

SRV Yhtiöt

Laaja raportti

11/2020

Hyvät asemat tuloskäänteen jatkolle

Toistamme SRV:n vähennä-suosituksen ja tavoitehintamme 0,58 eurossa laajan raportin päivityksen yhteydessä. SRV on vuosien vaikeuksien jälkeen osoittamassa selkeitä käänteen merkkejä. Taloudellinen tilanne on tervehdyttämishojelman myötä kunnossa ja operatiivinen suorittaminen on konkreettisesti osoittanut parantumisen merkkejä, mikä on nostanut luottamustamme yhtiötä kohtaan. Lähivuosien arvostus ei ole kohtuuton ja käänteen onnistuessa potentiaali yhtiöllä on nykyistä tasoa korkeammalla. Potentiaaliin nojaaminen vaatii mielestämme kuitenkin vielä selkeämmin riski- ja epävarmuustekijöiden hälventymistä.

Rakentaja ja kehittäjä

SRV on Suomen suurimpia rakentajia ja johtavia kiinteistökehittäjiä. Yhtiö on kaksinkertaistanut liikevaihtonsa viimeisen vuosikymmenen aikana, mutta tuloskehitys on ollut viime vuodet kuitenkin heikkoa. Rakentamisen kannattavuus on kärsinyt projektien kustannuslylyksistä, kun taas Venäjän heikko talouskehitys on rasittanut Sijoittaminen-segmentin tulosta. Vuoden 2019 aikana käynnistetty tervehdyttämishojelma on kuitenkin parantanut yhtiön taloudellisen tilanteen ja operatiivinen tuloskäännekin näyttäisi olevan hyvin aluillaan. Hidastuvan suhdanteen madaltamat kustannuspaineet, tilauskannan parantuva katerakenne, myyntimixin parantuminen (omaperusteisten asuntojen määrän kasvu) ja tervehdyttämishojelman tuomat säästöt sekä kulurakenteen tehostuminen voivat viedä yhtiön tuloksen nopeastikin uudelle tasolle. Tätä varten yhtiön tulee välttää uudet merkittävät projektiongelmia ja kauppakeskusten vuokratuottojen tulee myös nousta nykyistä paremmalle tasolle.

Ennustamme tulospaannusta seuraavina vuosina rakennussuhdanteen viilentyessä

Haasteellisten vuosien jälkeen ennustamme SRV:n tuloksen parantuvan lähivuosina merkittävästi tilauskannan parantuvan katerakenteen, tehtyjen säästötoimenpiteiden, Sijoittamisen tuottojen nousun ja rakennussuhdanteen alentuvien kustannuspaineiden kautta. Yhtiö on sanonut tavoittelevansa vuonna 2021 noin vuoden 2017 operatiivisen liikevoiton tasoa (2017: 27 MEUR). Olemme ennusteillamme aavistuksen tavoitteen alapuolella (2020e EBIT oik.: 26,2 MEUR), sillä yhtiöllä valmistuu omaperusteisia asuntoja hieman aikaisempia oletuksia vähemmän vuonna 2021. Haasteista huolimatta odotamme parannusta syntyvän etenkin Rakentamisen katerakenteen vahvistumisesta, mikä on myös sijoittajille tärkeä ajuri seurattavaksi. Odotamme Sijoittaminen-segmentin sekä kauppakeskusten tulosten myös hieman parantuvan, mutta olevan vielä alhaisella tasolla. Ennustamme lähivuosien liikevaihdon laskuvaiheen jälkeen pientä kasvua vuonna 2022, mutta operatiivisen liikevoittomarginaalin parantuvan asteittain vuoden 2020 noin 2,1%:sta noin 3,7%:iin vuonna 2022. Suurimmat ennusteriskit liittyvät Rakentamisen kannattavuuden kehitykseen ja Venäjän kauppakeskusten vuokratuloihin sekä myyntiajankohtiin ja -arvoihin.

Arvostus heijastelee tuloskäännettä

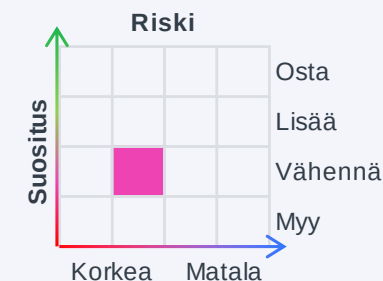
Tuloskäänteen vuoksi katseemme ovat jo lähivuosien arvostuksessa. Vuodelle 2021 osakkeen arvostus ei ole äärimmäisen kallis (21e EV/EBIT (oik.): 15x ja P/E (oik.): 17x), mutta jättää tuotto/riskisuhteen vielä matalaksi. SRV omaa kuitenkin selkeää potentiaalia käänteen onnistuessa suunnitellusti, mitä vuoden 2022 arvostus kuvastaa (22e EV/EBIT (oik.): 10x ja P/E (oik.): 9x). Tähän potentiaaliin suoraan nojaaminen on kuitenkin vielä mielestämme ennenaikaista, sillä Rakentamisen kestävään tulosparannukseen, markkinakehitykseen sekä Venäjän kauppakeskuksien tuottojen tasoon liittyy vielä epävarmuustekijöitä.

Analytiikot



Olli Koponen
+358 44 2749560
olli.koponen@inderes.fi

Suositus



Vähennä
(aik. Vähennä)
0,58 EUR
(aik. 0,58 EUR)
Osakekurssi:
0,57

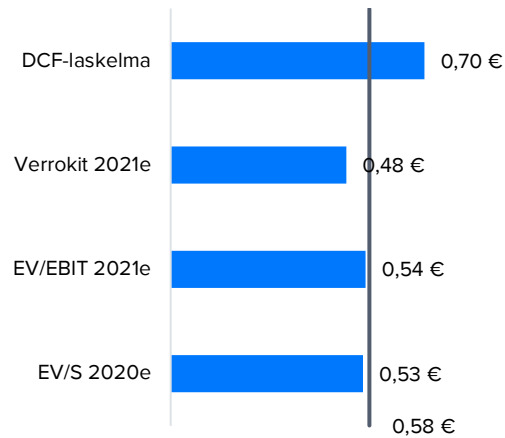
Avainluvut

	2019	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	1061	989	962	977
kasvu-%	11 %	-7 %	-3 %	2 %
EBIT oik.	-96,8	21,2	26,2	35,9
EBIT-% oik.	-9,1 %	2,1 %	2,7 %	3,7 %
Nettotulos	-104,4	-4,1	10,2	18,8
EPS (oik.)	-1,85	0,01	0,03	0,07

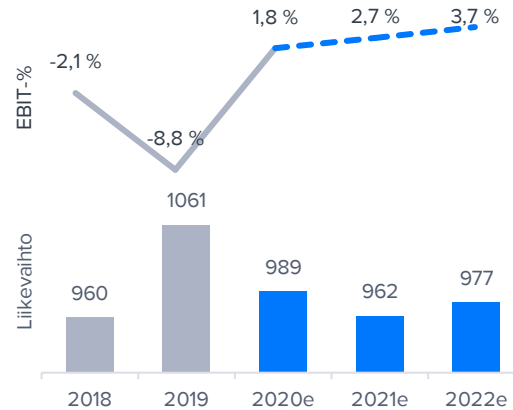
P/E (oik.)	neg.	83,2	17,3	8,7
P/B (oik.)	0,9	0,7	0,7	0,6
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	3,5 %
EV/EBIT (oik.)	neg.	19,8	14,7	9,9
EV/EBITDA	neg.	15,7	11,0	8,1
EV/Liikevaihto	0,5	0,4	0,4	0,4

Lähde: Inderes

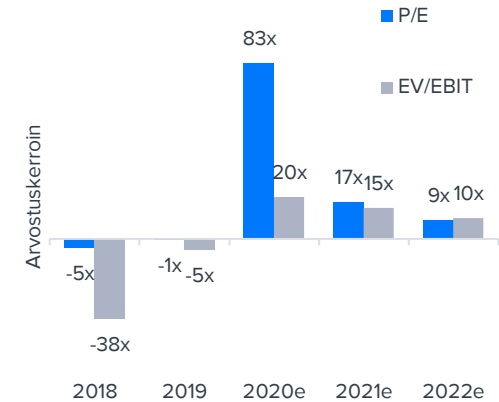
Tavoitehinnan muodostuminen



Liikevaihto ja liikevoitto



Arvostus



MCAP
149
MEUR

EV
421
MEUR

EV/EBIT
15x
2021e

P/E(oik.)
17x
2021e



Arvoajurit

- Kannattavuuden parantuminen omaperusteisten asuntojen ja toimitilarakentamisen katerakenteen parantumisen kautta
- Kustannustehokkuuden parantaminen
- Pääoman käytön tehostuminen ja sen tuoma vipuvaikutus
- Uudet kehityshankkeet ja vahva tilauskanta
- Strateginen keskittyminen pääkaupunkiseudulle ja kasvukeskuksiin
- Kaupungistuminen Suomessa



Riskitekijät

- Markkinoiden suhdanneriskit
- Asuntomarkkinoiden selkeä jäähtyminen
- Projektien kustannusylitysten jatkuminen
- Venäjän talouden ja kiinteistömarkkinoiden kehitys
- Valuuttakurssit (rupla)
- Rahoituksen hinnan ja saatavuuden muutokset
- Taseen vakavaraisuus
- Taloudellisen tilanteen kehitys



Arvostus

- Yhtiön lähivuosien arvostus kohtuullinen
- Käänteessä silti riskinsä
- Käänteen onnistuessa nousuvara on selkeä
- Suhteellisesti yhtiö on verrokkeja korkeammalla alhaisesta tulostasosta ja käänteen odotuksesta johtuen
- DCF-laskelma on nykyistä kurssia korkeammalla

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-11
Strategia	12-13
Sijoitusprofiili	14-16
Markkinat	17-20
Taloudellinen tilanne	21-22
Ennusteet	23-26
Arvonmääritys	27-34
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	35-37

SRV lyhyesti

SRV on Suomen suurimpia rakennusliikkeitä ja johtavia kiinteistöhankkeiden kehittäjiä.

1987/2007

Perustamisvuosi ja listautuminen

1061 MEUR

Liikevaihto 2019

-96,8 MEUR (-9,1% lv:sta)

Operatiivinen liikevoitto 2019

-17,5 %

Sijoitetun pääoman tuotto-% 2019 (ilman IFRS 16)

1044

Henkilöstö 2019 lopussa

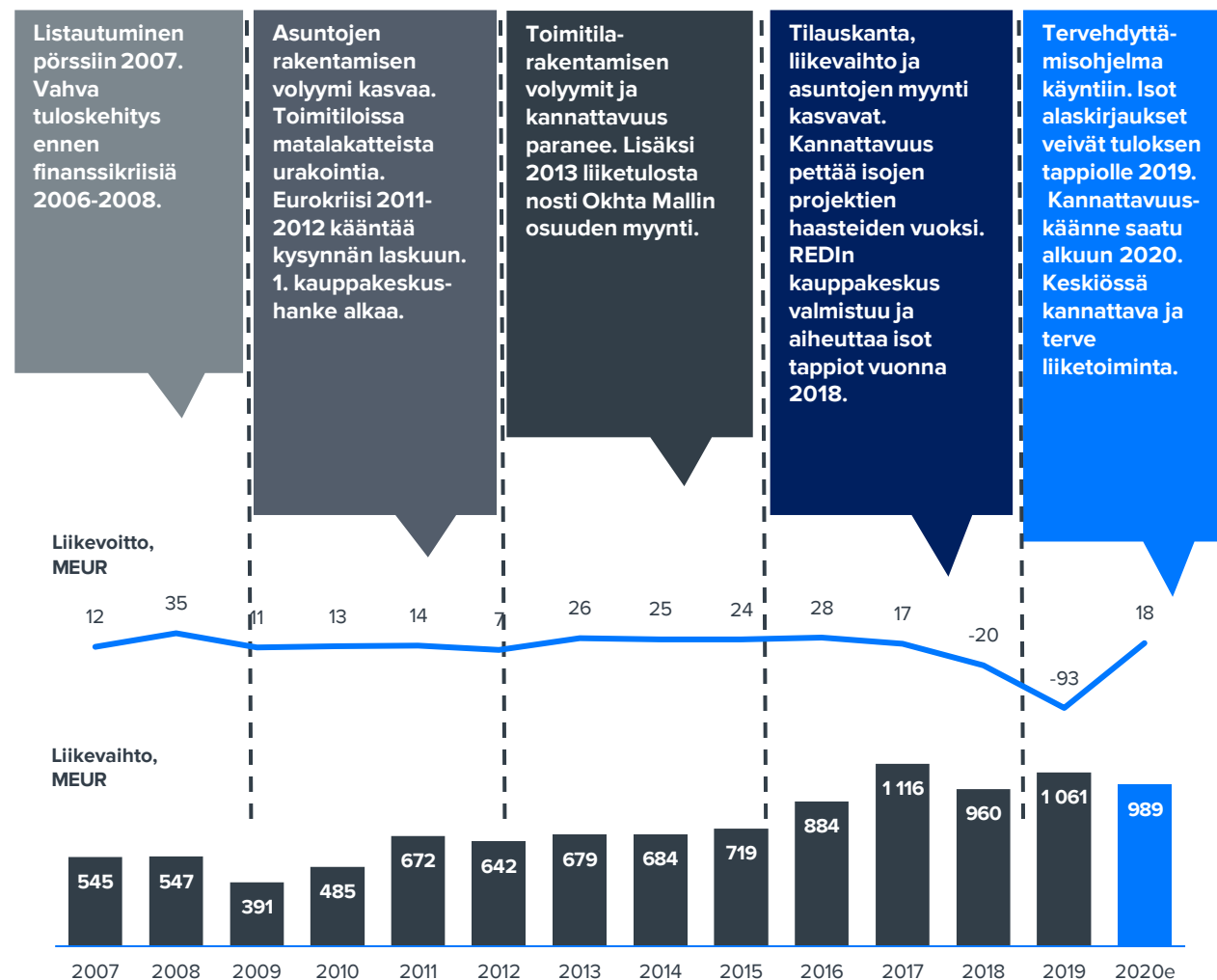
#3 suurin

Suomen rakentamisen markkinoilla

6 %

Keskimääräinen vuosikasvu 2007-2019 (CAGR-%)

SRV:n liikevaihdon ja liikevoiton (raportoitu) kehitys ja ennuste, 2007-2020e



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/5

Yhtiökuvaus

Uuden kaupunkiympäristön luoja

SRV on vuonna 1987 perustettu projektinjohtourakoitsija ja kiinteistöhankkeiden kehittäjä. Yhtiön liiketoiminta on keskittynyt rakentamisen ja kiinteistökehityksen osalta Suomeen. Venäjällä yhtiön rakentaminen ja kiinteistökehitys on viime vuosina vähentynyt, kun yhtiö pyrkii realisoimaan lähivuosina kehittämiään ja operoimiaan kolmea kauppakeskusta Venäjällä.

SRV:n vuoden 2019 liikevaihto oli 1061 MEUR ja yhtiö oli Inderesin tietojen mukaan Suomen kolmanneksi suurin rakennusyhtiö. Yli 30 vuotisen historian aikana aina positiivisena pysynyt tulos on ollut viimeisen 2 vuotta raskaasti tappiollinen projektiongelmien vuoksi, mutta tulospäänteen merkkejä alkaa nyt konkreettisesti olla näkyvissä.

SRV:n liiketoiminta kattaa kokonaisvaltaisesti koko rakennushankkeen toteuttamisen ja kaupallistamisen arvoketjun. Yhtiö vastaa hankkeiden sopimusmallista riippuen kohteiden kehityksestä, kaupallistamisesta ja rakentamisesta. Yhtiö toimii usein suuremmissa kiinteistökehityshankkeissa myös sijoittajan roolissa kumppaneiden kanssa ja omaperustaisissa kauppakeskushankkeissa liiketoiminnan operoijana. SRV:n toteuttamien hankkeiden laajuus vaihtelee noin vuoden mittaisista muutaman miljoonan euron projektinjohtourakoista aina jopa yli 10 vuotta kestäviin miljardiluokan aluekehityshankkeisiin.

