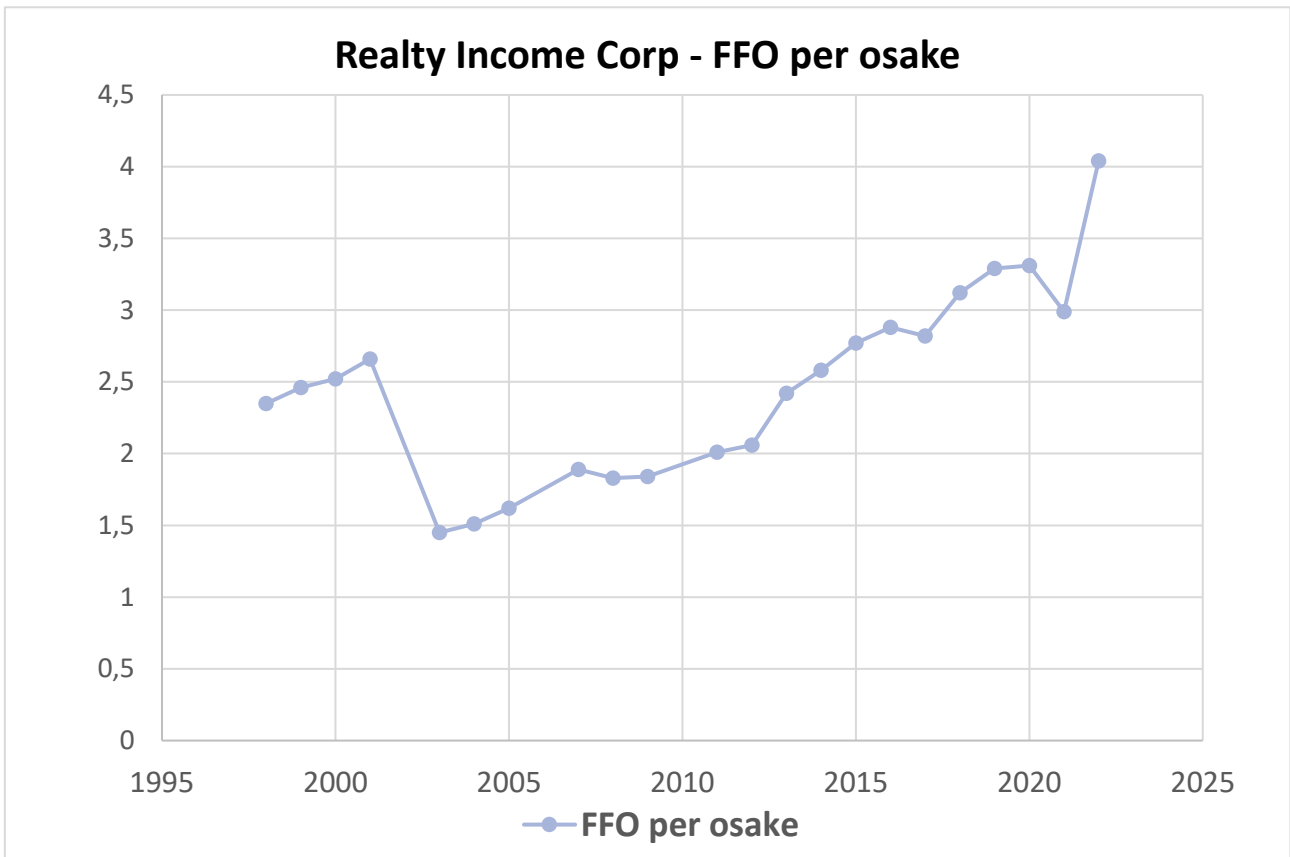
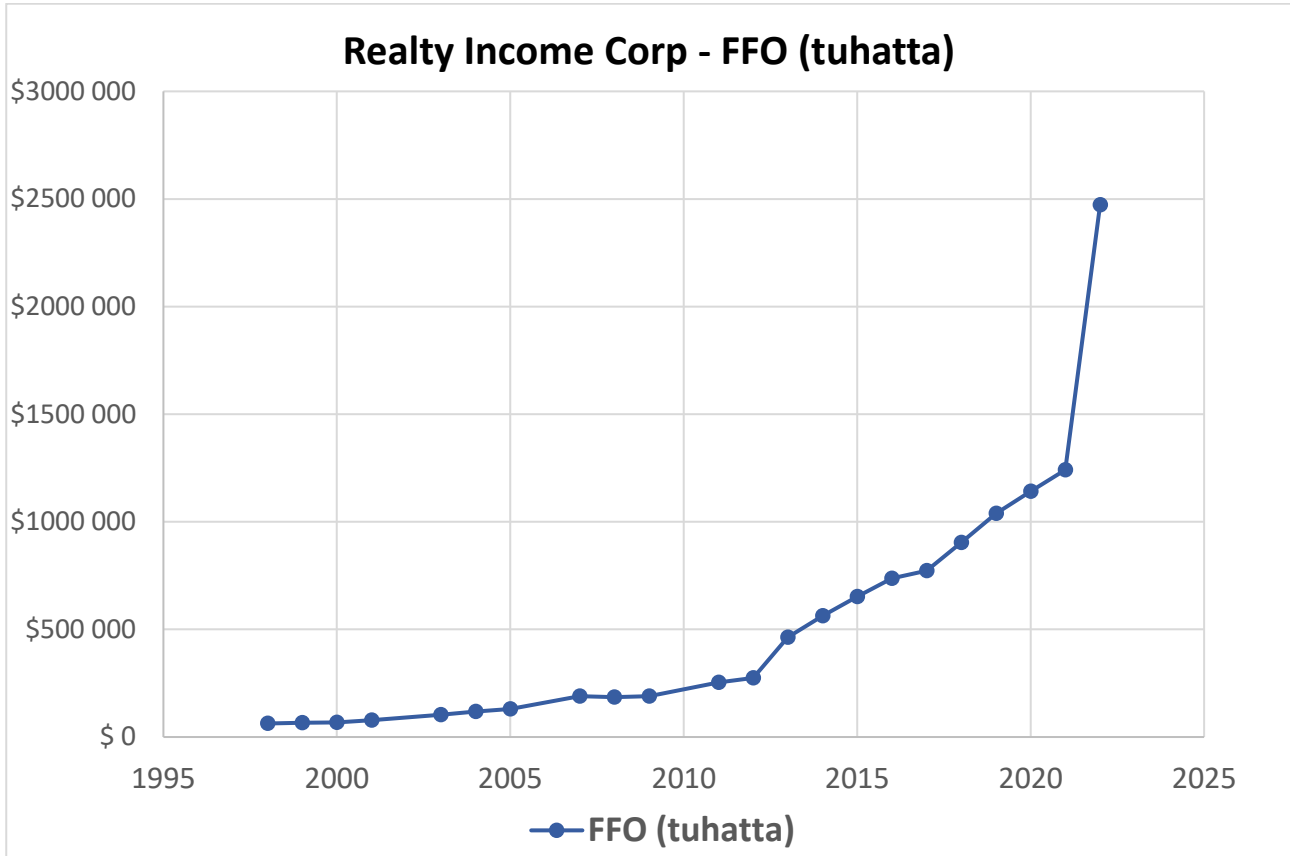
6.4 Liiketoiminnasta saadut varat - Funds From Operations (FFO)

FFO on kiinteistörahastoille sovellettu tunnusluku, joka saadaan lisäämällä tulokseen poistot, arvonalentumiset ja omaisuuden myyntitappiot ja vähentämällä omaisuuden myyntivoitot ja korkotuotot. Näin tehdään, koska poistot ja arvonalentumiset eivät ole varsinaisia kassatapahtumia vaan kirjanpidollisia vientejä. FFO:ta pidetään tyypillisesti kiinteistörahastojen liiketoiminnan tuloksellisuuden lisämittarina, joka ei kuulu varsinaiseen amerikkalaiseen kirjanpitolakiin ja asetuksiin.

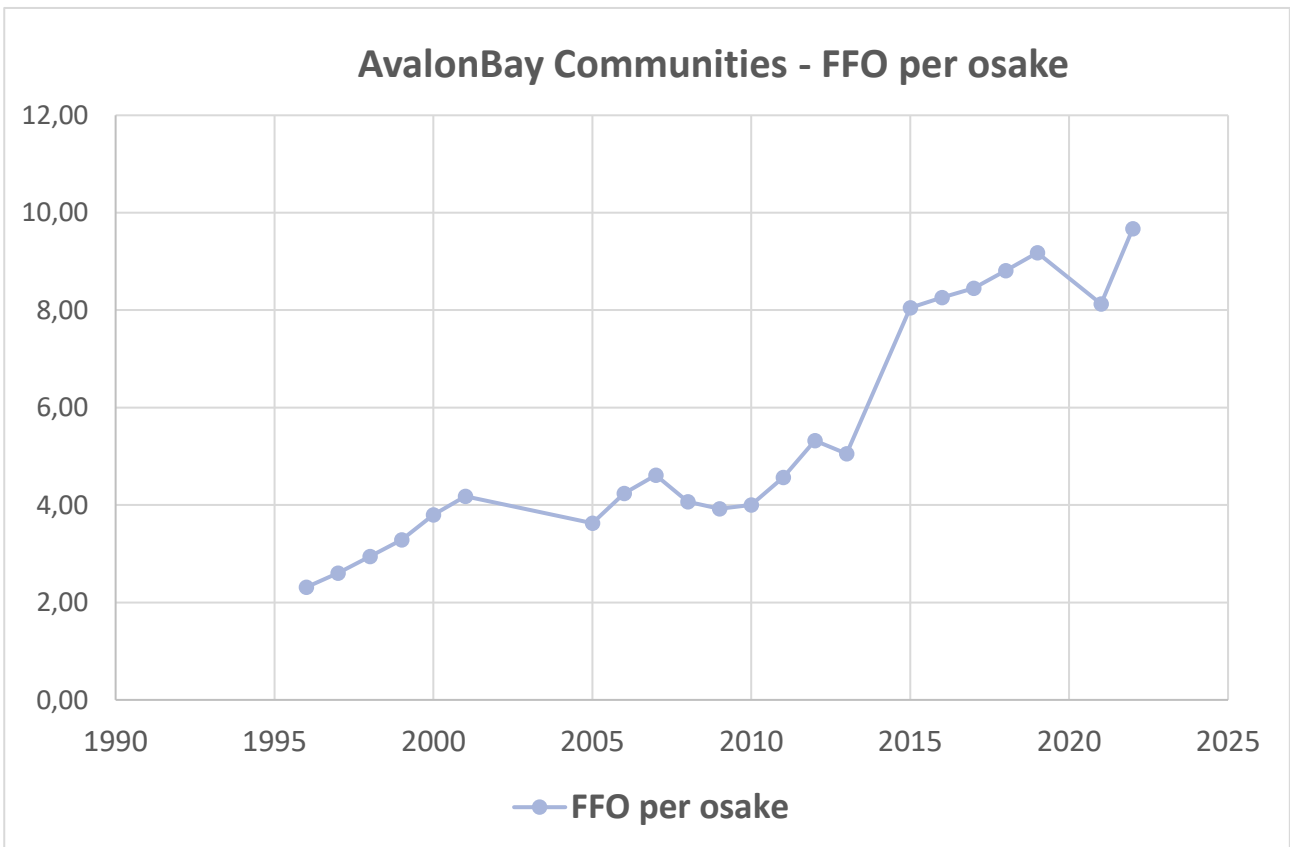
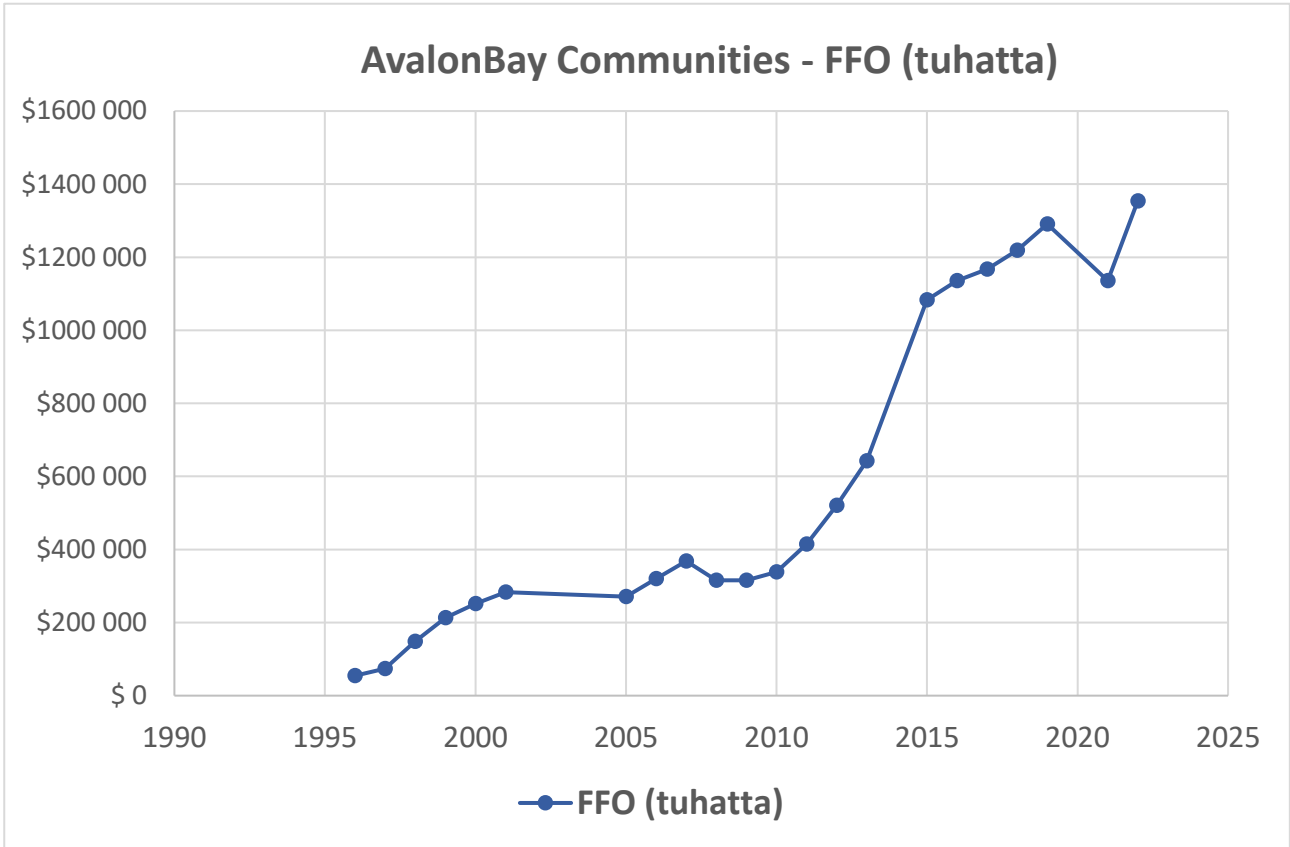
Yritysten FFO-kehitys on jatkanut hyvin suoraviivaisesti ylöspäin, mutta osakekohtainen tuotto voi heilahdella, sillä yritykset voivat ja laskevatkin liikkeelle uusia osakkeita, mikä tietysti aiheuttaa laimennusvaikutuksen, ellei osakkeita myymällä hankitut varat mene suoraan kannattavien kiinteistöjen hankkimiseen ja tuoton kasvattamiseen.

