

SRV Yhtiöt

Yhtiöraportti

6/2017

**inde
res.**

Kasvu ja suurhankkeiden tuotot nostavat asteittain tulostasoa

Toistamme SRV:n 5,1 euron tavoitehinnan ja nostamme suosituksen lisää-tasolle. SRV:n viime vuosien vahva tilauskertymä ja merkittävästi noussut asuntorakentamisen määrä heijastuvat vuoden 2017 lukuihin vahvana liikevaihdon kasvuna ja parantuvana kannattavuutena. Ennustamme SRV:n tuloskasvun tasaantuvan tilapäisesti vuonna 2018, mutta suurten kauppakeskushankkeiden vuokratulovirtojen kasvun, toimitilarakentamisen tilauskannan kasvun ja katerakenteen asteittaisen parantumisen, sekä kasvavan omakehitteisen asuntotuotannon määrän myötä ennustamme tulokseen merkittävää kasvua vuosille 2019-2020. Vahvojen pitkän aikavälin tuloskasvunäkymien ja suurhankkeiden potentiaalin huomioivan osien summan indikoiman nousuvaran perusteella näemme osakkeen arvostustasossa nousuvaraa.

Joustava, kokonaisvaltainen liiketoimintamalli ja suurhankkeet mahdollistavat kovan kasvun

SRV:n laajasti alihankintaverkostoa sekä yhteistyö- ja rahoituskumppaneita hyödyntävä liiketoimintamalli on hyvin joustava ja skaalautuva. Tämän ansiosta SRV on pystynyt lyhyessä ajassa kiihdyttämään merkittävästi kasvuaan ja ottamaan yhtäaikaista työtä alle kymmeniä suuria projektinjohtourakoita. Lisäksi yhtiön kokonaisvaltainen kiinteistökehittämisen arvoketjun osaaminen ja monipuoliset rahoitusratkaisut ovat mahdollistaneet 4 suurta kauppakeskushanketta, joista 3 on jo valmiina ja tuottavat SRV:n operoimana kasvavaa vuokratuloa. SRV:n tavoitteena on vuoteen 2020 ulottuvalla strategiajaksolla saavuttaa toimialaa nopeampi kasvu, nostaa kannattavuus yli 8 %:iin liikevaihdosta ja parantaa merkittävästi pääoman tuottoa. Tavoitteet ovat haastavia, mutta realistisia, jos yhtiö onnistuu muokkaamaan myynnin rakennetta kannattavammaksi, kauppakeskusten vuokraus etenee odotetusti, ja yhtiö tehostaa pääoman käyttöä myynnin kasvun ja uudelleenrahoituksen kautta.

Tulostaso nousee asteittain vuotta 2020 kohden

Odotamme SRV:n tuloksen kasvavan seuraavan 1-3 vuoden aikajänteellä merkittävästi omaperusteisen ja -kehitteisen asuntomyyntin kasvun, kauppakeskusten vuokratuottojen kasvun, tilauskannan katerakenteen parantumisen, sekä tasaantuvien rahoituskulujen myötä. Ennustamme merkittävästi kasvavien omaperusteisten asuntojen tulotusmäärien myötä vuodelle 2017 43 %:n oikaistun liikevoiton kasvua. Asuntojen tulotusmäärien laskiessa liikevoitto ei kasva ennusteessamme vuonna 2018, mutta kääntyy jälleen voimakkaaseen kasvuun vuosina 2019-2020. Vaikka SRV:n nykyarvosta arviolta 1/3-osaa muodostavat suurhankkeet kypsyvät arviomme mukaan myyntikuntoon vasta vuosina 2021-2022, on niiden merkitys SRV:n tuottopotentialille kasvamassa kohteiden operatiivisen vaiheen alkamisen myötä. Suurimmat ennusteriskit liittyvät Suomen liiketoimintojen kannattavuuden kehitykseen, vuosille 2019-2020 kohdistuvien tilausten saamiseen ja omaperusteisten asuntojen myyntimääriin.

Näemme arvostuksessa nousuvaraa pitkän aikavälin tuloskasvuun perustuen

Arvotamme SRV:tä tulokertoimilla sekä osien summa -laskelmalla, joka huomioi jatkuvien toimintojen tuloksen, suurhankkeiden odotetut tuotot ja muut tase-erät. Perusskenaariossa SRV:n osakekannan arvo on 5,1 euroa per osake. Lähivuosille hieman laskeneilla ennusteillamme 2017-2018e arvostuskertoimet eivät tarjoa nousuvaraa, mutta huomioiden positiivinen tilaus- ja uutisvirta, sekä suurhankkeiden korkeat tuotto-odotukset, pidämme osakkeen tuotto-/riskisuhdetta edelleen positiivisena.

Analyytikko

Petri Aho
+358 50 340 2986
petri.aho@inderes.fi



Suositus ja tavoitehinta

Lisää

Edellinen: Vähennä



5,10 EUR

Edellinen: 5,10 euroa

Osakekurssi: 4,82 EUR

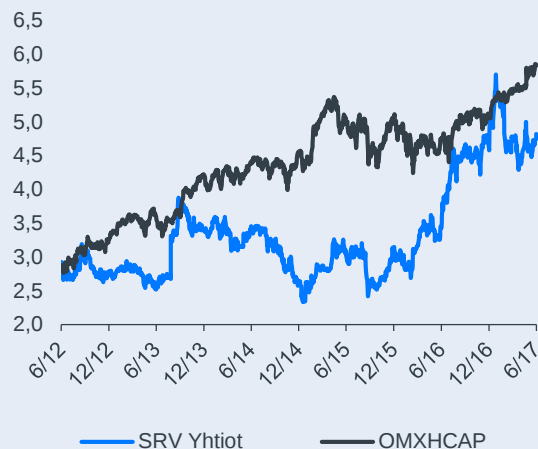
Potentiaali: 6 %

Avainluvut

	2016	2017e	2018e
Liikevaihto	884	1004	970
<i>kasvu-%</i>	23 %	13,6 %	-3,4 %
Liikevoitto (oik.)	28,9	41,3	39,4
<i>liikevoitto-%</i>	3,1 %	4,1 %	4,1 %
Tulos ennen veroja	16,4	33,8	30,8
EPS (oik.)	0,24	0,42	0,38
Osinko	0,10	0,15	0,15
EV/Liikevaihto	0,6x	0,5x	0,5x
EV/EBITDA	16,0x	11,9x	11,6x
EV/EBIT (oik.)	19,6x	13,1x	12,8x
P/E (oik.)	22,1x	11,5x	12,8x
P/B (oik.)	1,3x	1,0x	1,0x
Osinko-%	1,8 %	3,1 %	3,1 %

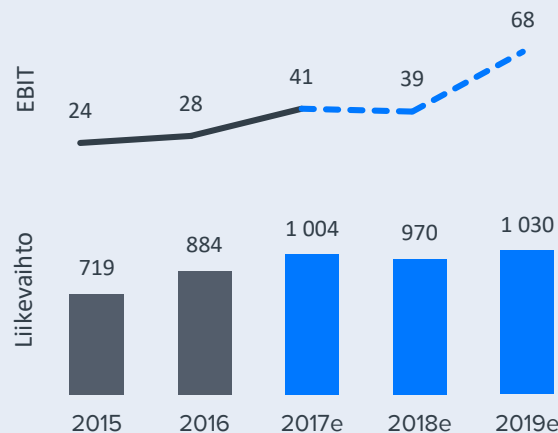
Liikevoitto ja EPS oikaistu valuuttakurssivoitoilla/-tappioilla, ei-kassavirtavaikutteisilla alaskirjauksilla ja korkosuojausten käyvän arvomuutoksilla. Osakekohtaisesta oman pääoman (B) määrästä oikaistu pois hybridilaina.

Kurssikehitys

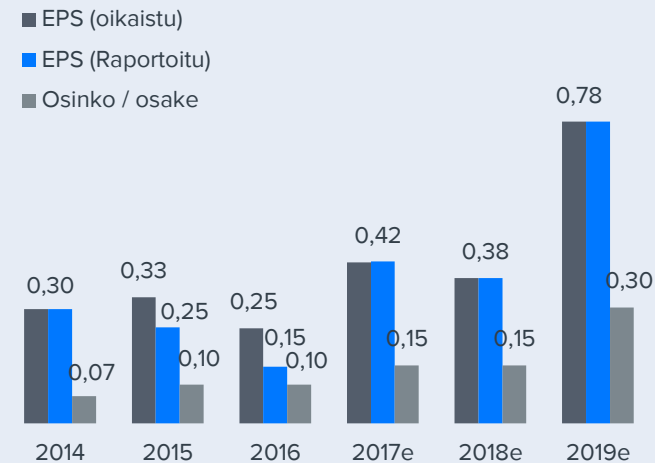


Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto (oik.)



Osakekohtainen tulos ja osinko



Arvoajurit

- Kannattavuuden parantuminen oma-perusteisten asuntojen ja toimitilarakentamisen katerakenteen parantumisen kautta
- Kauppakeskusten vuokraus- ja exit-tuotot
- Pääoman käytön tehostuminen
- Uudet kehityshankkeet
- Vahva tilauskanta



Riskitekijät

- Suhdanneriskit
- Asuntojen aloitus- ja myyntimäärien heikentyminen
- Suurten hankkeiden kustannusylitykset
- Venäjän talouden ja kiinteistömarkkinoiden kehitys
- Korkea sitoutuneen pääoman määrä
- Rahoituksen hinnan ja saatavuuden muutokset
- Valuuttakurssit (rupla)



Arvostus

- 2017-2018e arvostuskertoimet neutraalit
- Osien summa ja DCF indikoivat lievää nousupotentiaalia 12 kk:n tähtäimellä
- Kohtuullinen osinkotuotto

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintarakenne	s. 5-8
Sijoitusprofiili	s. 9-12
Liiketoimintamalli ja strategia	s. 13-18
Toimialakatsaus	s. 19-25
Taloudellinen kehitys	s. 26-29
Ennusteet	s. 30-33
Arvonmäärittäminen	s. 34-38
Taulukot	s. 39-41
Suuret kiinteistökehityshankkeet	s. 42-47
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	s. 48

SRV Yhtiöt lyhyesti

SRV on Suomen 4. suurin rakennusliike ja johtava kiinteistöhankkeiden kehittäjä. Yhtiö kehittää ja rakentaa toimitiloja, asuntoja, ja infrarakennuskohteita sekä yritys- ja asuinalueita Suomessa sekä Venäjällä ja Virossa.

1987/2007

**PERUSTAMISVUOSI/
LISTAUTUMINEN**

53 %

**Kokkilan perheen
omistusosuus**

#4 markkina-osuus

SUOMEN RAKENNUSLIIKKEET

* Rakennuslehti 2017

884 MEUR (+23 % vs. 2015)

LIIKEVAIHTO 2016

27,7 MEUR (3,1 % lv:sta)

LIIKEVOITTO 2016

1722 MEUR

**TILAUSKANTA Q1'17
LOPUSSA
(+9,5 % v/v)**

4

**KAUPPAKESKUS-
HANKETTA
(RU/FI)**

SRV:n liikevoiton kehitys ja ennuste, 2007-2020e

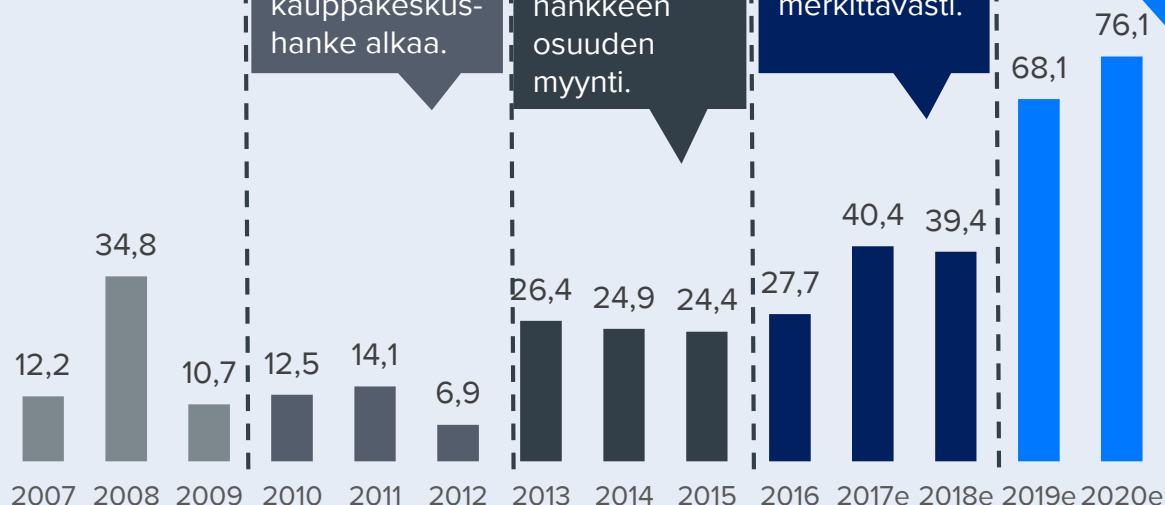
Listautuminen pörssiin 2007. Vahva tuloskehitys ennen finanssikriisiä 2006-2008.

Asuntojen myynti kasvaa. Toimitiloissa matalakatteista urakointia. Eurokriisi 2011-2012 kääntää kysynnän laskuun. 1. kauppakeskus-hanke alkaa.

Toimitila-rakentamisen volyymit ja kannattavuus paranee. Lisäksi 2013 liike tulosta nosti Okhta Mall-hankkeen osuuden myynti.

Asuntojen myynti ja kannattavuus nousee. Toimitila-rakentamisen tilauskanta ja volyymit kasvavat merkittävästi.

REDI, Okhta Mall, Pearl Plaza ja 4Daily vuokratuotot. Asunto- ja toimitilarak. kannattavuus paranee



Yhtiökuvaus ja liiketoimintarakenne 1/2

SRV lyhyesti

SRV on vuonna 1987 perustettu projektinjohtourakoitsija ja kiinteistöhankeiden kehittäjä, joka listautui pörssiin vuonna 2007. Yhtiö kehittää ja rakentaa toimitiloja, asuntoja ja infrarakennuskohteita sekä yritys- ja asuinalueita Suomessa sekä Venäjällä ja Virossa.

SRV:n vuoden 2016 liikevaihto oli 884 MEUR, millä mitattuna yhtiö oli Rakennuslehden vertailussa Suomen neljänneksi suurin rakennusyhtiö. Viimeisen vuosikymmenen aikana SRV:n liikevaihto on kasvanut noin 60 % ja liikevoitto on ollut keskimäärin noin 3 % liikevaihdosta. SRV ei ole raportoinut 30 vuotisen historiansa aikana yhtään tappiollista tilinpäätöstä, mikä on yhtiön joustavan ja skaalautuvan liiketoimintamallin ansiota.

SRV:n liiketoiminta kattaa kokonaisvaltaisesti koko rakennushankkeen toteuttamisen ja kaupallistamisen arvoketjun. Yhtiö vastaa hankkeiden sopimusmallista riippuen kohteiden kehityksestä, kaupallistamisesta, rakentamisesta sekä toimii usein suuremmissa kiinteistökehityshankkeissa myös sijoittajan roolissa 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 Helsingin metropolialueella, sekä kasvukeskuksissa Turussa, Tampereella, Oulussa, Jyväskylässä ja Joensuussa. Suomen lisäksi SRV toimii Venäjällä Pietarissa ja Moskovassa sekä Virossa. Suomen liiketoimintojen osuus SRV:n liikevaihdosta oli

94 % vuonna 2016. SRV:n palveluksessa oli vuonna 2016 1089 henkilöä (2015: 1008), joista noin 72 % työskenteli Suomen liiketoiminnoissa. Oman henkilöstön lisäksi yhtiöllä on lähes 4000 alihankkijan verkosto.

Suurhankkeiden toteuttaja

SRV on toteuttanut historiansa aikana useita isoja ja vaativia rakennushankkeita, joista ehkä tunnetuin on Helsinkiin vuonna 2005 valmistunut Kampin keskus. Vuoden 2007 listautumisen jälkeen SRV teki investointeja suuriin kiinteistö- ja aluekehityshankkeisiin Suomessa ja Venäjällä. Monet hankkeet ovat edenneet mm. kaavoituksen, valitusten ja suhdanteiden vuoksi selvästi suunniteltua hitaammin, mutta ovat nyt rakenteilla tai valmiina, ja tuottavat yhtiölle tulovirtaa.

Yhtiön suurimpia käynnissä olevia hankkeita ovat Helsingin Kalasatamaan rakenteilla oleva, yhteensä yli miljardin euron arvoinen REDI-kauppa- ja aluekeskus, Jyväskylään rakennettava noin 290 MEUR:n Keski-Suomen Sairaala Nova projektinjohtourakka, yli 170 MEUR:n TAYS etupiha -projektinjohtourakka, yli 100 MEUR:n Tapiolan kaupunkikeskus -projektinjohtourakka ja Espoon Niittykummun aluekeskushanke. SRV omistaa lisäksi osuuksia valmiina ja operointivaiheessa olevista vuosina 2013-2017 Venäjälle valmistuneista kauppakeskuksista: 1) Yli 200 MEUR:n arvoinen Okhta Mall Pietarissa, 2) noin 140 MEUR:n arvoinen Pearl Plaza Pietarissa sekä 3) yli 60 MEUR:n arvoinen 4Daily Moskovassa.