SRV toimii Suomessa pääosin vetovoimaisten sekä kasvavien alueiden ja hyvien

liikenneyhteyksien varrella. Yhtiöllä on toimintoja pääkaupunkiseudulla, sekä mm. Turussa, Tampereella, Oulussa ja Jyväskylässä. Suomen lisäksi SRV toimii Venäjällä pääosin Pietarissa ja Moskovassa sekä Virossa. Suomen liiketoimintojen osuus SRV:n liikevaihdosta oli lähes 100 % vuonna 2019, kun rakentaminen Venäjällä on vähentynyt.

SRV:n palveluksessa oli vuonna 2019 1044 henkilöä (2018: 1129) ja oman henkilöstön lisäksi yhtiöllä oli vuonna 2019 käytössään laajan verkostonsa kautta noin 4600 alihankkijan palvelukset.

Rakentaminen ja Sijoittaminen

Yhtiön liiketoiminta jakaantuu vuoden 2019 alussa tulleen segmenttimuutoksen myötä kahteen segmenttiin.

Rakentaminen-segmentti käsittää kaiken rakentamisesta tulevan liikevaihdon sekä omaperusteisen tuotannon sitoutuneen pääoman tontteineen. Tässä segmentissä pääomien on tarkoitus kiertää nopeammin kuin pitkäaikaiseen omistamiseen keskittyvässä Sijoittaminen-segmentissä. Rakentamiseen kuuluu kaikki rakennustoiminta sekä Suomessa että Venäjällä.

Sijoittaminen-segmenttiin kuuluvat kohteet, joissa yhtiö toimii pidemmän aikavälin sijoittajana usein yhteistyökumppaneiden kanssa. Sijoittamisen segmentissä ominaista on pääomien ja hankkeiden pitkäaikainen kehittäminen, jossa varsinaiset tulot muodostuvat useiden vuosien aikaisesta vuotuisista kassavirroista ja lopulta hankkeista saatavista myyntivoitoista.



Rakentaminen

Asunto, toimitila, infra- ja korjausrakentaminen

- Liikevaihto ja tulos tuloutuvat joko valmiusasteen mukaisesti tai valmistumisen yhteydessä
- Urakointi on tasaista tulovirtaa <-> omaperusteiset tuloutuvat myyntiasteen mukaisesti valmistuessa
- Pääomat kiertävät nopeammin (pääosin 1-3 vuotta)

Sijoittaminen

Kauppakeskukset ja muut omistukset sekä kehityshankkeet

- Tulos syntyy sijoitusten omistajan kassavirroista ja ajan myötä tapahtuvista myyntikatkeista
- Pääomien kierto voi kestää kohteesta riippuen jopa yli 10 vuotta

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/5

Segmentit

SRV on jakanut liiketoimintansa tällä hetkellä kahteen segmenttiin, Rakentaminen ja Sijoittaminen. Lisäksi yhtiö raportoi muiden toimintojen alla emoyhtiön, hankekehitysyksikön ja konsernieliminoinnit.

Rakentaminen

Rakentamisen liikevaihto on jaettu asunto- ja toimitilarakentamiseen. Asuntorakentamisen osuus segmentin liikevaihdosta oli noin 36 % vuonna 2019 (2018: 30 %) ja toimitilarakentamisen 64 % (2018: 70 %). Toimitilarakentaminen väheni vuonna 2019 mm. ison REDIn kauppakeskuksen rakentamisen valmistuttua, mutta nyt volyymeja tukee merkittävästi lisääntynyt julkinen rakentaminen (sairaalat), elinkaarihankkeiden kasvanut määrä (esim. koulut), infrarakentaminen ja teollinen rakentaminen. Asuntorakentamisessa yhtiö on vuonna 2020 keskittynyt sijoittaja-kohteisiin, mutta suunnittelee nyt uusien omaperusteisten kohteiden käynnistämistä pitkän tauon jälkeen. Lisäksi keskiössä on ollut kannattavuuden parannus. Vuonna 2018 yhtiön operatiivinen tulos oli segmentissä noin 13 MEUR negatiivinen, mutta nousi jo vuoden 2019 aikana 7 MEUR positiiviseksi (EBIT-%: 0,7 %). Kolmen kvartaalin jälkeen rullaava 12 kuukauden operatiivinen liikevoittomarginaali oli noussut jo 2,1 %:iin ja operatiivinen liikevoitto 22 MEUR:oon.

Asuntorakentaminen

SRV:n asuntorakentaminen keskittyy PK-seudulle sekä Suomen suuriin kasvukeskuksiin, missä rakentamisen aktiviteetti on säilynyt suhdanteen

hiljentyemisestä huolimatta hyvällä tasolla. Tuotanto koostuu pääosin sijoittajahankkeista sekä omaperusteisista asuntohankkeista. Asuntorakentamisen 12 kk:n liukuva liikevaihto oli Q3'20:n lopussa 387 MEUR (-33 % vs. Q3'19). Lasku johtuu omaperusteisten asuntojen laskeneen määrästä. Q3'20 lopussa rakenteilla oli 2076 asuntoa (Q3'19: 2773 kpl), josta noin 29 % oli omaperusteisia kohteita (vs. Q3'19: 47 %). Asuntorakentamisen 455 MEUR:n tilauskannasta kohdistui kauden lopussa kuitenkin noin 60 % omaperusteiseen tuotantoon kertoen isoista hankkeista (mm. Kalasataman tornit ja niiden esirakennus). Tilauskannassa huomioitavaa on, että urakka- ja sijoittajahankkeet poistuvat tilauskannasta ajan kuluessa ja omaperusteiset kohteet niiden valmistuessa (myyntiasteen mukaan).

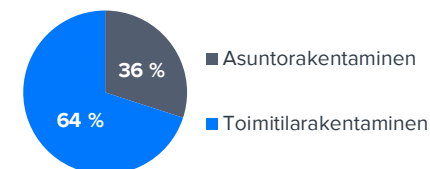
Toimitilarakentaminen

SRV:n toimitilarakentamisen 12 kk:n liukuva liikevaihto oli Q3'20 lopussa 695 MEUR (+5 % vs. Q3'19). Toimitilarakentaminen sisältää julkisia sekä kaupallisia hankkeita että myös infra- ja korjausrakentamista. Vuonna 2019 koulujen ja sairaaloiden osuus yhtiön liikevaihdosta oli noin 26 %, kun muut toimitilat toivat siitä noin 32 % ja infra- sekä korjausrakentaminen noin 6 %. Toimitilarakentamisen hankkeet jakautuvat yhtiön omaperusteisiin ja -kehitteisiin hankkeisiin sekä urakoihin.

Toimitilarakentamisen tilauskanta oli Q3'20:n lopussa 826 MEUR (-12 % vs. Q3'19). Isoimmat käynnissä olevat hankkeet liittyvät julkiseen rakentamiseen, missä kysyntä on ollut yhtiölle vilkasta. Näistä suurin on 325 MEUR:n Keski-

Rakentaminen

Rakentamisen liikevaihtojakauma



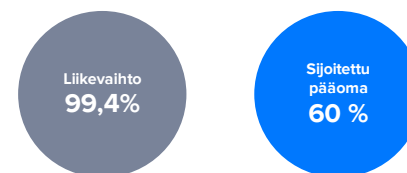
Toimitilarakentaminen

- Toimistot ja liiketilat
- Sairaalat, koulut ja muu julkinen rakentaminen
- Hotellit
- Koulut ja muut julkiset rakennukset
- Kallio- ja infra
- Korjausrakentaminen

Asuntorakentaminen

- Omaperusteiset hankkeet
- Sijoittajamyynni
- Neuvottelu-urakointi
- Urakointi

Segmentin osuus konsernista 2019:



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/5

Suomen sairaala Nova ja HUS:n Siltasairaala (243 MEUR). Muita toimitilaurakoita on Helsinki-Vantaan lentoaseman Terminaali 2:n laajennushanke (260 MEUR). Suurin käynnissä oleva omakehitteinen hanke on Tampereen Kansi ja Areena -hanke, jonka arvo on noin 550 MEUR. SRV myi hankkeesta isoimman osan helmikuussa 2020 ja omistaa hankkeesta nyt noin 8,3 %. Samaan aikaan myytiin myös omistusosuus REDI-kauppakeskuksesta.

Sijoittaminen

Sijoittaminen-segmentti keskittyy konsernin kehittämien hankkeiden pitkäaikaiseen omistamiseen, mahdolliseen operointiin, hallinnointiin ja elinkaaren lopussa myös kohteiden realisointiin.

SRV omistaa osuuksia (19-50 %) vuosina 2013-2017 valmistuneista kauppakeskuksista Venäjällä. Merkittävin on vuonna 2016 avattu Okhta Mall Pietarissa (hankinta-arvo noin 200 MEUR), jossa myynnin oli alkuperäisen aikataulun mukaan odotettu tapahtuvan vuodesta 2021 eteenpäin. Koronan luomat haasteet tosin lykkäävät kaikkien kohteiden suunniteltuja myyntiaikatauluja arviomme mukaan noin vuodella eteenpäin.

Vuonna 2020 myytiin alunperin suunniteltu Pietarissa sijaitseva Pearl Plaza on toiseksi suurin kauppakeskuksista (hankinta-arvo noin 140 MEUR). Kolmas kauppakeskus on noin 60 MEUR:n arvoinen 4Daily Moskovassa. Lisäksi yhtiö omistaa 50 % Moskovan keskustasta sijaitsevasta Etmia II -toimistokokonaisuudesta. Pearl Plazassa vuokrausasteet ovat 100 % ja lähestyvät sitä myös

Okhta Mallissa. 4Dailyssä vuokrausasteet ovat 80 %:n paremmalla puolella, mutta siinä alkuperäinen myyntiajankohta on ollut vasta vuodesta 2022 alkaen.

Segmentin liikevaihto muodostuu lähinnä yhtiön osaomistamien kauppakeskusten operoinnista. Segmentin operatiivinen liikevoitto muodostuu kauppakeskusten osakkuusyhtiöiden nettotuloksesta. Raportoituun liikevoittoon vaikuttaa ruplan kurssimuutoksista syntyvät osakkuusyhtiöiden euromääräisten lainojen arvomuutokset. Ruplan vahvistuessa yhtiön raportoitu tulos segmentissä paranee ja ruplan heikentyessä raportoitu tulos heikkenee. Suurin osa näistä on kuitenkin vaihdettu ruplamääräisiksi, jolloin vaikutukset ovat historiallisia muutoksia pienempiä.

Sijoittamisen 12 kk:n liukuva liikevaihto oli Q3'20:n lopussa noin 6 MEUR. Liukuva (12kk) operatiivinen liikevoitto oli selvästi tappiolla, mutta tähän vaikuttaa Q4'19:lle kirjatut isot alaskirjaukset. Ilman niitä kehitys olisi ollut vertailukautta parempi. Korona iski kuitenkin rajusti Venäjän talouteen ja kauppakeskuksiin. Selkeä ja nopea palautuminen on jo mm. myynneissä pohjilta nähty, mutta jo jonkin aikaa vuokrausasteet ja kauppakeskusten tulovirrat ovat kehittyneet aikaisempia odotuksiamme heikommin. Korona lisää hieman epävarmuutta eikä odotuksemme segmentin lähitulevaisuuden osalta ole kovinkaan suuret. Hankkeiden realisointi hyvin tuloksin nykyisessä toimintaympäristössä vaikuttaa epätodennäköiseltä ja myös hankkeiden alaskirjausriski on olemassa.

Sijoittaminen

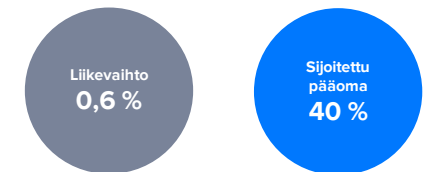
Sijoittamisen nykyiset pääasialliset tulovirrat

- Kauppakeskusten operointi
- Osuus osaomisteisten osakkuusyhtiöiden nettotuloksesta (vuokrakassavirta kauppakeskuksista)
- Omistusten mahdollinen realisointi

Valmiit hankkeet

- Okhta Mall
- Pearl Plaza
- 4Daily
- Etmia

Segmentin osuus konsernista 2019:



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/5

Liiketoimintamalli

SRV:n liiketoimintamallin ydin perustuu rakennushankkeiden projektinjohtototeutukseen. SRV vastaa tyypillisesti hankkeen läpiviennistä johtaen projektin eri osa-alueita, mutta itse rakentamisen suorittaa pääosin SRV:n laaja alihankkijaverkosto. Liiketoimintaan olennaisesti liittyy lisäksi hankkeiden kehitys ja kaupallistaminen, hankkeiden osaomistaminen sekä kauppakeskusten operointi. SRV:n liiketoimintamalli voidaan jakaa karkeasti neljään osaan:

1. Hankekehitys

SRV tunnetaan rohkeasta hankekehityksestä, joka on synnyttänyt viime vuosina mm. Helsingin Kalasataman aluekeskuksen REDIn, Niittykummun metrokeskuksen, Pietarin Okhta Mall ja Pearl Plaza kauppakeskukset sekä rakentamisvaiheessa olevan Tampereen Kansi ja Areena -hankkeen.

Sijoittajan näkökulmasta SRV:n hankekehitys-osaaminen laajentaa ja parantaa yhtiön kasvumahdollisuuksia sekä nostaa hankkeiden kokoa ja lisäarvoa. Hankekehityksestä syntyy SRV:lle kuitenkin jatkuvasti merkittäviä kustannuksia, joita ei välttämättä saada takaisin onnistuneina hankkeina. Lisäksi hankekehitys on usein suhdannevaihteluiden, rahoituksen saatavuuden ja kaavoitusprosessien vuoksi hidasta, ja voi kestää useita vuosia ennen kuin mittavat hankkeet etenevät toteutukseen.

2. Operatiivinen liiketoiminta: SRV Malli

SRV:n liiketoiminnan ytimessä on niin kutsuttu SRV Malli, joka yhdistää hankekehityksen projektinjohtototeutukseen. Mallissa SRV kehittää ja johtaa rakennushanketta läheisessä yhteistoiminnassa tilaajan (asiakkaan) kanssa siten, että hankekehitys, suunnittelu, hankinnat ja rakentaminen limitetään jakamalla rakennustyö useisiin osiin, jotka kilpailutetaan suunnittelun etenemisen myötä. SRV ottaa kokonaisvastuun (pääurakoitsija) hankkeen toteuttamisesta.

Toimintamallin etuna on, että se mahdollistaa suurtenkin hankkeiden nopean käynnistämisen ja läpiviennin vielä alustavien suunnitelmien pohjalta yhteistyössä tilaajan kanssa. Sijoittajan kannalta SRV Mallin keskeisiä piirteitä ovat sen tarjoama kustannusrakenteen joustavuus ja skaalautuvuus. SRV Malli mahdollistaa huomattavan pienen henkilöstömäärän ja kiinteät kulut, mikä suojaa yhtiön tulosta nopeilta suhdannevaihteluilta, mutta samalla altistaa yhtiön huonoon neuvotteluasemaan resurssipulan aikaan.

Haasteena näemme SRV Mallissa mm. sen, että yhtiö on hyvin riippuvainen suunnittelijoiden ja alihankkijoidensa osaamisesta, ulkopuolisen kapasiteetin saatavuudesta/hinnasta ja alihankkijoiden kyvystä toteuttaa annetut tehtävät ajallaan ja laatuvaatimusten mukaisesti. Tämä voi johtaa tilanteisiin, jossa SRV voi joutua heikon laadun tai aikataulujen pettämisestä johtuvien kustannuksien ja muutostarpeiden maksajaksi.

Historiallisesti SRV on mallinsa avulla hallinnut rakentamisen riskejä kohtuullisen hyvin, mutta nyt nähdyn noususuhdanteen loppuvaiheilla ilmeni

haasteita, kun aliurakoitsijat ovat kohdanneet kovaa kysyntää ja he ovat pystyneet nostamaan hintojaan huomattavasti SRV:tä joustavammin. Myös isojen hankkeiden projektinjohtossa on ollut haasteita. SRV Mallin voidaan sanoa olevan hieman jälkisyklinen ja jopa kärsivän ylikuumasta suhdanteesta.