Huomataan taas, että vakaat "kassavirtayritykset" kuten Realty income ja AvalonBay taas osoittavat suorituksillaan, etteivät parin vuosikymmenen ajalla tapahtuneet markkinaolosuhteiden muutokset hetkauta niitä helposti ja vastuullinen liiketoiminta edelleen määrää tahdin. Vuosien 1995–2022 välillä ohjauskorko on hyppinyt edestakaisin, korkeimmillaan 6,5 prosentissa ja alimmillaan käytännössä 0 %. Alla olevissa taulukoissa ja kaavioissa on esitettyinä liiketoiminnan tuotot ja osakekohtaiset tuotot järjestyksessä Realty Income Corp, AvalonBay ja Vornado Realty Trust, siten kuten on raportoitu vuositilinpäätöksissä. Avalonilla luvut alkavat vuodesta 1996, muilla vuodesta 1998.

Realty	FFO per osake	FFO
2022	4,04	\$2 471 900,00
2021	2,99	\$1 240 600,00
2020	3,31	\$1 142 100,00
2019	3,29	\$1 039 600,00
2018	3,12	\$903 300,00
2017	2,82	\$772 700,00
2016	2,88	\$736 830,00
2015	2,77	\$652 437,00
2014	2,58	\$562 889,00
2013	2,42	\$463 139,00
2012	2,06	\$274 183,00
2011	2,01	\$253 372,00
2009	1,84	\$190 444,00
2008	1,83	\$185 524,00
2007	1,89	\$189 675,00
2005	1,62	\$129 647,00
2004	1,51	\$118 181,00
2003	1,45	\$103 366,00
2001	2,66	\$77 800,00
2000	2,52	\$67 239,00
1999	2,46	\$65 917,00
1998	2,35	\$62 799,00

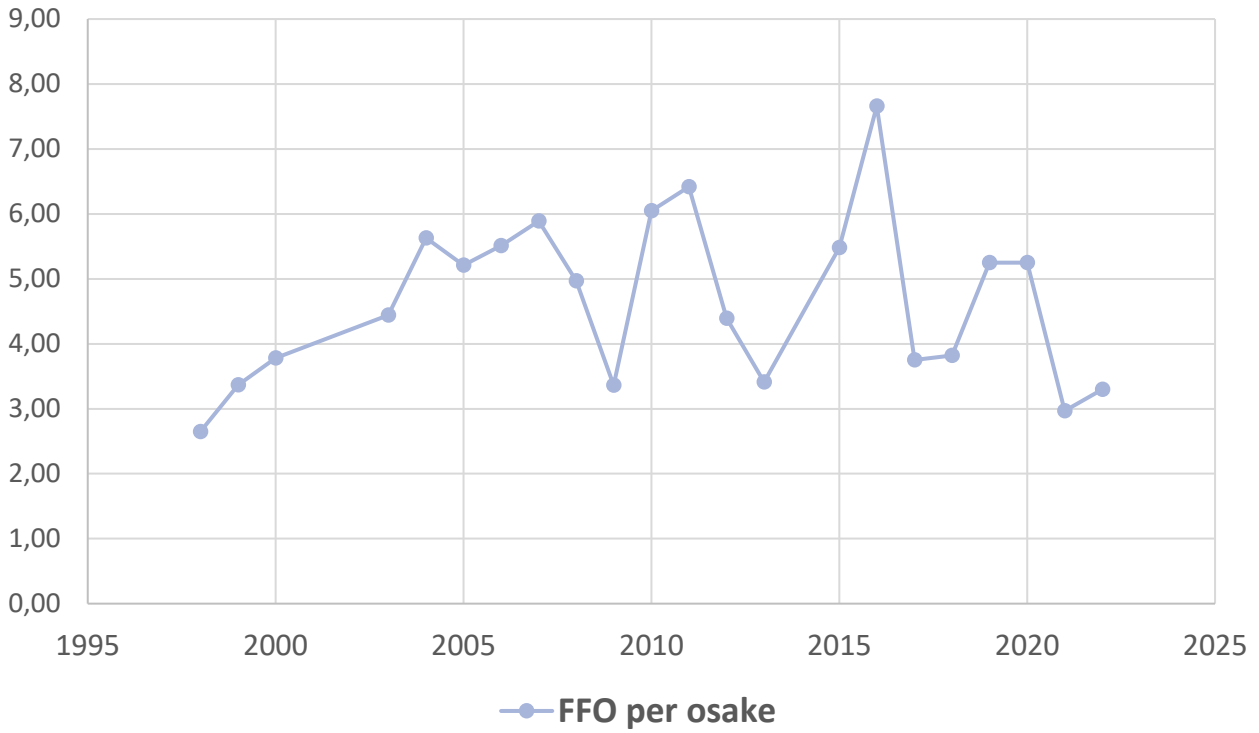


Avalon	FFO per osake	FFO
2022	9,67	\$1 353 732
2021	8,13	\$1 135 681
2019	9,18	\$1 290 690
2018	8,81	\$1 218 752
2017	8,45	\$1 167 218
2016	8,26	\$1 135 762
2015	8,05	\$1 083 085
2013	5,05	\$642 814
2012	5,32	\$521 047
2011	4,57	\$414 482
2010	4,00	\$338 353
2009	3,92	\$315 841
2008	4,07	\$315 947
2007	4,61	\$368 057
2006	4,24	\$320 199
2005	3,63	\$271 096
2001	4,18	\$283 293
2000	3,80	\$252 013
1999	3,29	\$212 840
1998	2,95	\$148 487
1997	2,60	\$73 525
1996	2,31	\$54 622

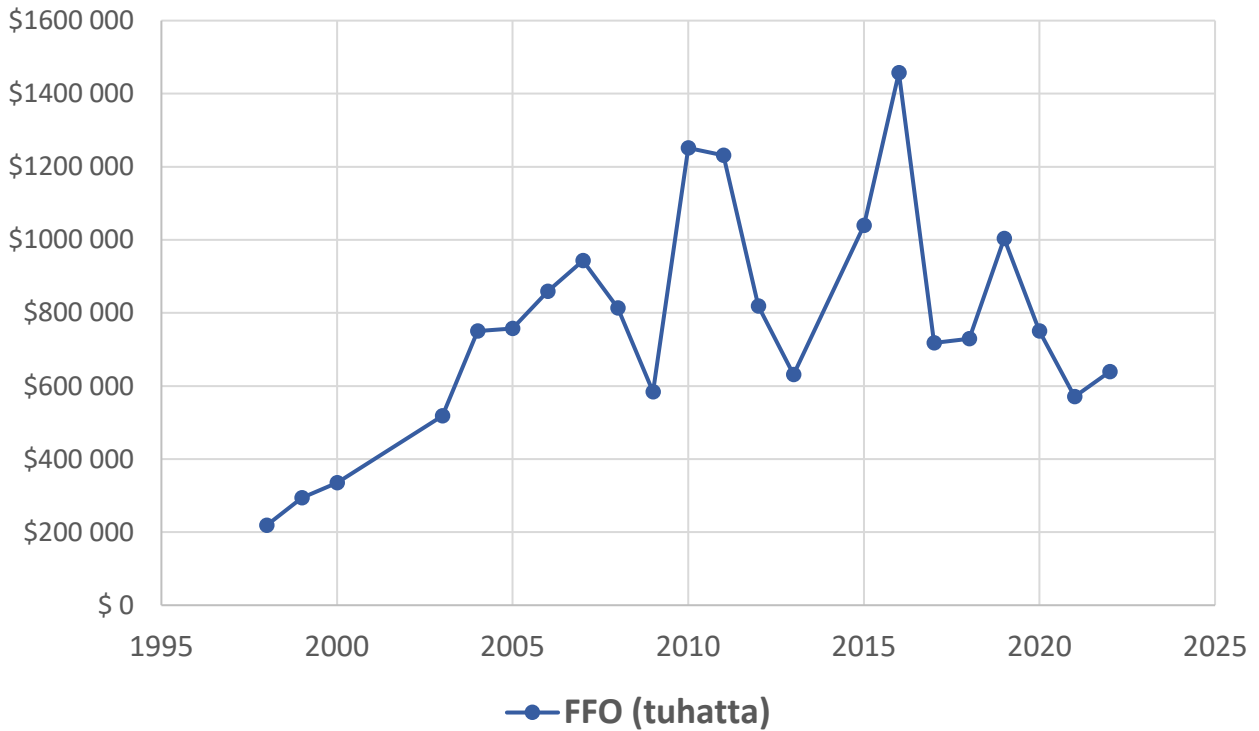


Vornado	FFO per osake	FFO
2022	3,30	\$638 928
2021	2,97	\$571 074
2020	5,25	\$750 522
2019	5,25	\$1 003 398
2018	3,82	\$729 740
2017	3,75	\$717 805
2016	7,66	\$1 457 583
2015	5,48	\$1 039 035
2013	3,41	\$631 037
2012	4,39	\$818 565
2011	6,42	\$1 230 973
2010	6,05	\$1 251 533
2009	3,36	\$583 596
2008	4,97	\$813 064
2007	5,89	\$943 205
2006	5,51	\$858 693
2005	5,21	\$757 219
2004	5,63	\$750 043
2003	4,44	\$518 242
2000	3,78	\$335 158
1999	3,37	\$293 773
1998	2,65	\$218 899

Vornado Realty Trust - FFO per osake



Vornado Realty Trust - FFO (tuhatta)



7 Riskitekijät

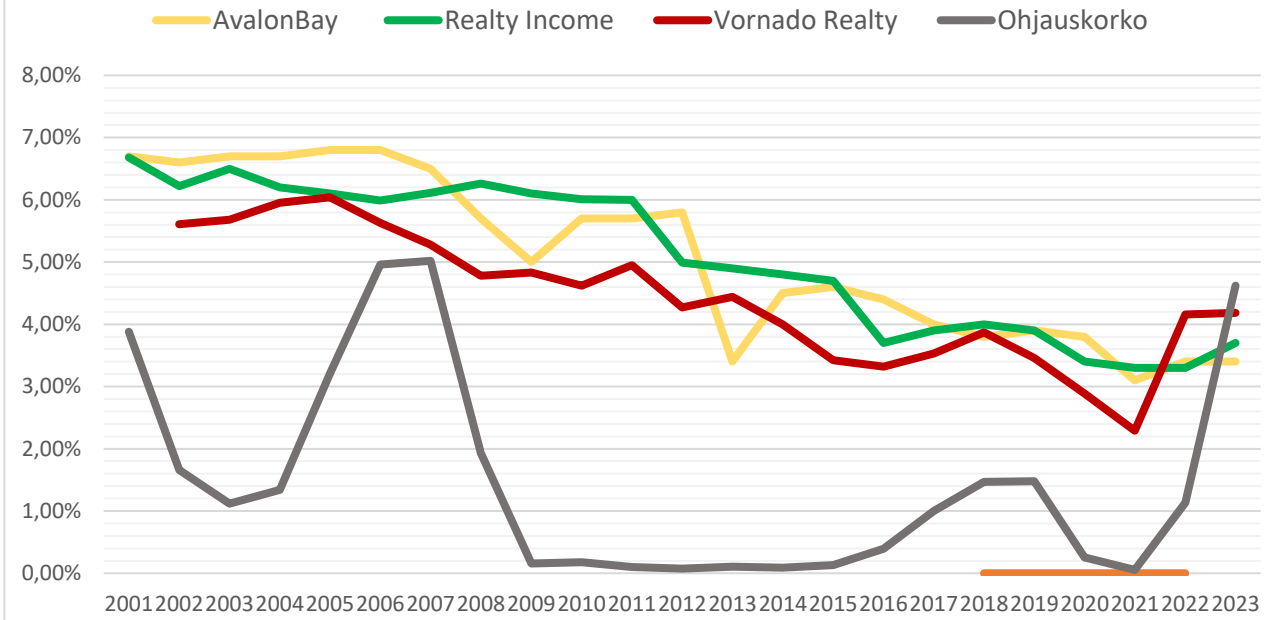
Suomen kirjanpitolain (KPL 30.12.1997/1336) 3 luvun 1 §:n mukaan, kirjanpitovelvollisten on toimintakertomuksessaan kuvattava merkittävimpiä riskejä ja epävarmuustekijöitä sekä arvio kirjanpitovelvollisten todennäköisestä tulevasta kehityksestä. Samanlainen lainsäädäntö pätee myös Yhdysvalloissa, jossa vuoden 1933 arvopaperilaissa (Securities Act of 1933) annettussa asetuksessa S-K ("Regulation S-K" tai "17 CFR Part 229.105"), rekisteröijän on otsikon "Riskitekijät" alla käsiteltävä olennaisia tekijöitä, jotka tekevät rekisteröijään sijoittamisesta spekulatiivista tai riskialtista. Sellaisia yleisiä riskitekijöitä, jotka voivat koskea mitä tahansa yhtiötä, on ilmoitettava erillisen otsikon "Yleiset riskitekijät" alla. (Code of Federal Regulations 2023)