Suurista hankkeista on vielä hankekehitysvaiheessa, neuvotteluissa tai lähellä aloitusvalmiutta mm. Helsingin Silta-sairaalan projektinjohtourakka (230 MEUR), Tampereen

Kansi ja Areena -hankekokonaisuus (yli 500 MEUR), Jätkäsaaren Bunkkeri -hanke (n. 170-190 MEUR), Wood City -kortteli Helsingin Jätkäsaarella, Hanhikivi-1 ydinvoimalan projektinjohtosopimus, Helsingin Lapinmäentie 1:n kehityshanke, ja neljän 32-40 kerroksisen asuintornitalon hanke Espoon Keilaniemessä. Lisäksi REDI-kauppakeskuksen yhteyteen ja Kalasataman alueelle tulee rakentumaan jo rakenteilla olevan Majakka-asuintornitalon lisäksi seuraavan vuosikymmenen aikana yhteensä vielä seitsemän 20-35 kerroksista tornitaloa, joista viisi on suunniteltu asuinnoiksi. Kaiken kaikkiaan arvioimme SRV:n valmiin, rakenteilla olevan tai seuraavan 3-5 vuoden kuluessa todennäköisesti rakenteille tulevan hankekehitysportfolion arvoksi yli 3 miljardia euroa.

Tilaukanta lähes ennätystasolla

SRV:n tilaukanta on noussut suurten kehityshankkeiden käynnistymisen ja merkittävästi kasvaneen omakehitteisen asuntorakentamisen aloitusmäärien myötä ennätyksellisen korkealle tasolle. Tilaukannan arvo oli Q1'17:n lopussa 1722 MEUR, jossa oli kasvua n. 10 % vertailukaudesta ja n. 100 % vuoden 2014 lopun tilanteeseen verrattuna.

Tilaukannasta oli myyty Q1'17-lopussa noin 83 %. Myymätön osuus kohdistui pääasiassa Suomen asuntorakentamiseen ja siellä erityisesti tilaukantaan viime vuoden lopulla lisättyihin REDIn asuintornien jalustoihin (noin 100 MEUR). Valtaosa tilaukannasta muodostuu tällä hetkellä Suomen liiketoiminnoista (98 %), sillä kansainvälisen liiketoiminnan suuret hankkeet ovat pääosin valmiit ja SRV keskittyy Venäjän liiketoiminnassaan kauppakeskusten ylösajoon ja operointiin.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintarakenne 2/2

SRV:llä on kaksi liiketoiminta-aluetta

SRV on jakanut liiketoimintansa kahteen liiketoiminta- alueeseen, Suomen liiketoimintaan ja kansainväliseen liiketoimintaan. Lisäksi yhtiö raportoi muiden toimintojen alla emoyhtiön ja SRV Kalusto Oy:n liikevaihdon ja liiketuloksen. Vuonna 2016 Suomen liiketoiminnan osuus liikevaihdosta oli noin 94 % (2015: 89 %) ja kansainvälisen liiketoiminnan osuus noin 6 % (2015: 9 %).

Suomen liiketoiminta

SRV:n Suomen liiketoimintojen liikevaihto on jaettu asunto- ja toimitilarakentamiseen. Asuntorakentamisen osuus SRV:n Suomen liikevaihdosta oli 33 % vuonna 2016 (2015: 34 %) ja toimitilarakentamisen 67 % (2015: 66 %). Suomen liiketoiminnan 12 kk:n liukuva liikevaihto on ollut viime vuosina nousujohteinen ja kasvanut vuoden 2010 lopun noin 460 MEUR:n tasolta yli 900 MEUR:n tasolle Q1'17:lla. Myös 12 kk:n liukuva liikevoittotaso on noussut vastaavana aikana 26 MEUR:sta 41 MEUR:oon. Suomen liiketoimintojen liukuva liikevoitto oli vuosina 2010-2016 alimmillaan Q2'13, mikä johtui pitkälti urakoinnin heikentyneestä kannattavuudesta.

Asuntorakentaminen

Suomen liiketoimintojen asuntorakentamisen 12 kk:n liukuva liikevaihto oli Q1'17:n lopussa 303 MEUR (+50 % vs. Q1'16). SRV:n asuntotuotanto keskittyy pääkaupunkiseudulle sekä Suomen muihin suuriin kasvukeskuksiin ja se koostuu asutokohteiden urakoinnista, sijoittajille toteutettavista omakehitteisistä neuvottelu-urakoista ja SRV:n omaperusteisista asuntohankkeista.

SRV:llä oli Q1'17:n lopussa rakenteilla 2894 asuntoa (Q1'16: 1830 kpl), mikä vastaa arviomme mukaan yli 10 %:n osuutta Suomen kerrostalorakentamisen kokonaismäärästä. Asuntorakentamisen 634 MEUR:n tilauskannasta kohdistui Q1'17:n lopussa 69 % (Q1'16: 79 %) SRV:n omaperusteiseen tuotantoon ja 31 % (Q1'16: 21 %) urakoinnin ja neuvottelu-urakoinnin tuotantoon.

Toimitilarakentaminen

SRV:n Suomen toimitilarakentamisen 12 kk:n liukuva liikevaihto oli Q1'17 lopussa 617 MEUR (+9 % vs. Q1'16). SRV:n toimitilarakentaminen pitää sisällään julkisia rakennuksia (kuten sairaalat), toimistoja, liiketiloja, hotelleja, erityistiloja, logistiikkatiloja, kalliotiloja ja infrahankkeita. Toimitilarakentamisen hankkeet jakautuvat yhtiön omaperustaisiin ja -kehitteisiin hankkeisiin sekä projektinjohto- ja rakennusurakoihin.

Toimitilarakentamisen tilauskanta oli Q1'17:n lopussa 1058 MEUR (+9 % vs. Q1'16). Arvioimme omakehitteisten hankkeiden osuuden SRV:n Suomen toimitilarakentamisen tilauskannasta olleen noin 20 % Q1'17:n lopussa. Suurin käynnissä oleva omakehitteinen hanke on REDI-kauppakeskus ja pysäköintilaitos, jonka arvo on noin 390 MEUR ja valmiusaste noin 60 %. Toimitilaurakoista suurimmat ovat puolestaan noin 290 MEUR:n Keski-Suomen Sairaala Nova ja noin 170 MEUR:n TAYS etupiha -urakka.

Kansainvälinen liiketoiminta

SRV:n kansainvälinen liiketoiminta käsittää konsernin Venäjän ja Viron liiketoiminnot, joista Venäjä muodostaa nykyään valtaosan. Kansainvälisen liiketoiminnan liikevaihto ja liikevoitto muodostuvat tällä hetkellä Pietariin ja Moskovaan valmistuneiden kauppakeskusten sisustus- ja lisätöistä sekä osakkuusyhtiöiden ja yhteisyritysten omistamien kiinteistöjen vuokratuotoista ja hallinnointipalkkioista. Lisäksi liikevoiton määrään vaikuttaa merkittävästi ruplan kurssimuutoksista syntyvät osakkuusyhtiöiden euromääräisten lainojen arvomuutokset.

Kansainvälisen liiketoiminnan 12 kk:n liukuva liikevaihto on vaihdellut viime vuosina suunnilleen 40-100 MEUR:n välillä ja liukuva liikevoittotaso 8 MEUR liiketappiosta 13 MEUR liikevoittoon. Poikkeuksena liikevoiton kehityksessä oli Q2'2013, jolloin SRV tuloutti Okhta Mall - projektista Russia Investille myydyin 55 %:n omistusosuuden myyntivoiton.

Okhta Mall ja Daily -kauppakeskusten valmistuminen vuosina 2016-2017 tulee kasvattamaan osakkuusyhtiöiden tuloksen osuutta SRV:n kansainvälisen liiketoiminnan liikevoitosta ja pienentämään selvästi liikevaihtoa. Osakkuusyhtiöiden liikevaihtoa ei yhdistellä SRV:n tuloslaskelmaan, vaan ainoastaan SRV:n omistuksen mukainen osuus osakkuusyhtiöiden nettotuloksesta raportoidaan liikevoittorivillä. Käytännössä tämä tarkoittaa myös sitä, että SRV:n kansainvälisten liiketoimintojen liikevoittomarginaali tulee nousemaan jatkossa merkittävästi.

SRV:n liiketoimintarakenne

Liiketoimintarakenne



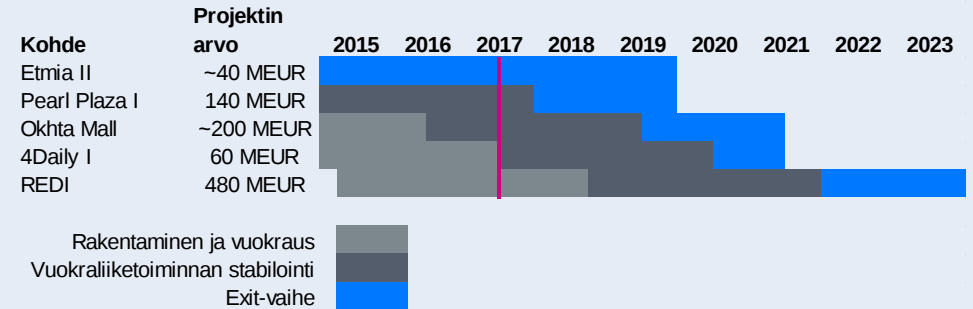
- Toimistot ja liiketilat
- Hotellit ja erityistilat
- Logistiikkatilat
- Kalliotilat ja infrahankkeet
- Sairaalat
- Omistusasunnot
- Vuokra-asunnot
- Aluekehityshankkeet
- Kauppakeskukset
- Kauppakeskusoperointi
- Muut toimitilahankkeet
- Asuntorakentaminen

Suomen liiketoimintojen kehitys

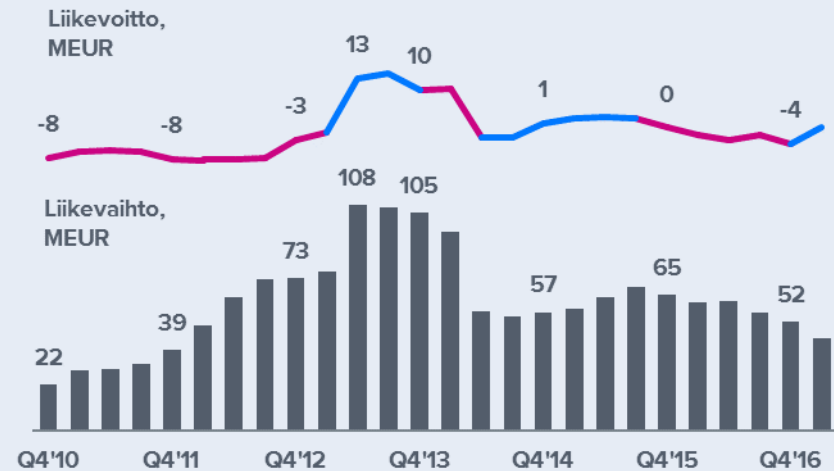


Lähde: Inderes, SRV Yhtiöt

SRV:n suurten kehityshankkeiden aikajana



Kansainvälisen liiketoiminnan kehitys



Sijoitusprofiili 1/2

SRV:n erityispiirteet sijoituskohteena

SRV poikkeaa profiililtaan muista listatuista rakennusliikkeistä sekä liiketoimintamallinsa että erityisesti suurten kiinteistökehityshankkeiden merkittävän roolin takia. Oman mausteensa sijoitusprofiiliin antavat myös Venäjän merkittävä rooli yhtiön tuottopotentialissa ja suuri osuus taseeseen sitoutuneesta pääomasta, sekä SRV:n rooli sijoittajana ja kauppakeskusten operoijana.

Suuret ja pitkäkestoiset kiinteistökehityshankkeet vaativat SRV:n osakkeeseen sijoittavalta eritoten pitkäjänteisyyttä, riskinsietokykyä ja suurta luottoa yhtiön johdon kyvykkyyteen kehittää, toteuttaa ja rahoittaa kannattavia hankkeita. Lisäksi sijoittajan on hyvä ymmärtää erilaisten hanke-, rahoitus- ja omistusrakenteiden vaikutus SRV:n liikevaihdon ja katteen tuloutuskäytäntöihin ja pääomarakenteeseen.

Tuloutuskäytännöt

SRV:n raportoituun tuloskehitykseen vaikuttaa lyhyellä aikavälillä paljon mm. omaperusteisten hankkeiden luovutusaikataulut ja SRV:n osakkuusyhtiöiden omistusosuutta vastaavan osuuden eliminointi osakkuusyhtiöille toteutetun rakentamisen katteesta. Käytännössä SRV:n tuloutuskäytännöt voidaan jakaa hanketyypin mukaan kolmeen osaan:

1) Urakoinnin, projektinjohtourakoinnin ja neuvottelu-urakoiden tuotto tuloutetaan pääosin hankkeiden valmistumisasteen mukaisesti osatuloutusmenetelmällä. Tämä tuloutustapa muodostaa tyypillisesti suurimman osan SRV:n liikevaihdesta.

2) Omien perustajaurakoinnihankkeiden tuotot tuloutetaan puolestaan pääsääntöisesti ns. luovutuksenmukaisella tuloutusmenetelmällä eli hankkeen tuotto tuloutuu myyntiasteen mukaisesti vasta hankkeen luovutushetkellä. Tämä tuloutustapa on käytössä mm. SRV:n omaperusteisten asuntorakennushankkeiden tuloutuksessa. Esimerkiksi 80 %:sti myydyn asuntokohteen liikevaihto ja kate tuloutuu 80 %:sti kohteen luovutushetkellä.

3) SRV:n kokonaan omistamien tai osakkuusyhtiöiden kautta omistettujen hankkeiden rakentamisen kate tuloutuu SRV:n omistusosuuden mukaisessa suhteessa vasta, kun omistus kohteesta tai osakkuusyhtiöstä on myyty. Myös mahdollinen hankekehityskate tuloutuu vasta, kun omistus osakkuusyhtiöstä myydään. Esimerkiksi vuonna 2013 valmistuneen Pearl Plazan rakentamisen katteesta on tuloutettu vasta 50 %, joka vastaa kohteen toisen omistajan SIIC:n omistusosuutta hankkeesta.

Lisäksi sijoittajien on hyvä huomioida, että SRV:n strategiana ei ole useimmista muista rakennusyhtiöistä poiketen luopua merkittävien kauppakeskushankkeiden omistuksesta välittömästi kohteiden valmistumisen jälkeen vaan jatkaa niiden operoimista ja liiketoimintakonseptin kehittämistä tyypillisesti 3-4 vuoden ajan. Kauppakeskusten vuokratuotot kirjataan osakkuusyhtiöiden liikevaihdoksi, mutta ei SRV:n liikevaihtoon. SRV:n osuus osakkuus-/yhteisyritysten nettotuloksesta kirjataan ennen liikevoittoriviä. Tästä johtuen kansainvälisten liiketoimintojen liikevaihto tulee laskemaan lähivuosina selvästi, mutta liikevoitto sen sijaan kasvaa merkittävästi.

Valuuttakurssiriskit ja korkosuojaus

SRV:n ulkomaisten osakkuus- ja sijoitusyhtiöiden pääasiallinen toimintavaluutta oli vuoden 2016 loppupuolelle saakka euro, mikä tarkoitti sitä, että Venäjän ruplan arvon vaihtelu vaikutti varsin vähän ja epäsuorasti SRV:n tulokseen eikä pääomasijoituksia pääsääntöisesti tarvinnut suojata valuuttakurssien vaihteluilta.

Ruplamääräisten vuokrasopimusten yleistymisen vuoksi SRV:n Venäjän osakkuus- ja yhteisyritysten toiminnalliseksi valuutaksi on vaihtunut rupla, mikä altistaa SRV:n tuloksen entistä huomattavasti vahvemmin ruplakurssin vaihteluille. SRV suojautuu tällä hetkellä tyypillisesti vain jyrkkää valuuttakurssin heikentymistä vastaan, joten ruplan vahvistuminen euroa vastaan nostaa SRV:n tulosta ja heikentyminen laskee tulosta.

SRV teki vuonna 2015 kaksi 50 MEUR:n koronvaihtosopimusta lainasalkun korkoriskin pienentämiseksi. Koronvaihtosopimusten käyvän arvon muutokset kirjataan tuloslaskelman kautta taseeseen kvartaaleittain korkomuutosten mukaan. Korkotason laskiessa tämä suojaus kasvatti merkittävästi SRV:n raportoimia nettorahoituskuluja ja pienensi yhtiön nettotulosta. Viime aikainen korkotason nousu on puolestaan vahvistanut SRV:n tulosta. Sijoittajien kannattaa kuitenkin huomioida, että muutokset korkosuojauksen käyvässä arvossa eivät ole kassavirtavaikutteisia tuloseriä ja ne kannattaa näkemyksemme mukaan oikaista SRV:n raportoiduista luvuista.