3. Kiinteistöjen operointi

SRV:llä on useimmista kilpailijoista poikkeavaa osaamista ja resursseja kiinteistöjen vuokraamisen, hallinnoinnin ja operoinnin saralla. Yhtiö perusti REAM-toiminnon (Real estate asset management, nykyisin SRV 360) vuonna 2013.

Toiminnolla SRV pyrkii kasvattamaan kiinteistökehityksen lisäarvoa. REAM-osaaminen on kilpailuetu eritoten Venäjällä, jossa sillä voidaan nostaa kauppakeskuskohteiden kiinnostavuutta kansainvälisten vuokralaisten ja loppusijoittajien silmissä. Tyypillisesti rakennusyhtiöt pyrkivät myymään hankkeet ennen aloitusta, rakentamisaikana tai viimeistään valmistumisen jälkeen, jolloin kohteet eivät ole vielä tyypillisesti saavuttaneet täyttä kaupallista potentiaaliaan tai tunnettavuutta.

SRV:n REAM-resurssit mahdollistavat kohteiden myynnin ajoittamisen markkinoiden ja kohteen kaupallisen houkuttelevuuden kannalta optimaalisempaan ajankohtaan, sillä SRV ja muut mukana olevat sijoittajat voivat rahoittaa projektia kiinteistön vuokratuotoilla siihen asti kunnes kohteen operatiivinen tuotto ja sijoittajien tuottovaade ovat otolliset irtautumiseen.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/5

4. Omistaminen

SRV osallistuu moniin rakennushankkeisiin myös sijoittajan roolissa. Sijoittajarooli mahdollistaa SRV:lle korkeamman osuuden hankkeiden lisäarvosta, riskien jakamisen ja rahoitusresurssien optimoinnin. Sijoittajarooliin tyypillisesti sopivia hankkeita ovat mm. suuret aluekehityshankkeet ja kauppakeskushankkeet.

Merkittävä osa monen kiinteistökehityshankkeen lisäarvosta muodostuu vasta hankkeen valmistumisen jälkeen, kun kohteen käyttöasteet ja vuokratuotto saadaan optimaaliselle tasolle noin 2-4 vuotta valmistumisen jälkeen. Lisäksi sijoittajien tuottovaade voi vaihdella voimakkaastikin yli ajan, mikä vaikuttaa paljon kohteen arvoon ja optimaaliseen myyntihetkeen. Yhteenlaskettuna tämä hankkeen rahoittajille/sijoittajille kuuluva ns. hankekehityskate on kohteesta riippuen tyypillisesti noin 15-30 %. Sijoittajan roolissa SRV pääsee hyötymään omistusosuksiensa suhteessa myös tästä katteesta.

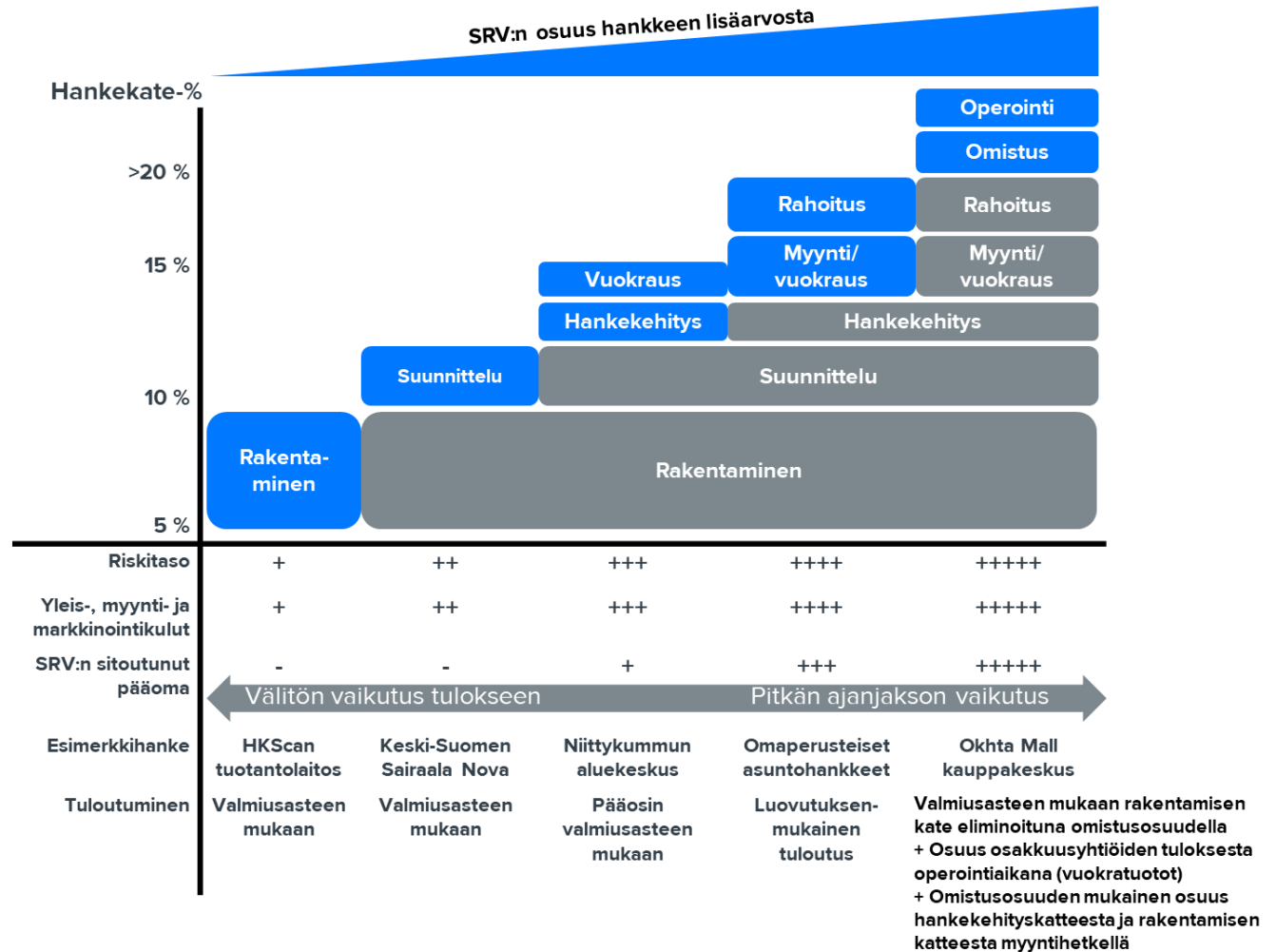
Suurimpien kehityshankkeiden kohdalla SRV:n oma rahoituskapasiteetti ja riskinkantokyky asettaa tiettyjä rajoituksia sijoitusten ja omistusosuuksien määrälle. SRV on tästä syystä kehittänyt yhteistyössä sijoittajien kanssa hankerahoitusratkaisuja, jotka mahdollistavat samanaikaisesti riskien hajauttamisen ja suuren hankekoon. Esimerkiksi kaikissa nykyisissä kauppakeskushankkeissa SRV:n omistusosuus vaihtelee 20-50 %:n välillä. Oman pääoman

rahoituksen lisäksi hankkeissa pyritään hyödyntämään velkarahoitusta.

Tervehdyttämisohjelman aikaan yhtiö kuitenkin on pyrkinyt aktiivisesti vähentämään hankkeisiin sitoutunutta pääomaa, mikä on myös vähentänyt sijoittamisen tai omistamisen roolia yhtiössä lyhyellä aikavälillä. Yhtiö on myös maininnut, että miettii strategisia linjauksia uudestaan lähitulevaisuudessa, mikä voi myös tarkoittaa muutoksia sijoittamisen tai omistamisen merkitykseen yhtiössä.

SRV:n liiketoimintamalli

- **Hankekehitys:** SRV kehittää oma-aloitteisesti ja asiakkaiden tarpeiden perusteella rakennus-, kiinteistökehitys- ja aluehankkeita.
- **Suunnittelu ja kaupallistaminen:** SRV vastaa hankkeiden suunnittelusta ja kaupallistamisesta asiakkaiden ja loppukäyttäjien vaatimusten mukaisesti.
- **Hankkeiden toteutus:** SRV toteuttaa koko rakennushankkeen pääurakoitsijan vastuulla yhtiön omalla projektinjohtourakointimallilla, eli SRV Mallilla.
- **Kohteiden myynti/vuokraus ja hallinnointi:** SRV voi vastata omissa kehityshankkeissaan kohteiden myynnistä, vuokraamisesta, liiketoimintakonseptista sekä kauppakeskusten operoinnista.
- **Hankepääoman hallinta ja sijoittajaratkaisut:** SRV on kehittänyt monipuolisia hankerahoitusratkaisuja ja on useimmiten suurimmissa omakehitteisissä hankkeissaan mukana myös sijoittajan roolissa.



Strategia 1/2

Strategiakausi: 2018-2022

SRV asetti strategiansa, vision ja taloudelliset tavoitteet helmikuussa 2016 ja aikoo tämän vuoden aikana päivittää strategiansa ja taloudelliset tavoitteensa ajan tasalle. Tämän vuoksi strategian tarkastelu ei välttämättä kuvaa tarkasti yhtiön tulevaa suuntaa, mutta näemme isojen linjojen olevan suhteellisen ennallaan myös jatkossa.

Strategiassa on viime vuodet keskitytty entistä enemmän kannattavuuden parantamiseen ja toimialaa nopeamman kasvun sijasta pyritään ensisijaisesti operatiivisen liikevoiton kasvattamiseen. Näemme päivittyvän strategian ja tavoitteiden tukeutuvan yhtiön vahvuuksiin ja edelleen keskittyvän kannattavuuden parantamiseen, jonka jälkeen voidaan lähteä terveeltä pohjalta hakemaan kasvua. Tähän liittyy myös yleisen riskitason laskeminen ja pääoman sitovuuden alentaminen.

Kannattavuuden parantaminen

Keskeisin asia yhtiön strategisessa kehityksessä on tällä hetkellä kannattavuuden parantaminen. Yksi SRV:n kannattavuutta parantava keino on hankeportfolion optimointi ja entistä tarkempi hankkeiden valikointi. SRV:n päämääränä on vähentää heikkokatteisiin urakoihin osallistumista, kehittää sekä hyödyntää kustannusjoustavia urakkamuotoja, lisätä yhteistyöhankkeita ja keskittyä tulevaisuudessa aiempaa vahvemmin omakehitteisiin ja -perusteisiin asuntohankkeisiin.

Yleisesti omaperusteisissa hankkeissa on

saavutettavissa urakointia parempi kannattavuus. Korkean kannattavuuden kääntöpuolella on kasvavat rahoitus- ja myyntiriskit sekä urakointia korkeampi sitoutunut pääoma. Korkeiden riskien ja sitoutuneen pääoman myötä yhtiö onkin alkuun keskittynyt omakehitteisiin hankkeisiin. Tällä on pyritty vähentämään sijoitetun pääoman määrää ja riskejä verrattuna omaperusteisiin hankkeisiin. Tähän liittyen myös osaomistamisen mallit hankkeissa tulevat todennäköisesti kasvamaan.

Urakat yhtiö pyrkii toteuttamaan kustannus- tai tavoitehintaperusteisina neuvottelemalla tai kilpailun kautta. Kiinteähintaisia kilpailu-urakoita SRV toteuttaa nykyään valikoidusti, sillä niissä potentiaali lisäarvoa tuottaviin ratkaisuihin on heikko ja katetaso tyypillisesti matala. Lisäksi yhtiö pyrkii tulevaisuudessa hyödyntämään allianssi- ja muita yhteistyöurakkamalleja yhä enemmän vaativissa ja riskien arvioinnin kannalta haastavissa projekteissa.

Vuonna 2019 aloitettu tervehdyttämisohjelma on myös ollut tärkeä osa jo nähtyä kannattavuusparannusta. Yhtiön tehdyillä henkilöstövähennyksillä arvioidaan olevan noin 6 MEUR:n vuotuiset säästövaikutukset. Sen lisäksi käynnissä on edelleen materiaali- ja palvelukustannusten alentaminen usealla prosentilla ja hankkeiden tarjouskilpailun tiukempi valvonta ja näiden prosessien kehittäminen.

Taloudelliset tavoitteet

Nykyisen strategian taloudelliset tavoitteet ovat keskittyneet kannattavuuden parantamiseen,

johon näemme myös seuraavien tavoitteiden painottuvan ainakin alkuun. Strategian taloudelliset tavoitteet ovat olleet:

- Liikevaihdon kasvuvaiheen jälkeen tavoitellaan ensisijaisesti vuosittaisen operatiivisen liikevoiton kasvattamista
- Operatiivinen liikevoittomarginaali 8 %
 - Rakentaminen 6 %-yks.
 - Sijoittaminen 2 %-yks.
- Oman pääoman tuotto vähintään 15 % 2022 loppuun mennessä
- Sijoitetun pääoman tuotto vähintään 12 % 2022 loppuun mennessä
- Omavaraisuusaste > 35 %
- Osinkoa jaetaan 30-50 % vuosittaisesta tuloksesta liiketoiminnan pääomatarpeet huomioiden

Kuten mainittua taloudelliset tavoitteet tulevat päivittymään lähiaikoina eikä sijoittajien kannata nojata liikaa näihin tavoitteisiin päätöksissään.

Strategia 2/2

Kannattavuus ja pääomantuotto haasteellisia

Viime aikaisen suorituksen ja historian perusteella SRV on vielä kaukana aikaisemmin asettamistaan kannattavuustavoitteista. Kasvun, omavaraisuusasteen ja osingon osalta yhtiö on ollut historiallisesti tavoitellulla tasolla, vaikkakin viime vuonna tilanne kääntyi osin pääläelleen. Yhtiön painopiste on muuttunut selkeämmin enemmän kannattavuuden optimointiin kuin kasvuun, emmekä näe yhtiön kasvattavan liikevaihtoaan merkittävästi lähitulevaisuudessa.

Pidämme SRV:n tavoitteita kannattavuuden ja pääoman tuoton osalta lyhyellä aikavälillä haastavina, vaikka rakennusalan isoimpien kustannuspaineiden odotetaankin hellittävän ja antavan tukea yhtiön liiketoimintamallin ansiosta. SRV:n tavoitteen mukaisesta 8 %:n liikevoittomarginaalista 6 %-yksikköä tulisi yhtiön Rakentaminen-segmentin tuloksesta ja 2 %-yksikköä Sijoittaminen-segmentin osaomistuksessa olevien kauppakeskusten vuokratuotoista. Molemmat vaikuttavat lyhyellä aikavälillä hyvin haastavilta saavuttaa. Arvioimme, että seuraavan strategian ja taloudellisten tavoitteiden päivytyksen yhteydessä näitä tavoitteita varmasti tarkistetaan.

Rakentamisen kannattavuus on ollut yksittäisten heikkojen projektien ja yleisen kustannuskehityksen vuoksi matalaa viime vuosina. Vuoden 2020 aikana tilanne on helpottunut yleisen kustannuspaineen laskiessa ja yhtiön tervehdyttämisohjelman vaikutuksien näkyessä tuloksessa. Samalla tilauskannan

katerakenne on parantunut paremman projektihallinnan myötä. Ensi vuonna odotuksissamme on edelleen parempaa kannattavuutta, mutta ennustamme tason olevan kuitenkin vielä kaukana aikaisemmista tavoitteista. Tähän vaikuttaa lisäksi se, että rakentamisessa omaperusteisten asuntojen valmistusmäärät tippuvat viime vuosista, mikä vaikeuttaa kannattavuuden nostoa yleisellä tasolla Rakentaminen segmentissä.

Sijoittaminen segmentin osalta SRV:n osaomistamat kauppakeskusten tulokset kasvavat tavoitellulle tasolle tyypillisesti vasta useita vuosia valmistumisen jälkeen, minkä takia lähivuosina myöskään ne eivät yllä 2 %:n tuottotasolle. Pearl Plazan operatiivinen tulos on arviomme mukaan hyvällä tasolla, mutta esim. 4Daily ja Okhta Mall ovat vielä kauppakeskuksen ylösajovaiheessa.