7.1 Korkoriski ja yhtiöiden lainakeskikorko

Kullakin kolmella yhtiöllä on aivan samaa kaavaa seuraavaa vieraan pääoman rahoituksen korkotasoa läpi 2000-luvun. Oikeastaan näyttäisi olevan niin, että koska korko on heilahdellut suhteellisen nopeasti ylös ja alas 20 vuoden aikana, se ei ole vaikuttanut juurikaan yhtiöiden keskimääräiseen lainakorkoon, koska valtaosa lainapääomasta minä vuonna tahansa eräännyy vasta 3–10 vuoden päästä tyypillisesti. Näin ollen korkokustannukset ovat jatkaneet tasaista laskua, sillä suurin osa 2000-luvusta on ollut "nollakorkoaikaa" niin sanotusti, eikä yhtenäkkään jaksona ole ohjauskorko pysynyt esimerkiksi yli 3 vuotta korkealla tasolla.

Alempaan taulukkoon on kerätty 2001–2023 tilinpäätöksistä ja vuoden 2023 kolmannen kvartaalin raportista sen vuoden koko vieraan pääoman rahoituksen painotettu keskikorko, tai sen ollessa saatamattomissa, suurimman päärahoitusmuodon keskikorko. Realty Incomen luvut ovat yhtiön joukkolainat ja velkakirjat (engl. notes and bonds) yhteensä paitsi 2016. AvalonBayn luvut edustavat asuntolainoja ja velkakirjoja yhteensä (engl. notes and mortgages payable) tai vain velkakirjoja, jos sille vuodelle ei ollut aiempaa lukua saatavilla. Vornadon luvut edustavat yhtiön konsolidoitua kokonaisvelkaa.

Yhtiöiden kiinteäkorkoisten lainojen painotettu keskikorko 2001 - 2023

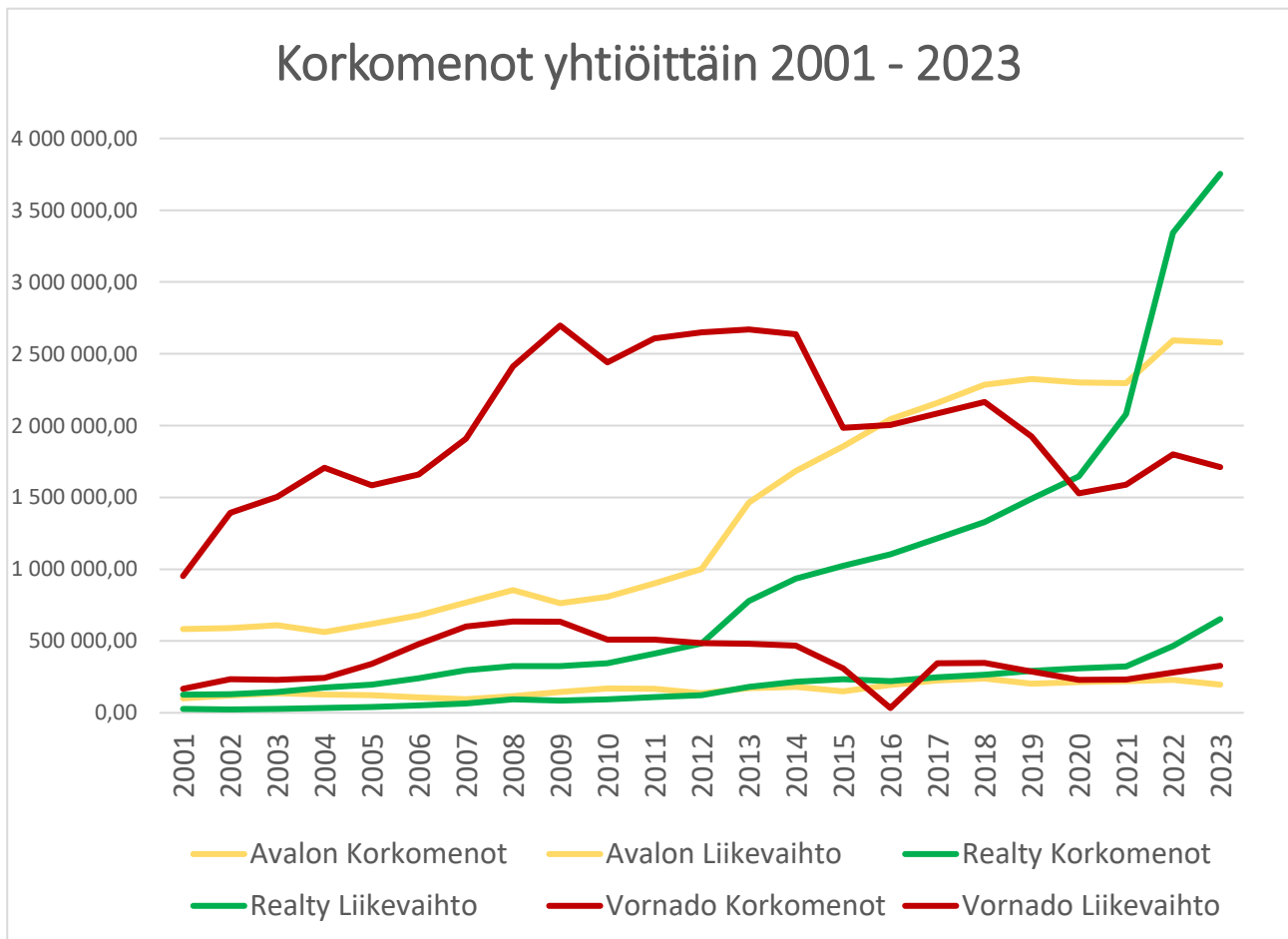


7.2 Korkomenot

Korkomenojen osuus suhteessa vapaaseen kassavirtaan on aina pidettävä mielessä suurten velkavipua käyttävien liiketoimintamallien kohdalla. Yhtiöiden korkomenot seuraavat vastaavasti suhteellisessa mielessä samaa kaavaa, kuin tähänastiset muut luvut, kuten FFO, sijoituskiinteistöt, velkapääoma jne. Realty Incomen liikevaihdon ja FFO:n suuret nousut johtuvat yhtiön tekemistä yritysostoista viime vuosina.

AvalonBayn tase on kasvanut melkein viisinkertaisesti ja sillä on pidempi toimintahistoria, joten sillä saattaa olla parempi luottoluokitus. Kuitenkin näyttää siltä, että vuonna 2000 yhtiö pärjäsi ainakin sen ajan olosuhteissa nykyisiä korkoja kaksi kertaa korkeammilla keskimääräisillä lainakoroilla.

Myös Vornadon liikevaihdon putoaminen vuodesta 2013 eteenpäin johtuu sijoituskiinteistöistä luopumisesta, joka vastaavasti pudotti kaikkia muitakin lukuja. Syy tähän lienee finanssikriisin jälkeisissä olosuhteissa.



7.3 Korkomenot 2023 – AvalonBay Communities

AvalonBayn toisen kvartaalin kumulatiiviset korkomenot olivat 7,5 prosenttia liikevaihdosta eli 156,5 miljoonaa dollaria. Osinkoja maksettiin 688 miljoonaa dollaria, kun liiketoiminnasta saadut varat olivat yhteensä 1 213 miljoonaa. Korot saivat kyllä nousta aika voimalla, kunnes ne alkaisivat syövyttämään osingonmaksuja.

AVALONBAY COMMUNITIES, INC.
CONDENSED CONSOLIDATED STATEMENTS OF CASH FLOWS
(unaudited)
(Dollars in thousands)

	For the nine months ended September 30,	
	2023	2022
Cash flows from operating activities:		
Net income	\$ 686,372	\$ 895,274
Adjustments to reconcile net income to net cash provided by operating activities:		
Depreciation expense	606,271	607,746
Amortization of deferred financing costs and debt discount	9,450	8,102
Loss on extinguishment of debt, net	150	1,646
Amortization of stock-based compensation	21,849	26,774
Equity in loss (income) of, and return on, unconsolidated investments and noncontrolling interests, net of eliminations	2,895	(4,180)
Casualty loss	4,173	—
Abandonment of development pursuits	23,212	4,069
Cash flow hedge losses reclassified to earnings	1,062	3,039
Gain on sale of real estate assets	(210,409)	(507,763)
Decrease in prepaid expenses and other assets	(3,206)	(22,511)
Increase in accrued expenses, other liabilities and accrued interest payable	72,023	68,244
Net cash provided by operating activities	1,213,842	1,080,440
Dividends paid	(688,486)	(667,393)

Kuva 5 AvalonBayn kolmannen kvartaalin rahoituslaskelma 2023. (AvalonBay 2023, 3.)

AVALONBAY COMMUNITIES, INC.
CONDENSED CONSOLIDATED STATEMENTS OF COMPREHENSIVE INCOME
(unaudited)
(Dollars in thousands, except per share data)

	For the three months ended September 30,		For the nine months ended September 30,	
	2023	2022	2023	2022
Revenue:				
Rental and other income	\$ 695,701	\$ 663,889	\$ 2,057,492	\$ 1,920,721
Management, development and other fees	1,934	1,399	5,712	3,054
Total revenue	697,635	665,288	2,063,204	1,923,775
Expenses:				
Operating expenses, excluding property taxes	175,191	165,580	509,871	473,281
Property taxes	78,399	75,091	227,882	216,695
Expensed transaction, development and other pursuit costs, net of recoveries	18,959	6,514	23,212	9,865
Interest expense, net	48,115	57,290	156,521	172,613

Kuva 6 AvalonBayn kolmannen kvartaalin tuloslaskelma 2023. (AvalonBay 2023, 2.)

7.4 Korkomenot 2023 – Realty Income

Realty Incomen kolmannessa 2023 kvartaaliraportissa korkomenot olivat 17,3 prosenttia liikevaihdosta. Lisäksi korkomenot suhteessa AFFO-lukuun (2 043 miljoonaa) oli 25,5 prosenttia. Rahoituslaskelmassa nopeasti katsottuna, jos nettotulokseen lisätään takaisin poistot ja arvonalennukset ja vähennetään vielä maksetut osingot (1 555 miljoonaa), niin kassaa olisi jäljellä 521 miljoonaa dollaria. Liiketoiminnasta saadut varat oli 1 460 miljoonaa dollaria. Jos kauden korkomenot olivat yhteensä 522 miljoonaa dollaria, niin mitä tapahtuisi, jos korot edelleen nousisivat nyt ja yritystä odottaisi seuraava jälleerahoitus?

REALTY INCOME CORPORATION AND SUBSIDIARIES
CONSOLIDATED STATEMENTS OF INCOME AND COMPREHENSIVE INCOME
(in thousands, except per share amounts) (unaudited)

	Three months ended September 30,		Nine months ended September 30,	
	2023	2022	2023	2022
REVENUE				
Rental (including reimbursable)	\$ 1,008,862	\$ 825,946	\$ 2,929,440	\$ 2,426,311
Other	30,242	11,323	73,268	28,720
Total revenue	1,039,104	837,269	3,002,708	2,455,031
EXPENSES				
Depreciation and amortization	495,566	419,016	1,419,321	1,232,215
Interest	184,121	117,409	522,110	333,933

Kuva 8 Realty Income Corp kolmannen kvartaalin tuloslaskelma vuonna 2023. (Realty Income 2023, 3.)