Sijoitusprofiili 2/2

Omistusrakenne

SRV:n omistusrakenne on hyvin keskittynyt ja 10 suurinta omistajaa omistaa noin 70 % yhtiön osakekannasta. SRV:tä voidaan myös kuvailla omistusrakeenteen puolesta eräänlaiseksi perheyhtiöksi, sillä yhtiön perustaja Ilpo Kokkila ja hänen poikansa omistavat yhtiöstä suoraan ja omistamiensa yhtiöiden kautta yli 50 %. Myös osalla konsernin johtoryhmän jäsenistä on merkittävät omistukset yhtiössä. Osakekanta on tällä hetkellä lähes 100 %:sti kotimaisessa omistuksessa. Osakkeen likviditeetti on keskittyneestä omistuksesta johtuen suhteellisen matala.

Positiiviset arvo-ajurit ja potentiaali

- **Kannattavuuden parantuminen:** SRV:llä on merkittävää kannattavuuden nousu-potentiaalia tilauskannan rakenteen optimoinnin (lisää omakehitteisiä hankkeita ja vaativia projektinjohtourakoita) ja tehokkuuden parantamisen kautta.
- **Kauppakeskusten vuokraus- ja exit-tuotot:** SRV:n kaikki kauppakeskushankkeet ovat valmiina vuoden 2018 loppuun mennessä ja alkavat tuottaa merkittävää tulovirtaa vuosina 2019-2020. Lisäksi odotamme SRV:n kirjaavan vuosina 2020-2022 merkittävät hankekehityskatteet kohteiden myynnistä.
- **Merkittävä hankekehitysportfolio:** SRV:llä on kehitteillä merkittävä määrä uusia hankkeita, joista suuren osan odotamme kypsyvän rakennus- ja myyntivaiheeseen lähivuosina.
- **Pääoman tehokkuuden kasvu:** SRV:n sitoutuneen pääoman määrä on korkea ja

yhtiö voisi uudelleenrahoittamalla suuria kiinteistökehityshankkeita vapauttaa merkittävästi pääomia, optimoida pääomarakennetta ja kasvattaa pääoman tuottoa. Lisäksi yhtiön aloittamat uudet hankkeet eivät sido pääomia yhtä paljon kuin aiemmin.

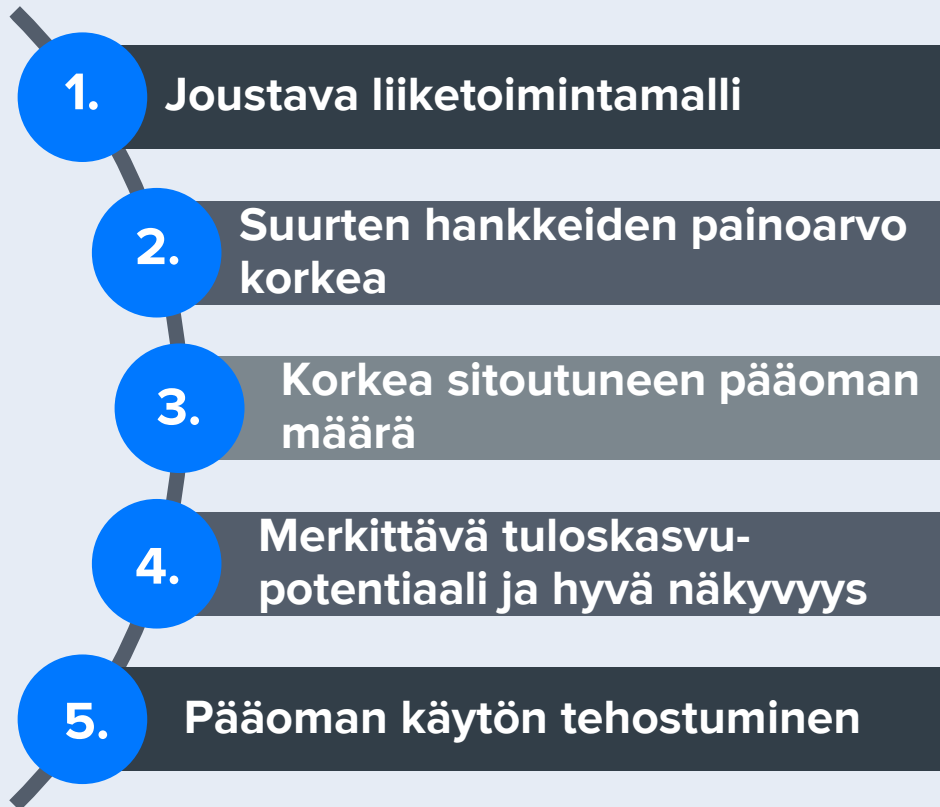
- **Pitkä näkyvyys:** SRV:n lähes ennätyskorkea tilauskanta, korkea myyntiaste ja kauppakeskusten vuokrauksen eteneminen tarjoaa näkyvyyttä useiksi vuosiksi.

Negatiiviset arvoajurit ja riskit

- **Toimialan syklisyys:** Rakentamisen kysyntä vaihtelee voimakkaasti mm. yleisen talouskehityksen, korkomuutosten ja kuluttajaluottamuksen mukaan. Rakentamisen tarjontapuoli sopeutuu sen sijaan pitkistä kehitys- ja rakennusajoista johtuen hitaasti kysynnän muutoksiin, mikä voimistaa tulostason vaihteluita.
- **Suuri hankekoko:** SRV:n hankkeet ovat tyypillisesti suuria sekä asunto- että toimitilarakentamisen puolella, mikä nostaa yksittäisiin hankkeisiin kohdistuvien riskien toteutumisen vaikutuksia.
- **Hankekehitysriskit:** Rakennus- ja kiinteistöhankeiden hankekehitykseen liittyy mm. kaavoitukseen, rahoitukseen, kaupallistamiseen, toteutus- ja myyntiaikatauluihin, yhteistyökumppaneihin ja kohdetyyppiin sisältyviä riskejä. Toteutuessaan hankekehitysriskit voivat heikentää SRV:n omavaraisuutta, likviditeettiä, pääomantuottoa ja kasvattaa kehityskustannuksia.

- **Venäjän maariskit:** Merkittävä osa SRV:n sijoitetusta pääomasta on sitoutunut Venäjälle ja yhtiöllä on Venäjällä useita suuria rakenteilla tai myyntivalmiudessa olevia kiinteistökehityshankkeita. Venäjän heikko talouskehitys ja Ukrainan kriisin aiheuttamat pakotteet heikentävät sijoittaja- ja projektirahoituksen saatavuutta ja vaikeuttavat kiinteistöjen myyntiä. Lisäksi kuluttajien ostokyvyn heikentyminen laskee kauppakeskusten vuokralaisten vuokranmaksukykyä ja vaikeuttaa kauppakeskusten vuokraamista.
- **Valuuttakurssiriskit:** Merkittävä 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 herkkyyks muutosille rahoituksen saatavuudessa, korkotasossa tai likviditeetissä on korkea. Varsinkin suurien asuntokohteiden ja pääomaa sitovien omaperustaisten toimitilahankkeiden rahoitusriskit voivat olla korkeat, sillä niihin sitoutuu tyypillisesti paljon pääomaa pitkiksi ajoiksi ja etupainotteisesti.

Sijoitusprofiili



Potentiaali

- Kannattavuuden parantuminen
- Kauppakeskusten vuokra- ja exit-tuotot
- Merkittävä hankekehitysportfolio
- Pääomien vapautus ja vähemmän pääomaa sitovat uudet hankkeet
- Tilauskanta, korkea myyntiaste ja vuokratuotot parantavat näkyvyyttä

Riskit

- Suhdanneherkkyys korkea
- Suuri keskimääräinen hankeko
- Venäjän maariskit
- Valuuttakurssiriskit
- Hankekehitysriskit
- Rahoitusriskit

Riskiprofiili

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Arvio SRV:n liiketoiminnan kokonaisriskitasosta

Liiketoimintamalli ja strategia 1/3

SRV:n liiketoimintamalli

SRV:n liiketoimintamallin ydin perustuu projektinjohtourakointiin. SRV vastaa tyypillisesti rakennus- ja kiinteistökehityshankkeen läpiviennistä ja projektin johtamisesta, mutta itse työn suorittaa SRV:n valitsevat erikoisosaajat ja aliurakoitsijat. Liiketoimintamallia täydentää lisäksi hankekehitys-, rahoitus- ja kaupallistamis-osaaminen, monimuotoiset sijoittajaratkaisut, sekä omaperusteisten kauppakeskusten operointi.

SRV:n liiketoimintamalli voidaan jakaa karkeasti neljään osaan:

1. Hankekehitys

SRV tunnetaan rohkeasta ja innovatiivisesta hankekehityksestä, joka on synnyttänyt viime vuosina mm. Helsingin Kalasataman aluekeskuksen REDIn, Niittykummun metrokeskuksen, Pietarin Okhta Mall ja Pearl Plaza kauppakeskukset ja esisopimusvaiheessa 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 jopa yli 10 vuotta ennen kuin mittavat hankkeet etenevät toteutukseen.

2. Operatiivinen toimintamalli: SRV Malli

SRV:n liiketoiminnan ytimessä, operatiivisena toimintamallina 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 asetettujen aikataulu-, kustannus- ja laatuvaatimusten mukaan.

Toimintamallin etuna on, että se mahdollistaa suurtenkin hankkeiden nopean käynnistämisen ja läpiviennin vielä alustavien suunnitelmien pohjalta ja 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 suhdanne- ja volyymivaihteluilta ja mahdollistaa nopeassa ajassa merkittävän kasvun. 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, mistä on osoituksena se, että yhtiö ei ole tehnyt yhtään tappiollista tilinpäätöstä historiansa aikana.

3. Kaupallistaminen ja 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.

Liiketoimintamalli ja strategia 2/3

4. Hankerahoitus

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 kiinteistökehitys-hankkeen lisäarvosta muodostuu vasta hankkeen valmistumisen jälkeen, kun kohteen käyttöasteet ja vuokratuotto saadaan optimaaliselle tasolle. 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 Pearl Plaza kauppakeskushankkeen omistajina on 50/50 - osuuksin SRV ja kiinalainen kiinteistöyhtiö SIIC, jotka ovat rahoittaneet hankkeen oman pääoman yhteensä noin 45 MEUR:n sijoituksin. Loput hankkeen 140 MEUR:n rakennuskustannuksista on rahoitettu pitkäaikaisella 95 MEUR:n projektituotolla.

Strategia

Strategiakausi: 2016-2020

SRV uudisti strategiansa, vision ja taloudelliset tavoitteet viimeksi helmikuussa 2016. SRV:n uutena visiona on luoda paras asiakaskokemus kaupunkikeskusten rakentajana. Vuoteen 2020 ulottuvan strategijakson keskiössä on kolme strategista päämäärää: 1) Alan paras kannattavuus, 2) alan paras asiakaskokemus ja 3) alan houkuttelevin työpaikka.

Sijoittajien kannalta näemme uudessa strategiassa ja strategiakaudella kolme keskeistä seikkaa: 1) Kannattavuuden parantamiseen tähtäävät toimet, 2) keskittymisen entistä vahvemmin kasvukeskuksiin ja julkisiin rakennushankkeisiin, sekä 3) Venäjän liiketoiminnan keskittyminen valmistuneiden kauppakeskusten operointiin.

Kannattavuuden parantaminen

Keskeisin SRV:n kannattavuutta parantava keino on hankeportfolion optimointi. SRV tavoitteena on keskittyä aiempaa vahvemmin omakehitteisiin ja -perusteisiin hankkeisiin. Niissä on saavutettavissa korkeampi jalostusaste ja siten myös parempi kannattavuus. Korkeamman kannattavuuden kääntöpuolella on kasvavat rahoitus- ja myyntiriskit, sekä projektinjohtourakointia ja urakointia korkeampi sitoutunut pääoma. SRV pyrkii kuitenkin vähentämään sijoitetun pääoman määrää tekemällä omakehitteisiä hankkeita entistä useammin yhteistyö- tai sijoittajakumppaneiden kanssa.

Projektinjohto- ja neuvottelu-urakat yhtiö pyrkii toteuttamaan kustannus- tai tavoitehinta-

perusteisina neuvottelemalla tai kilpailun kautta. Kiinteähintaisia kilpailu-urakoita SRV toteuttaa hyvin valikoidusti, sillä niissä potentiaali lisäarvoa tuottaviin ratkaisuihin on heikko ja katetaso tyypillisesti matala.

Muut SRV:n keskeiset keinot ja tavoitteet kannattavuuden nostamiseksi ovat 1) Materiaali- ja palvelukustannusten alentaminen 5 %:lla aiemmalta tasoltaan, 2) suunnittelun ja teknisen toteutuksen laadun parantaminen ennakoimattomien lisätöiden ja muutosten aiheuttamien kulujen vähentämiseksi, 3) projektien hallintajärjestelmän jatkokehittäminen ja 4) projektien läpivientaikojen nopeuttaminen lisäämällä ennakkoon valmistettujen rakennusosien, hankkeiden modularisoinnin osuutta ja 2-vuorotyön kautta.

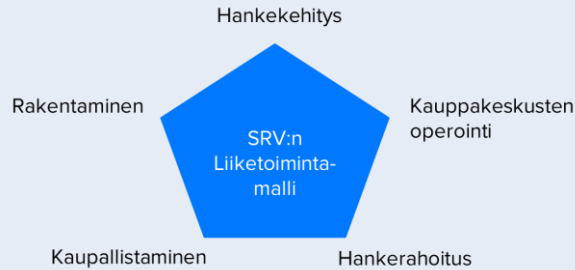
Taloudelliset tavoitteet

SRV:n taloudellisina tavoitteina on vuoden 2020 loppuun ulottuvalla strategiakaudella:

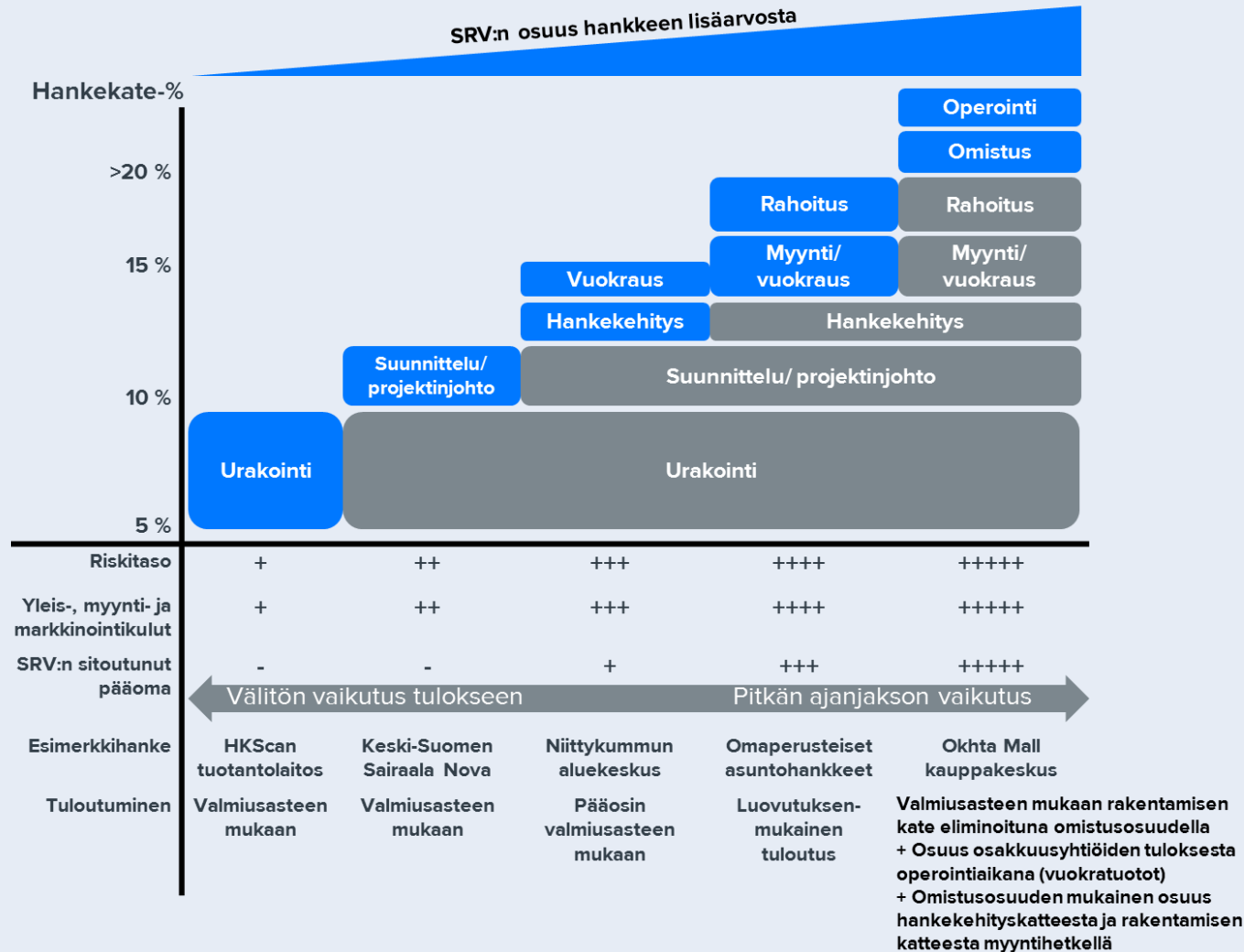
- Toimialaa nopeampi kasvu
- Yli 8 %:n liikevoittomarginaali strategiakauden loppuun mennessä
- Oman pääoman tuotto on vähintään 15 % strategiakauden loppuun mennessä
- Sijoitetun pääoman tuotto nousee vähintään 12 prosenttiin strategiakauden loppuun mennessä
- Lisäksi omavaraisuusaste pidetään yli 35 %:ssa ja osinkoa jaetaan 30-50 % vuosittaisesta tuloksesta liiketoiminnan pääomatarpeet huomioiden.