Osaltaan kannattavuustavoitteiden toteutuminen vaatii näkemyksemme mukaan myös rakennusmarkkinoiden suhdanteen ja Suomen talouskehityksen osalta vetoapua, jotta SRV:llä olisi varaa valikoida tilauskantaansa vain hyviä hankkeita ja kuluttajien ostovoima pysyisi vähintään tasaisena. Lisäksi Venäjän talouden olisi elvyttävä nykyisiltä tasoilta, jotta kuluttajien ostovoima kasvaisi. Tämä puolestaan mahdollistaisi kiinteistöjen tuottojen nousun ja sen, että sijoittajat näkisivät geopolitiittisten tai koronan riskien yli.

Vielä heikon kannattavuuden vuoksi pääoman tuoton ja osingonjaon suhteen tavoitteet jäävät

lyhyellä aikavälillä saavuttamatta. Päästäkseen pääoman tuottotavoitteisiinsa SRV:n tarvitsee parantuvan kannattavuuden lisäksi laskea sitoutuneen pääoman määrää ja tehostaa sen käyttöä. Siinä SRV onkin jo tervehdyttämisen ohjelmansa avulla onnistunut hyvin.

Omavaraisuuden tavoitteen sotkee osaltaan IFRS 16 -standardin myötä kasvaneet velat. Ilman näitä omavaraisuusaste on jo noussut kohtuullisen hyvälle tasolle yhtiön liiketoimintamalli huomioiden. Yhtiön rahoitusrakenne on viimeaikaisten pääomajärjestelyjen myötä nyt selvästi parantunut ja tehdyt osakeannit antavat yhtiölle työrauhan.

Sijoitusprofiili

Sijoitusprofiili

Omistajilta vaaditaan pitkäjänteisyyttä ja korkeaa riskinsietokykyä

Suuret ja pitkäkestoiset kiinteistökehityshankkeet vaativat SRV:n osakkeeseen sijoittavalta eritoten pitkäjänteisyyttä, korkeaa riskinsietokykyä ja suurta luottoa yhtiön johtoa kohtaan. Lisäksi sijoittajan on hyvä ymmärtää erilaisten hanke-, rahoitus- ja omistusrakenteiden vaikutus SRV:n liikevaihdon ja katteen tuloutuskäytäntöihin ja pääomarakenteeseen.

SRV:stä muodostumassa käännehyhtiö

SRV:tä voitiin luonnehtia vuosien 2018 ja 2019 aikana jopa kriisiyhtiöksi. Nyt yhtiön tervehdyttämisohjelman jälkeen yhtiöstä voidaan alkaa puhua jo käännehyhtiönä.

Sijoittajien kannalta tärkeä seurattava asia on Rakentaminen-segmentin kannattavuuden parantumisen jatkuminen. Isojen tappiollisten projektien jälkeen vuoden 2018 lopun 2,5 %:n liike tappioista kannattavuus on vuoden 2020 aikana noussut jo noin 3 %:n tasolle.

Sijoittaminen-segmentin kauppakeskuksista ei sijoittajien kannalta odottaa lähivuosina merkittäviä tuottoja, sillä esimerkiksi Pearl Plazan myynnillä ei arviomme olisi merkittäviä vaikutuksia tulokseen (rakentamisen kate pl.). Ensi vuosi segmentin osalta näyttääkin vielä heikolta ja myynnit voivat koronan vuoksi viivästyä.

Vielä ei ole myöskään täyttä varmuutta onko

tasearvoissa alaskirjaamisen paineita koronakriisin aiheuttaman shokin jäljiltä. Yksittäisen alaskirjauksen tai tappion sijaan kiinnittäisimme huomiomme kuitenkin kannattavuuden parantamisen askeleihin ja sen kestävyysarvioimiseen.

Positiiviset arvo-ajurit ja potentiaali

Rakentamisen kannattavuuden parantuminen: SRV:llä on merkittävää kannattavuuden nousupotentiaalia Rakentamisessa talouskasvun pysyessä vakaana yhtiön toimintamaissa. Tämä kuitenkin edellyttää myös oman toiminnan tehostamista sekä tulevien hankkeiden tarkempaa valikointia.

Pääoman tehokkuuden kasvu: Sitoutuneen pääoman määrän tehostamisella voidaan vapauttaa tuottamattomia pääomia, optimoida pääomarakennetta ja kasvattaa pääoman tuottoa. Lisäksi yhtiön aloittamat uudet hankkeet eivät sido pääomia yhtä paljon kuin aiemmin omistusrakenteen optimoinnin myötä.

Rahoituksen vipu: SRV:n korkeiden rahoituskulujen ja hybridilainan korkojen vuoksi alarivillä vipu tuloksessa on merkittävä, jos yhtiö saa pääomia vapautettua ja velkaisuutta vähennettyä.

Negatiiviset arvoajurit ja riskit

Toimialan syklisyys: Rakentamisen kysyntä on hyvin syklistä ja Suomi on näkemyksemme mukaan keskellä suhdannekäännettä. SRV kärsi noususuhdanteesta nousseista kustannuksista,

mutta nyt hiljentyvän suhdanteen tulisi tukea yhtiön kannattavuutta.

Suuria ja haastavia hankkeita: SRV:n hankkeet ovat tyypillisesti suuria sekä asunto- että toimitilarakentamisen puolella, mikä nostaa yksittäisiin hankkeisiin kohdistuvien riskien toteutumisen vaikutuksia.

Venäjän maariskit: Iso osa SRV:n sijoitetusta pääomasta on sitoutunut Venäjälle (40 %) ja yhtiöllä on Venäjällä useita suuria kiinteistökehityshankkeita. Venäjän heikko talouskehitys ja geopolittinen tilanne heikentävät sijoittaja- ja projektirahoituksen saatavuutta ja vaikeuttavat kiinteistöjen myyntiä.

Valuuttakurssiriskit: Iso osa SRV:n sijoitetusta pääomasta on Venäjällä, mikä altistaa yhtiön tuloksen ja taseen ruplan kurssivaihteluista aiheutuville riskeille.

Rahoitusriskit: Rakennusprojektit ja kiinteistösijoitukset rahoitetaan pääosin velkarahalla, minkä vuoksi SRV:n liiketoiminnan herkkyys muutoksille rahoituksen saatavuudessa, korkotasossa tai likviditeetissä on korkea. Varsinkin suurien asuntokohteiden ja pääomaa sitovien omaperusteisten toimitilahankkeiden rahoitusriskit voivat olla korkeat, sillä niihin sitoutuu tyypillisesti paljon pääomaa pitkiksi ajoiksi ja etupainotteisesti. Nykyinen tasetilanne ja taloudellinen tilanne on kuitenkin yhtiössä hyvä ja antaa työrauhan.

Sijoitusprofiili

1.

Kannattavuuden parannus

2.

Keskittyminen kasvaviin ja kaupungistumisen tukemiin alueisiin

3.

Vahva tilauskanta ja hyvä hankekehitysportfolio

4.

Pääoman vapautuminen, käytön tehostuminen ja liiketoiminnan riskien pientyminen

5.

Suhdanneherkkyys

Potentiaali



- Rakentamisen kannattavuuden nosto
- Merkittävä hankekehitysportfolio
- Pääomien vapautus ja vähemmän pääomaa sitovat uudet hankkeet
- Tilauskanta, korkea myyntiaste ja vuokratuotot parantavat näkyvyyttä
- Kaupungistuminen tukee yhtiön kasvukeskuksiin keskittyvää strategiaa

Riskit



- Suhdanneherkkyys korkea
- Suuri keskimääräinen hankeko
- Projektiongelmien uusiutuminen
- Venäjän maariskit
- Valuuttakurssiriskit
- Hankekehitysriskit

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Markkinat 1/2

Kaupungistuminen ja väestön vanheneminen tukee markkinan pitkän aikavälin kysyntää

Rakentamisen isoista trendeistä kaupungistuminen tukee kysyntää etenkin isoissa muuttovoittoisissa kasvukeskuksissa, mutta pitkällä aikavälillä väestönkasvun heikentyminen tai kääntyminen laskuun rajaa tarvetta toisesta suunnasta.

Väestön ja aluerakenteen muutokset ohjaavat tällä hetkellä asuntomarkkinoiden kehitystä Suomessa, mikä näkyy erityisesti uudisasuntotuotannossa ja asuntomarkkinoiden eriytymisessä. Hyvät alueet vetävät, mutta huonot kärsivät eikä kaikilla ole varaa asua omassa asunnossa.

Uudisrakentaminen painottuu hyvin voimakkaasti tällä hetkellä kasvukeskuksiin, kun samalla haasteet kasvavat maakunnissa. VTT:n tuoreen Asuntotuotantotarve 2020-2040 -tutkimuksen mukaan tuotantotarve on vuosittain noin 30-35 tuhatta asuntoa ja näistä suurin osa keskittyy kasvukeskuksiin, missä myös SRV toimii. Pitkän aikavälin kysyntään nähden viime vuosina on rakennettu paljon (yli 40 tuhatta asuntoa), mutta nyt rakentamisen suhdanteen hidastuessa tarjonta alkaa laskemaan alle kysyntätilanteen ja voi luoda jopa nousupaineita asuntojen hinnoille hyvillä paikoilla.

Tällä hetkellä näyttäisi olevan keskiössä vielä omaperusteisten hankkeiden hillitseminen ja urakointi- ja sijoittajapuolen lisääminen riskien vähentämiseksi, mikä voi avata myös hyviä tilaisuuksia vakavaraisille ja terveille yhtiöille markkinassa.

Suomen rakennusmarkkinat

Rakentaminen seuraa hyvin pitkälti yleistä taloudellisen tilanteen kehitystä, mutta osin pienellä viiveellä tilauskirjojen ollessa pitkiä. Sama on huomattavissa nytkin, sillä aktiviteetti on rakennusosalalla ollut hyvällä tasolla, vaikka talous onkin kärsinyt koronasta. Pahimmasta kuopasta ollaan talouden osalta selvitty ja keväällä hiipunut asutuskysyntäkin on palautunut todella hyvin kesän ja syksyn aikana.

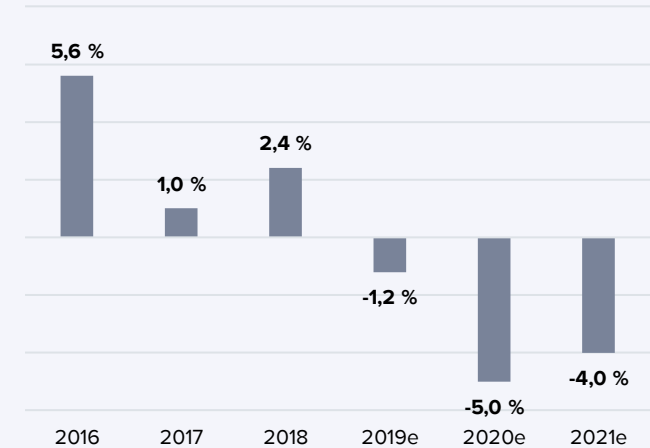
Lähipuosien aikana rakentamisen kasvun odotetaan segmenteittäin katsottuna olevan heikkoa uudisrakentamisessa etenkin liiketiloissa ja asuntorakentamisessa. Suhdanteen heikkenemistä tasaa kuitenkin korjausrakentaminen, infrarakentaminen sekä teollisuuden ja julkisen puolen hankkeet.

Markkinaennusteet synkkiä

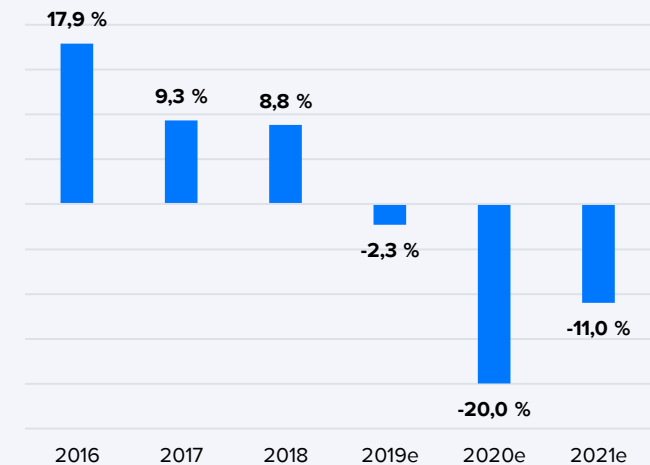
Markkinaennusteet ovat lähipuosille vielä suhteellisen pessimistiset, mutta arviomme mukaan talouden voimakkaasta palautumisesta johtuen näissä voi olla nousuvaraa. RT ennustaa koko rakentamisen määrän laskevan vuonna 2020 noin 5 %:lla ja edelleen ensi vuonna noin 4 %:lla. Aktiviteetti on kuitenkin ollut PK-seudulla etenkin alkuvuonna vielä vahvaa, mikä kuvastaa myös alueiden eroja.

Asuntorakentamisen osalta tilanne näyttää heikentyvän merkittävästi seuraavien vuosien aikana. Forecon ennustaa asuntorakentamisen määrän laskevan keskimäärin 17,5 % vuonna 2020 ja edelleen 12,5 % vuonna 2021. RT ennustaa asuntorakentamisen laskevan 20 %:lla vuonna 2020 ja edelleen 11 %:lla vuonna 2021.

Rakentamisen määrän odotetaan laskevan voimakkaasti lähivuosina (RT-ennuste)



Asuinrakentamisen määrän odotetaan vähentyvän merkittävästi (RT ennuste)



Markkinat 2/2

Vuosittaisten asuntoaloitusten nähdään laskevan 45 000 asunnon huipuista noin 26 000 asuntoon vuosien 2021-2022 aikana, kun aikaisemmin mainittu pitkän aikavälin vuosittainen tarve on 30-35 tuhatta asuntoa. Myös oikealla nähtävät rakennusluvut ja -aloitukset ovat olleet historiassa hieman yli 30 000 asunnon. Selvää hidastumista viime vuosien huippulukemista ollaan jo nähty.

Kysyntää tukee kuitenkin hyvin matala korkotaso, kuluttajien ostovoiman hyvä taso, vaihtoehtoisten sijoitustuotteiden puute ja talousnäkymien parantuminen. Myös asuntomyynti on palautunut voimakkaasti alkuvuoden notkahduksesta, mikä kertoo kysynnän olevan varsin vahva. Pullonkauloja aiheuttaa rahoitusympäristön kiristyminen yhtiöiden suuntaan, mikä rajoittaa tarjontaa.

Toimitilarakentamisen näkymät

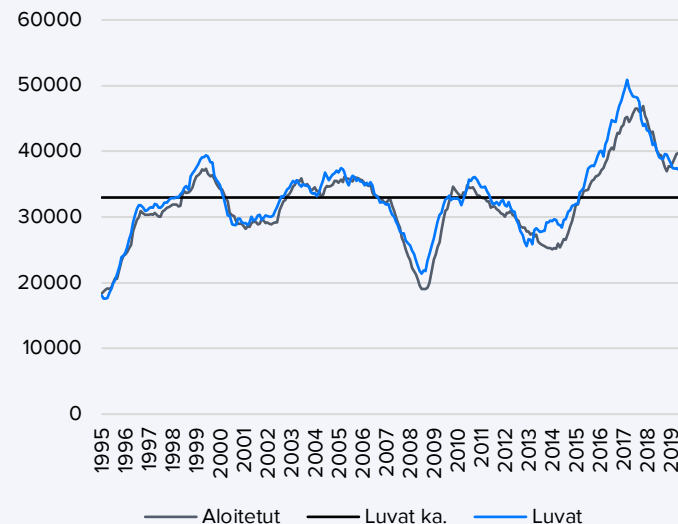
Odotamme Suomen toimitilarakentamisen volyymikasvuun hidastumista lähivuosien aikana vahvojen vuosien jälkeen, jota tuki useat suuret liike-, teollisuus- ja julkisen puolen rakennushankkeet. Koronan myötä mahdollisesti tuleva valtioiden ja kuntien elvytysraha avittanee lähivuosien kysyntänäkymiä etenkin julkisen puolen hankkeissa, korjausrakentamisessa ja infrarakentamisessa.