REALTY INCOME CORPORATION AND SUBSIDIARIES
CONSOLIDATED STATEMENTS OF CASH FLOWS
(in thousands) (unaudited)

	Nine months ended September 30,	
	2023	2022
CASH FLOWS FROM OPERATING ACTIVITIES		
Net income	\$ 657,152	\$ 644,080
Adjustments to net income:		
Depreciation and amortization	1,419,321	1,232,215
Amortization of share-based compensation	20,154	16,742
Non-cash revenue adjustments	(51,272)	(37,538)
Gain on extinguishment of debt	—	(367)
Amortization of net premiums on mortgages payable	(9,597)	(10,418)
Amortization of net premiums on notes payable	(45,647)	(47,185)
Amortization of deferred financing costs	19,498	11,116
(Loss) gain on interest rate swaps	(5,390)	2,181
Foreign currency and unrealized derivative gain, net	10,188	16,003
Gain on sales of real estate	(19,675)	(93,611)
Equity in income and impairment of investment in unconsolidated entities	(411)	6,335
Distributions from unconsolidated entities	—	1,605
Provisions for impairment on real estate	59,801	16,379
Change in assets and liabilities		
Accounts receivable and other assets	(17,538)	207,838
Accounts payable, accrued expenses and other liabilities	161,527	(32,009)
Net cash provided by operating activities	2,198,111	1,933,366
CASH FLOWS FROM INVESTING ACTIVITIES		
Investment in real estate	(6,702,140)	(4,980,159)
Improvements to real estate, including leasing costs	(47,107)	(66,047)
Proceeds from sales of real estate	92,772	414,688
Return of investment from unconsolidated entities	3,927	1,401
Net proceeds from sale of unconsolidated entities	—	107,621
Proceeds from note receivable	—	5,867
Insurance proceeds received	15,177	16,046
Non-refundable escrow deposits	(1,188)	(28,556)
Net cash used in investing activities	(6,638,559)	(4,529,139)
CASH FLOWS FROM FINANCING ACTIVITIES		
Cash distributions to common stockholders	(1,555,679)	(1,342,695)

Kuva 9 Realty Income Corp kolmannen kvartaalin rahoituslaskelma vuonna 2023. (Realty Income 2023, 5.)

7.5 Korkomenot 2023 – Vornado Realty

Vornado Realty Trustin kolmannessa kvartaaliraportissa yhdeksän kuukauden kumulatiivista liikevaihtoa oli 1,369 miljardia dollaria ja korkokustannuksia 261 miljoonaa, joka on varsin suuri määrä verrattuna FFO:hon, joka samaan aikaan oli 382 miljoonaa euroa ja liiketoiminnan nettorahavirtaan, joka oli 436 miljoonaa dollaria.

VORNADO REALTY TRUST CONSOLIDATED STATEMENTS OF INCOME (UNAUDITED)

(Amounts in thousands, except per share amounts)

	For the Three Months Ended September 30,		For the Nine Months Ended September 30,	
	2023	2022	2023	2022
REVENUES:				
Rental revenues	\$ 400,367	\$ 409,144	\$ 1,215,994	\$ 1,211,621
Fee and other income	50,628	48,287	153,283	141,434
Total revenues	450,995	457,431	1,369,277	1,353,055
EXPENSES:				
Operating	(233,737)	(221,596)	(685,233)	(660,434)
Depreciation and amortization	(110,349)	(134,526)	(324,076)	(370,631)
General and administrative	(35,838)	(29,174)	(116,843)	(102,292)
(Expense) benefit from deferred compensation plan liability	(1,631)	600	(7,541)	10,138
Transaction related costs and other	(813)	(996)	(1,501)	(4,961)
Total expenses	(382,368)	(385,692)	(1,135,194)	(1,128,180)
Income from partially owned entities	18,269	24,341	72,207	83,775
Income (loss) from real estate fund investments	1,783	(111)	1,662	5,421
Interest and other investment income, net	12,934	5,228	35,792	9,282
Income (loss) from deferred compensation plan assets	1,631	(600)	7,541	(10,138)
Interest and debt expense	(88,126)	(76,774)	(261,528)	(191,523)

Kuva 7 Vornado Realty Trustin kolmannen kvartaalin tuloslaskelma vuonna 2023. (Vornado 2023, 7.)

VORNADO REALTY L.P. CONSOLIDATED STATEMENTS OF CASH FLOWS (UNAUDITED)

(Amounts in thousands)

	For the Nine Months Ended September 30,	
	2023	2022
Cash Flows from Operating Activities:		
Net income	\$ 133,501	\$ 142,390
Adjustments to reconcile net income to net cash provided by operating activities:		
Depreciation and amortization (including amortization of deferred financing costs)	342,038	386,697
Distributions of income from partially owned entities	131,308	137,758
Equity in net income of partially owned entities	(72,207)	(83,775)
Net gains on disposition of wholly owned and partially owned assets	(64,592)	(35,384)
Stock-based compensation expense	33,247	22,887
Change in deferred tax liability	14,309	9,992
Straight-lining of rents	(4,770)	(45,835)
Amortization of interest rate cap premiums	4,225	66
Amortization of below-market leases, net	(4,083)	(3,788)
Net realized and unrealized (gain) loss on real estate fund investments	(1,861)	1,128
Return of capital from real estate fund investments	1,861	—
Write-off of lease receivables deemed uncollectible	—	782
Other non-cash adjustments	3,919	2,494
Changes in operating assets and liabilities:		
Tenant and other receivables	(8,267)	(2,128)
Prepaid assets	(72,194)	33,995
Other assets	(72,201)	(22,706)
Lease liabilities	13,191	11,363
Accounts payable and accrued expenses	26,023	6,649
Other liabilities	33,428	(2,758)
Net cash provided by operating activities	436,875	559,827

Kuva 8 Vornado Realty Trustin kolmannen kvartaalin rahoituslaskelma vuonna 2023. (Vornado 2023, 22.)

7.6 Realty Income Corporation

Yhtiö tunnistaa vuoden 2023 toisen kvartaalin raportissa korkojen noususta koituvat taloudelliset riskit, joille se on altis, ja joilta osalle se on suojautunut. Riskejä esiintyy luottolimiiteissä, yritystodistuslainoissa, asuntolainoissa ja pitkäaikaisissa velkakirjoissa. Yhtiö pyrkii rajoittamaan korkomuutosten vaikutusta tulokseen ja kassavirtaan sekä alentaa lainakustannuksia, mitä se nimenomaan tekee laskemalla liikkeelle pitkäaikaisia velkakirjoja ja joukkolainoja kiinteäkorkoisina. Vähentääkseen ja hallitakseen korkoriskien vaikutuksia, yhtiö voi käyttää erilaisia rahoitusinstrumentteja, muun muassa koronvaihtosopimuksia tai koronvaihto-optioita. Näihin liittyy muita riskejä, kuten luotonantajan luottoriski ja sen rajoittamiseksi yhtiö pyrkii tekemään sopimuksia rahoituslaitosten kanssa, joilla on hyvä luottoluokitus (Realty Income Corp 2023, 49.). Yhtiö käyttää luottolimiittiä ja yritystodistuslainoja uusien kiinteistöhankintojen lyhytaikaiseen rahoitukseen. Sen jälkeen se pyrkii jälleenerahoittamaan nämä lainat laskemalla liikkeelle oman tai vieraan pääoman ehtoisia arvopapereita. Yhtiön mukaan, se ei voi taata, että jälleenerahoitusta olisi saatavilla hyväksyttävien ehdoin (Realty Income Corp 2023, 31.). Esimerkiksi yhtiön nykyinen investment-grade-luottoluokitus mahdollistaa sille Yhdysvaltain dollarimääräisiä lainoja vakuudellisella yön yli -rahoituskorolla (engl. SOFR, Secured Overnight Financing Rate) 0,725 prosentin marginaalilla, johon lisätään 0,10 % korjausmaksu ja 0,125 % limiittimaksu. (Realty Income Corp 2023, 31.)

Realty Incomen vuoden 2023 kolmannessa kvartaaliraportissa lueteltujen erääntyvien velkakirjojen listalla on hieman yli 8 miljardia dollaria saldoa, joka erääntyy seuraavan 5 vuoden aikana yhteensä 17,5 miljardin arvoisesta velkakirjalistauksesta. Yritys ilmoitti, että 31. syyskuuta 2023, näiden velkakirjojen painotettu keskimääräinen korko oli 3,7 prosenttia ja keskimääräinen aika vuosissa maturiteettiin oli 6,6 vuotta. (Realty Income 2023, 15–16.)

7. Notes Payable

A. General

At September 30, 2023, our senior unsecured notes and bonds are USD-denominated, Sterling-denominated, and Euro-denominated. Foreign-denominated notes are converted at the applicable exchange rate on the balance sheet date. The following are sorted by maturity date (in thousands):

	Maturity Dates	Principal (Currency Denomination)	Carrying Value (USD) as of	
			September 30, 2023	December 31, 2022
4.600% Notes due 2024	February 6, 2024	\$ 499,999	\$ 499,999	\$ 499,999
3.875% Notes due 2024	July 15, 2024	\$ 350,000	350,000	350,000
3.875% Notes due 2025	April 15, 2025	\$ 500,000	500,000	500,000
4.625% Notes due 2025	November 1, 2025	\$ 549,997	549,997	549,997
5.050% Notes due 2026	January 13, 2026	\$ 500,000	500,000	—
0.750% Notes due 2026	March 15, 2026	\$ 325,000	325,000	325,000
4.875% Notes due 2026	June 1, 2026	\$ 599,997	599,997	599,997
4.125% Notes due 2026	October 15, 2026	\$ 650,000	650,000	650,000
1.875% Notes due 2027 ⁽¹⁾	January 14, 2027	£ 250,000	305,075	301,225
3.000% Notes due 2027	January 15, 2027	\$ 600,000	600,000	600,000
1.125% Notes due 2027 ⁽¹⁾	July 13, 2027	£ 400,000	488,120	481,960
3.950% Notes due 2027	August 15, 2027	\$ 599,873	599,873	599,873
3.650% Notes due 2028	January 15, 2028	\$ 550,000	550,000	550,000
3.400% Notes due 2028	January 15, 2028	\$ 599,816	599,816	599,816
2.200% Notes due 2028	June 15, 2028	\$ 499,959	499,959	499,959
4.700% Notes due 2028	December 15, 2028	\$ 400,000	400,000	—
3.250% Notes due 2029	June 15, 2029	\$ 500,000	500,000	500,000
3.100% Notes due 2029	December 15, 2029	\$ 599,291	599,291	599,291
4.850% Notes due 2030	March 15, 2030	\$ 600,000	600,000	—
3.160% Notes due 2030	June 30, 2030	£ 140,000	170,842	168,686
4.875% Notes due 2030 ⁽¹⁾	July 6, 2030	€ 550,000	582,120	—
1.625% Notes due 2030 ⁽¹⁾	December 15, 2030	£ 400,000	488,120	481,960
3.250% Notes due 2031	January 15, 2031	\$ 950,000	950,000	950,000
3.180% Notes due 2032	June 30, 2032	£ 345,000	421,004	415,691
5.625% Notes due 2032	October 13, 2032	\$ 750,000	750,000	750,000
2.850% Notes due 2032	December 15, 2032	\$ 699,655	699,655	699,655
1.800% Notes due 2033	March 15, 2033	\$ 400,000	400,000	400,000
1.750% Notes due 2033 ⁽¹⁾	July 13, 2033	£ 350,000	427,105	421,715
4.900% Notes due 2033	July 15, 2033	\$ 600,000	600,000	—
2.730% Notes due 2034	May 20, 2034	£ 315,000	384,395	379,544
5.125% Notes due 2034 ⁽¹⁾	July 6, 2034	€ 550,000	582,120	—
5.875% Bonds due 2035	March 15, 2035	\$ 250,000	250,000	250,000
3.390% Notes due 2037	June 30, 2037	£ 115,000	140,335	138,563
2.500% Notes due 2042 ⁽¹⁾	January 14, 2042	£ 250,000	305,075	301,225
4.650% Notes due 2047	March 15, 2047	\$ 550,000	550,000	550,000
Total principal amount			\$ 17,417,897	\$ 14,114,156
Unamortized net premiums, deferred financing costs, and cumulative basis adjustment on fair value hedge ⁽²⁾			64,755	163,857
			<u>\$ 17,482,652</u>	<u>\$ 14,278,013</u>

Kuva 9 Realty Income kolmas kvartaali 2023, velkakirjalistaus. (Realty Income 2023, 15.)

Ensimmäinen kvartaali 2022

Vuoden 2022 alussa Realty Income pystyi laskemaan liikkeeseen velkakirjoja, joiden eräpäivä oli 2042 ja joiden korko oli 2,5 %.

C. Note Issuances

During the three months ended March 31, 2022, we issued the following notes and bonds (in millions):

First Quarter 2022 Issuances	Date of Issuance	Maturity Date	Principal amount used	Price of par value	Effective yield to maturity
1.875% Notes	January 2022	January 2027	£ 250	99.487 %	1.974 %
2.500% Notes	January 2022	January 2042	£ 250	98.445 %	2.584 %

Kuva 10. Tammikuu 2022 liikkeelle lasketut velkakirjat (Realty Income Corp 2023, 18.)

Toinen kvartaali 2022

Vain kuusi kuukautta myöhemmin eräpäivä oli 2037 ja markkinaehtoinen korko 3,4 %. Lainan juoksuaika on viisi vuotta lyhyempi kuin aiempi 2042 erääntyvä laina, mutta korko pysyy silti korkeammalla tasolla. Pitkäaikaisempiin joukkolainoihin liittyy yleensä suurempi korkoriski ja rahat sidotaan pidemmäksi aikaa, kuin lyhytaikaisiin joukkolainoihin. Tämän vuoksi korkoriskin kompensoimiseksi niissä tarjotaan korkeampia kuponkikorkoja, vaikka niin ei tässä tapauksessa päde.