SRV:n liiketoimintamalli

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.
- **Rakentaminen:** SRV toteuttaa rakennushankkeet projektinjohtototeutuksella ja pääurakoitsijan vastuulla yhtiön omalla toimintamallilla, eli SRV Mallilla.
- **Kohteiden myynti/vuokraus ja hallinnointi:** SRV vastaa omissa kehityshankkeissaan kohteiden myynnistä, vuokraamisesta, liiketoimintakonseptista, sekä usein myös kauppakeskusten operoinnista.
- **Hankepääoman hallinta ja sijoittajaratkaisut:** SRV on kehittänyt monipuolisia hankerahoitusratkaisuja ja on useimmiten suurimmissa omissa kehityshankkeissaan mukana myös sijoittajan roolissa.



Liiketoimintamalli ja strategia 3/3

Taloudellisten tavoitteiden taustaoletukset

Asetettujen strategisten tavoitteiden saavuttaminen perustuu SRV:n mukaan heikkoon, mutta vakaaseen talouskasvuun Suomessa sekä Venäjän talouden lievään vahvistumiseen ja vakiintumiseen. Lisäksi se edellyttää SRV:n omaperusteisten hankkeiden merkittävää kasvua.

Venäjällä toiminta on siirtynyt kauppakeskusten operointivaiheeseen. Uusien hankkeiden kehittämistä jatketaan, ja niitä voidaan aloittaa konsernin pääomarakenteen sallissa ja kohteiden taloudellisten kriteerien täytyessä.

Pidämme taloudellisten tavoitteiden saavuttamista haastavana

SRV on jäänyt lähihistoriassa kauas strategiakaudelle asetetuista tavoitteista liikevoittomarginaalin, oman pääoman ja sijoitetun pääoman tuoton osalta. Sen sijaan kasvun, omavaraisuusasteen ja osingon osalta yhtiö on ollut viime vuosina tavoitellulla tasolla.

Pidämme tavoitteita kannattavuuden ja pääoman tuoton osalta erittäin haastavana. Tavoitteiden toteutuminen on kuitenkin näkemyksemme mukaan mahdollista jakson lopulla, kun kaikki suuret kauppakeskushankkeet ovat valmistuneet ja niiden vuokratuotot ovat lähellä tavoitetasojaan, korkeakatteisen omaperusteisen asuntotuotannon osuus liikevaihdosta kasvaa ja Suomen toimitilarakentamisen tilauskannan katerakenne paranee.

Omavaraisuuden ja osingonjakosuhteen osalta näemme tavoitteet realistisina myös lyhyellä

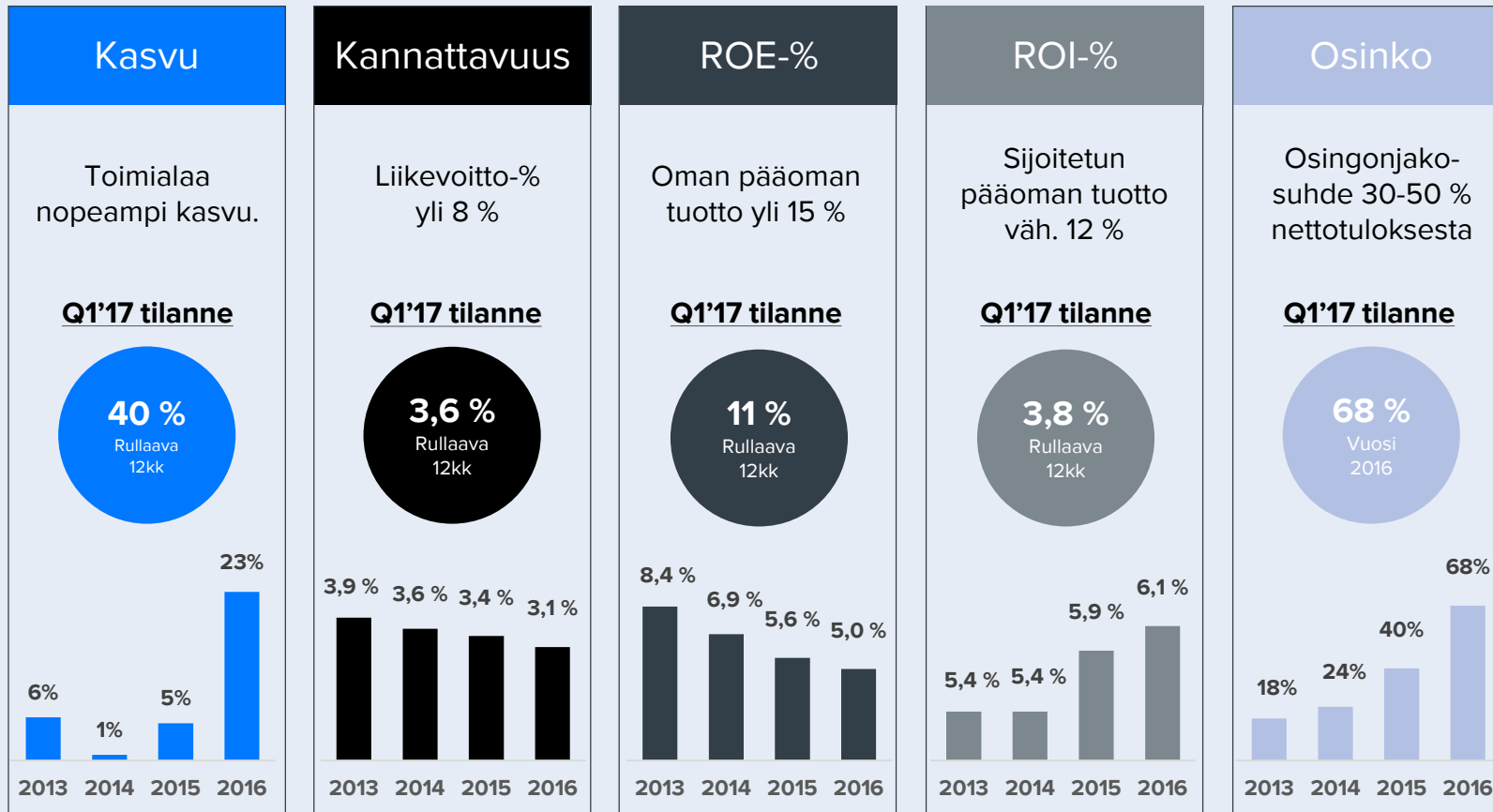
aikajänteellä, sillä yhtiön rahoitusasema on pääomajärjestelyjen myötä vahva ja projektirahoitus on suurhankkeiden osalta ratkaistuna vuosiksi eteenpäin.

SRV:n pääoman tuottotavoitteet vaativat parantuvan kannattavuuden lisäksi pääoman vapauttamista ja sen käytön tehostamista. Tässä kohtaa on hyvä huomioida, että erityisesti suuriin kauppakeskushankkeisiin on sitoutunut paljon pääomaa. Kun kohteet myydään tai jälleenrahoitetaan, voidaan taseesta vapauttaa merkittävästi pääomia. Tämä nostaisi myös pääoman tuottoa merkittävästi. Lisäksi SRV:n pääoman tuottoa parantaa se, että SRV:n uudet omakehitteiset hankkeet ja suuret julkiset rakennushankkeet sitovat aiempaa vähemmän tai ei lainkaan SRV:n pääomaa.

SRV:n strategian yhteenveto



Taloudelliset tavoitteet



Markkinakatsaus 1/2

Suomen rakennusmarkkinat

Suomen rakennusmarkkinoiden volyymikasvu hidastuu ennusteiden mukaan selvästi kuluvana vuonna (2017e: n. +2,5 %) vuoden 2016 poikkeuksellisen kovan kasvun jälkeen (n. +7 %), ja vuodelle 2018 ennustetaan tällä hetkellä nollakasvua. Positiiviset, mutta tasaantuvat kasvuodotukset näkyvät myös EK:n rakentamisen luottamus- ja tilauskanta-indikaattoreissa, jotka ovat selvästi 10 vuoden keskiarvojen yläpuolella (10-v keskiarvo: -11), mutta liikkuneet viime aikoina lähes vaakasuuntaan.

Rakentamisen vahvaa kasvua ajaa näkemyksemme mukaan yksityisen kulutuksen ja ostovoiman lievä kasvu, parantunut luottamus ja työllisyystilanne, matala korkotaso, vahvat pitkän aikavälin peruskysyntätekijät, korkealla tasolla pysyvä sijoittajakysyntä, useat suuret samanaikaisesti käynnissä olevat liike-, teollisuus- ja julkisen sektorin rakennushankkeet sekä tasaisesti rakennuskannan ikääntymisen myötä lisääntyvä korjaustarve. Lisäksi kasvua on tukenut vuosien 2012-2015 matalien rakennusvolyymien myötä syntynyt patoutunut kysyntä.

Kasvu on rakentamisen segmentteittäin katsottuna laaja-alaista, sillä sekä talojen uudisrakentamisen, korjausrakentamisen, että infrarakentamisen odotetaan kasvavan kuluvana vuonna. Vahvinta kasvua ennustetaan talojen uudisrakentamiseen (2016: n. 40 % rakentamisen arvosta ja kasvu 2017e +2,6 %), jossa erityisesti asuntorakentamisen volyymin odotetaan kasvavan asuinkerrostalojen ennätyskellisten aloitusmäärien myötä

voimakkaasti kuluvana vuonna. Korjausrakentamisen volyymin odotetaan kasvavan noin 2 % ja infrarakentamisen noin 2 %.

Maantieteellisesti katsottuna kasvu keskittyy yhä kasvukeskuksiin ja erityisesti PK-seudulle, jossa rakentamisen peruskysyntätekijät ovat kaikkein vahvimmat mm. muuttoliikkeen ja asumistarpeiden muutosten myötä.

Asuntorakentamisen näkymät

Suomen asuntorakentamisen näkymät vuodelle 2017 ovat edellisvuoden korkeista aloitusmääristä johtuen vahvat, mutta vuodelle 2018 odotetaan laajasti lievää laskua aloitusmääriin. Vahvan asuntorakentamisen kehityksen taustalla on nähdäksemme useiden keskeisten asuntojen kysyntäajureiden pitkään jatkunut positiivinen kehitys, joka on vahvistanut sekä sijoittaja- että kuluttajakysyntää. Lisäksi kysyntää on tukenut useiden vuosien ajan kasvukeskuksiin ja erityisesti PK-seudulle vahvan peruskysynnän myötä syntynyt patoutunut tarve asunnoille, jonka on arvioitu olevan pelkästään Helsingin seudulla noin 20000 asuntoa.

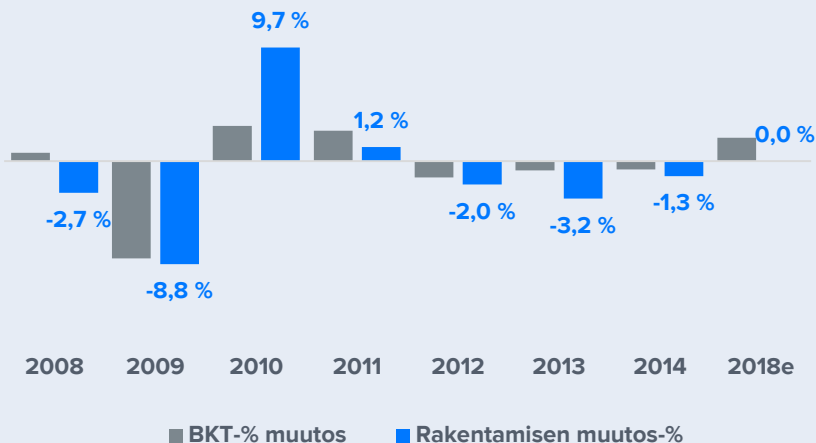
Asuntokysyntää ja -hintoja määrittää pitkällä aikavälillä peruskysynnän (väestönkasvu ja muuttoliike), ansiotason ja työllisyyden kehitys. Lyhyellä aikavälillä kysyntää ajaa myös korkotaso, kuluttajaluottamus, rahoituksen saatavuus ja sijoittajien tuottovaatimus. Sivun 21 graafissa on näkemyksemme näiden ajureiden nykytilasta (taustaväri) ja kehityksestä lähivuosina (nuoli).

Näkemyksemme mukaan asuntojen peruskysyntätekijät ovat hyvin positiiviset, sillä Suomessa on käynnissä vilkas muuttoliike maaseudulta kaupunkiseuduille, väestönkasvu keskittyy kaupunkeihin ja asutokuntien koko pienenee. Kuluttajien asunnonostokyvyssä ei ole nähdäksemme tapahtunut merkittäviä muutoksia, mutta trendi on ollut lievästi positiivinen johtuen ansiotason hienoisesta kasvusta, korkotason laskusta ja asuntohintojen maltillisesta kehityksestä. Näkemyksemme mukaan asunnonostokyky tulee säilymään myös lähivuodet melko vakaana, sillä emme odota isoja muutoksia korkoihin tai ansiotasoon. Tämä pitää myös yhdessä kasvavan tarjonnan ja maltillisesti kehittyvien rakennuskustannusten kanssa asuntojen hintojen kehityksen maltillisena.

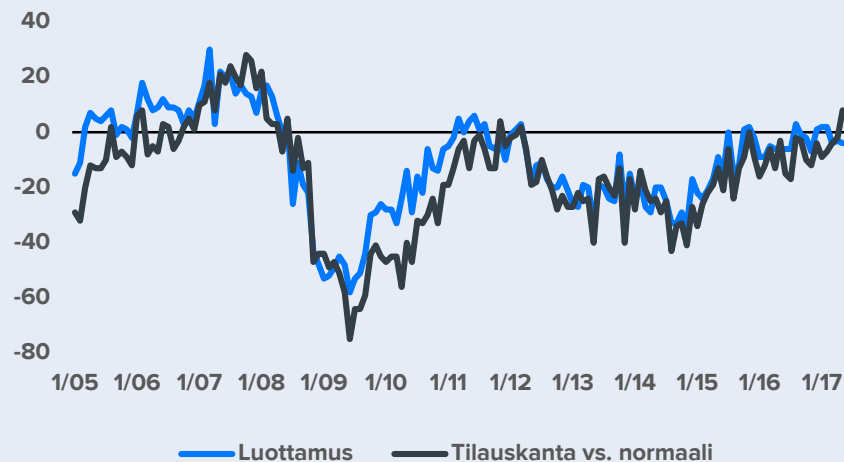
Asuntojen sijoittajakysyntä on ollut viime vuosina erittäin vahvaa. RT:n mukaan asuntorahastot ostivat esim. vuoden 2014 kerrostalotuotannosta noin puolet. Odotamme sijoittajakysynnän säilyvän kohtuullisen vahvalla tasolla myös lähivuosina, sillä asuntojen vuokratuottojen kehitys on jatkunut vahvana, riskittömän koron ja asuntojen nettovuokratuoton ero on edelleen korkea, ja vajaakäyttöasteet kasvukeskusten pienissä asunnoissa matalat. Asuntosijoitukset ovat Suomessa tuottaneet KTL:n mukaan kaikista kiinteistösijoituksista parhaiten viimeisen 10 ja 5 vuoden ajanjaksolla. Vuotuinen kokonaistuotto on ollut keskimäärin 8,3 %. Lisäksi sijoittajakysyntää tukee vuokra-asuntojen korkotukimallin muutokset, eläkeyhtiöiden vuokra-asuntojen rakennuttamista tukeva laki ja asuntorahastoihin virtaava pääoma.

Suomen rakennusmarkkinoiden näkymät

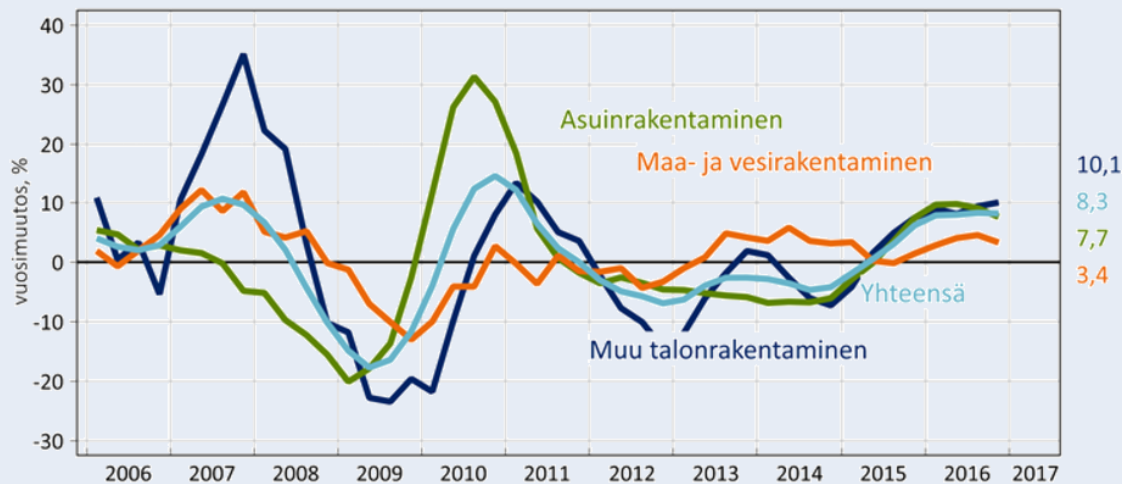
Kokonaistuotannon ja rakentamisen muutos



Rakentamisen luottamusindikaattorit



Rakentamisen segmenttien volyymikehitys



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 - Kannattavuus	   

VTT:n arvion mukaan tarve -2040 on 25000-30000 asuntoa vuosittain

Kuluttajat luottavat vahvasti talouden positiiviseen kehitykseen, mutta asunnon ostovoiman kehitys vaisua

Asuntosijoittajilla kissanpäivät, mutta positiiviset trendit ja nälkä investointeihin hieman taittumassa.