Markkinaennustelaitokset ennustavat kuitenkin muun kuin asuntorakentamisen näkymät heikkoina lähivuosille. Forecon ennustaa muun kuin asuntorakentamisen uudisrakentamisen kasvavan vielä vuonna 2020 1 %:lla, mutta ensi vuonna kääntyvän jopa 7,5 %:n laskuun. RT:llä

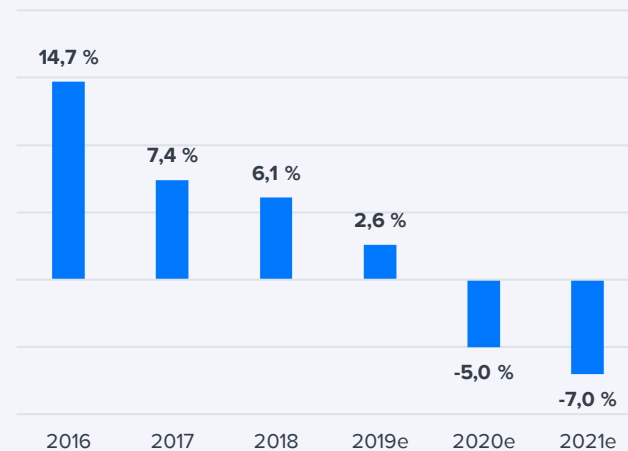
muun uudisrakentamisen odotetaan laskevan kuluvana vuonna jo 5 %:lla ja ensi vuonna vielä 7 %:lla. Korona on heikentänyt liiketilarakentamisen sekä etenkin hotelli- ja majoitusrakentamisen näkymiä. Muissa isoissa kaupallisissa hankkeissa voi myös näkyä selkeitä päätöksen viivästymisiä tai epävarmuutta hankkeen kaupallistamisen potentiaalista. Emme olisi kuitenkaan näin pessimistisiä varsinkaan kasvukeskuksien näkymien osalta.

Rakentaminen on keskittynyt suuriin kasvukeskuksiin ja etenkin isot raidehankkeet Tampereella ja Helsingissä ovat siivittäneet kysyntää liike- ja toimistotiloille liikenteen solmukohtissa. Teollisuusrakentaminen on vetänyt suurien hankkeiden ansiosta ja isot sairaalahankkeet ovat lisänneet julkisten tilojen kysyntää, ja pitävät sitä myös yllä lähitulevaisuudessa. Myös koulu- ja päiväkotirakentaminen on ollut nosteessa, joissa yleistynyt elinkaarimalli (rakentaminen + ylläpito) on tuonut paljon kaivattua jatkuvuutta myös rakentamiseen. Valtion suunnittelemat panostukset väylärakentamiseen tai infraan voivat nopeasti piristää rakentamisen näkymiä, jos hankkeita saadaan lähitulevaisuudessa käyntiin. Lisäksi valtioiden ja kuntien korjausvelka luo kysyntää julkisen puolen hankkeille myös jatkossa.

Asuinrakennukset, kpl (rullaava 12kk)



Muun uudisrakentamisen nähdään hidastuvan (RT ennuste)



Asuntomarkkinoiden yleiskuva

Peruskysyntätekijät		- Väestönkasvu - Kaupungistuminen - Asuntokuntien keskikoko - Asuntotuotannon vaje	   
Kuluttajakysyntä		- Ansiotason kehitys - Korkojen kehitys - Kuluttajaluottamus - Rahoitus ja sääntely	   
Sijoittajakysyntä		- Vuokratuotto - Tuottovaatimus - Vajaakäyttöasteet - Rahoitustilanne	   
Tarjonta-ajurit		- Myyntivarastot - Tonttien hinnat ja saatavuus - Rakennuskustannukset - Rahoitus	   

Arvioiden mukaan tarve 30000-35000 asuntoa vuosittain.

Ansiot kehittyneet hyvin ja oma asunto kiinnostaa. Korkojen kehitys tukee, mutta korona aiheuttaa epävarmuutta.

Yksityissijoittajien kysyntä palautuu heikolta tasolta ja insituutiot löytämässä Suomea. Tuottovaatimuksissa vielä selvästi varaa laskea. Rahoitus haasteena.

Tarjontaa on paikoin paljon. Hyvät sijainnit kohtuuhinnalla käy kaupaksi. Rakennusyhtiöiden rahoitus on kiristymään päin.

Nykytila:  = hyvin positiivinen  = positiivinen
 = heikko  = kohtuullinen

Trendi:  = paranee  = vakaa  = heikkenee

Toimitilamarkkinoiden yleiskuva

Peruskysyntätekijät		- Väestönkasvu - Kaupungistuminen - Ostovoima - Investoinnit	   
Vuokramarkkina		- Vuokratasot - Vajaakäyttöasteet - Rahoitus ja sääntely - Talouden aktiivisuus	   
Tuottovaatimus		- Tuottovaateet - Korkojen kehitys - KV-sijoittajat - Likviditeetti	   
Tarjonta-ajurit		- Tonttien hinnat ja saatavuus - Rakennuskustannukset - Rahoitus - Kannattavuus	   

Ostovoiman kasvu ja kaupungistuminen lisää kysyntää hyvien liikenneyhteysien varrella. Elvytys tukee.

Korona voi laittaa vuokriin laskupainetta. Erot alueittain kasvavat. Etätyöt voivat lisätä vajaakäyttöä.

KV-sijoittajia ilmaantunut markkinoille, mutta etenkin prime-kohteissa tuottovaatimukset laskeneet jo alas.

Tonttipula rajoittaa tarjontaa. Muut rakentamisen kustannukset alkavat helpottamaan.

Nykytila:  = hyvin positiivinen  = positiivinen
 = heikko  = kohtuullinen

Trendi:  = paranee  = vakaa  = heikkenee

Taloudellinen tilanne

Taseasema ja taloudellinen tilanne parantunut merkittävästi

SRV:n taseen loppusumma oli vuoden 2019 lopussa 913 MEUR (2018: 947 MEUR) ja nyt Q3'20 lopussa noin 919 MEUR. Yhtiön tase supistui vuonna 2019 merkittävien tappioiden myötä. Sen jälkeen sitoutunutta pääomaa on myös vapautettu ja vaihto-omaisuutta on pienentänyt omaperusteisten hankkeiden vähentyminen.

IFRS 16 -standardi nosti vuonna 2019 korollisia vuokravelkoja ja vaihto-omaisuutta noin 170 MEUR:lla. Tämän vuoksi luvut eivät ole vertailukelpoisia edellisiin tilikausiin nähden. Lisäksi keskeneräisen vuoden taseen katsominen rakennusyhtiöissä voi olla harhaanjohtavaa, sillä taseen sitoutunutta pääomaa vapautuu ja kassavirtaa tuloutuu kausiluonteisesti eniten vuoden lopussa. Q3:n lopun tilanne kertoo kuitenkin yhtiön taloudellisesta tilanteesta paremmin, kun tervehdyttämishjelma on saatu pääosin nyt valmiiksi.

Varoista iso osa vaihto-omaisuutta

Taseen suurin varallisuuserä oli rakennusyhtiöille tyypillisesti vaihto-omaisuus, jonka osuus taseesta oli Q3:n lopussa noin 42 %. Suurin osa vaihto-omaisuudesta on keskeneräisiä töitä ja maa-alueita, mutta tätä on myös kasvattanut IFRS 16 merkittävästi.

Taseen toiseksi suurin varallisuuserä oli myyntisaamiset ja muut saamiset noin 15 %:n osuudella. Aikaisemmin ison osan taseesta muodostaneet osuudet osakkuusyrityksissä ovat

laskeneet noin 33 MEUR:oon ollen noin 4 % taseen loppusummasta. Erään sisältyy mm. SRV:n omistukset Okhta Mall ja 4Daily-kauppakeskushankkeista. Nämä ovat laskeneet vuodesta 2017 ja laskevat aina, jos esimerkiksi arviot käyvästä arvosta muuttuvat. Viime vuonna suurin osa tappioista syntyi tämän erän varojen alaskirjauksista ja myynneistä (REDI).

Osakeantien ja rahoitusjärjestelyjen myötä SRV:n kassapositio on parantunut hyvälle tasolle. SRV:llä oli Q3'20 lopussa kassassa rahaa noin 71 MEUR (2019: 28 MEUR).

Oma pääoma vahvistunut

SRV:n oma pääoma oli Q3'20 lopussa 193 MEUR. Oma pääoma sisältää 15 MEUR:n hybridilainan, jonka määrä on laskenut vuoden 2019 lopusta yhtiön osakeantien ja rahoitusjärjestelyjen seurauksena.

Osakeantien ja tervehdyttämishjelman seurauksena tehtyjen rahoitusjärjestelyjen myötä SRV:n korolliset velat (ilman hybridejä) ovat laskeneet Q3'20 lopussa noin 412 MEUR:oon vuoden 2019 lopun 450 MEUR:sta. IFRS 16 mukaiset vuokravelat ovat tästä noin 147 MEUR. Q3'20:n lopussa yhtiön velan maturiteettirakenne oli yhtiölle lyhyellä aikavälillä suotuisa, sillä isoimmat erääntymiset ovat vasta vuoden 2022 aikana.

Rahoituskulujen vipu merkittävä

SRV:llä on vielä paljon velkaa ja myös hybridilainan korkokulut painavat osakekohtaisen

tuloksen kehitystä. Laskelmiemme mukaan yhtiön jäljellä olevan hybridin korko on hieman yli 13 %:ssa. Arviomme mukaan keskiporko yhtiölle vieraanpääoman rahoituksessa on hieman yli 4 % ja siihen sekä nykyiseen rahoitusympäristöön nähden hybridilainojen korko on korkea.

SRV:n nettorahoituskulut ovat olleet viime vuodet korkealla tasolla ja vieneet ison osan tehdystä tuloksesta. Tähän erään tosin sisältyy esimerkiksi vuonna 2020 paljon ruflan kurssikehityksestä sekä korkojen muutoksesta tulevia ei-kassavirtavaikutteisia muutoksia.

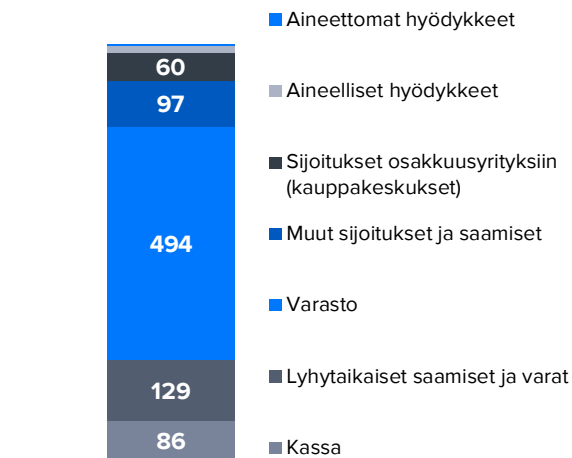
Nyt taseen tervehdyttämisen jälkeen yhtiön alarivillä onkin selkeää tulosvipua ylöspäin. Yhtiö saadessa pääomiaan vapautettua odotetusti, uudelleenrahoitettua/maksettua velkamassansa ja nostettua kannattavuuttaan operatiivisessa liiketoiminnassa paremmalle tasolle, voi nettotulos ja osakekohtainen tulos nousta nopeasti uusille lukemille.

Talouden tunnusluvut parantuneet

SRV:n omavaraisuusaste (ilman IFRS 16) oli vuoden 2019 lopussa 26 % ja nettovelkaantumisaste 151 %. Q3'20 lopussa luvut (ilman IFRS 16) ovat parantuneet selvästi (Q3'20: omavaraisuusaste 30 %, nettovelkaantumisaste 98 %). Tämä helpottaa myös SRV:n kykyä lähteä aloittamaan hankkeita, ja poistaa hieman siihen liittyvää epävarmuutta.

Taloudellinen tilanne

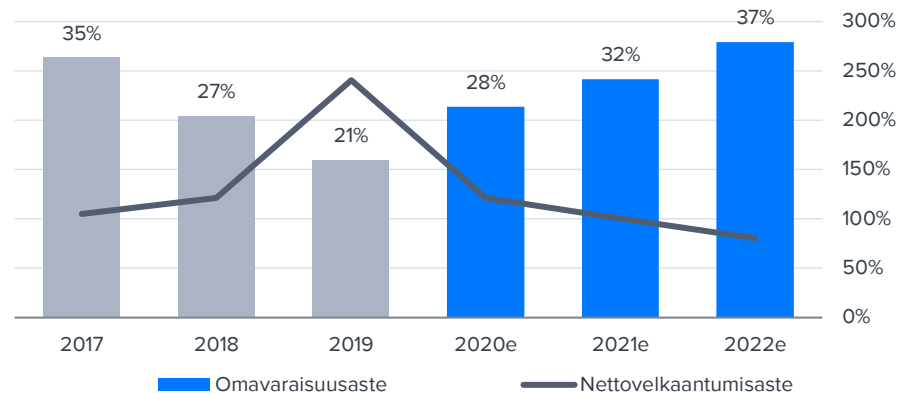
Tase 2020e



Vastaavaa

Vastattavaa

Taseen avainlukujen kehitys



Velan maturiteettijakauma ja pääasiallinen koostumus*



Lähde: Inderes, SRV

*Inderes arvio

Ennusteet 1/3

Ennusteiden perustelut

Ennustamme SRV:n liikevaihdon kehitystä lyhyellä- ja keskipitkällä aikavälillä pääasiassa eri segmenttien parametrien kehityksen ja arvioimamme markkinakehityksen kautta. Rakentamisessa seuraamme asuntorakentamisen aloituksia, valmistumisia ja keskihintaa, kun taas toimitilarakentamisessa seuraamme isojen projektien kehitystä ja tilauskantaa. Sijoittamisessa arvioimme operointiliikevaihtoa ja vuokratuloja sekä kohteiden myyntiaikoja ennustemallissamme.

Lyhyen aikavälin kannattavuuden arvioinnissa mallinamme molemmat segmentit erikseen. Rakentamisessa arvioimme yhtiön omaperusteisen tuotannon ja urakoinnin katetasoa, josta vähennämme vielä kiinteät kulut. Sijoittamisessa arvioimme operatiivista liikevoittoa kauppakeskusten osakkuusyhtiöiden tuloslaskelmien kautta, josta jyvitämme SRV:n omistussuuden mukaisen tuoton. Ennusteissamme on lisäksi mukana kauppakeskuskohteista tai muista omistuksista saatavat myyntivoitot, joiden ajankohtiin liittyy vielä epävarmuuksia. Näiden vaikutus kokonaisuuteen on kuitenkin verrattain pieni ennusteissamme. Pitkän aikavälin ennusteena yhtiölle käytämme pohjana arvioitua markkinakasvua ja SRV:lle arvioimaamme kestäväää kannattavuustasoa. Muissa toiminnoissa on esitetty SRV:n hankekehitys ja konsernitoiminnot.

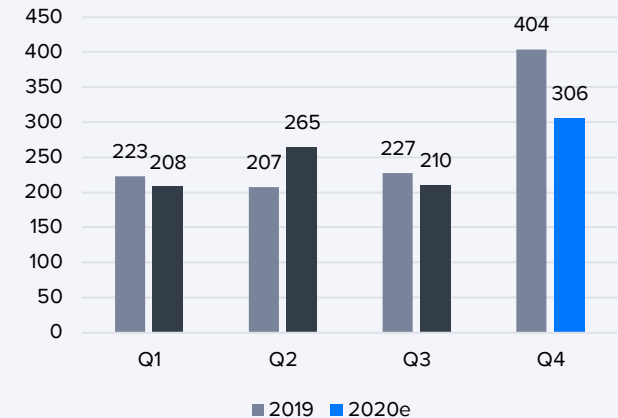
Vuonna 2020 kannattavuuskäännä odotuksissa

Ennustamme SRV:n vuoden 2020 tuloksen parantuvan viime vuoden merkittävistä tappioista. Kuluvana vuonna SRV on saanut tervehdyttämisohjelmansa avulla tulosta parannettua, mikä on lisännyt luottamustamme tuloskäänteen jatkumisesta.