C. Note Issuances

During the six months ended June 30, 2022, we issued the following notes and bonds (in millions):

2022 Issuances	Date of Issuance	Maturity Date	Principal amount used	Price of par value	Effective yield to maturity
1.875% Notes	January 2022	January 2027	£ 250	99.487 %	1.974 %
2.500% Notes	January 2022	January 2042	£ 250	98.445 %	2.584 %
3.160% Notes	June 2022	June 2030	£ 140	100.000 %	3.160 %
3.180% Notes	June 2022	June 2032	£ 345	100.000 %	3.180 %
3.390% Notes	June 2022	June 2037	£ 115	100.000 %	3.390 %

Kuva 11. Kesäkuu 2022 liikkeelle lasketut velkakirjat (Realty Income Corp 2023, 19.)

Kolmas kvartaali 2023

Alle puolitoista vuotta myöhemmin heinäkuussa 2023 velkakirjoja oli saatavilla 5,125 % korolla eli 12 kuukaudessa ainakin tässä tapauksessa rahoituksen korko oli hieman yli kaksinkertaistunut. Aikaisemman korkomenoja käsittelevän kappaleen ajatuksen mukaisesti, jos ohjaukorko nousisi edelleen ja pysyisi sellaisenaan vuosia ja lainojen korko alkaisi hipomaan, vaikka 8 prosenttia, niin muut tekijät ollessa ennallaan, toisenlainen virsi soisi luultavasti, mutta tämänhetkinen tilanne on liiketoiminnalle edelleen vakaa.

B. Note Issuances

During the nine months ended September 30, 2023, we issued the following notes and bonds (in millions):

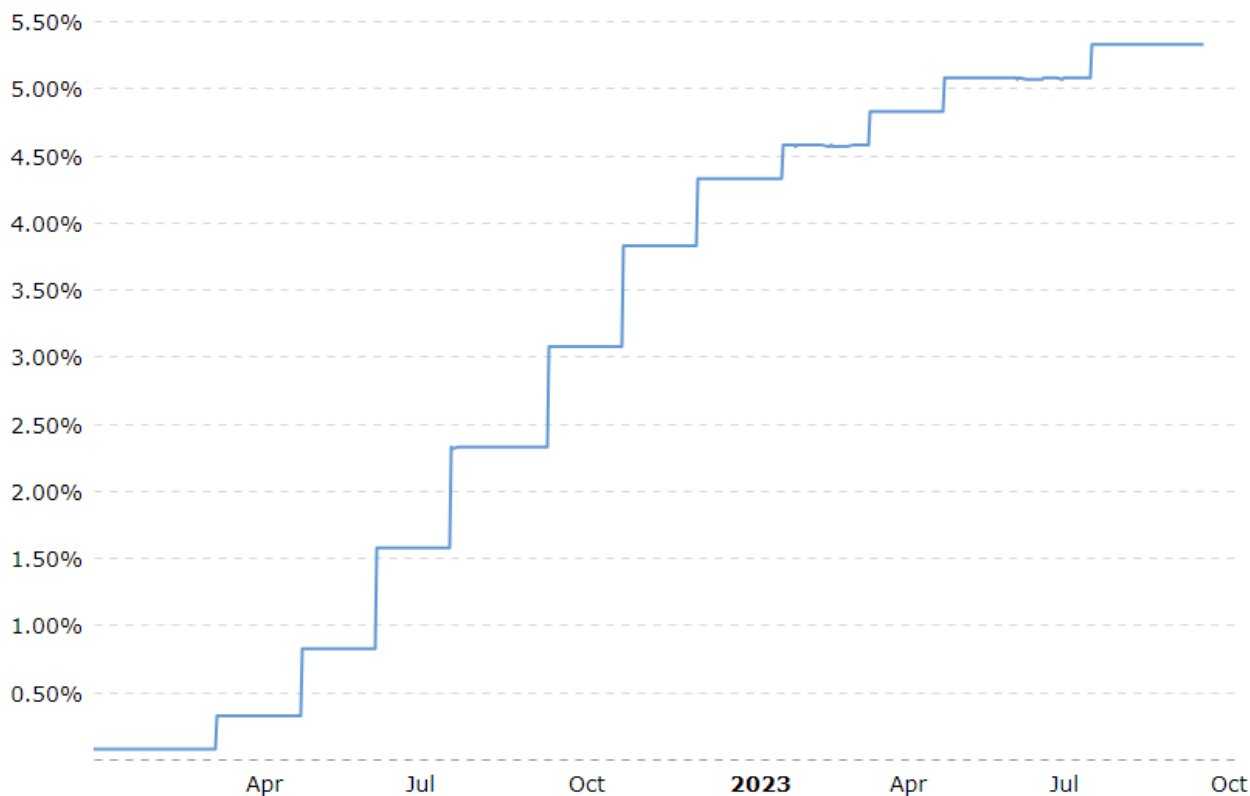
	Date of Issuance	Maturity Date	Principal amount	Price of par value	Effective yield to maturity
5.050% Notes	January 2023	January 2026	\$ 500.0 ⁽¹⁾	99.618 %	5.189 %
4.850% Notes	January 2023	March 2030	\$ 600.0	98.813 %	5.047 %
4.700% Notes	April 2023	December 2028	\$ 400.0	98.949 %	4.912 %
4.900% Notes	April 2023	July 2033	\$ 600.0	98.020 %	5.148 %
4.875% Notes	July 2023	July 2030	€ 550.0	99.421 %	4.975 %
5.125% Notes	July 2023	July 2034	€ 550.0	99.506 %	5.185 %

⁽¹⁾ In January 2023, we issued \$500 million of 5.05% senior unsecured notes due January 13, 2026, which are callable at par on January 13, 2024.

Kuva 12. Syyskuu 2023 liikkeelle lasketut velkakirjat. (Realty Income Corp 2023, 16.)

7.6.1 Osakkeen hinnan ja ohjauskoron välinen liike

Seuraavissa kahdessa kaaviossa on esitetty ohjauskorko nolatilanteesta miltei 5,5 prosenttiyksikköön ja Realty Income:n osakekurssi suunnilleen samalta ajanjaksolta helmikuusta 2022 syyskuun loppuun 2023. Osakkeen hinta alkaa seuraamaan keskimäärin alaspäin kulkevaa trendiä. Tämä on tietysti haitallista osakeantirahoituksen kannalta, koska yhä enemmän olemassaolevien osakkeiden laimennusvaikutusta vaaditaan rahoittamaan uusia hankintoja.



Kuva 13 Ohjauskorko 2/2022-9/2023. (MacroTrends 2023)



Kuva 14 Realty Income Corp osakekurssi 2/2022 - 9/2023. (MacroTrends 2023)

7.6.2 Osingonmaksukyky

Osingot ovat tärkein kiinteistörahaston ominaisuus, sillä ne ovat kassavirtaperusteisessa liiketoiminnassa usein sijoittajille sijoittamisen pääasiallinen kannuste. Realty Incomella on selvästi ollut riittävästi kassaa vuosi vuodelta tunnetun osinkonsa jatkamiselle ja jatkuvalla nostamiselle. Vuonna 2022 liiketoiminnan tuottoja oli 36,3 prosenttia ”ylimääräistä” suhteessa maksettuihin osinkoihin.

Vuosi	Liik.toim. Rahavirta.	Liik.toim. Tuotot	Osingot maksettu	Osingot / AFFO -suhde
	<i>Operating income</i>	<i>FFO</i>	<i>Cash distributions</i>	
2022	\$2 563 856,00	\$2 471 900,00	\$1 813 431,00	73,36 %
2021	\$1 322 189,00	\$1 240 600,00	\$1 169 026,00	94,23 %
2020	\$1 115 543,00	\$1 142 100,00	\$964 167,00	84,42 %
2019	\$1 068 937,00	\$1 039 600,00	\$852 134,00	81,97 %
2018	\$940 742,00	\$903 300,00	\$761 582,00	84,31 %
2017	\$875 850,00	\$772 700,00	\$689 294,00	89,21 %
2013	\$518 906,00	\$463 139,00	\$409 222,00	88,36 %
2012	\$326 469,00	\$274 183,00	\$236 348,00	86,20 %
2011	\$298 952,00	\$253 372,00	\$219 297,00	86,55 %
2009	\$226 707,00	\$190 444,00	\$178 008,00	93,47 %
2008	\$246 155,00	\$185 524,00	\$169 655,00	91,45 %
2007	\$318 169,00	\$189 675,00	\$157 659,00	83,12 %
2005	\$109 557,00	\$129 647,00	\$108 575,00	83,75 %
2004	\$178 337,00	\$118 181,00	\$97 420,00	82,43 %
2003	\$73 957,00	\$103 366,00	\$83 842,00	81,11 %
2000	\$56 590,00	\$67 239,00	\$58 262,00	86,65 %
1999	\$72 154,00	\$65 917,00	\$55 925,00	84,84 %
1998	\$64 645,00	\$62 799,00	\$52 301,00	83,28 %

7.7 Vornado Realty Trust

Vornado Realty Trust tunnustaa, että pääomamarkkinat ja taloudelliset olosuhteet voivat vaikuttaa olennaisesti maksuvalmiuteen, taloudelliseen asemaan, toiminnan tulokseen ja vieraan pääoman ehtoihin arvopapereihin. Jos velkataakan kustannukset jatkavat nousuaan tai velkaa ei voida jälleenaikataa, se vaarantaisi luottoluokituksen. Jälleenaikatausta ei välttämättä ole hyväksyttävien ehtojen saatavilla (Vornado 2023,17.)

Vornado Realty Trust on ilmoittanut 2022 tilinpäätöksessään, että korkotason kasvaminen on lisännyt sen vaihtuvakorkoisista veloistaan maksettavia korkoja, joihin ei sovelleta swap- ja cap-sopimuksia, mikä on jo vähentänyt liiketoiminnan kassavirtoja. (Vornado Realty Trust 2023, 17.)

Yhtiön korkomenot kasvoivat 279,7 miljoonaan dollariin vuonna 2022, mikä oli 48,6 miljoonaa enemmän kuin aikaisempana vuonna. Vuonna 2023 syyskuussa korkomenot olivatkin jo 261 miljoonaa eli melkein samaa tasoa vain kolmessa kvartaalissa, kuin koko vuoden 2022 luku. Jos nopeasti lisättäisiin päälle 25 % täyttääkseen koko vuoden arvio, niin luku korkomenoille olisi tällöin 326 miljoonaa dollaria eli 17 prosenttia enemmän, kuin vuonna 2022.

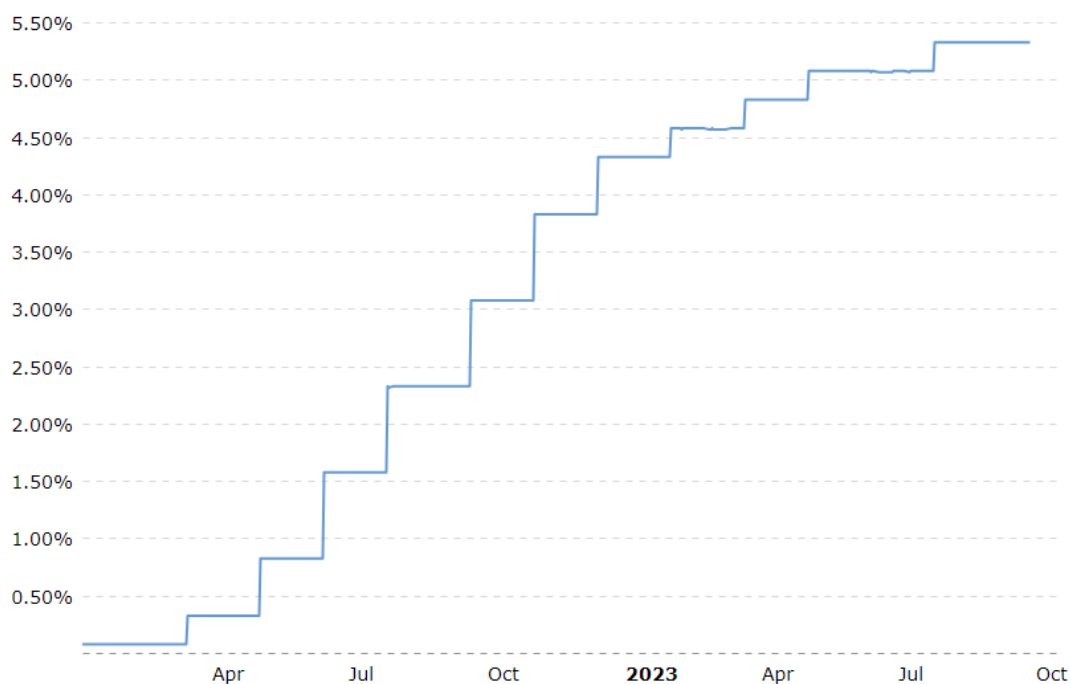
Vornadolla oli vuoden 2022 tilinpäätöksessä alle vuodessa erääntyviä lainoja yhteensä 378 miljoonaa dollaria ja 1–5 vuodessa kaiken kaikkiaan noin 4,5 miljardia dollaria. Vuonna 2022 maksettujen korkojen perusteella, yrityksellä ei olisi kauheasti varaa rahoittaa kalliimpia lainoja, jos keskimääräinen korko nousisi vielä roimasti.