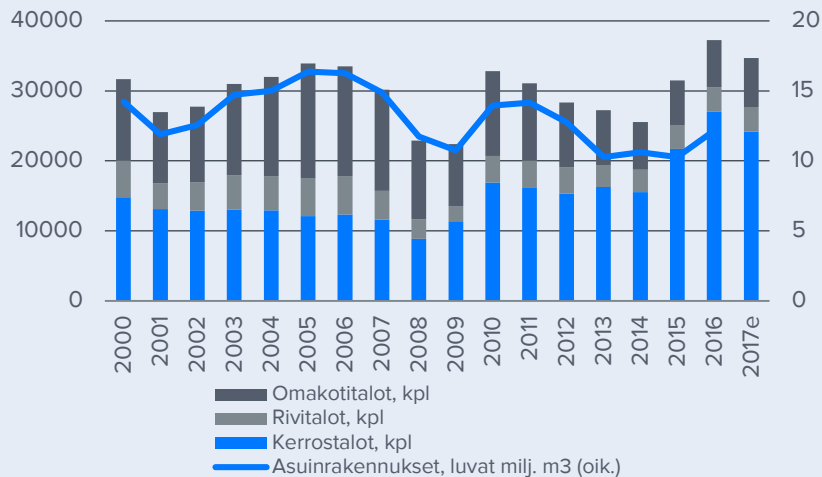
Rakentajat hyötyvät laaja-alaisesta kysynnästä, kuluttajamyynnin piristymisestä ja kohtuullisesta kustannuskehityksestä.

Nykytila:  = hyvin positiivinen  = positiivinen
 = heikko  = kohtuullinen

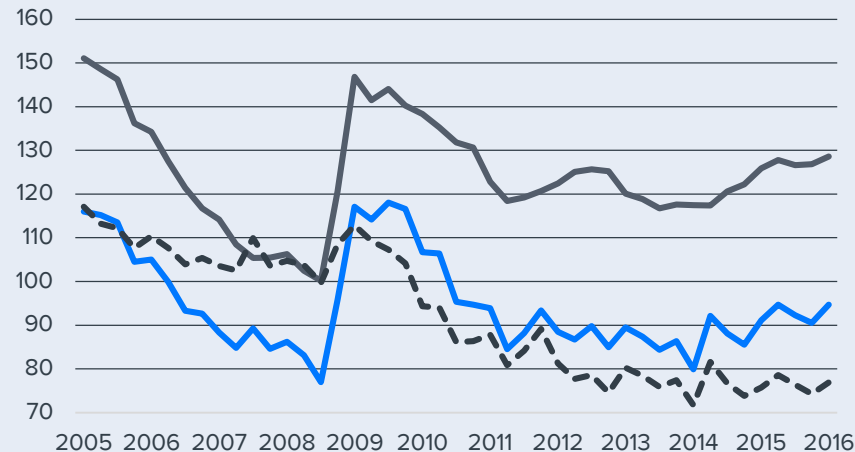
Trendi:  = paranee  = vakaa  = heikkenee

Asuntomarkkinoiden keskeisiä kuvaajia

Asuntorakentamisen aloitukset ja luvat

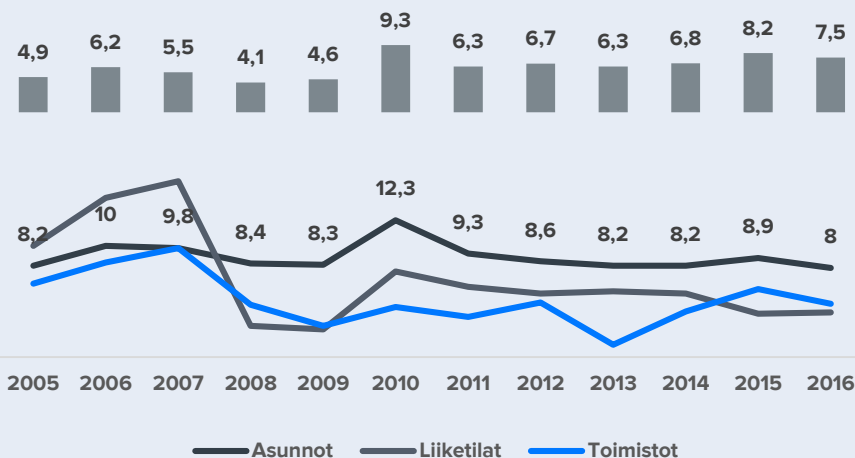


Asuntojen ostokykyyndeksi *



Asuntosijoitusten kokonaistuotto

Tuottoero: Asunnot-% - 10v Suomen valtion jvk



* Yllä olevassa kuvaajassa olemme mitanneet pääkaupunkiseudulla asuvan mediaanituloisen asuntokunnan asunnonostokykkyä vuosina 2005-2015 niin sanotun HA-indeksin avulla (Housing affordability index). Indeksä tulkitaan siten, että mitä korkeamman arvon indeksi saa, sen parempi on keskimääräisen kuluttajan asunnonostokykky. Indeksillä ollessa 100, menee tasan 30 % asuntokunnan käytettävissä olevista rahattuloista pääkaupunkiseudulta ostettavan mediaanihintaisten 56,5 m2 asunnon velanhoitokuluihin. Vuosina 2005-2016 asunnonostokykky oli indeksin perusteella parhaimmillaan Q1'15 ja Q1'09. Heikommillaan asunnonostokykky oli vuoden 2008 lopussa.

Markkinakatsaus 2/2

Toimitilarakentamisen näkymät

Odotamme Suomen toimitilarakentamisen kasvuun selvää hidastumista vuonna 2017 erittäin vahvan viime vuoden jälkeen, jota tuki useat suuret, vuosina 2015-2016 aloituspäätöksen saaneet liike-, teollisuus- ja julkisen puolen rakennushankkeet. Vastaavaa määrää uusia suurhankkeita ei ole nyt lähiaikoina näköpiirissä. Toimitilarakentamisen kasvua on ruokkinut kaupungistumiskehityksen ja merkittävien infrahankkeiden valmistumisen myötä kasvanut liikerakentamisen tarve kasvukeskuksissa, teollisuuden investointien kääntäminen kasvuun sekä julkisen sektorin palvelurakenteen kehitystarpeet.

Pitkällä aikavälillä toimitilarakentamisen määrää ajaa peruskysyntätekkijöiden, kuten ostovoiman kehityksen, tilantarpeiden muutokset, väestönkasvu ja muuttoliike. Lyhyellä aikavälillä kysyntään vaikuttaa muutokset kiinteistöjen vajaakäyttöasteissa, vuokratuotossa, rahoituksen saatavuudessa, korkotasossa ja tuottovaatimuksissa. Seuraavalla sivulla näkyvässä graafissa olemme listanneet näkemyksemme toimitilarakentamisen keskeisten ajureiden tilanteesta (nuolen väri) ja arviomme kehitystrendistä (nuolen suunta).

Näkemyksemme mukaan toimitilamarkkinoiden kysyntäajurit ovat tällä hetkellä kokonaisuutena kohtuullisen positiiviset, mutta emme näe ajureiden olevan merkittävästi positiivisempia lähivuosina. Kuten asuntorakentamisen kohdalla, myös toimitilarakentamisessa peruskysyntätekkijät ovat kehittymässä positiiviseen suuntaan muuttoliikkeen, väestönkasvun ja kaupungistumisen myötä. Ostovoiman ja talouskehityksen lievä elpyminen ovat lisäksi kasvattaneet yksityistä kulutusta ja investointeja.

Toimitilakiinteistöjen vuokrat ovat säilyneet paikoin korkeista vajaakäyttöasteista huolimatta hyvällä tasolla ja prime-kohteiden tuottovaatimukset ovat laskeneet. Yhdessä matalan korkotason kanssa tämä on johtanut kiinteistökauppamarkkinan aktivoitumiseen ja volyymien merkittävään kasvuun. Kiinteistöjen transaktiovolyymi Suomessa on yli kolminkertaistunut kolmessa vuodessa ja nousi viime vuonna jo 7,2 miljardiin euroon, mikä ylittää vuosien 2006-2007 kiinteistöbuumin tason. Merkittävä osa viime vuosien transaktiosta on kuitenkin ollut asuntokiinteistöjen portfoliokauppoja. Nykyisten barometrien ja ennusteiden valossa tuottovaatimukset tulevat lyhyellä aikavälillä edelleen laskemaan hieman, mikä tukee toimitilarakentamista.

Venäjän kauppakeskusmarkkinat

SRV:n kansainvälinen liiketoiminta koostuu lähivuosina suurilta osin kauppakeskusten vuokraamisesta ja operoinnista Venäjällä. Siten keskitymme kansainvälisten liiketoimintojen näkymissä Venäjän kauppakeskusmarkkina.

Kauppakeskusten kysyntä määräytyy pitkällä aikavälillä peruskysyntätekkijöiden, kuten ostovoiman kehityksen, kaupanalan rakennemuutosten, väestönkasvun ja muuttoliikkeen perusteella. Lyhyellä aikavälillä kysyntään vaikuttaa lisäksi merkittävässä määrin muutokset kiinteistöjen vajaakäyttöasteissa, vuokratuotossa, rahoituksen saatavuudessa, korkotasossa ja sijoittajien tuottovaatimuksessa.

Näemme pitkällä aikavälillä edelleen kysyntää Venäjällä länsimaiset standardit täyttävillä kauppakeskuksille. Venäläisten kuluttajien reaali-palkat ovat nousseet vuodesta 2000 alkaen, vuosia 2008, 2014, 2015, 2016 lukuun ottamatta vuositasolla 5-20 % vuodessa.

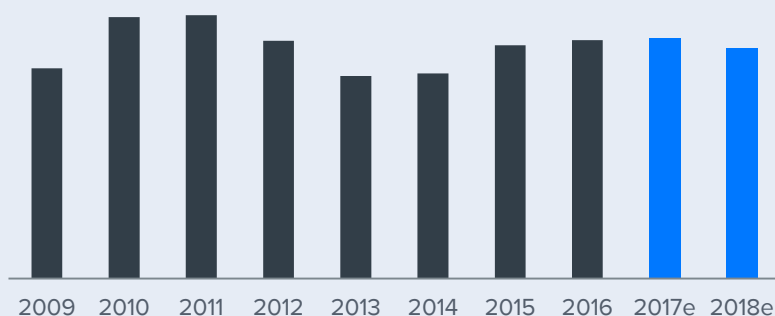
Venäläiset käyttävät valtaosan tuloistaan (yli 60 %) kulutukseen, sillä muut elinkustannukset, verotus ja velkaantuminen ovat kansainvälisesti katsottuna matalat. Venäjällä on myös edelleen väkilukuun nähden suhteellisen vähän modernia kauppakeskustilaa. Esimerkiksi Moskovassa on JLL:n mukaan 50 % vähemmän kauppakeskustilaa per asukas kuin Helsingissä. Kauppakeskustila on myös monin osin vanhentunutta, eikä vastaa nykyaikaisia tarpeita.

Lyhyellä tähtäimellä kauppakeskusten näkymät ovat kuitenkin edelleen vaisut, vaikka Venäjän talouden taantuma ja ruplan heikentyminen on taittunut. Useita vuosia jatkunut vaisu talouskehitys on laskeneet huomattavasti venäläisten reaali-palkkoja ja ostovoimaa, minkä vuoksi vähittäiskaupan myynnin kehitys on ollut heikkoa. Lisäksi epävarmat näkymät ja talouspakotteet ovat vähentäneet merkittävästi ulkomaisten sijoittajien kiinnostusta Venäjän kiinteistömarkkinoita kohtaan. JLL:n mukaan Venäjän kiinteistömarkkinoiden transaktioiden arvo nousi vuonna 2016 4,5 miljardiin dollariin, oltuaan vuonna 2015 alimmalla tasollaan 10 vuoteen. Samaan aikaan kuitenkin ulkomaisten kiinteistösijoitusten määrä Venäjälle on pysynyt erittäin matalalla tasolla.

Moskovan ja Pietarin prime-paikoilla kauppakeskusten vuokrataso ylittää monen Länsi- Euroopan kaupungin vuokratason. Tämä johtuu vähäisen ostospaikkojen määrän ja suhteellisen korkean ostovoiman yhdistelmästä, joka tarjoaa korkean myynnin per neliö vuokralaisille. Taantumassakin ruplamääräiset vuokrat ovat olleet melko stabiilit. Sijoittajien prime-kohteiden tuottovaatimukset kääntyivät nousuun vuoden 2014 lopulla, mutta nousu vaikuttaa nyt pysähtyneen liike- ja toimistotilojen osalta noin 9-10 %:n tasolle. Alimmillaan vuonna 2008 tuottovaatimukset olivat 8,0-8,5 %.

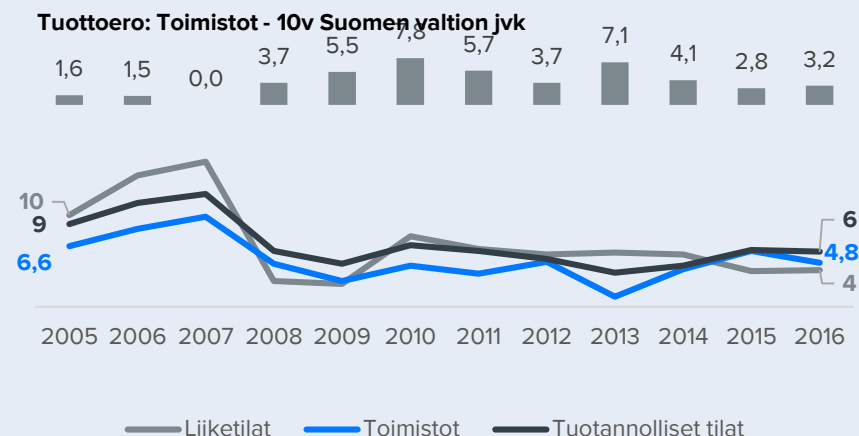
Suomen toimitilarakentamisen näkymät

Toimitilarakentamisen aloitukset (milj. m3)



Liike-, toimisto-, teollisuus-, varasto- ja julkisten palvelurakennusten rakentamisen aloitukset

Toimitilasijoitusten kokonaistuottoja (%)



Toimitilarakentamisen keskeiset ajurit

Peruskysyntätekijät	- Ostovoima - Rakenteellinen kysyntä - Investointien kehitys
Vuokramarkkina	- Vuokratasot - Vajaakäyttöasteet
Tuottovaatimus	- Korkotaso - Tuottovaateet - KV-sijoittajakysyntä

Nykytila: ● = hyvin positiivinen ● = positiivinen

● = heikko ● = kohtuullinen

Trendi: ↗ = paranee ↘ = vakaa ↙ = heikkenee

Transaktiovolyymit Suomessa, 2005-2016



Venäjän kauppakeskusmarkkinan näkymät

Venäjän kauppakeskusmarkkinan keskeisten kysyntäajurien näkymät

Peruskysyntätekijät	- Ostovoima - Rakenteellinen kysyntä - Investoinnit
Vuokramarkkina	- Vuokratasot - Vajaakäyttöasteet
Tuottovaatimus	- Korkotaso - Tuottovaateet - KV-sijoittajakysyntä

Nykytila: ● = hyvin positiivinen ● = positiivinen
● = heikko ● = kohtuullinen

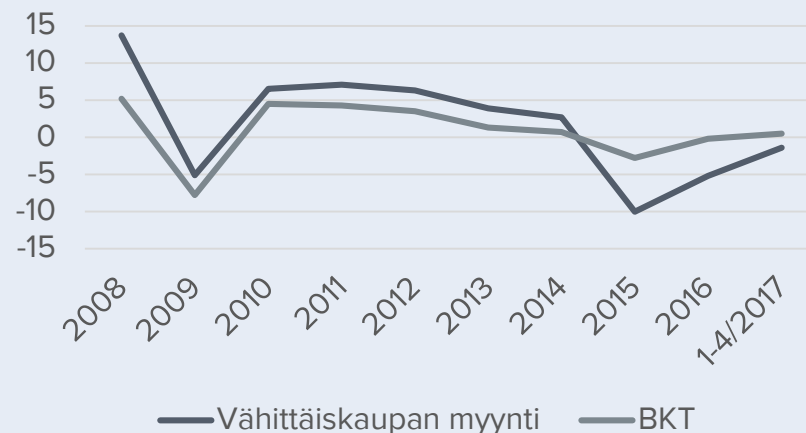
Trendi: ↗ = paranee ↘ = vakaa ↩ = heikkenee