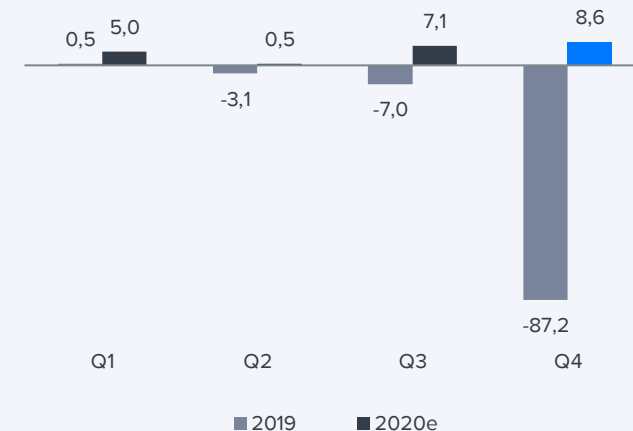
Odotamme yhtiön liikevaihdon laskevan vuonna 2020 noin 7 %:lla 989 MEUR:oon. Liikevaihdon laskua ajaa yhtiön valikoivampi lähestymistapa projekteihin ja omaperusteisten asuntojen alhaisemmat valmistumiset. Yhtiö ohjeistaa omaperusteisia asuntoja valmistuvan 520 kappaletta, kun niitä vuonna 2019 valmistui 808 asuntoa. Myös vertailukautta alhaisempi tilauskanta (Q3'20: -20 % v/v) alkaa vaikuttaa nyt loppuvuoden puolella. Isot toimitilahankkeet (sairaalat, Helsinki-Vantaa lentoaseman terminaali 2:n laajennus, Tampereen Kansi ja Areena) pitävät kuitenkin liikevaihdon tasoa yllä.

Ennustamme oikaistun eli operatiivisen liikevoiton parantuvan noin 21,2 MEUR:oon viime vuoden 96,8 MEUR:n tappioista. Operatiivisen liikevoittomarginaalin odotamme nousevan noin 2,1 %:iin. Kannattavuuden parannukseen ensisijaisesti vaikuttaa yhtiön tekemät säästötoimet (6 MEUR vuosittain) ja Rakentamisen kannattavuuden parantuminen tilauskannan paremman katerakenteen kautta. Tuloksen ennusteissamme tulee ottaa huomioon se, että mahdollisia Venäjän varojen tai muun taseen alaskirjauksia ei ole ennustettu, mutta näihin liittyvä riski on olemassa.

Liikevaihdon kehitys kvartaaleittain



Liikevoiton (oik.) kehitys kvartaaleittain



Ennusteet 2/3

Rakentaminen-segmentti on parantanut suhteellista kannattavuuttaan jo neljä kvartaalia putkeen vertailukauteen nähden. Kannattavuuskäänteen jatkuminen tässä segmentissä on myös tärkeä mittari sijoittajalle seurattavaksi. Näemme liikevaihdon olevan konsernin mukaisesti noin 7 % alle vertailukauden noin 980 MEUR:ssa. Operatiivisen liikevoitto-%:n odotamme nousevan 3,1 %:iin viime vuoden 0,7 %:sta.

Sijoittamisen segmentissä kauppakeskusten vuokratulot eivät ole pystyneet kattamaan kauppakeskusten operoinnista syntyviä kuluja ja tuloskehitys on ollut odotuksiamme heikompaa. Odotamme kehityksen jatkuvan vuoden loppupuoliskolla ja myös ensi vuoden puolella. Ennustamme segmentin operatiivisen liikevoiton olevan tänä vuonna noin 5 MEUR tappiolla.

SRV on jo pitkään puhunut Pearl Plaza -kauppakeskuksen myynnistä, mutta tämä voi mahdollisesti siirtyä ensi vuoteen. Merkittävää tulosvaikutusta myynnillä ei odotuksiamme mukaan ole, sillä arvioimme kaupan toteutuvan lähelle tasearvoa tai mahdollisesti lievästi sen alapuolelle.

Alariveillä isot rahoituskulut painavat raportoituja lukuja ja tulos ennen veroja laskee jo ennusteissamme noin 9 MEUR tappiolle. Rahoituskuluissa tulee ottaa huomioon, että ruplan kurssimuutokset sekä korkosuojauksesta johtuvat muutokset ovat kuluvana vuonna isoja. Näillä ei kuitenkaan ole kassavirtavaikutusta.

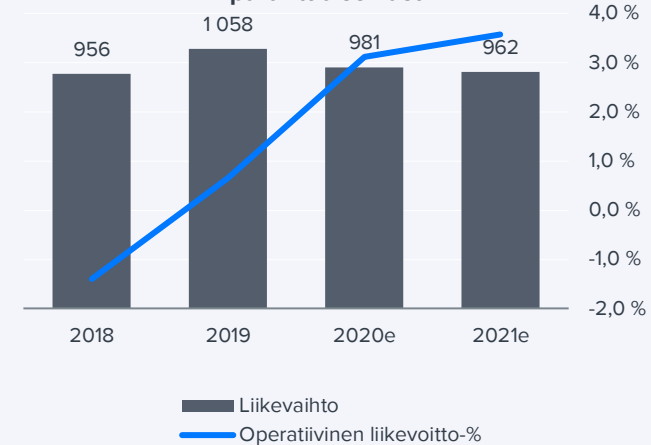
Vuonna 2020 odotamme yhtiön oikaistun osakekohtaisen tuloksen nousevan vuoden 2019 tappioista niukasti voitolliseksi noin 0,01 euroon. Yhtiön fokuksen ollessa liiketoiminnan tervehdyttämisessä, emme odota yhtiön jakavan osinkoa lähivuosina.

Vuonna 2021-2022: kannattavuus paranee suhdanteen hiipuessä

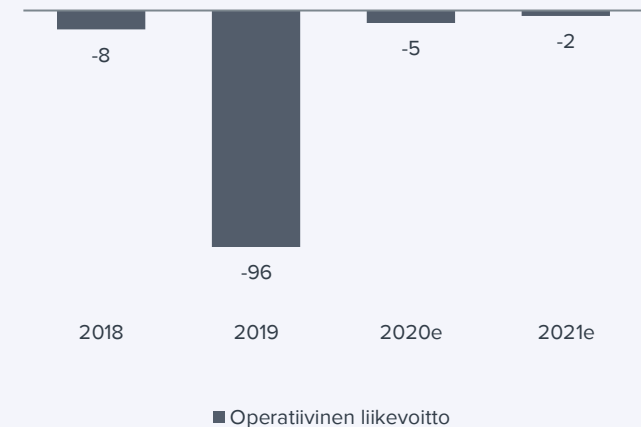
Ennustamme SRV:n liikevaihdon olevan vielä pienessä laskussa vuonna 2021, mutta suhteellisen kannattavuuden parantuvan merkittävästi vertailukaudesta. Liikevaihdon laskuun ennusteissamme johtaa matalana pysyvä omaperusteisten asuntojen valmistusmäärä, valikoivampi hankkeiden tarjonta ja toimet tilauskannan katerakenteen parantamiseksi sekä markkinan hidastuminen etenkin uudisrakentamisessa.

Arviomme mukaan SRV:llä tulee valmistumaan vuonna 2021 noin 370 omaperusteista asuntoa, mikä on selvästi alle tämän vuoden ennusteen (520 kpl). Tätä tosin paikkaavat yhtiön lisääntyneet asuntorakentamisen sijoittaja- tai urakointivolyymit. Yhtiö pyrkii aloittamaan omaperusteisia hankkeita nyt lähikvartaalien aikana, mutta nämä luultavasti valmistuvat pääosin 2022. Toimitiloissa isojen hankkeiden volyymit tukevat liikevaihdon tasoa ja hankeputkessa on odotuksiamme mukaan myös tilauksia tulossa. Yhtiön vankka julkisen rakentamisen asema on yhtiölle nyt tässä suhdanteessa hyödyksi. Kokonaisuutena ennustamme Rakentamisen segmentin liikevaihdon laskevan vielä 2 %:lla noin

Rakentamisen kannattavuuden tulisi parantua selvästi



Sijoittamisen tulos vielä heikolla tasolla



Ennusteet 3/3

962 MEUR:oon vuonna 2021. Sijoittamisen segmentin liikevaihto on odotetusti pientä (2021e: 4 MEUR).

Vuoden 2021 oikaistun liikevoiton ennustamme nousevan 26,2 MEUR:oon ja oikaistun liikevoitto-%:n 2,7 %:iin. Arviomme parantuvasta kannattavuuskehityksestä perustuu 1) uusien hankkeiden parempaan katerakenteeseen, 2) vanhojen heikompi katteisten hankkeiden kustannusrasitteen poistumiseen, 3) kauppakeskusten parantuviin osakkuusyhtiöiden tuloksiin sekä 4) rakennussuhdanteen kustannuspaineiden merkittävään laskuun.

Rahoituskuluissa odotamme myös laskua vuoteen 2020 nähden, mutta näissä muutoksia tulee aiheuttamaan ruplan ja korkojen mahdolliset muutokset. Tämä nostaa paranevan liikevoiton kanssa oikaistua osakekohtaista tulosta selkeästi vuodesta 2020 (2021e: 0,03 euroa per osake). Osinkoa emme kuitenkaan vielä odota vuodelta 2021 tuloksen mennessä taseen vahvistamiseen.

Yhtiö on aikaisemmin maalannut tavoitteekseen saavuttaa vuoden 2021 aikana vuoden 2017 operatiivisen liikevoiton tason. Vuonna 2017 yhtiö saavutti noin 27 MEUR:n operatiivisen liikevoiton noin 2,4 %:n marginaalilla. Ennusteemme on hyvin lähellä yhtiön omaa tavoitetasoa ja mielestämme yhtiöllä on hyvät edellytykset yltää siihen.

Vuonna 2022 odotamme SRV:n liikevaihdon nousevan omaperusteisen asuntorakentamisen nousevien valmistumisten ja toimitilarakentamisen pienen liikevaihdon kasvun myötä noin 2 %:lla 977

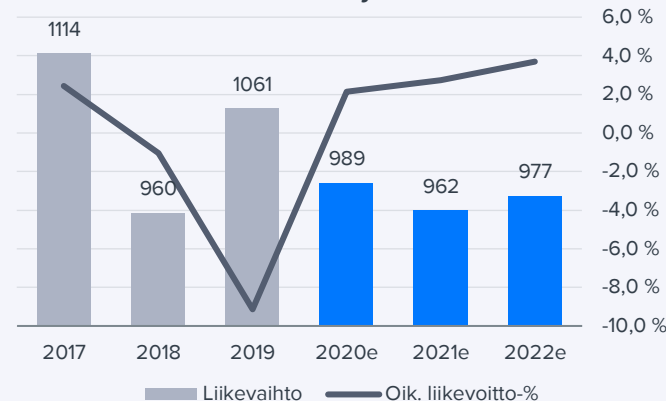
MEUR:oon. Ennustamme konsernin oikaistun liikevoiton nousevan 35,9 MEUR:oon ja marginaalin 3,7 %:iin.

Pitkän aikavälin ennusteet

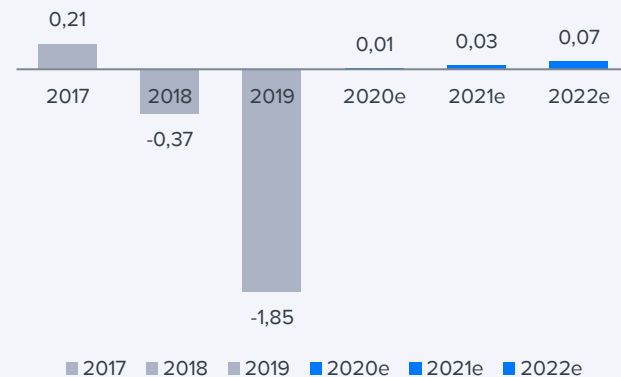
Ennustamme pitkällä aikavälillä (2023-) SRV:n liikevaihdon tasaantuvan hieman yli 1000 MEUR:n tasolle ja kasvaen noin 2 %:lla vuosittain. Odotamme, että SRV tulee säilyttämään jatkossakin vahvan osuuden Suomen asuntorakentamisen ja toimitilarakentamisen markkinoilla. Erityisesti asuntorakentamisen pitkän aikavälin näkymät ovat melko vahvat, sillä kaupungistumisen kehityksen ja demografisten muutosten vuoksi Suomen asuntorakentamisen määrän tulee pysyä 25000-35000 asunnon vuositasolla pitkälle tulevaisuuteen. Asuntoja tarvitaan erityisesti kasvukeskuksissa, mikä tarkoittaa sitä, että ne tulevat koostumaan valtaosin kerrostalorakentamisesta.

Arviomme, että SRV:n liikevoitto-% tulee olemaan pitkällä aikavälillä noin 4 %:ssa. 4 %:n tasokin on SRV:lle jo hyvä suoritus viimeaikaisiin suoritukseen nähden, mutta siinä voi olla merkittäväkin nousuvaraa, jos yhtiö onnistuu käänteessään ja vakuuttaa meidät pysyvästi korkeamman kannattavuuden tasosta. Tyypillisesti noin 3-5 %:n kannattavuus rakennusyhtiöillä on kuitenkin pitkällä aikavälillä suhteellisen hyvä ennuste.

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



EPS (oikaistu)



Kvartaaliennusteet

Tuloslaskelma	2017	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	1114	960	223	207	227	404	1061	208	265	210	306	989	962	977
Rakentaminen	1096	955	222	207	226	403	1058	205	264	209	303	982	962	977
Sijoittaminen	17,9	4,6	1,3	1,5	1,4	1,7	5,9	1,6	1,2	1,1	1,3	5,2	4,0	4,0
Käyttökate	21,0	-14,5	6,2	-1,0	-1,9	-6,3	-3,0	6,5	5,1	3,5	11,7	26,8	34,9	43,8
Poistot ja arvonalennukset	-5,7	-5,3	-2,9	-2,2	-4,5	-80,5	-90,0	-2,0	-1,8	-1,8	-3,1	-8,7	-8,7	-7,9
Liikevoitto ilman kertaeriä	27,0	-10,0	0,5	-3,1	-7,0	-87,2	-96,8	5,0	0,5	7,1	8,6	21,2	26,2	35,9
Liikevoitto	15,3	-19,8	3,3	-3,2	-6,3	-86,8	-93,0	4,5	3,3	1,7	8,6	18,1	26,2	35,9
Rakentaminen	38,6	-13,4	4,8	2,0	-3,4	3,6	7,0	6,2	7,3	5,2	11,8	30,5	34,4	39,4
Sijoittaminen	-6,7	-7,8	-2,7	-2,0	-3,8	-87,8	-96,3	-1,0	-4,4	1,6	-1,3	-5,1	-2,2	2,6
Nettorahoituskulut	-10,7	-17,5	-3,6	-7,6	-7,7	-10,5	-29,3	-11,1	-3,1	-8,7	-4,2	-27,1	-14,6	-12,6
Tulos ennen veroja	4,6	-37,3	-0,3	-10,8	-14,0	-97,3	-122,4	-6,6	0,2	-7,0	4,4	-9,0	11,6	23,3
Verot	1,2	6,1	0,7	2,0	2,3	13,8	18,7	-1,0	-0,3	0,2	-0,4	-1,5	-1,7	-4,2
Nettotulos	3,5	-30,0	-0,4	-8,9	-11,8	-83,3	-104,4	-6,1	2,4	-4,5	4,1	-4,1	10,2	18,8
EPS (oikaistu)	0,21	-0,37	-0,04	-0,14	-0,21	-1,46	-1,85	-0,09	0,00	0,01	0,02	0,01	0,03	0,07
EPS (raportoitu)	0,05	-0,57	-0,02	-0,17	-0,22	-1,43	-1,85	-0,11	0,02	-0,01	0,02	-0,02	0,03	0,07

Tunnusluvut	2017	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	26,1 %	-13,9 %	3,2 %	-12,1 %	9,0 %	34,7 %	10,5 %	-6,5 %	27,8 %	-7,6 %	-24,3 %	-6,8 %	-2,7 %	1,5 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		-137,2 %	-109,8 %	-9,1 %	130,1 %	-5761,0 %	866,2 %	892,0 %	-117,5 %	-200,9 %	-109,9 %	-121,9 %	23,5 %	37,0 %
Käyttökate-%	1,9 %	-1,5 %	2,8 %	-0,5 %	-0,8 %	-1,6 %	-0,3 %	3,1 %	1,9 %	1,7 %	3,8 %	2,7 %	3,6 %	4,5 %
Oikaistu liikevoitto-%	2,4 %	-1,0 %	0,2 %	-1,5 %	-3,1 %	-21,6 %	-9,1 %	2,4 %	0,2 %	3,4 %	2,8 %	2,1 %	2,7 %	3,7 %
Nettotulos-%	0,2 %	-3,5 %	-0,6 %	-5,0 %	-5,8 %	-21,1 %	-10,4 %	-2,9 %	0,9 %	-1,7 %	1,2 %	-0,4 %	0,9 %	1,8 %

Lähde: Inderes

Lähde: Inderes

Huom! Vuosi 2017 eri segmenttirakenne. Ei vertailukelpoinen

Arvonmääritys 1/3

Absoluuttiset kertoimet viestivät käänteestä

Käytämme SRV:n arvonmäärityksessä ensisijaisesti hyödyksi absoluuttisia arvostuskertoimia. Näistä suosimme etenkin EV/EBIT-kerrointa, joka ottaa yhtiön pääomarakenteen myös huomioon.