(Amounts in thousands)	Total	Less than 1 Year	1 – 3 Years	3 – 5 Years	Thereafter
Notes and mortgages payable	\$ 7,125,211	\$ 285,403	\$ 1,788,462	\$ 2,451,226	\$ 2,600,120
Senior unsecured notes due 2025	482,156	15,750	466,406	—	—
Senior unsecured notes due 2026	429,431	8,600	17,200	403,631	—
Senior unsecured notes due 2031	450,224	11,900	23,800	23,800	390,724
Unsecured term loan	976,841	34,700	73,162	868,979	—
Revolving credit facilities	686,833	22,598	45,258	618,977	—
Total contractual principal ⁽¹⁾ and interest ⁽²⁾ repayments	\$ 10,150,696	\$ 378,951	\$ 2,414,288	\$ 4,366,613	\$ 2,990,844

Kuva 15 Vornado velkojen erääntymisaikataulu 2022 tilinpäätös. (Vornado 2023, 51.)

7.7.1 Osakkeen hinnan ja ohjauskoron välinen liike

Vornadon osakkeen hinta on melkein täydellisesti toiminut peilikuvana vuonna 2022 alotetuille koron noustoille. Yritys on oman pääoman ehtoisen lainan kannalta myös ehdottomasti heikommassa asemassa lyhyellä tähtäimellä. Osakkeen kurssista noin 37 prosenttia on hävinnyt ja yritykseen on nykyajat vaikuttaneet selkeästi ankarammin kuin kahteen muuhun yritykseen.



Kuva 16 Ohjauskorko 02/2022 - 09/2023. (MacroTrends 2023)



Kuva 17 Vornado Realty Trust osakkeen hinta 02/2022 - 09/2023. (MacroTrends 2023)

7.7.2 Osingonmaksukyky

Vornadon osingonmaksu on näyttävät muuttumattomalta viimeisen 25 vuoden aikana. Vaikka yrityksen sijoituskiinteistöt kutistuivatkin vuoden 2013 jälkeen tuntuvasti, niin sen osingot ja FFO ovat pysyneet suhteellisen suurina ja osingot suhteessa FFO-lukuun on säilynyt ennallaan.

Vuosi	Liik.toim. Rahavirta.	Liik.toim. Tuotot	Osingot maksettu	Osingot / AFFO -suhde
	<i>Operating income</i>	<i>FFO / AFFO</i>	<i>Cash distributions</i>	
2022	\$249 921,00	\$638 928,00	\$406 562,00	63,63 %
2021	\$176 895,00	\$571 031,00	\$406 109,00	71,12 %
2020	\$189 406,00	\$750 475,00	\$827 319,00	110,24 %
2019	\$762 678,00	\$1 003 341,00	\$503 785,00	50,21 %
2018	\$681 433,00	\$729 678,00	\$479 348,00	65,69 %
2017	\$535 617,00	\$716 681,00	\$496 490,00	69,28 %
2013	\$633 579,00	\$724 866,00	\$545 913,00	75,31 %
2012	\$817 812,00	\$886 441,00	\$699 318,00	78,89 %
2011	\$697 325,00	\$1 265 108,00	\$508 745,00	40,21 %
2009	\$1 040 789,00	\$662 027,00	\$262 397,00	39,64 %
2008	\$825 049,00	\$844 705,00	\$561 981,00	66,53 %
2007	\$702 499,00	\$975 147,00	\$524 719,00	53,81 %
2005	\$662 539,00	\$784 718,00	\$524 163,00	66,80 %
2004	\$802 641,00	\$763 861,00	\$379 480,00	49,68 %
2003	\$860 142,00	\$535 487,00	\$327 877,00	61,23 %
2000	\$798 944,00	\$335 158,00	\$168 688,00	50,33 %
1999	\$761 806,00	\$293 773,00	\$153 223,00	52,16 %
1998	\$424 240,00	\$218 899,00	\$154 440,00	70,55 %

7.8 AvalonBay Communities Inc.

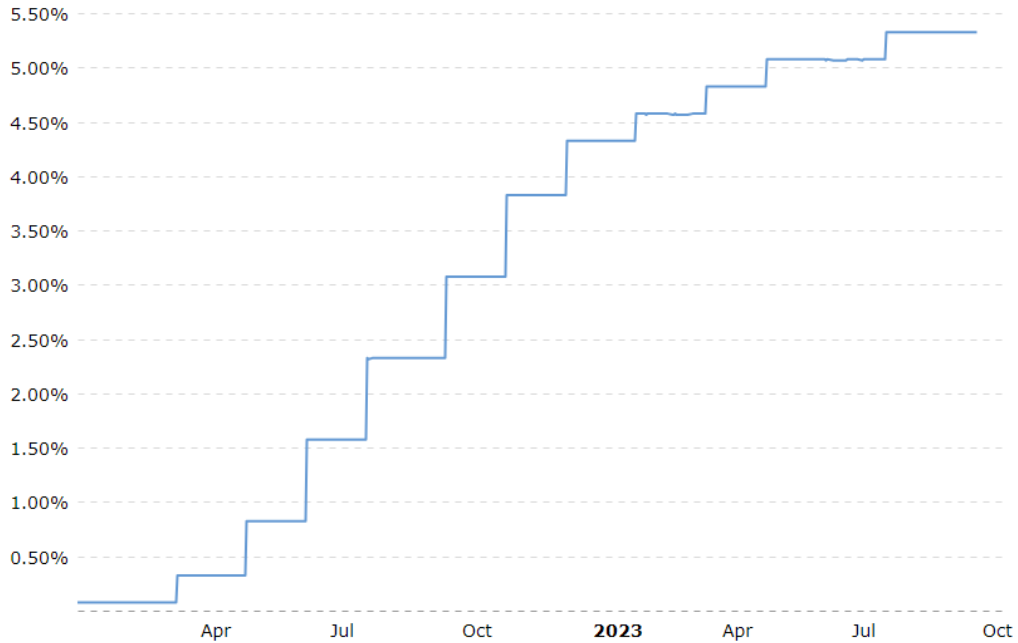
Yhtiö ilmoitti vuoden 2022 tilinpäätöksessä, että pääoma- ja luottomarkkinoiden olosuhteet voivat negatiivisesti vaikuttaa sen kykyä saamaan rahoitusta ja/tai rahoituksen kuluja, joka voi vaikuttaa liiketoimintaan, osingonmaksuun, tulokseen ja osakkeen hintaan. Riittämätön kassavirta voi vaikuttaa velkarahoitukseen ja luoda jälleenerahoitusriskin. Yhtiö on altis sille, että kassavirta on riittämätön kattamaan pääoman lyhennyksiä ja lainojen korkokuluja. Kiinteistörahastona sen on jaettava osinkona 90 % verotettavasta tulosta, joka rajoittaa suuresti käytettävää kassavirtaa lainojen hoitoon. On olemassa riski, että olemassaolevaa velkaa ei voida jälleenerahoittamaan tai jälleenerahoitukselle ei löydetä edullisia ehtoja. Jos korot nousevat, vaihtuvakorkoisen velan korkokulut voivat nousta, ellei siltä ole suojauduttu. Markkinakorkojen nousu voi lisäksi saada osakkeiden ostajat vaatimaan korkeampaa vuotuista tuottoa, joka vaikuttaa negatiivisesti osakkeen hintaan (AvalonBay 2023, 12.). Yhtiö ilmoitti vuoden 2023 kolmannessa kvartaaliraportissa, että se on solminut yhdeksän viimeisen kuukauden aikana 250 miljoonan dollarin arvosta koronvaihtosopimuksia vähentääkseen korkojen vaihtelun vaikutusta osaan myöhemmin liikkeeseenlaskettavista lainoista. (AvalonBay 2023, 38.)

Muita olennaisia riskejä ovat muun muassa:

- Useat osavaltiot ja kunnat pyrkivät toteuttamaan vuokrasäännöstelyä koskevia lakeja tai asetuksia tai muita toimia, jotka voivat esimerkiksi rajoittaa tai viivästyttää yrityksen kykyä nostaa vuokria, häätää vuokralaisia tai ryhtyä muihin toimiin vuokrasopimusrikkomusten vuoksi. (AvalonBay 2023, 14.)
- Muut markkinoilla toimivat tahot kilpailevat olemassa olevista kiinteistöistä ja uusien kiinteistöjen kehittämisestä. Tämä kilpailu voi nostaa tavoiteltavien kiinteistöjen hintaa ja vaikuttaa kielteisesti kannattavuuteen. (AvalonBay 2023, 10.)
- Hankinnat eivät välttämättä vastaakaan odotuksia, arviot operatiivisista kustannuksista voivat olla epätarkkoja ja hankinnoista voi koitua tuntemattomia velvoitteita. (AvalonBay 2023, 10.)

7.8.1 Osakkeen hinnan ja ohjauskoron välinen liike

Kuten aiemmatkin kaksi yritystä osoittivat, AvalonBayn osakekurssi on tullut alas rytinällä ohjauskoron noustessa. Alla olevasta käyrästä nähdään, että noin neljäsosa hinnasta on karsiutunut pois.



Kuva 19 Ohjauskorko 02/2022 - 09/2023. (MacroTrends 2023)



Kuva 18 AvalonBay osakekurssi 02/2022 - 09/2023. (MacroTrends 2023)

AvalonBaylla oli syyskuussa 2023 vakuudellisia ja vakuudettomia alle vuodessa erääntyviä lainoja yhteensä 669 miljoonaa dollaria, 1 – 5 vuodessa erääntyviä lainoja noin 2,7 miljardia dollaria ja yli 5 vuodessa erääntyviä lainoja noin 3,9 miljardia dollaria. Eli yhtiöllä on kuitenkin kiitettävä määrä erääntyvää lainaa 5 vuoden sisällä, joka saattaa päästä maistamaan erilaisia lainaehtoja, ellei markkinamuutoksia taas tapahdu yhtäkkisesti.

Year	Secured notes principal payments and maturities	Unsecured notes maturities	Stated interest rate of unsecured notes
2023	\$ 200	\$ 350,000	4.20 %
2024	9,100	300,000	3.50 %
2025	9,700	525,000	3.45 %
		300,000	3.50 %
2026	10,600	475,000	2.95 %
		300,000	2.90 %
2027	249,000	400,000	3.35 %
2028	17,600	450,000	3.20 %
		400,000	1.90 %
2029	74,750	450,000	3.30 %
2030	9,000	700,000	2.30 %
2031	9,600	600,000	2.45 %
2032	10,300	700,000	2.05 %
Thereafter	282,451	350,000	5.00 %
		350,000	3.90 %
		300,000	4.15 %
		300,000	4.35 %
	<u>\$ 682,301</u>	<u>\$ 7,250,000</u>	

Kuva 20 AvalonBay kolmas kvartaaliraportti, velkojen erääntymisaikataulu 2023 (AvalonBay, 11.)

7.8.2 Osingonmaksukyky

AvalonBayn osingonmaksu näyttää erittäin terveeltä kautta aikojen. Liiketoiminnan tuottoja on ollut hyvin paljon ylimääräistä. Yritys on myös säilyttänyt samansuuruisen osinkojen ja FFO:n välisen suhteen. Toisaalta vuosien 2008 ja 2009 kohdalla huomataan suuret osinkopurkaukset, jotka ylittävät suuresti FFO-luvun. Nämä saattavat johtua lyhyen tähtäimen muutoksista, jotka liittyvät vuoden 2008 finanssikriisiin.

Vuosi	Liik.toim. Rahavirta.	Liik.toim. Tuotot	Osingot maksettu	Osingot / AFFO -suhde
	<i>Operating income</i>	<i>FFO / AFFO</i>	<i>Cash distributions</i>	
2022	1 421 932,00 €	\$1 353 732	889 607,00 €	65,72 %
2021	1 203 170,00 €	\$1 135 681	888 344,00 €	78,22 %
2020	1 219 615,00 €	\$1 186 408	883 212,00 €	74,44 %
2019	1 321 804,00 €	\$1 290 690	839 646,00 €	65,05 %
2018	1 301 111,00 €	\$1 218 752	805 239,00 €	66,07 %
2017	1 256 257,00 €	\$1 167 218	772 657,00 €	66,20 %
2013	724 501,00 €	\$642 814	526 050,00 €	81,84 %
2012	540 819,00 €	\$521 047	365 572,00 €	70,16 %
2011	429 354,00 €	\$414 482	318 231,00 €	76,78 %
2009	378 600,00 €	\$313 241	724 501,00 €	231,29 %
2008	386 084,00 €	\$315 947	540 819,00 €	171,17 %
2007	454 874,00 €	\$368 057	429 354,00 €	116,65 %
2005	306 639,00 €	\$271 096	215 391,00 €	79,45 %
2004	275 617,00 €	\$246 247	209 095,00 €	84,91 %
2003	239 677,00 €	\$230 566	202 416,00 €	87,79 %
2000	294 818,00 €	\$252 013	185 509,00 €	73,61 %
1999	250 066,00 €	\$212 840	172 333,00 €	80,97 %
1998	193 478,00 €	\$148 487	126 247,00 €	85,02 %

8 Pohdinta

Tässä kappaleessa tarkoitus on pohtia vapaamuotoisesti sitä, mitä tilinpäätöksistä paljastunut data näyttäisi ehdottavan. Tarkoituksena oli selvittää, ovatko ohjauskoron muutokset vaikuttaneet kiinteistörahastojen tilinpäätöksiin sekä viimeaikaisesti noin 18 kuukaudessa että 2000-luvulla yleensä. Sen jälkeen pohditaan opinnäytetyöprosessin toteutumista ja kirjoittajan omaa oppimista.