Toimitilakiinteistöjen tuottovaatimukset Moskovassa Q1/2017

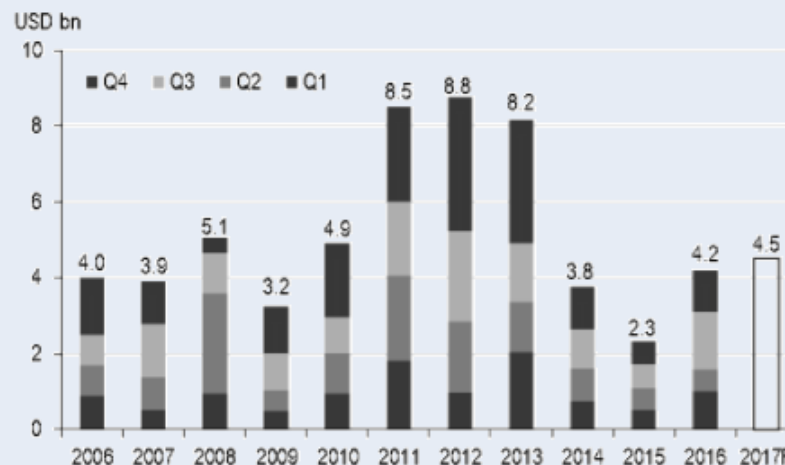
9.0% min Office 10.5% max

9.0% min Shopping centre 10.5% max

Venäjän vähittäiskaupan myynti ja BKT, vuosimuutos %



Transaktiovolyymit Venäjällä, 2005-2016



Taloudellinen tilanne 1/2

Tilaukanta kasvanut merkittävästi

SRV:n tilaukannan kehitys oli vuosina 2015-2016 erittäin vahvaa. Tilaukanta nousi vuoden 2016 aikana uudelle ennätystasolle ja oli vuoden lopussa 1759 MEUR (2015: 1583 MEUR), eli 105 % vuoden 2014 lopun tilaukantaan korkeampi (Q4'14: 860 MEUR). Tilaukannan kasvua ovat ajaneet viime vuosina Suomen liiketoiminnot, sillä kansainväliset liiketoiminnot ovat keskittyneet suurten kauppakeskushankkeiden läpivientiin ja ylösajoon. Suomessa tilaukannan kehitys on ollut vahvaa sekä toimitila- että asuntorakentamisessa. Toimitilarakentamisen tilaukanta oli vuoden 2016 lopussa 1164 MEUR, missä oli kasvua 22 % vuoden 2015 lopusta ja 158 % vuoden 2014 lopusta. Vastaavasti asuntorakentamisen tilaukanta oli 563 MEUR, eli suunnilleen vertailukauden tasolla, mutta 106 % vuoden 2014 lopun tilannetta korkeammalla. Kansainvälisen rakentamisen tilaukanta oli vuoden 2016 lopussa enää 32 MEUR, eli 58 % vuoden 2015 lopun tilaukantaan alempana.

Tilaukannan voimakasta kasvua on ajanut useat suuret toimitilaprojektit (mm. REDI, Sairaala Nova, Niittykummun metrokeskus ja TAYS etupiha), merkittävästi kasvanut asuntoaloitusten määrä, sekä REDIn asuintornien jalustatyöt (118 MEUR). Odotamme tilaukannan säilyvän korkealla tasolla myös lähivuosina, sillä SRV:llä on hankekehitys-, rahoitusneuvottelu- tai suunnitteluvaiheessa useita merkittäviä hankkeita, kuten mm. HUS Siltasairaala (Q1'18 230 MEUR), Tampereen Kansi ja Areena (yli 500 MEUR), Lapinmäentie 1 (yli 200 MEUR) ja Jätkäsaaren Bunkkeri (noin 170-190 MEUR).

Tilaukannan myyntiaste on ollut viime vuosina suhteellisen korkea. Vuoden 2016 lopussa tilaukannasta oli myyty 84 % (2015: 80 %).

Liikevaihdon ja liikevoiton kehitys

SRV:n liikevaihdon kehitys oli vuosina 2010-2015 vuotta 2011 lukuun ottamatta melko vakaata, mutta yhtiön liikevaihto kääntyi voimakkaaseen kasvuun (+23 %) vuonna 2016. Liikevaihtoa nostivat vuonna 2016 Suomen liiketoiminnoissa käynnissä olleet useat suuret projektit (REDI, Niittykumpu, TAYS etupiha, Tapiolan kaupunkikeskus Ainoa) sekä merkittävästi vertailukaudesta kasvanut asuntorakentamisen volyyymi, joka ei vielä näkynyt vuosien 2010-2015 liikevaihdossa, koska ne tuloutuvat vasta hankkeiden luovutusten yhteydessä 2016-2017.

SRV:n euromääräinen ja suhteellinen kannattavuus paranivat vuosina 2013-2015 selvästi vuosien 2010-2012 tasolta ja vuoden 2016 liikevoitto oli jo yli kaksinkertainen vuoden 2010 tasoon nähden. Yhtiön liikevoitto-% parani samalla vuoden 2010 2,6 %:sta 3,1 %:iin vuonna 2016. Kannattavuutta nostivat kiinteähintaisen urakoinnin määrän lasku, suurten hankkeiden myötä kasvaneet volyymit, omaperusteisen asuntorakentamisen kasvu, ja vuoden 2013 osalta Okhta Mall -kauppakeskushankkeen 45 %:n omistusosuuden myynti Russia Investille.

Vaikka SRV:n kannattavuus on parantunut selvästi, on se edelleen vaatimattomalla tasolla yhtiön omiin taloudellisiin tavoitteisiinsa ja useimpiin kilpailijoihin suhteutettuna. Tätä selittää mm. se, että vuosina 2009-2016 SRV:n tilaukannan rakenne painottui edelleen melko voimakkaasti matalakatteiseen urakointiin ja

omaperusteisten hankkeiden sekä vaativien projektinjohtourakoiden osuus liikevaihdosta oli matala. Liikevoittoa heikensi myös Venäjän ja REDIn kauppakeskushankkeiden rakentamisen katteesta tehty SRV:n omistusosuuden mukainen eliminointi. Lisäksi suurhankkeiden hankekehitys ja hankkeiden käynnistyminen kasvattivat huomattavasti yhtiön kiinteitä kuluja erityisesti vuonna 2015. Vuoden 2016 tulosta heikensi lisäksi rakenteilla olevien hankkeiden kustannustason nousu ja aiemmin päättyneiden hankkeiden jälkiselvittelystä aiheutuneet kulut.

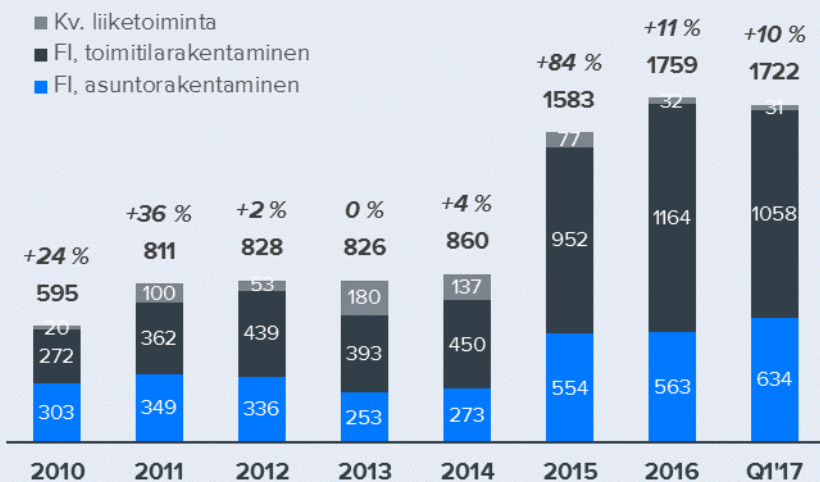
Osakekohtainen tulos ja osinko

SRV:n raportoitu osakekohtainen tulos on ollut viime vuosina laskusuuntainen operatiivisen tuloksen parantumisesta huolimatta. Raportoitu, osakeantioikaistu, osakekohtainen tulos vaihteli vuosina 2010-2016 0,02-0,38 euron välillä. Vuonna 2016 osakekohtainen tulos oli 0,15 euroa. Osakekohtaista tulosta on laimentanut vuonna 2015 tehty osakeanti, kasvaneet rahoituskulut ja korkosuojausista aiheutuneet merkittävät ei-kassavirtavaikutteiset arvomuutostappiot. Arvonmuutoksista ja arvonalennuksista oikaistun osakekohtaisen tuloksen kehitys on sen sijaan ollut vakaampaa.

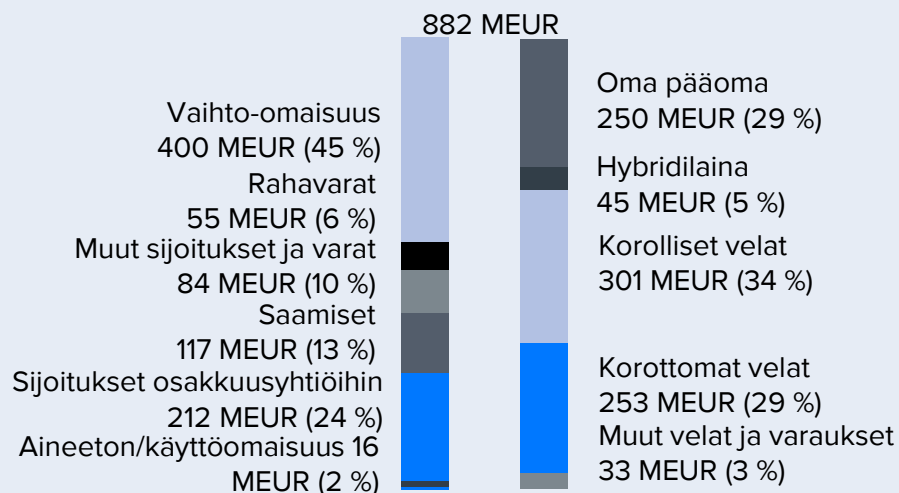
SRV on ollut suhteellisen vakaa osingonmaksaja. Vuosina 2010-2016 osakekohtainen osinko oli 2010-2011 ja 2013-2014 0,12 euroa osakkeelta ja vuosina 2015-2016 0,10 euroa osakkeelta. Osingonjakosuhte on ollut noin 20-60 %.

Taloudellinen tilanne

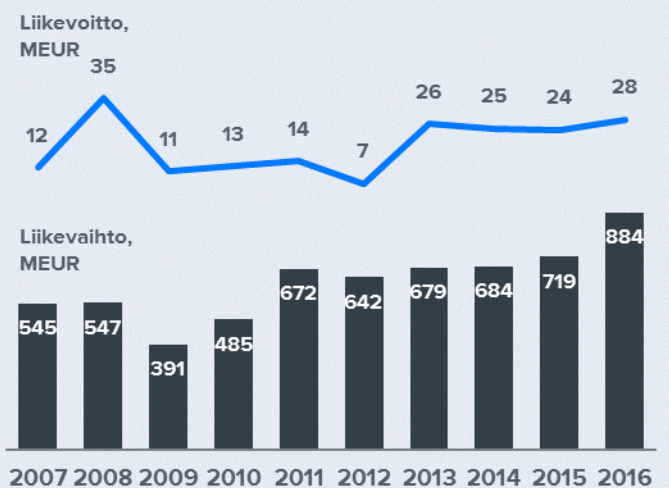
Tilauksen kehitys



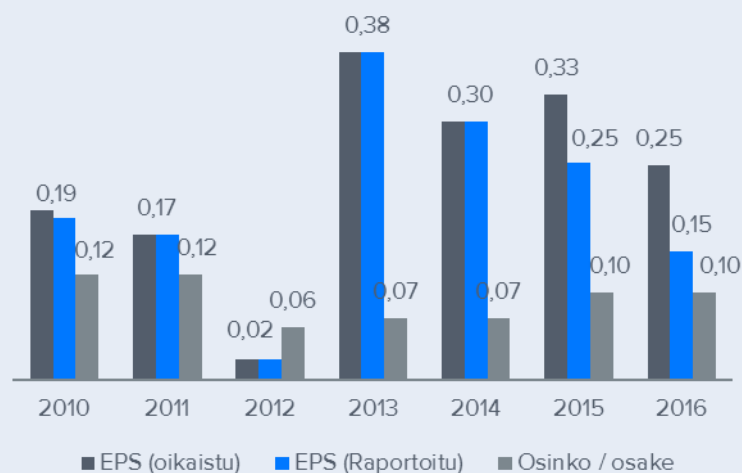
Taserakenne, 2016



Liikevaihdon ja liikevoiton kehitys



Osakekohtainen tulos ja osinko



Taloudellinen tilanne 2/2

Pääoman tuotto vaatimattomalla tasolla

SRV:n pääoman tuotto on ollut vaatimattomalla tasolla pitkään ja sijoitetun pääoman määrä kasvussa. Vuosina 2010-2016 yhtiön oman pääoman tuotto oli keskimäärin noin 5 % ja sijoitetun pääoman tuotto noin 6 %. Heikko kehitys on johtunut lähinnä kansainvälisten liiketoimintojen heikosta kannattavuudesta ja suhteellisen korkeasta sijoitetun pääoman määrästä, joka on sitoutunut tonttiomaisuuteen ja kauppakeskukset omistavien osakkuus-yhtiöiden rahoitukseen. Suomen liiketoimintojen sijoitetun pääoman tuotto on sen sijaan ollut viime vuodet hyvällä 10-12 %:n tasolla.

SRV:n keskimääräinen sijoitetun pääoman määrä kasvoi 182 MEUR:sta 570 MEUR:oon vuosien 2007- 2016 välillä. Kansainvälisen liiketoiminnan sijoitetun pääoman määrä oli vuoden 2016 lopussa 251 MEUR (2015: 217 MEUR). Odotamme pääoman kasvun kuitenkin taittuvan, sillä merkittävä osa taseen omaisuuseristä on jo rakenteilla tai valmiina, ja siten tuottamassa kassavirtaa ja muuttunut likvidimmäksi. Tilauskannan kasvu sitoo myös aiempaa huomattavasti vähemmän SRV:n pääomia, sillä yhtiö rakentaa nyt paljon julkisia hankkeita ja hankkeita, joihin on olemassa pääosin ulkopuolinen rahoitus. Lisäksi SRV voi jälleenrahoituksella vapauttaa osan hankkeisiin sitoutuneista pääomista. Lopullisesti pääomat ja niiden lisäarvo purkautuvat kuitenkin vasta, kun yhtiö irtautuu omistuksistaan kiinteistöissä ja osakkuusyhtiöissä.

Tase ja rahoitusasema

SRV:n taseen loppusumma oli vuoden 2016 lopussa 882 MEUR (2015: 762 MEUR), missä on kasvua 84 % vuoteen 2010 verrattuna. Taseen

suurin varallisuuserä oli rakennusyhtiöille tyypillisesti vaihto-omaisuus, jonka osuus taseesta oli vuoden 2016 lopussa noin 45 % (2015: 44 %). Vaihto-omaisuudesta 46 % muodostui maa-alueiden ja tonttiyhtiöiden arvosta, noin 43 % keskeneräisestä työstä ja noin 10 % valmiiden asunto- ja kiinteistöosakeyhtiöiden osakkeista. Taseen toiseksi suurin varallisuuserä oli 24 %:n (2015: 27 %:n) osuudella osuudet osakkuus- ja yhteisyrityksissä, joihin sisältyy mm. SRV:n omistukset Pearl Plaza, Okhta Mall ja REDI -kauppakeskushankkeista. Muita merkittäviä varallisuuseriä ovat noin 13 %:n osuudella myyntisaamiset ja muut saamiset sekä noin 5 %:n osuudella lainasaamiset osakkuus- ja yhteisyrityksiltä.

SRV:n oma pääoma oli vuoden 2016 lopussa 295 MEUR (2015: 277 MEUR). Oma pääoma sisältää 45 MEUR:n hybridilainan, jonka yhtiö laski liikkeelle vuoden 2016 alussa. SRV:n korolliset velat olivat vuoden 2016 lopussa 300 MEUR (2015: 266 MEUR), josta oli pitkäaikaista velkaa 76 %. Ostovelat ja muut velat olivat 253 MEUR, eli noin 29 % taseen loppusummasta. Noin 43 %, eli 110 MEUR osto- ja muut velat erästä oli SRV:n saamia ennakkomaksuja.

SRV:n omavaraisuusaste oli vuoden 2016 lopussa 38 % (2015: 43 %) ja velkaantumisaste 83 % (2015: 83 %). Lukuja muihin rakennusyhtiöihin vertailtaessa on hyvä huomioda, että SRV:n projektinjohto-urakointimalli vähentää korottoman vieraan pääoman osuutta taseessa ja nostaa siten SRV:n velkaantumisastetta suhteessa muihin yhtiöihin.