SRV:n osake hinnoitellaan kuluvaan vuonna tulospohjaisesti korkealla, mutta yhtiön tuloskäänteen ja myös koronan luomien haasteiden vuoksi katseet on hyvä siirtää jo seuraaviin vuosiin.

Vuodelle 2021 osakkeen arvostus laskee tulosparannuksesta johtuen alemmalle tasolle (2021e EV/EBIT (oik.): 15x, P/E (oik.): 17x), mutta nousuvara riskeihin nähden on vielä ohut. Vuodelle 2022 arvostus laskee jo houkuttelevammalle tasolle, mutta yhtiön tuloskäänteen kehitysvaiheen ja markkinoiden sisältämän epävarmuuden myötä vuoteen 2022 suoraan nojaaminen on mielestämme ennenaikaista.

Mielestämme yhtiölle hyväksyttävä arvostuksen tulisi olla normaalitilanteessa noin 10-12x EV/EBIT-tasolla. Yhtiön käännetyhtiön profiiliin vuoksi olemme kuitenkin valmiita hyväksymään lyhyellä aikavälillä korkeammat arvostuskertoimet (EV/EBIT: 14-16x).

Hyväksyttävät kertoimet tulisi myös suhteuttaa normalisoituun yli syklin tulokseen, jota lähivuosien tulostaso ei mielestämme vielä kuvaa. Vuoden 2022 liiketoiminnan taso on jo lähes 1000 MEUR:n liikevaihdolla ja noin 4 %:n marginaalillaan

mielestämme suhteellisen lähellä tätä. Tähän potentiaaliin nojaaminen sisältää kuitenkin vielä liikaa epävarmuustekijöitä. Se kuitenkin osoittaa mielestämme SRV:n osakkeen lähivuosien potentiaalin olevan korkeammalla, jos käänne etenee suunnitellusti.

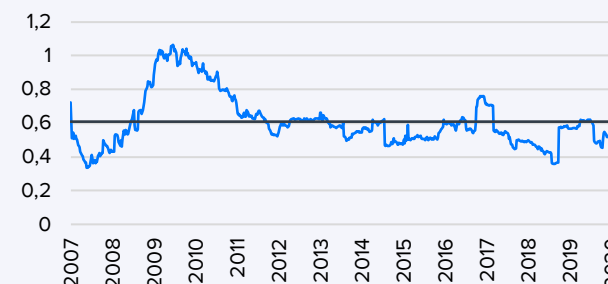
Tukea nykyiselle arvostukselle löytyy mielestämme EV/Liikevaihto-kertoimesta (Forward), joka on historiallisesti 2010-luvulla vaihdellut noin 0,4-0,6x tasolla, kuten oikealla olevasta kuvioista näkee. Nykyisellä tasollaan (2020e: 0,4x) yhtiö on vaihteluvälin alalaidassa. EV/S-kertoimessa ei kuitenkaan ole mielestämme selkeämpää nousuvaraa nykyisestä vaihteluvälistään, kunnes yhtiön tuloskäännä osoittaa selkeämpiä merkkejä potentiaalistaan.

Taseeseen nojaava P/B-luku on noin 0,7x tasolle, mutta ei ole mielestämme relevantti mittari osakkeelle yhtiön kehitysvaihe huomioon ottaen. Yhtiö pyrkii tietoisesti vähentämään taseeseen sitoutuneen pääoman määrää ja myös tasearvoihin voi sisältyä nyt koronan vuoksi mahdollisia alaskirjausriskejä. Historiallisesti heikkoon pääoman tuottoon (2010-2018 ka.: 2,5 %) tai osin taseen varojen epälikvidiin luonteeseen nähden nykyinen taso ei mielestämme tarjoa osakkeelle nousuvaraa. Näemme tasearvostuksessa selkeää nousuvaraa, jos yhtiön kannattavuus nousee, yhtiö saa vähennettyä sitoutunutta pääomaansa ja parannettua pääoman tuottolukujansa selvästi nykyisestä.

Arvostustaso	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	0,57	0,57	0,57
Markkina-arvo	149	149	149
Yritysarvo (EV)	421	386	354
P/E (oik.)	83,2	17,3	8,7
P/B (oik.)	0,7	0,7	0,6
EV/Liikevaihto	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA (oik.)	15,7	11,0	8,1
EV/EBIT (oik.)	19,8	14,7	9,9
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	30,6 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	3,5 %

Lähde: Inderes

FW EV/Sales



FW EV/EBIT



Arvonmääritys 2/3

Verrokkiarvostus

Yhtiölle on saatavissa kohtuullisen hyvä verrokkiryhmä. Varsinkin yhtiön rakennusliiketoimintojen tulosajurit ja riskiprofiili ovat näkemyksemme mukaan samankaltaisia muiden Pohjoismaissa listattujen rakennusyhtiöiden liiketoimintojen kanssa. Näin ollen vertailuryhmäarvostus antaa hyvät lähtökohdat SRV:n arvonmääritykseen. Verrokkeihin nähden Venäjän kauppakeskusoperointi ja kiinteistökehitys kuitenkin eroaa osin muista yhtiöistä, mikä heikentää verrokkien käyttöä.

Lisäksi verrokkianalyysin käyttökelpoisuus on osakkeen käännäyhtiöprofiiliin myötä mielestämme normaalia heikompi. Yhtiön tulostaso ei ole normaalilla tasolla ja sen vertaaminen alhaisemmillä kertoimilla oleviin verrokkeihin voisi johtaa sijoittajaa harhaan. Verrokkien arvostustasosta saa kuitenkin hyviä viitteitä, mihin tasoon SRV:n hyväksyttävää arvostusta tulisi peilata.

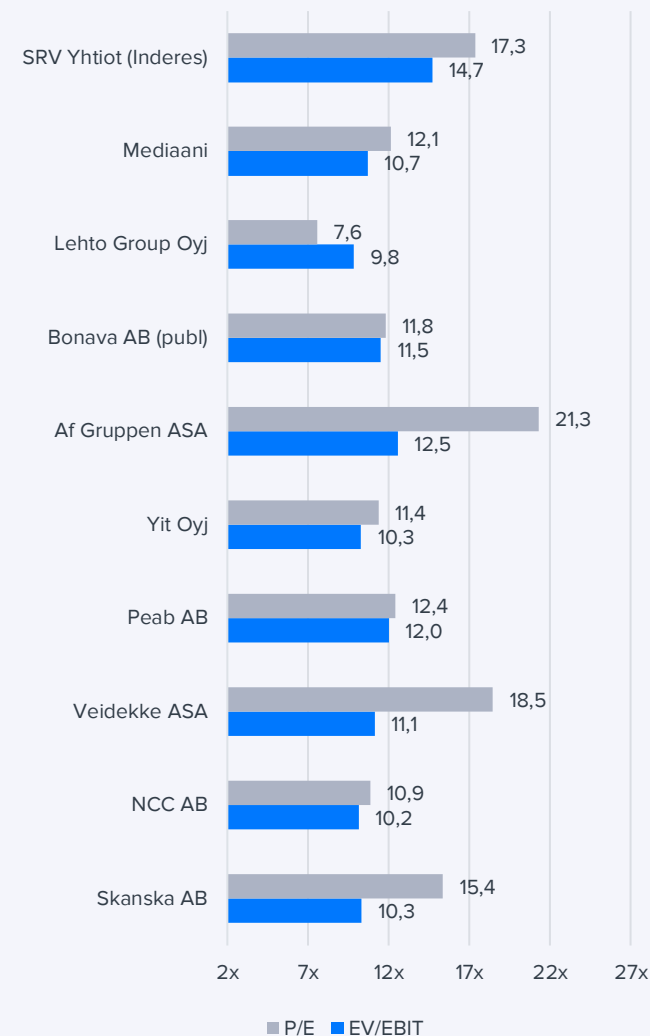
Nyt SRV on suhteellisesti verrokkeja (mediaani 2021e: P/E: 12x ja EV/EBIT: 11x) selkeästi korkeammin (+40 %) hinnoiteltu juurikin käännäyhtiöprofiiliin vuoksi. Vuoteen 2022 katsottaessa yhtiön kertoimet laskevat kuitenkin selvemmin diskontolle (-20 %). Yhtiön heikko historiallinen suoritus ja epävarmuudet huomioon ottaen tulisi yhtiölle normaalitilanteessa mielestämme hyväksyä diskontto verrokkeihin nähden ja vuoteen 2022 katsottaessa yhtiö on suhteellisen neutraalisti hinnoiteltu. Lyhyellä aikavälillä preemio on mielestämme sallittu alhaisen tulostason takia.

DCF-arvonmääritys

DCF-mallimme mukainen arvo SRV:n osakkeelle on 0,7 euroa ollen nykyistä osakekurssia korkeammalla. Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu terminaaliyksiköllä 2 %:n tasolle ja EBIT-marginaali 4 %:iin liikevaihdosta. Mallissa terminaaliyksikön painoarvo kassavirtojen nykyarvosta on kohtuullisen maltillinen alle 40 %, mikä heijastelee lähivuosien ennustettuun tuloskasvuun liittyviä odotuksia.

Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus on (WACC) on noin 9 % ja oman pääoman kustannus noin 12 %. Pääoman kustannuksessa ei ole mielestämme merkittävää laskuvaraa ennen kuin yhtiön liiketoiminta lähtee selkeästi kestävämmiin oikeaan suuntaan. Isoin parannusvara laskelmassa tulee syntyä yhtiön kassavirtojen kautta.

Verrokkiryhmä 2021e



Arvonmääritys 3/3

Osien summa -laskelma

Olemme käyttäneet aikaisemmin yhtiön arvonmäärityksessä osien summa -laskelmaa yhtiön eri osien arvonmäärittämiseen. Mielestämme osien summa kuvasi hyvin SRV:n pitkäaikaisten sijoitusten potentiaalia, mitä ei lyhyen aikavälin ennusteissa näkynyt. Osien summa -laskelman käytössä on kuitenkin oltava hyvin tarkka sen osien arvojen purkautumisen ja realisoitumisen suhteen ja olemme joutuneet lähes jatkuvasti alentamaan arvioitamme eri osien arvoista sekä toteutusaikatauluista.

Mallin käyttökelpoisuus arvonmääritysmenetelmänä SRV:lle mielestämme heikkeni selvästi Sijoittamisen painoarvon laskiessa yhtiölle tärkeimpien varojen (mm. REDI) myyntien ja niiden lopputuloksen seurauksena. Ottaen huomioon myös SRV:ssä käynnissä olevat toimenpiteet ja mahdolliset strategian muutokset, emme näe selkeää reittiä näiden olemassa olevien varojen arvojen purkautumiselle lyhyellä aikavälillä.

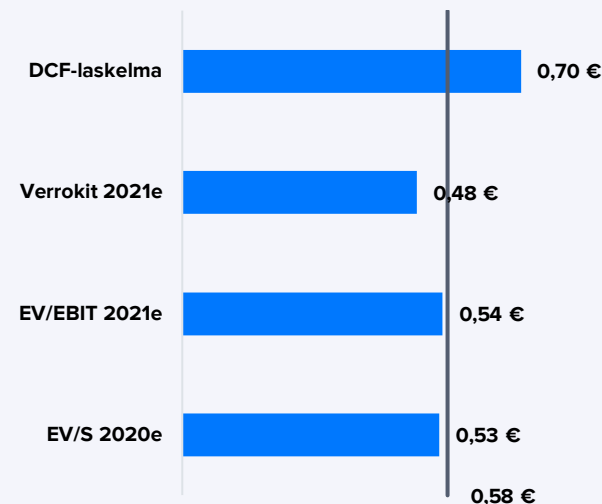
Nykyisessä tilanteessa arvioimme, että Sijoittaminen-segmentin kauppakeskusten ja varojen omistusten myynnit eivät tule myöskään aiheuttamaan merkittäviä positiivisia taloudellisia vaikutuksia yhtiölle. Ainoa poikkeus on näkemyksemme mukaan Okhta Mall (ennusteidemme mukaisesti), mutta muiden osien summa laskelmassa olleiden varojen arvoon ei liity suuria odotuksia (Etmia, 4Daily, muut tase-erät).

Tavoitehinta ja suositus

Pidämme SRV:n tavoitehinnan 0,58 eurossa toistaen vähennä-suosituksemme. SRV on keskellä tuloskäännettä ja omaa selkeää potentiaalia, jos käänne lähtee jatkaa edistymistään. Osakkeeseen on jo osin hinnoiteltu käännettä, mutta vuodelle 2021 arvostus ei ole kohtuuton. Vuodelle 2022 osakkeen arvostus laskee hyvinkin maltilliseksi, mutta siihen nojaaminen on vielä mielestämme riskitekijät huomioiden ennenaikaista.

SRV:n osakkeen sijoitusprofiili vastaa tällä hetkellä hyvin pitkälti käännetyhtiön tunnusmerkkejä. Muutos on meneillään, mutta isompi nousuvara vaatii vielä aikaa ja yhtiöltä lisänäyttöjä, sillä osakkeeseen sisältyy myös riskejä. Tervehdyttämistoimien ja osakeantien luoma perusta antaa kuitenkin mahdollisuuksia kestäväälle tuloskäänteelle ja nyt yhtiö voi myös rauhassa keskittyä operatiivisen tuloksensa parantamiseen.