8.1 Havainnot

Viime kädessä näyttää siltä, että ohjauskorko ei kuitenkaan vaikuta pääasiallisena tekijänä ainakaan yksittäisten kiinteistörahastojen liiketoiminnan kannattavuuteen tai pitkän tähtäimen näkymiin, joten kutakin yhtiötä olisi analysoitava ja arvioitava johdon vastuullisuuden ja rahoitusrakenteen perusteella, ja niiden markkinoiden perusteella, joilla ne toimivat. Sitä paitsi näistä yhtiöistä ainakin Realty Income on ollut olemassa jo vuodesta 1969 hyvin erilaisissa korkoympäristöissä, joista jokaisessa se on pärjännyt erinoimaisesti. Tutkimuksen määrällisestä osuudesta voidaan olettaa, että tietyiltä osin kiinteistörahastojen rahoituksen saatavuus on heikompi kuin aiemmin. Kuitenkin emmehän voi todeta, että velkojen korkojen lyhyen aikavälin muutokset johtuisivat vain ja ainoastaan ohjauskorkojen muutoksista, mutta tässä tapauksessa, esimerkiksi Realty Incomella näin luultavasti on ja tätä kirjoittaessa on jo noussut puheeksi markkinoilla, että onko korkokatto jo saavutettu. Tilanne ei näytä ainakaan vielä kovin uhkaavalta. Yhtiöillä havaitun 2000-luvun alenevan korkotrendin perusteella, korkoympäristön täytyisi muuttua fundamentaalisesti ja pitkäaikaisesti yli 5 vuodeksi, jotta velkakirjojen erääntyminen näin pitkällä ajalla toteuttaisi jälleenerahoittamisriskin ja muodostaisi riskin liiketoiminnalle, ja tässäkin tapauksessa yhtiöt siis riskeeraavat korkeintaan osan osingonmaksukyvästään, koska FFO:ta on runsaasti. Markkinoilla ei tällä hetkellä ole sellaista yleistunnelmaa, että korot lähtisivät vielä entisestään laukkaamaan, kun fed funds -korko on jo noussut 5 prosenttiyksikköä ja tehnyt suurimman liikkeensä. Yhtiöillä on mahdollisuus mukauttaa toimintansa.

Kiinteistörahastoille on sijoittajien kannalta elintärkeää kyetä vähintään ylläpitämään osinkojaan ja säilyttämään siihen sovelletun verolainsäädännön, jonka säilyttäminen ei kovin vaikeaa olekaan, mutta tämä ei sijoittajamielessä riitä, sillä sijoitukselta haetaan myös kasvumahdollisuuksia. Nykyisessä korkoympäristössä tutkittavat yrityksethän ovat menettäneet osakkeensa kurssista 25–35 prosenttia, joka on osakeantirahoituksen kannalta aikamoinen takaisku laajentumisnäkyville ja edustaa juuri sijoittajien haluttomuutta sijoittaa liikekiinteistöihin, kun on saatavilla markkinoilla ”riskittömämmäksi” koettuja joukkolainoja. Siitä huolimatta yhtiöiden tila on varsin vakaa, eikä määrällisesti tilanne näytä olevan vakava millään mittarilla.

Suuremmissa yhtiöissä pääoma on yleensä hajautettu niin moneen eri sijaintiin, ja vuokralaisina on toimijoita erilaisilta toimialoilta, jotka voivat olla vakiintuneita ja luotettavia yrityksiä, joten vuokrausaste ja vuokralaisten maksukyvyttömyys ei yleensä muodosta riskiä.

Lopuksi jää yrityksen vastuullisuuden varaan, miten se laskee tulevaisuuden riskejä omissa päätöksissään ja miten se reagoi muuttuviin olosuhteisiin. Yhtiöiden lyhyen tähtäimen rahoituksessa tietenkin on, että rahoitus vaikeutuu, mutta myös toimialalla, luottoluokituksilla ja muilla yrityksen ominaispiirteillä on merkitystä.

Lopullisia johtopäätöksiä ei kuitenkaan voida vetää pitkän tähtäimen seurauksista ainakaan hyvin rahoitettujen firmojen osalta, kuten tässä tutkimuksessa Realtylla ja Avalonilla molemmilla oli yli 50 prosenttia omaa pääomaa, FFO:ta runsaasti ja vielä maltillisen näköiset vieraan pääoman rahoitusehdot. Vornadosta on huomioitavaa vielä, että se on omassa luokassaan kahteen muuhun yhtiöön verrattuna. Sillä ei ole yhtä vahvaa omavaraisuutta, eikä sillä ole yhtä paljon FFO:ta tai nettorahavirtaa ja korkomenoilla on sille suurempi merkitys. Saattaa olla, että firmojen liiketoiminnan riskinalaisuus muuttuu nopeastikin korkoympäristön osalta, muttei se hyvässä skenaariossa tarkoita vielä sitä, pystyisivätkö yritykset yksilökohtaisesti jatkamaan muuten toimintansa laajentumista ja kannattavuuden kasvattamista, sillä muita haasteita vielä siintää horisontissa, kuten silkkä kilpailu markkinoilla muiden samankaltaisten firmojen kanssa ja statuksen ylläpitäminen puoleensavetävänä sijoituskohteena.

8.2 Opinnäytetyöprosessi ja oma oppiminen

Opinnäytetyön tekeminen alkoi tammikuussa 2023. Juuri ennen sen aloittamista, aihe oli jo ajatuksen tasolla ainakin syntynyt, muttei ollut vielä varteenotettava. Vasta parin viikon jälkeen, paremman idean puutteessa, ajatus syntyi, että aiheeseen voisi oikeasti uppoutua syvemmin, kun sille ei ollut koskaan aiemmin löytynyt oikein kunnolla tarmoa. Hyvin rahoitetut kiinteistörahastot olivat aina olleet omaisuusluokkana sellainen erikoisuus, joka veti puoleensa niin, ettei ollut muuta vaihtoehtoa. Samalla pääsisi leikkimään analyttikkoo lukemalla muutakin tilinpäätöksestä kuin kolmea pää-asiakirjaa.

Suurena haasteena esiintyi kovasti alussa se, millä tavalla tutkimus tulisi rajata ja se tuntuu olevan vieläkin asia, joka ei ole onnistunut täysin. Kiinnostusta oli tiettyihin yksittäisiin kiinteistörahastoihin, joten laaja-alaisempi tutkimus esimerkiksi koko REIT-luokkaan olisi tuntunut liian raskaalta. Toinen haaste oli saada tutkimus sopivan kokoiseksi, koska siitä olisi voinut tehdä vahingossa 100-sivuisen, jos kokonaisvaltaista tilinpäätösanalyysiä olisi yrittänyt alkaa tekemään.

Jälkeenpäin sanottuna kaksi yhtiötä olisi ollut sopivampi kuin kolme, mutta tutkimuksessa oli päästy jo kolmella yhtiöllä siihen vaiheeseen, että uponneiden kustannusten harha tunkeutui sisään. Tutkimukseen ehdokkaina oli melkein päässyt joitain muita yhtiöitä, kuten Prologis, Inc. tai NNN Reit Inc. Samanlaisen tutkimuksen voisi helposti luoda uudelleen, mutta parempi menestys olisi luultavasti taattu keskittymällä yhteen yhtiöön kunnolla tai tutkia koko omaisuusluokkaa laajemmin esimerkiksi tilastollisin menetelmin.

Myös haastetta tuotti erittäin hyvän konkreettisen lähteen löytäminen selventämään lukijalle sitä, mitä kirjoittaja oli kiinteistörahastoista jo oppinut ennen opinnäytetyön aloittamista vuosien passiivisesta talous- ja pörssi uutisten lukemisesta, kuten niiden vuorovaikutus joukkolainojen kanssa ja niiden rahoituksen riippuvuudet, mitä ei voinut suoraan julistaa lähteittä. Tästä ei varmaan suomen kielellä ainakaan helposti löydettävää lähde ole olemassa, luultavasti kiinteistörahastojen tuntemattomuuden vuoksi ja jos on, niin sellaisen olinpaikasta otetaan mielellään tieto vastaan.

Tutkimukseen olisi voinut sisällyttää vuokrausasteen kehittymisen 2000-luvulla, mutta tilinpäätöksiä selatessa taisi olla selvää, että se on pysynyt yhtiöllä suunnilleen 95 prosentin molemmin puolin kautta aikojen, paitsi Vornado, joka on kärsinyt joinain vuosina astetta ankarammin vuokrausasteen pudotessa 90 prosentin tienoille.

Puutteeksi koettu asia tutkimuksessa on yhtiöistä löydettävän uutisoinnin esiin tuominen, joltain suurelta talousmedialta esimerkiksi, ja joka osoittaisi tarkemmin markkinatunnelman muuttumista, mutta toisaalta ei ole varmaa, olisiko se niin hyödyllistä lukijalle jo nykyisen tutkimuksessa käytetyn teorian lisäksi. Toinen puute työssä on, että jonkinlaista yhteenvetävää osiota kuvaajien kera ja mahdollista vertailua siellä yhtiöiden välillä ei ollut.

Empiirisen osan aineistonkeruu oli suhteellisen suoraviivaista, kun tilinpäätökset ovat kaikilla pörssi yhtiöillä julkisesti saatavilla kenelle tahansa. Niiden lisäksi muu talousmaailmalta (Nareit, S&P) tullut aineisto, joka oli pikemminkin vankistamassa historiallista ymmärrystä, on myös julkista valmista ja helposti löydettävää materiaalia.

Toisaalta suuri oppimisen paikka tämä projekti on ollut tilinpäätösten lukemisen mielessä. Yritysten talousanalyysi tuntuu huomattavasti sujuvammalta ja dokumenttien navigoiminen on tästedes helpompaa kuin koskaan. Suositeluna kenelle tahansa, joka on kiinnostunut tilinpäätösanalyysistä, kannattaa ryhtyä tutkimaan mitä tahansa yksittäistä yhtiötä ja uppoutua siihen. Yhdellä kerralla oppii paljon sekö toimialakohtaisia, että yleisiä seikkoja analyysistä.

Lähteet

AvalonBay 2001. 10-K 2000. Luettavissa: <https://d18rn0p25nwr6d.cloudfront.net/CIK-0000915912/e8a8940c-7b66-44c6-926f-ee4bf4cc81b0.pdf>

AvalonBay 2002. 10-K 2001. Luettavissa: <https://d18rn0p25nwr6d.cloudfront.net/CIK-0000915912/ea0ec43b-c2b6-41bb-9fdc-29f1f7aceb9c.pdf>

AvalonBay 2003. 10-K 2002. Luettavissa: <https://d18rn0p25nwr6d.cloudfront.net/CIK-0000915912/5da5b907-5178-4abd-82be-56b4669dd3f1.pdf>

AvalonBay 2004. 10-K 2003. Luettavissa: <https://d18rn0p25nwr6d.cloudfront.net/CIK-0000915912/4d6f5b9a-5325-421b-ab47-de2109fa25c8.pdf>

AvalonBay 2005. 10-K 2004. Luettavissa: <https://d18rn0p25nwr6d.cloudfront.net/CIK-0000915912/19977b21-c1bf-4c66-857e-4cdfa1b78795.pdf>

AvalonBay 2006. 10-K 2005. Luettavissa: <https://d18rn0p25nwr6d.cloudfront.net/CIK-0000915912/00b3cb8a-c0f4-4f15-b34f-6fa8ddfde3ac.pdf>

AvalonBay 2007. 10-K 2006. Luettavissa: <https://d18rn0p25nwr6d.cloudfront.net/CIK-0000915912/a26b2654-34ae-49ba-a1ff-dad540b4110b.pdf>

AvalonBay 2008. 10-K 2007. Luettavissa: <https://d18rn0p25nwr6d.cloudfront.net/CIK-0000915912/bac37468-7b03-4e59-961f-dfabbd23bef3.pdf>

AvalonBay 2009. 10-K 2008. Luettavissa: <https://d18rn0p25nwr6d.cloudfront.net/CIK-0000915912/d3609202-c629-4102-89be-e1c8b5bf322e.pdf>

AvalonBay 2010. 10-K 2009. Luettavissa: <https://d18rn0p25nwr6d.cloudfront.net/CIK-0000915912/195a5d4f-f8b6-4bbf-a796-fa65f7d3c129.pdf>

AvalonBay 2011. 10-K 2010. Luettavissa: <https://d18rn0p25nwr6d.cloudfront.net/CIK-0000915912/543829f9-733a-4c1c-b606-c95f9174d781.pdf>

AvalonBay 2012. 10-K 2011. Luettavissa: <https://d18rn0p25nwr6d.cloudfront.net/CIK-0000915912/52ebef35-6184-4822-9c6a-89be6054ff34.pdf>

AvalonBay 2013. 10-K 2012. Luettavissa: <https://d18rn0p25nwr6d.cloudfront.net/CIK-0000915912/bcfe36dd-aa62-4699-9be6-63ebb74cf263.pdf>

AvalonBay 2014. 10-K 2013. Luettavissa: <https://d18rn0p25nwr6d.cloudfront.net/CIK-0000915912/71b61c91-1269-4617-b52a-9ea3738342bd.pdf>

AvalonBay 2020. 10-K 2019. Luettavissa: <https://d18rn0p25nwr6d.cloudfront.net/CIK-0000915912/1eead577-e11c-4088-880d-c0c2546a4ac6.pdf>

AvalonBay 2023. 10-K 2022. Luettavissa: <https://d18rn0p25nwr6d.cloudfront.net/CIK-0000915912/0c462618-3e2f-47c2-92ff-e51787634402.pdf>

AvalonBay 2023. Q3 2023. Luettavissa: <https://d18rn0p25nwr6d.cloudfront.net/CIK-0000915912/60b0326e-f6a5-4eda-922f-f85e673d721d.pdf>

AvalonBay Communities Inc. 2023. Our Communities. Luettavissa:
<https://www.avaloncommunities.com/>

Block, R. 2012. Investing in REITs. Real Estate Investment Trusts. 4th Edition. Part III-IV. John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey. e-kirja (O'Reilly)

Code of Federal Regulations 2023. Commodity and Securities Exchange Act. Standard Instructions For Filing Forms Under Securities Act of 1933, Securities Exchange Act Of 1934 And Energy Policy And Conservation Act Of 1975—Regulation S-K. Luettavissa:
<https://www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-II/part-229/subpart-229.100/section-229.105>

Federal Reserve Bank of St. Louis 2023. Federal Funds Effective Rate. Luettavissa:
<https://fred.stlouisfed.org/series/FEDFUNDS>

Federal Reserve. 2023. About The Fed. The Fed Explained. Luettavissa:
<https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/the-fed-explained.htm>

Forbes 2023. Federal Funds Rate History 1990 to 2023. Luettavissa:
<https://www.forbes.com/advisor/investing/fed-funds-rate-history/>

Realty Income. 2022. Q2. Luettavissa:

https://otp.tools.investis.com/clients/us/realty_income_corporation/SEC/sec-show.aspx?FilingId=15992501&Cik=0000726728&Type=PDF&hasPdf=1

Investopedia 2023. Federal Funds Rate: What It Is, How It's Determined, and Why It's Important.