Velkarakenne ja rahoitusreservit

SRV:n velka koostui 2016 lopussa suunnilleen

25 %:sti lyhytaikaisista yritystodistuksista ja rahoituslaitoksilta otetuista, erääntyvistä lainoista. SRV:llä on käytössään sitova, tammikuussa 2018 erääntyvä 100 MEUR arvoinen maksuvalmiuslimiitti, joka kattaa normaalisti yhdessä rahavarojen, tililimiittien ja muiden nostamattomien luottojen kanssa vuoden aikana erääntyvien velkojen määrän. Tarvittaessa SRV voi lisätä rahoitus-kapasiteettiaan merkittävästi jälleenrahoittamalla kassavirtoja tuottavia projektejaan.

SRV:llä oli 2016 lopussa 54,5 MEUR:n rahavarat. Arviomme, että SRV:lle riittää normaalissa tilanteessa 30-50 MEUR:n rahavarat liiketoiminnan pyörittämiseen.

Suurten hankkeiden rahoitus

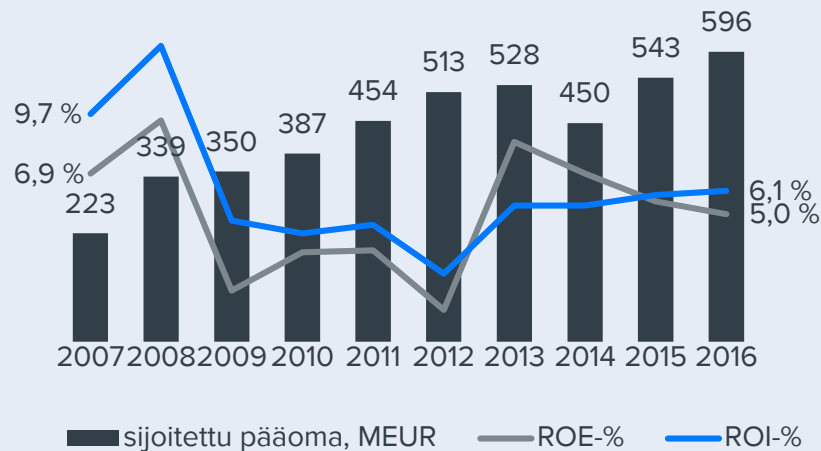
SRV on varmistanut kaikkien käynnissä olevien suurten kiinteistökehityshankkeiden projektirahoituksen useiksi vuosiksi eteenpäin, joten lähivuosina SRV:llä ei ole pakotettua tarvetta uudelleenrahoittaa suuria kiinteistökehityshankkeita. Seuraavalla sivulla olevassa taulukossa on eritelty tarkemmin projektien rahoitusta ja SRV:n sijoitusten määrät.

Rahoituskovenantit

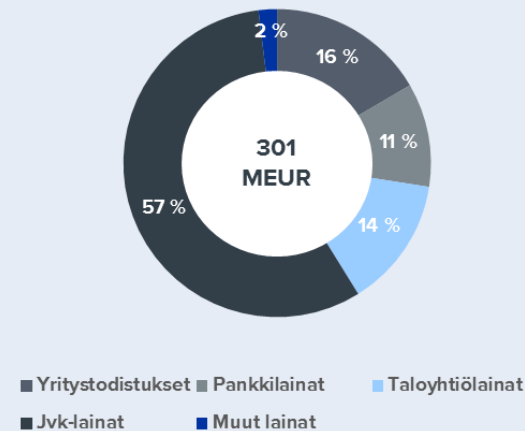
SRV:n vieraan pääomanehtoiselle rahoitukselle on asetettu tavanomaiset kovenantit. Tällä hetkellä voimassa olevat kovenantit ovat: 1) Omavaraisuusaste valmiusasteen mukaisesta tuloksesta ja taseesta laskettuna pitää ylittää 26/28 %, 2) korkokulujen suhde liikevoittoon < 2, ja 3) likviditeetti vähintään 25 MEUR. SRV ylittää jokaisen rahoituskovenantin tällä hetkellä selvällä marginaalilla.

Taloudellinen tilanne

Sijoitetun pääoman kehitys ja ROI- ja ROE-%



Velkarakenne, Q4'16

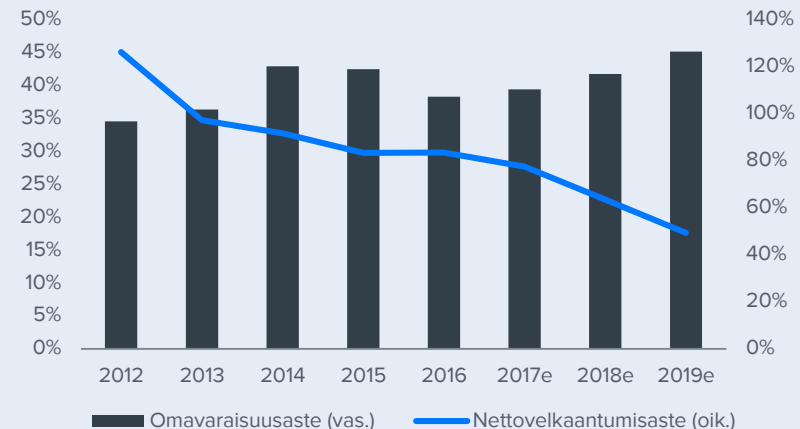


Suurhankkeiden rahoitus *

Projekti	Valmiina	Projektiluoton kesto	SRV:n sijoitus
Pearl Plaza I	2013	2020	24 MEUR
Okhta Mall	2016	2024	79 MEUR
4Daily	2016	2024	11 MEUR
REDI kauppakeskus	2018	2019	98 MEUR

* Alkuperäisen sijoituksen määrä. Sijoituksen nykyarvo voi poiketa alkuperäisestä ruplan kurssimuutosten takia.

Omavaraisuusaste ja nettovelkaisuus



Ennusteet 1/2

Vuosi 2017: Odotamme vahvaa liikevaihdon ja tuloksen kasvua

Ennustamme SRV:n vuoden 2017 tuloksen kasvavan merkittävästi vertailukaudesta, koska arviomme mukaan 1) yhtiöllä valmistuu ja tuloutuu kuluvana vuonna ennätysmäärä omaperusteisia asuntokohteita (2017e: 816 vs. 2016: 503), 2) asuntojen neuvottelu-urakoinnin ja sijoittajamyynnin sekä toimitilarakentamisen volyymit kasvavat merkittävästi, 3) kansainvälisen liiketoiminnan tulos kääntyy tappiolta lievästi positiiviseksi, ja 4) yhtiön nettorahoituskulut ja hybridiilainan korkomenot laskevat merkittävästi. Lisäksi vertailukauden raportoitua tulosta rasittivat merkittävät, pääosin ei-kassavirtavaikutteiset kertaluonteiset erät, joita ei ole odotettavissa kuluvalla vuodelle.

Ennustamme SRV:n liikevaihdon kasvavan kuluvana vuonna 13,6 %:lla 1004 MEUR:oon (aik. 984 MEUR). Kasvua ajaa Suomen toimitilarakentamisen suurten projektien etenemisen myötä +18 % 659 MEUR:oon kasvava liikevaihto, Suomen asuntorakentamisen omaperusteisen liikevaihdon kasvu +40 % 201 MEUR:oon, ja asuntojen urakoinnin +11 %:n kasvu 143 MEUR:oon. Kasvua rasittaa kansainvälisen liiketoiminnan tilauskannan supistuminen, jonka myötä segmentin liikevaihto laskee 56 % 23 MEUR:oon.

Ennustamme SRV:n vuoden 2017 oikaistun liikevoiton kasvavan 43 % vertailukaudesta 41,3 MEUR:oon (aik. 43,2 MEUR) ja oikaistun liikevoitto-%:n paranevan 4,1 %:iin (2016: 3,3 %). Liikevoiton kasvuodotuksesta noin puolet selittyy liikevaihdon kasvulla ja noin puolet tyypillisesti korkeakatteisen omaperusteisen asuntomyynnin kasvulla. Raportoidun liikevoiton

odotamme kasvavan 40,8 MEUR:oon, eli hieman oikaistua liikevoittoa korkeammaksi ruplan arvonmuutoksista johtuvien arvostusvoittojen ansiosta. SRV kirjasi Q1:lle nettona 4,5 MEUR valuuttakurssivoittoja, mutta ennustamme ruplan heikentymisen syövä ne Q2:lla.

Oikaistun ja raportoidun osakekohtaisen tuloksen ennustamme olevan vuonna 2017 0,42 euroa (aik. 0,44 euroa). Vahvistuvasta tuloskehityksestä ja vähentyvästä suurten projektien rahoitustarpeesta johtuen odotamme SRV:n korottavan osinkoa 0,15 euroon osakkeelta (aik. 0,20 euroa).

Vuosi 2018: Kasvu pysähtyy hetkeksi

Ennustamme SRV:n kasvun pysähtyvän vuonna 2018 ja liikevaihdon ja tuloksen kääntyvän hetkellisesti lievään laskuun. Arviomme mukaan SRV:llä tulee tuloutumaan vuonna 2018 lähes 40 % vuotta 2017 vähemmän omaperusteisia asuntoja, mikä tekee yhtiön liikevaihtoon arviomme mukaan noin 60 MEUR:n loven. Lisäksi kansainvälisen liiketoiminnan liikevaihto tulee tilauskannan hiipumisen myötä arviomme mukaan laskemaan noin 15 MEUR vuodesta 2017. Vaikka odotamme uusien hankkeiden, kuten Siltasairaalan ja Tampereen Kansi ja Areena -hankkeen, myötä 4 %:n kasvua toimitilarakentamisen liikevaihtoon vuonna 2018, ei se riitä kompensoimaan muiden alueiden laskevaa liikevaihtoa. Kokonaisuutena ennustamme SRV:n liikevaihdon laskevan vuonna 3,4 % 970 MEUR:oon (aik. 928 MEUR).

Vuoden 2018 liikevoiton ennustamme laskevan 2 % 39,4 MEUR:oon. Liikevaihdon laskusta ja alemmasta omaperusteisten asuntojen liikevaihdon määrästä huolimatta odotamme SRV:n liikevoittomarginaalin säilyvän vuonna 2018 vuoden 2017 tasolla ja olevan 4,1 %.

Arviomme vakaasta kannattavuuskehityksestä perustuu 1) uusien toimitilahankkeiden ja valmistuvien urakoiden myötä parantuvaan katerakenteeseen ja 2) Venäjän kauppakeskusten vuokratulojen kasvun kautta parantuviin osakkuusyhtiöiden tuloksiin ja kansainvälisten toimintojen liikevoittoon. Osakekohtaisen tuloksen ennustamme laskevan vuonna 2018 kahdella sentillä 0,38 euroon (aik. 0,41 euroa) ja osingon säilyvän vuoden 2017 tasolla 0,15 eurossa osakkeelta (aik. 0,20 euroa).

Vuodet 2019-2020: Tuloskasvu kiihtyy kauppakeskusten valmistumisen myötä

Olettaen Suomen rakennusmarkkinoiden kysyntätilanteen säilyvän kohtuullisena, Venäjän talouden piristyvän hieman nykyiseltä tasoltaan, ja SRV:n saavan rakennusvaiheeseen merkittävän osan tällä hetkellä hankekehitys- ja neuvotteluvaiheessa olevista hankkeista, ennustamme SRV:n tulokseen merkittävää kasvua vuosina 2019-2020.

Liikevaihdon kasvuennusteemme ovat vuosille 2019-2020 6,2 % ja 4,3 %. Pääosa ennustamastamme kasvusta syntyy jaksolla omaperusteisen asuntomyynnin kasvusta, mm. REDIn asuintornien valmistumisen myötä. Liikevoittoon odotamme jaksolla merkittävää kasvua, johtuen 1) kasvavasta omaperusteisesta asuntotuotannosta, 2) toimitilarakentamisen katetason noususta, ja 3) erityisesti REDIn valmistumisen ja muiden kauppakeskusten käyttöasteiden nousun myötä merkittävästi kasvavista osakkuusyhtiöiden tuloksista. Ennustamme SRV:n liikevoiton kasvavan vuonna 2019 68 MEUR:oon ja liikevoitto-%:n 6,6 %:iin. Vuonna 2020 liikevoitto nousee 76 MEUR:oon ja liikevoitto-% 7,1 %:iin. Osakekohtaiset tulokset nousevat vastaavasti 0,78 ja 0,91 euroon.

Ennusteet 2/2

Vuodet 2021-2022: Kauppakeskushankkeiden myynnit nostavat tulosta

Suurten hankkeiden tuloutuminen alkaa päivitettyjen ennusteidemme mukaan vuonna 2021, jolloin odotamme SRV:n irtautuvan Pearl Plaza, Okhta Mall- ja Daily- kauppakeskusten omistuksista. REDIn myynnin oletamme toteutuvan vasta vuonna 2022.

Oletuksemme perustuu SRV:n tavoitteiseen myydä kauppakeskusomistukset noin 3-4 vuotta kestävän vuokratuoton ylösjovaiheen jälkeen. Pearl Plazan kohdalla aika muodostuu selvästi pidemmäksi, sillä ennakoimme SRV:n rakentavan valmiiksi kauppakeskuksen II-vaiheen ennen lopullista irtautumista hankkeesta. Lisäksi Pearl Plazan ja muiden Venäjän hankkeiden myyntiaikatauluun vaikuttaa Venäjän talouden ja kiinteistömarkkinoiden taantuma, joiden vuoksi odotamme Venäjän kiinteistökaupan volyymin elpyvän vasta muutaman vuoden tähtäimellä.

Suurten hankkeiden myynti ja katteiden tuloutuminen tulee nostamaan merkittävästi SRV:n tulosta jaksolla 2021-2022. Ennustamme jakson keskimääräisen vuosittaisen liikevoiton olevan noin 118 MEUR vuodessa ja osakekohtaisen tuloksen olevan keskimäärin 1,62 euroa vuodessa.

Olemme avanneet tarkemmin kauppakeskusten vuokratuottoihin, tuottovaateisiin ja kassavirtoihin liittyviä oletuksiamme tämän raportin loppupuolella, jossa käymme tarkemmin läpi jokaisen kauppakeskushankkeen.

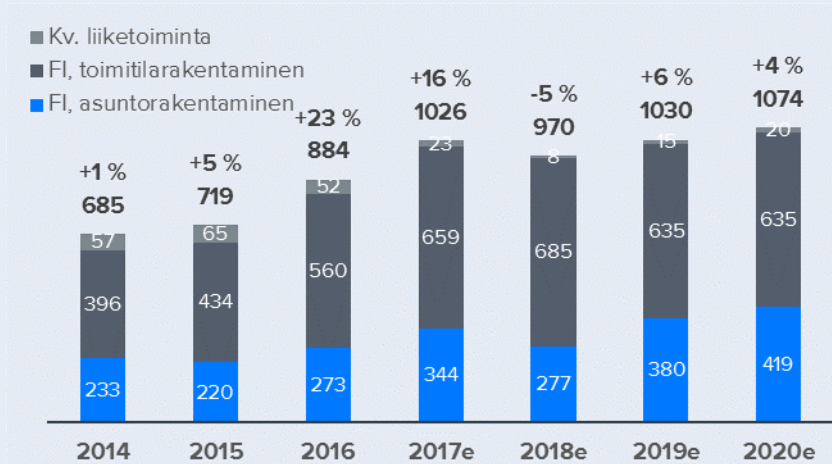
Pitkän aikavälin ennusteet

Ennustamme pitkällä aikavälillä (2020-) SRV:n jatkuvien liiketoimintojen liikevaihdon tasaantuvan hieman yli 1000 MEUR:n tasolle ja kasvun noin 2 %:iin vuodessa. 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 25000-30000 asunnon vuositasolla pitkälle tulevaisuuteen. Asuntoja tarvitaan erityisesti kasvukeskuksissa, mikä tarkoittaa sitä, että ne tulevat koostumaan valtaosin kerrostalorakentamisesta.

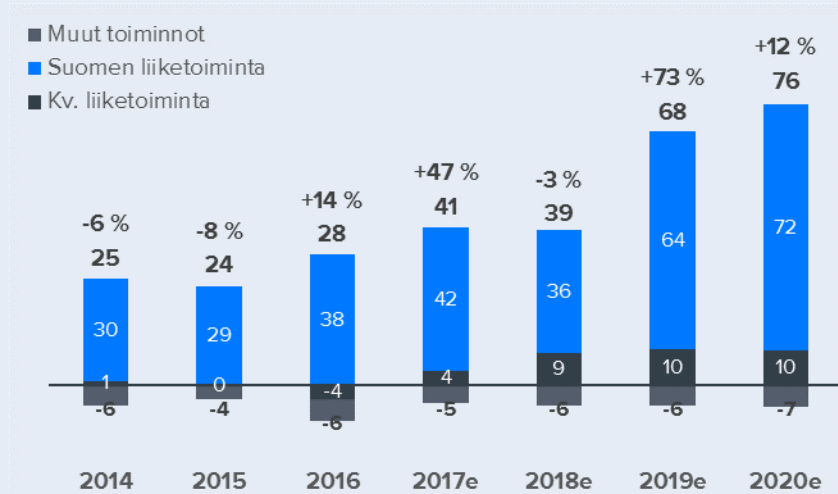
Arvioimme, että SRV:n liikevoitto-% tulee laskemaan pitkällä aikavälillä 4,5 %:iin liikevaihdosta. Emme näe SRV:n vuoden 2020 loppuun mennessä tavoittelemaa yli 8 %:n liikevoittomarginaalitasoa kestäväenä, sillä se sisältää osuuden osakkuusyhtiöiden tuloksista. Nykyisen strategiansa mukaisesti SRV on ilmoittanut, että se ei tule jäämään pysyvästi kauppakeskusten omistajaksi ja näin ollen emme näe todennäköisenä skenaariota, jossa SRV:stä tulisi myös kiinteistösijoitusyhtiö.