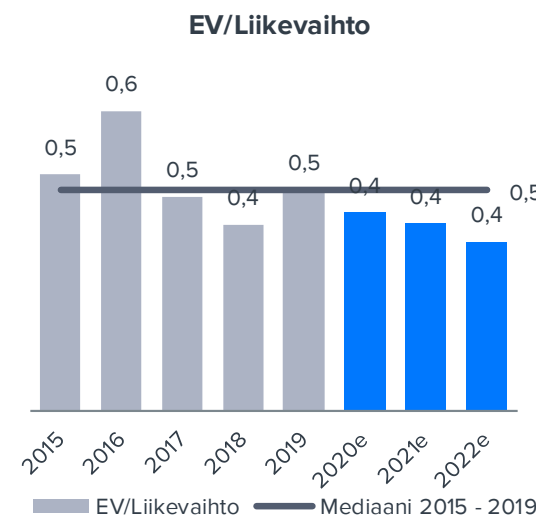
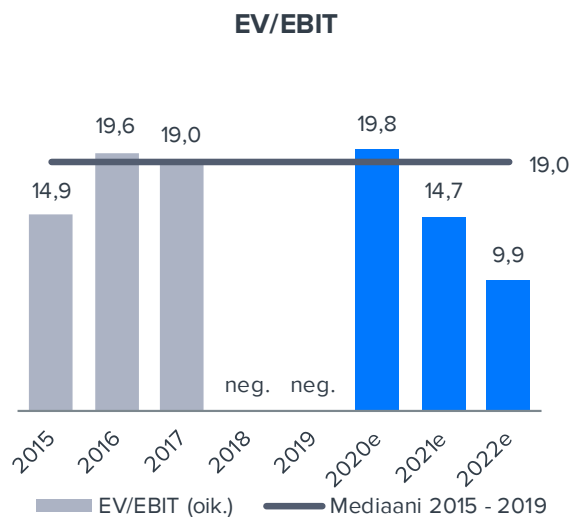
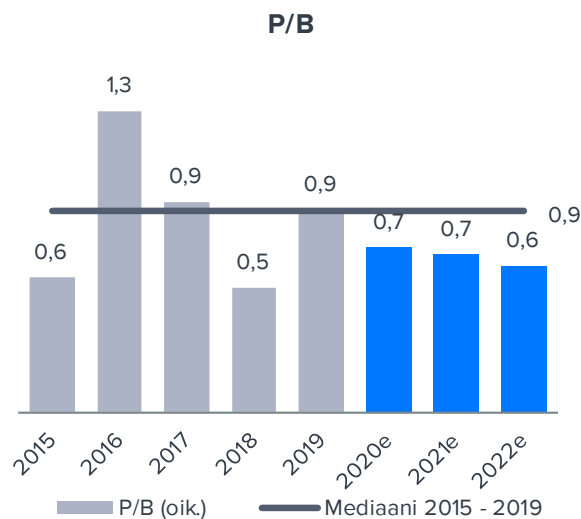
Tavoitehinnan muodostuminen



Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	3,10	5,43	3,60	1,70	1,36	0,57	0,57	0,57
Markkina-arvo	132	322	214	101	81	149	149	149
Yritysarvo (EV)	363	567	511	383	502	421	386	354
P/E (oik.)	9,5	22,0	17,2	neg.	neg.	83,2	17,3	8,7
P/B (oik.)	0,6	1,3	0,9	0,5	0,9	0,7	0,7	0,6
EV/Liikevaihto	0,5	0,6	0,5	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA (oik.)	13,0	16,6	24,3	neg.	neg.	15,7	11,0	8,1
EV/EBIT (oik.)	14,9	19,6	19,0	neg.	neg.	19,8	14,7	9,9
Osinko/tulos (%)	40,2 %	67,9 %	131,7 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	30,6 %
Osinkotuotto-%	3,2 %	1,8 %	1,7 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	3,5 %

Lähde: Inderes



Verrokkitaulukko

Verrokkiryhmän arvostus	Osakekurssi	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		P/B
Yhtiö		MEUR	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e
Skanska AB	202,90	7536	8,8	10,3	7,2	8,2	0,4	0,4	13,0	15,4	2,2
NCC AB	152,00	1856	13,0	10,2	6,8	5,8	0,4	0,4	13,0	10,9	3,9
Veidekke ASA	125,20	1067	13,6	11,1	5,9	6,1	0,3	0,3	13,6	18,5	5,1
Peab AB	92,85	3588	9,9	12,0	7,4	8,3	0,6	0,6	10,4	12,4	2,0
Yit Oyj	5,02	1867	18,4	10,3	12,3	7,7	0,5	0,5	20,1	11,4	1,1
Af Gruppen ASA	173,40	1836	14,1	12,5	9,8	8,9	0,7	0,6	23,9	21,3	6,8
Bonava AB (publ)	72,80	1293	14,7	11,5	14,4	11,3	0,8	0,9	13,7	11,8	
Lehto Group Oyj	1,41	146		9,8	23,0	6,8	0,3	0,3	84,4	7,6	0,8
SRV Yhtiot (Inderes)	0,57	421	19,8	14,7	15,7	11,0	0,4	0,4	83,2	17,3	0,6
Keskiarvo			13,2	11,0	10,8	7,9	0,5	0,5	24,0	13,6	3,1
Mediaani			13,6	10,7	8,6	8,0	0,5	0,5	13,6	12,1	2,2
Erotus-% vrt. mediaani			46 %	37 %	82 %	38 %	-11 %	-19 %	511 %	43 %	-71 %

Lähde: Thomson Reuters / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

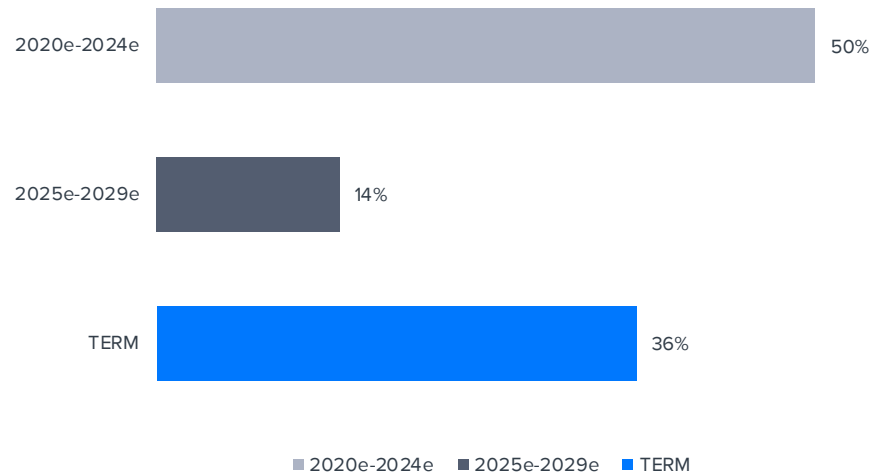
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TERM
Liikevoitto	-93,0	18,1	26,2	35,9	39,8	40,6	51,8	47,6	47,4	47,3	47,8	
+ Kokonaispoistot	90,0	8,7	8,7	7,9	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	
- Maksetut verot	-1,8	-5,2	3,2	-4,2	-0,7	-0,9	-8,1	-7,3	-7,2	-7,2	-7,3	
- verot rahoituskuluista	-4,5	4,7	-2,2	-2,3	-2,3	-2,3	-2,3	-2,3	-2,3	-2,3	-2,3	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-196,8	76,2	19,2	14,1	23,0	-16,5	-17,1	-7,0	-7,2	-7,3	-3,7	
Operatiivinen kassavirta	-206,0	103	55,2	51,5	67,9	29,0	32,4	39,0	38,8	38,5	42,5	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	12,0	9,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-86,9	7,2	-7,1	-8,1	-8,1	-8,1	-8,1	-8,1	-8,1	-8,1	-7,0	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-280,8	119	48,1	43,4	59,8	20,9	24,3	30,9	30,7	30,4	35,5	
+/- Muut	164	47,6	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-116,6	167	46,5	41,8	58,2	19,3	24,3	30,9	30,7	30,4	35,5	467
Diskontattu vapaa kassavirta		165	42,3	35,0	44,8	13,7	15,8	18,5	16,9	15,4	16,6	218
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		602	437	395	360	315	302	286	267	250	235	218
Velaton arvo DCF		602										
- Korolliset velat		-449,9										
+ Rahavarat		27,7										
-Vähemmistöosuus		2,6										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		182										
Oman pääoman arvo DCF per osake		0,7										

Pääoman kustannus (wacc)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	35,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,50
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	2,50 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	11,6 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,7 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Tase-ennusteet

Vastaavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Pysyvät vastaavat	294	188	176	169	170
Liikearvo	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
Aineettomat hyödykkeet	1,6	1,5	1,6	1,7	1,8
Käyttöomaisuus	6,0	17,5	15,8	14,1	14,2
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	180	59,5	59,5	59,5	59,5
Muut sijoitukset	18,3	11,9	10,0	10,0	10,0
Muut pitkäaikaiset varat	68,0	59,9	47,4	47,4	47,4
Laskennalliset verosaamiset	18,6	36,4	40,0	35,0	35,0
Vaihtuvat vastaavat	653	725	709	660	613
Vaihto-omaisuus	438	509	494	462	440
Muut lyhytaikaiset varat	0,1	69,5	0,5	1,0	1,0
Myyntisaamiset	121	119	129	125	127
Likvidit varat	93,1	27,7	85,9	72,3	45,4
Taseen loppusumma	947	913	885	830	782

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Oma pääoma	234	176	226	237	256
Osakepääoma	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1
Kertyneet voittovarot	58,7	-49,5	-53,1	-44,5	-27,3
Oman pääoman ehtoiset lainat	45,0	82,9	15,4	15,4	15,4
Uudelleenarvostusrahasto	-12,9	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4
Muu oma pääoma	143	143	266	266	266
Vähemmistöosuus	-2,8	-2,0	-4,0	-2,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	309	458	388	273	243
Laskennalliset verovelat	5,1	2,4	2,4	2,4	2,4
Varaukset	10,7	10,9	10,9	10,9	10,9
Lainat rahoituslaitoksilta	284	424	345	230	200
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	9,0	20,9	30,0	30,0	30,0
Lyhytaikaiset velat	405	279	271	320	283
Lainat rahoituslaitoksilta	91,8	25,7	15,0	80,0	50,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	304	245	247	231	225
Muut lyhytaikaiset velat	8,9	8,8	8,8	8,8	8,8
Taseen loppusumma	947	913	885	830	782

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2017	2018	2019	2020e	2021e	Osakekohtaiset luvut	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	1114,4	959,7	1060,9	988,6	962,0	EPS (raportoitu)	0,05	-0,57	-1,85	-0,02	0,03
Käyttökate	21,0	-14,5	-3,0	26,8	34,9	EPS (oikaistu)	0,21	-0,37	-1,85	0,01	0,03
Liikevoitto	15,3	-19,8	-93,0	18,1	26,2	Operat. kassavirta / osake	-0,47	0,80	-3,46	0,59	0,21
Voitto ennen veroja	4,6	-37,3	-122,4	-9,0	11,6	Vapaa kassavirta / osake	-0,75	0,57	-1,96	0,96	0,18
Nettovoitto	2,7	-33,9	-110,2	-3,6	8,6	Omapääoma / osake	4,78	3,97	2,98	1,33	0,91
Kertaluontoiset erät	-11,6	-9,7	3,8	-3,1	0,0	Osinko / osake	0,06	0,00	0,00	0,00	0,00
Tase	2017	2018	2019	2020e	2021e	Kasvu ja kannattavuus	2017	2018	2019	2020e	2021e
Taseen loppusumma	888,5	947,0	913,3	885,2	829,5	Liikevaihdon kasvu-%	26 %	-14 %	11 %	-7 %	-3 %
Oma pääoma	283,4	233,6	175,6	226,0	236,6	Käyttökateen kasvu-%	-39 %	-169 %	-79 %	-992 %	30 %
Liikearvo	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	Liikevoiton oik. kasvu-%	-7 %	-137 %	866 %	-122 %	23 %
Nettovelat	297,6	282,9	422,2	274,1	237,7	EPS oik. kasvu-%	-15 %	-276 %	402 %	-100 %	380 %
Kassavirta	2017	2018	2019	2020e	2021e	Käyttökate-%	1,9 %	-1,5 %	-0,3 %	2,7 %	3,6 %
Käyttökate	21,0	-14,5	-3,0	26,8	34,9	Oik. Liikevoitto-%	2,4 %	-1,0 %	-9,1 %	2,1 %	2,7 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-50,9	65,7	-196,8	76,2	19,2	Liikevoitto-%	1,4 %	-2,1 %	-8,8 %	1,8 %	2,7 %
Operatiivinen kassavirta	-27,7	47,6	-206,0	102,5	55,2	ROE-%	0,9 %	-13,0 %	-53,2 %	-1,8 %	3,7 %
Investoinnit	-18,2	-3,0	-86,9	7,2	-7,1	ROI-%	2,6 %	-3,3 %	-15,1 %	3,0 %	4,6 %
Vapaa kassavirta	-44,4	33,9	-116,6	166,5	46,5	Omavaraisuusaste	35,1 %	27,3 %	21,3 %	28,5 %	32,2 %
						Nettovelkaantumisaste	105,0 %	121,1 %	240,5 %	121,3 %	100,5 %
Suurimmat omistajat	%-osakkeista					Arvostuskertoimet	2017	2018	2019	2020e	2021e
AS Pontos Baltic	18,0 %					EV/Liikevaihto	0,5	0,4	0,5	0,4	0,4
Ilmarinen Mutual Pension Insurance Company	12,7 %					EV/EBITDA (oik.)	24,3	neg.	neg.	15,7	11,0
Kolpi Investments Oy	9,0 %					EV/EBIT (oik.)	19,0	neg.	neg.	19,8	14,7
OP Life Assurance Company Ltd	7,3 %					P/E (oik.)	17,2	neg.	neg.	83,2	17,3
Pohjola Insurance Ltd	6,0 %					P/B	0,8	0,4	0,5	0,6	0,6
Timo Kokkila	6,0 %					Osinkotuotto-%	1,7 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöstensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

Inderesin tuottamia raportteja ei saa muokata, kopioida tai saattaa toisten saataville kokonaisuudessaan tai osissa ilman Inderesin kirjallista suostumusta. Mitään tämän raportin osaa tai raporttia kokonaisuudessaan ei saa missään muodossa luovuttaa, siirtää tai jakaa Yhdysvaltoihin, Kanadaan tai Japaniin tai mainittujen valtioiden kansalaisille. Myös muiden valtioiden lainsäädännössä voi olla tämän raportin tietojen jakeluun liittyviä rajoituksia ja henkilöiden, joita mainitut rajoitukset voivat koskea, tulee ottaa huomioon mainitut rajoitukset.

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaamaan suhteessa osakkeen 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

Osta erittäin	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
Lisää houkutteleva Vähennä heikko	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on
Myy erittäin heikko	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on

Osakkeen 12 kuukauden riskikorjatun kokonaistuotto-odotuksen yllä esitettyjen määritelmien mukainen arviointi on yhtiökohtaista ja subjektiivista. Siten eri osakkeilla samansuuruiset 12 kk kokonaistuotto-odotukset voivat johtaa eri suosituksiin eikä eri osakkeiden suosituksia ja 12 kk kokonaistuotto-odotuksia tule verrata keskenään. Tuotto-odotuksen vastapuolena toimii sijoittajan Inderesin näkemyksen mukaan ottama riski, joka vaihtelee voimakkaasti eri yhtiöiden ja tilanteiden välillä. Korkea tuotto-odotus ei siis välttämättä johda positiiviseen suositukseen riskien ollessa poikkeuksellisen suuria, eikä matala tuotto-odotus johda vastaavasti negatiiviseen suositukseen riskien ollessa Inderesin näkemyksen mukaan maltillisia.

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistussuosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>

Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

Suositus historia (12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
14.1.2019	Vähennä	2,00 €	2,00 €
7.2.2019	Vähennä	1,90 €	1,90 €
3.4.2019	Vähennä	1,75 €	1,74 €
24.4.2019	Vähennä	1,75 €	1,73 €
29.4.2019	Vähennä	1,70 €	1,77 €
17.5.2019	Vähennä	1,70 €	1,69 €
18.7.2019	Vähennä	1,60 €	1,69 €
11.10.2019	Vähennä	1,40 €	1,38 €
18.10.2019	Vähennä	1,25 €	1,30 €
1.11.2019	Vähennä	1,25 €	1,31 €
7.2.2020	Vähennä	1,25 €	1,30 €
7.4.2020	Vähennä	0,85 €	0,88 €
30.4.2020	Vähennä	1,05 €	1,08 €
25.5.2020	Vähennä	0,65 €	0,81 €
22.7.2020	Lisää	0,60 €	0,54 €
30.10.2020	Vähennä	0,58 €	0,55 €
16.11.2020	Vähennä	0,58 €	0,57 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömmen tarpeisiin.

Me Inderesillä uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja aktiivisen sijoittajayhteisön pariin.

Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon, ja että sijoittajilta kerätty tieto on yhtiöiden hyödynnettävissä.

Jo yli 100 suomalaista pörssiyhtiötä haluaa palvella omistajiaan ja sijoittajia kauttamme hyödyntämällä tarjoamiamme yhtiöseurantapalveluita, datapohjaisia sijoittajaviestinnän palveluita, sisältötuotantoa ja konsultointia.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa inderes.fi



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**