Luettavissa: <https://www.investopedia.com/terms/f/federalfundsrate.asp>

Kiinteistörahastolaki 19.12.1997/1173

Laki eräiden asuntojen vuokraustoimintaa harjoittavien osakeyhtiöiden veronhuojennuksesta

24.4.2009/299

Nareit. 2023. REITWatch 2023. January. Luettavissa:

<https://www.reit.com/sites/default/files/reitwatch/RW2301.pdf> Luettu: 12.9.2023.

NASDAQ. 2023. Are Tech Stocks in a Bubble? Luettavissa: <https://www.nasdaq.com/articles/are-tech-stocks-in-a-bubble>

Ovaro 2018. Orava Asuntorahasto Oyj muuttui Ovaro Kiinteistösijoitus Oyj ja uudelleenlistautuu Helsingin pörssiin. Luettavissa: <https://ovaro.fi/tiedotteet/orava-asuntorahasto-oyj-on-muutui-ovaro-kiinteistosijotus-oyj-ja-uudelleenlistautuu-helsingin-porssiin/>

Realty Income 2001. 10-K. 2000. Luettavissa:

https://otp.tools.investis.com/clients/us/realty_income_corporation/SEC/sec-show.aspx?FilingId=1006767&Cik=0000726728&Type=PDF&hasPdf=1

Realty Income 2002. 10-K. 2001. Luettavissa:

https://otp.tools.investis.com/clients/us/realty_income_corporation/SEC/sec-show.aspx?FilingId=1799447&Cik=0000726728&Type=PDF&hasPdf=1

Realty Income 2003. 10-K. 2002. Luettavissa:

https://otp.tools.investis.com/clients/us/realty_income_corporation/SEC/sec-show.aspx?FilingId=2191816&Cik=0000726728&Type=PDF&hasPdf=1

Realty Income 2004. 10-K. 2003. Luettavissa:

https://otp.tools.investis.com/clients/us/realty_income_corporation/SEC/sec-show.aspx?FilingId=2779616&Cik=0000726728&Type=PDF&hasPdf=1

Realty Income 2005. 10-K. 2004. Luettavissa:

https://otp.tools.investis.com/clients/us/realty_income_corporation/SEC/sec-show.aspx?FilingId=3518109&Cik=0000726728&Type=PDF&hasPdf=1

Realty Income 2006. 10-K. 2005. Luettavissa:

https://otp.tools.investis.com/clients/us/realty_income_corporation/SEC/sec-show.aspx?FilingId=4232578&Cik=0000726728&Type=PDF&hasPdf=1

Realty Income 2007. 10-K. 2006. Luettavissa:

https://otp.tools.investis.com/clients/us/realty_income_corporation/SEC/sec-show.aspx?FilingId=4980211&Cik=0000726728&Type=PDF&hasPdf=1

Realty Income 2008. 10-K. 2007. Luettavissa:

https://otp.tools.investis.com/clients/us/realty_income_corporation/SEC/sec-show.aspx?FilingId=5736667&Cik=0000726728&Type=PDF&hasPdf=1

Realty Income 2009. 10-K. 2008. Luettavissa:

https://otp.tools.investis.com/clients/us/realty_income_corporation/SEC/sec-show.aspx?FilingId=6405130&Cik=0000726728&Type=PDF&hasPdf=1

Realty Income 2010. 10-K. 2009. Luettavissa:

https://otp.tools.investis.com/clients/us/realty_income_corporation/SEC/sec-show.aspx?FilingId=7043796&Cik=0000726728&Type=PDF&hasPdf=1

Realty Income 2011. 10-K. 2010. Luettavissa:

https://otp.tools.investis.com/clients/us/realty_income_corporation/SEC/sec-show.aspx?FilingId=7712604&Cik=0000726728&Type=PDF&hasPdf=1

Realty Income 2012. 10-K. 2011. Luettavissa:

https://otp.tools.investis.com/clients/us/realty_income_corporation/SEC/sec-show.aspx?FilingId=8402402&Cik=0000726728&Type=PDF&hasPdf=1

Realty Income 2013. 10-K. 2012. Luettavissa:

https://otp.tools.investis.com/clients/us/realty_income_corporation/SEC/sec-show.aspx?FilingId=9093813&Cik=0000726728&Type=PDF&hasPdf=1

Realty Income 2014. 10-K. 2013. Luettavissa:

https://otp.tools.investis.com/clients/us/realty_income_corporation/SEC/sec-show.aspx?FilingId=9790034&Cik=0000726728&Type=PDF&hasPdf=1

Realty Income 2015. 10-K. 2014. Luettavissa:

https://otp.tools.investis.com/clients/us/realty_income_corporation/SEC/sec-show.aspx?FilingId=10496430&Cik=0000726728&Type=PDF&hasPdf=1

Realty Income 2016. 10-K. 2015. Luettavissa:

https://otp.tools.investis.com/clients/us/realty_income_corporation/SEC/sec-show.aspx?FilingId=11175072&Cik=0000726728&Type=PDF&hasPdf=1

Realty Income 2017. 10-K. 2016. Luettavissa:

https://otp.tools.investis.com/clients/us/realty_income_corporation/SEC/sec-show.aspx?FilingId=11878809&Cik=0000726728&Type=PDF&hasPdf=1

Realty Income 2018. 10-K. 2017. Luettavissa:

https://otp.tools.investis.com/clients/us/realty_income_corporation/SEC/sec-show.aspx?FilingId=12572632&Cik=0000726728&Type=PDF&hasPdf=1

Realty Income 2019. 10-K. 2018. Luettavissa:

https://otp.tools.investis.com/clients/us/realty_income_corporation/SEC/sec-show.aspx?FilingId=13269434&Cik=0000726728&Type=PDF&hasPdf=1

Realty Income 2020. 10-K. 2019. Luettavissa:

https://otp.tools.investis.com/clients/us/realty_income_corporation/SEC/sec-show.aspx?FilingId=13943524&Cik=0000726728&Type=PDF&hasPdf=1

Realty Income 2021. 10-K. 2020. Luettavissa:

https://otp.tools.investis.com/clients/us/realty_income_corporation/SEC/sec-show.aspx?FilingId=14735686&Cik=0000726728&Type=PDF&hasPdf=1

Realty Income 2022. Q1 2022. Luettavissa:

https://otp.tools.investis.com/clients/us/realty_income_corporation/SEC/sec-show.aspx?FilingId=15791463&Cik=0000726728&Type=PDF&hasPdf=1

Realty Income 2023. 10-K. 2022. Luettavissa:

https://otp.tools.investis.com/clients/us/realty_income_corporation/SEC/sec-show.aspx?FilingId=16423658&Cik=0000726728&Type=PDF&hasPdf=1

Realty Income 2023. Q2. 2023. Luettavissa: *chrome-*

https://otp.tools.investis.com/clients/us/realty_income_corporation/SEC/sec-show.aspx?FilingId=16834728&Cik=0000726728&Type=PDF&hasPdf=1

Realty Income 2023. Q3. 2023. Luettavissa :

https://otp.tools.investis.com/clients/us/realty_income_corporation/SEC/sec-show.aspx?FilingId=17036702&Cik=0000726728&Type=PDF&hasPdf=1

Realty Income. 2023. Our Portfolio. Luettavissa: <https://www.realtyincome.com/our-portfolio>

Realty Income. 2023. Our Portfolio. Portfolio Diversification. Luettavissa :
<https://www.realtyincome.com/our-portfolio/portfolio-diversification-overview>

Realty Income. 2023. Who We Are. Business Model. Luettavissa:
<https://www.realtyincome.com/who-we-are/business-model>

S&P Dow Jones Indices 2017. The Impact of Rising Interest Rates on REITs. Luettavissa:
<https://www.spglobal.com/spdji/en/documents/research/the-impact-of-rising-interest-rates-on-reits.pdf>

SEC 2016. Investor Bulletin: Publicly Traded REITs. <https://www.sec.gov/files/reits.pdf>

SimplySafeDividends. 2018. How Higher Interest Rates Impact REITs. Luettavissa:
<https://www.simplysafedividends.com/world-of-dividends/posts/20-how-higher-interest-rates-impact-reits>

Siddhartha, J. 2011. Interest Rate Markets. A Practical Approach to Fixed Income. John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey. e-Kirja (O'Reilly)

Trading Economics. 2023. United States Fed Funds Rate. Luettavissa:
<https://tradingeconomics.com/united-states/interest-rate>

Vilkka, H. 2021. Tutki ja kehitä. PS-kustannus. Jyväskylä. e-kirja

Vornado Realty Trust 2001. 10-K 2000. Luettavissa: <https://d18rn0p25nwr6d.cloudfront.net/CIK-0000899689/b21db324-e004-4012-8a83-82a3edb1f00d.pdf>

Vornado Realty Trust 2002. 10-K 2001. Luettavissa: <https://investors.vno.com/static-files/d0959673-67a6-4270-8760-0709cce3e3b7>

Vornado Realty Trust 2003. 10-K 2002. Luettavissa: <https://investors.vno.com/static-files/728c9884-69e7-464b-82f5-f8e86f7267ef>

Vornado Realty Trust 2004. 10-K 2003. Luettavissa: <https://investors.vno.com/static-files/1e1ef618-44ba-4d21-8555-388107a85bdd>

Vornado Realty Trust 2005. 10-K 2004. Luettavissa: <https://investors.vno.com/static-files/b957ff0f-f706-4277-b13a-1dbeb47e5ee2>

Vornado Realty Trust 2006. 10-K 2005. Luettavissa: <https://investors.vno.com/static-files/6e8c4ed0-d0ac-4414-809f-bdf8b5e307dc>

Vornado Realty Trust 2007. 10-K 2006. Luettavissa: <https://investors.vno.com/static-files/97aa249e-353a-40a7-8479-098cd0160468>

Vornado Realty Trust 2008. 10-K 2007. Luettavissa: <https://investors.vno.com/static-files/ff4dcce7-455e-4a08-90ab-40430f9901e1>

Vornado Realty Trust 2009. 10-K 2008. Luettavissa: <https://investors.vno.com/static-files/fde5c34e-7afa-41d1-87cc-a3687bed8c17>

Vornado Realty Trust 2010. 10-K 2009. Luettavissa: <https://d18rn0p25nwr6d.cloudfront.net/CIK-0000899689/9473673a-3e76-4a74-b9f8-7c8595c4f205.pdf>

Vornado Realty Trust 2011. 10-K 2010. Luettavissa: <https://investors.vno.com/static-files/36968d09-4d16-4d83-8f40-544f811f2576>

Vornado Realty Trust 2012. 10-K 2011. Luettavissa: <https://investors.vno.com/static-files/6ef15549-4f8c-4e15-85ae-6e8530f10afa>

Vornado Realty Trust 2013. 10-K 2012. Luettavissa: <https://investors.vno.com/static-files/19b94e3d-ca0c-4793-a4f3-bf42240878f1>

Vornado Realty Trust 2014. 10-K 2013. Luettavissa: <https://d18rn0p25nwr6d.cloudfront.net/CIK-0000899689/cbe26443-baeb-48ba-afe2-ae8a91b371b5.pdf>

Vornado Realty Trust 2020. 10-K 2019. Luettavissa: <https://d18rn0p25nwr6d.cloudfront.net/CIK-0000899689/91b3d76b-a269-4a59-8d33-de446d78384c.pdf>

Vornado Realty Trust 2023. 10-K 2022. Luettavissa: <https://d18rn0p25nwr6d.cloudfront.net/CIK-0000899689/5b02b116-fca6-43ca-a2ee-c2bb06759436.pdf>