Ennusteet

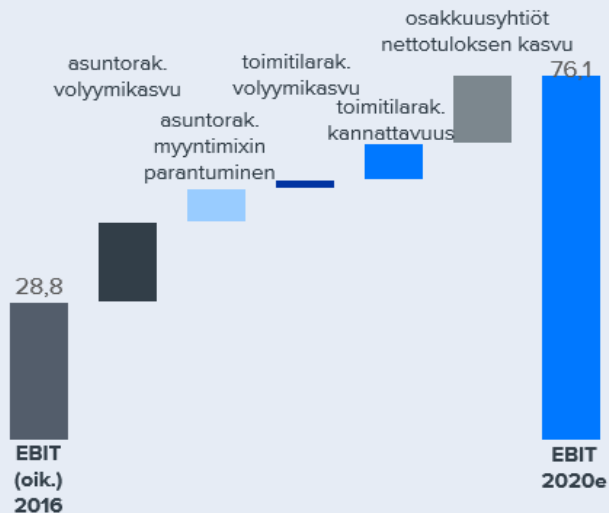
Liikevaihdon kehitys segmenteittäin



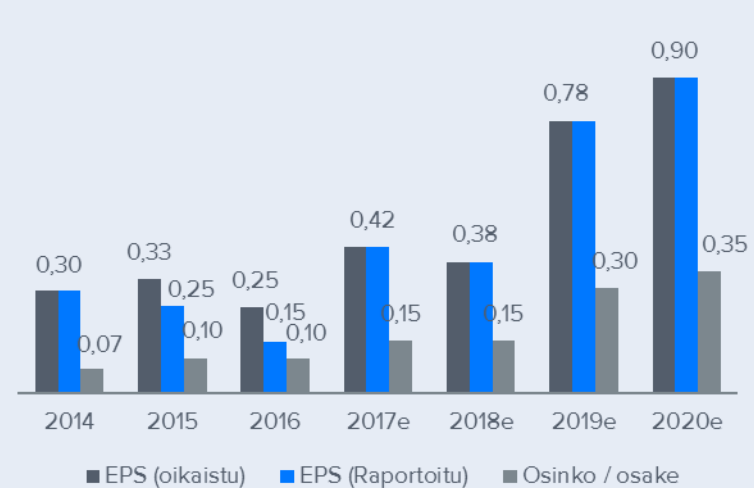
Liikevoiton (oik.) kehitys segmenteittäin



Liikevoittoennusteen ajurit 2016-2020



Osakekohtainen tulos ja osinko



Kvartaaliennusteet

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	719,1	143,9	218,4	193,2	328,7	884,2	223,6	263,7	259,1	258,1	1004,4	969,9	1029,7
<i>Suomen liike toiminta</i>	<i>654,1</i>	<i>131,5</i>	<i>200,4</i>	<i>181,0</i>	<i>319,3</i>	<i>832,2</i>	<i>219,3</i>	<i>253,8</i>	<i>254,1</i>	<i>254,1</i>	<i>981,2</i>	<i>962,1</i>	<i>1014,9</i>
<i>Kansainvälinen liike toiminta (oik.)</i>	<i>65,1</i>	<i>12,4</i>	<i>18,4</i>	<i>12,1</i>	<i>9,5</i>	<i>52,4</i>	<i>4,4</i>	<i>10,0</i>	<i>5,0</i>	<i>4,0</i>	<i>23,4</i>	<i>8,0</i>	<i>15,0</i>
<i>Muut toiminnot</i>	<i>14,4</i>	<i>4,0</i>	<i>3,9</i>	<i>4,0</i>	<i>4,0</i>	<i>15,9</i>	<i>4,4</i>	<i>3,8</i>	<i>3,9</i>	<i>4,0</i>	<i>16,1</i>	<i>16,8</i>	<i>17,9</i>
<i>Eliminoinnit</i>	<i>-14,6</i>	<i>-4,0</i>	<i>-4,3</i>	<i>-3,9</i>	<i>-4,1</i>	<i>-16,3</i>	<i>-4,5</i>	<i>-3,9</i>	<i>-3,9</i>	<i>-4,0</i>	<i>-16,3</i>	<i>-17,0</i>	<i>-18,1</i>
Käyttökate	27,9	0,8	5,2	8,2	20,0	34,2	8,2	5,2	13,2	18,1	44,8	43,5	72,7
Poistot ja arvonalennukset	-3,5	-0,8	-1,1	-0,9	-3,8	-6,6	-0,9	-1,1	-0,9	-1,1	-4,0	-4,0	-4,5
Liikevoitto ilman kertaeriä	24,4	0,0	4,1	6,8	17,9	28,8	2,8	9,1	12,3	17,0	41,3	39,4	68,1
Liikevoitto	24,4	0,0	4,1	7,3	16,2	27,6	7,3	4,1	12,3	17,0	40,8	39,4	68,1
<i>Suomen liike toiminta</i>	<i>28,9</i>	<i>2,2</i>	<i>7,6</i>	<i>6,6</i>	<i>21,9</i>	<i>38,3</i>	<i>5,0</i>	<i>10,1</i>	<i>11,9</i>	<i>15,0</i>	<i>42,1</i>	<i>36,2</i>	<i>64,0</i>
<i>Kansainvälinen liike toiminta (oik.)</i>	<i>-0,1</i>	<i>-1,1</i>	<i>-1,4</i>	<i>0,6</i>	<i>-3,6</i>	<i>-5,5</i>	<i>-1,4</i>	<i>1,0</i>	<i>1,0</i>	<i>4,0</i>	<i>4,7</i>	<i>9,2</i>	<i>10,4</i>
<i>Muut toiminnot</i>	<i>-4,3</i>	<i>-1,1</i>	<i>-2,1</i>	<i>-0,4</i>	<i>-2,8</i>	<i>-6,4</i>	<i>-0,8</i>	<i>-2,0</i>	<i>-0,6</i>	<i>-2,0</i>	<i>-5,4</i>	<i>-6,0</i>	<i>-6,3</i>
<i>Valuuttakurssivoitot/-tappiot</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,5</i>	<i>0,8</i>	<i>1,3</i>	<i>4,5</i>	<i>-5,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>-0,5</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
Nettorahoituskulut	-6,8	-5,6	-5,5	-3,4	3,2	-11,3	0,0	-2,4	-2,3	-2,3	-7,0	-8,7	-9,0
Tulos ennen veroja	17,6	-5,6	-1,4	3,9	19,4	16,3	7,3	1,8	10,0	14,7	33,8	30,8	59,2
Verot	-3,6	0,8	0,3	-0,6	-2,4	-1,9	-0,7	-0,7	-1,8	-2,4	-5,6	-5,2	-9,5
Vähemmistöosuudet	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,7	-0,6	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0
Nettotulos	14,0	-4,7	-1,2	3,4	16,4	13,9	6,4	1,0	8,2	12,4	28,0	25,5	46,6
EPS (oikaistu)	0,23	-0,04	0,00	0,05	0,23	0,25	0,01	0,09	0,13	0,19	0,42	0,38	0,78
EPS (raportoitu)	0,25	-0,11	-0,04	0,04	0,26	0,15	0,09	0,00	0,13	0,19	0,42	0,38	0,78
Tunnusluvut	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	<i>5,1 %</i>	<i>-16,8 %</i>	<i>32,8 %</i>	<i>24,6 %</i>	<i>45,0 %</i>	<i>23,0 %</i>	<i>55,4 %</i>	<i>20,7 %</i>	<i>34,1 %</i>	<i>-21,5 %</i>	<i>13,6 %</i>	<i>-3,4 %</i>	<i>6,2 %</i>
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	<i>-1,6 %</i>	<i>-100,0 %</i>	<i>358,1 %</i>	<i>69,8 %</i>	<i>5,3 %</i>	<i>18,0 %</i>		<i>122,8 %</i>	<i>81,3 %</i>	<i>-4,9 %</i>	<i>43,3 %</i>	<i>-4,5 %</i>	<i>72,8 %</i>
<i>Käyttökate-%</i>	<i>3,9 %</i>	<i>0,6 %</i>	<i>2,4 %</i>	<i>4,2 %</i>	<i>6,1 %</i>	<i>3,9 %</i>	<i>3,7 %</i>	<i>2,0 %</i>	<i>5,1 %</i>	<i>7,0 %</i>	<i>4,5 %</i>	<i>4,5 %</i>	<i>7,1 %</i>
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	<i>3,4 %</i>	<i>0,0 %</i>	<i>1,9 %</i>	<i>3,5 %</i>	<i>5,4 %</i>	<i>3,3 %</i>	<i>1,3 %</i>	<i>3,5 %</i>	<i>4,8 %</i>	<i>6,6 %</i>	<i>4,1 %</i>	<i>4,1 %</i>	<i>6,6 %</i>
<i>Nettotulos-%</i>	<i>1,9 %</i>	<i>-3,3 %</i>	<i>-0,5 %</i>	<i>1,8 %</i>	<i>5,0 %</i>	<i>1,6 %</i>	<i>2,9 %</i>	<i>0,4 %</i>	<i>3,2 %</i>	<i>4,8 %</i>	<i>2,8 %</i>	<i>2,6 %</i>	<i>4,5 %</i>
Lähde: Inderes													

Arvonmääritys ja suositus 1/3

Osien summa peilaa pitkän aikavälin potentiaalia

Näkemyksemme mukaan SRV:n osakkeen arvostusta on hyvä arvioida osien summa-analyysin kautta, sillä SRV:n markkina-arvosta merkittävä osa muodostuu jatkuvaluonteisen Suomen rakennusliiketoiminnan ohella suurten taseen ulkopuolisten kiinteistökehityshankkeiden omistusten sekä taseen jatkuviin liiketoimintoihin sitoutumattomien varallisuuserien arvoista. Lisäksi osien summa -analyysillä voidaan arvioida käyvän arvon herkkyyttä keskeisiin muuttujiin nähden.

Osien summa -analyysin keskeiset elementit ovat:

- Jatkuvien liiketoimintojen (Suomen liiketoiminnot) ja muiden toimintojen vuosien 2017-2018 ennustettu keskimääräinen liikevoitto kertaa verrokkiyhtiöiden 2017-2018e keskimääräinen EV/EBIT-kerroin.
- SRV:n osakkuus- ja yhteisyritysten omistamien kiinteistökehityshankkeiden ennustettujen kassavirtojen nykyarvojen summa.
- Taseen omaisuuserät, kuten tontit, maa-alueet tai osakkeet ja osuudet, jotka eivät ole arviomme mukaan sitoutuneet tiedossa oleviin tai käynnistyneisiin suuriin kiinteistökehityshankkeisiin tai jatkuviin rakennusliiketoimintoihin.
- Korolliset nettovelat ja hybridilaina.

Tämän hetkinen arviomme SRV:n osien summasta on perusskenaariossamme ja vuosien 2017-2018 liikevoittoennusteillamme yhteensä 304 MEUR, eli 5,1 euroa osakkeelta.

Jatkuvat liiketoiminnot on SRV:n osista arviomme mukaan selvästi arvokkain ja se muodostaa 65 %

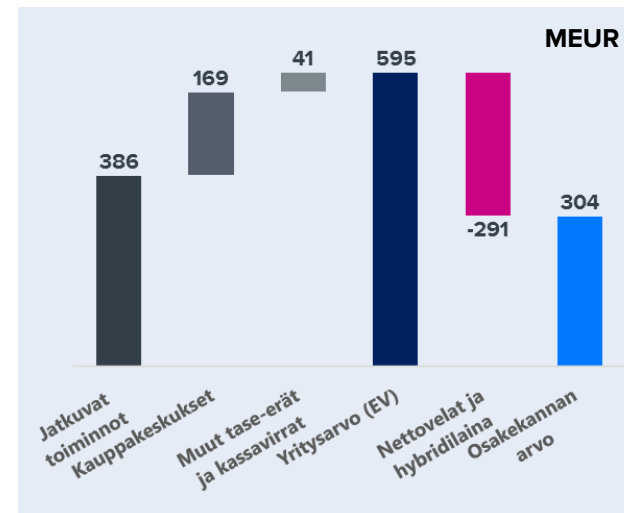
(386 MEUR) SRV:lle arvioimastamme yritysarvosta 595 MEUR:n (EV). Arviomme mukaan SRV:n omistussuhteiden mukainen suurten hankkeiden kassavirtojen nykyarvo on perusskenaariossamme yhteensä 166 MEUR, eli 28 % koko yritysarvosta. Nämä jakautuvat hankkeiden kesken siten, että Pearl Plazan arvo on 26 MEUR, Okhta Mallin arvo 73 MEUR, Dailyn 7 MEUR, Etmian noin 5 MEUR ja REDIn 58 MEUR. Arvioimme muiden varallisuuserien arvoksi 27 MEUR (30 % tase-arvoista ja muiden kassavirtojen 14 MEUR. Nettovelat (-246 MEUR) ja hybridilaina (-45 MEUR) ovat yhteensä -291 MEUR.

Suurin potentiaali jatkuvien liiketoimintojen kannattavuuden parantumisessa

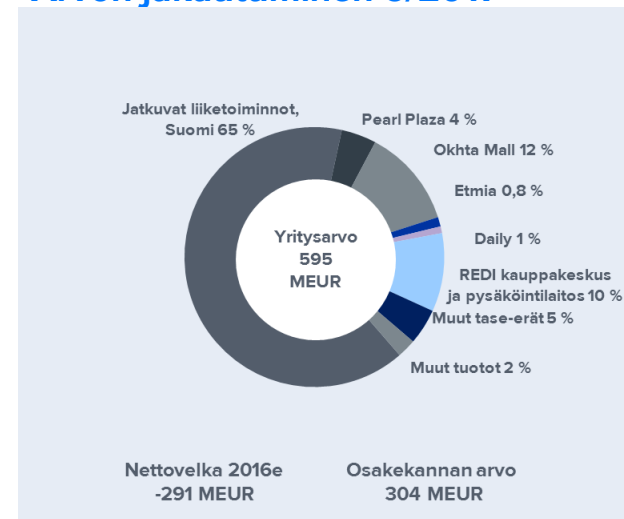
SRV:n osien tarkasteltaessa suurin potentiaali suhteessa nykyiseen arvoon liittyy näkemyksemme mukaan jatkuvien liiketoimintojen liikevoiton parantumiseen. Jatkuvien liiketoimintojen arvostus voisi saada merkittävää nostetta (20-30 %), jos nykyinen noin 4,5 %:n liikevoitto-% saataisiin nostettua lähelle 7 %:n tasoa. Ennusteissamme odotamme kuitenkin SRV:n saavuttavan tämän tason vasta vuonna 2020.

Myös kauppakeskusten hankinta-arvoon suhteutettujen nettovuokratuottojen nouseminen selvästi yli markkinoiden tuottovaateiden vuoden 2020 tienoilla on erittäin kriittistä, sillä muuten kauppakeskusten tuottopotentiaali jää arvioimaamme matalammaksi. Olemme laatineet kauppakeskusten kassavirtalaskelmiin mielestämme realistiset odotukset, mutta myös markkinoiden tuottovaateiden muutoksilla on merkittävä vaikutus odotettuihin kassavirtoihin ja myyntivoitto-odotuksiin.

Osien summa 6/2017



Arvon jakautuminen 6/2017



Osien summa

Liiketoiminto	Arvostus- menetelmä	Arvo MEUR	Kerroin / exit-tuottovaade-%			Yritysarvo (EV)		
			Matala	Normaali	Korkea	Matala	Normaali	Korkea
Jatkuvat liiketoiminnot, Suomi	Verrokkit FY'17-18e EV/EBIT-kerroin	33	10,4x	11,5x	12,7x	347	386	424
Pearl Plaza	NPV ennuste		11 %	10 %	9 %	21	26	32
Okhta Mall	NPV ennuste		11 %	10 %	9 %	64	73	85
Daily	NPV ennuste		12 %	11 %	10 %	6	7	8
Etmia	Sijoitettu pääoma	5	0,5x	1,0x	1,5x	3	5	8
REDI kauppakeskus ja pysäköintilaitos	NPV ennuste		5,0 %	4,5 %	4,0 %	47	58	73
Muut, ei-sitoutuneet tase-erät (Kv liiketoiminnan tontit)	Tasearvo Q4'16	89	0,2x	0,3x	0,4x	18	27	35
Muut kassavirrat (REDI eliminoitu kate ja kauppakeskusten hallinnointipalkkiot)	NPV ennuste	14	0,9x	1,0x	1,1x	13	14	15
Yritysarvo yhteensä						518	595	680
- nettovelka Q4'16						-246	-246	-246
- hybridilaina Q4'16						-45	-45	-45
Osakekannan arvo yhteensä						226	304	389
Osakkeiden määrä, milj. kpl						59,6	59,6	59,6
Osakkeen arvo						3,8	5,1	6,5
Osakekurssi						4,82	4,82	4,82
Potentialiaali						-21 %	6 %	35 %

Arvonmääritys ja suositus 2/3

Tavoitehinta ja suositus

Toistamme SRV:n tavoitehinnan 5,1 euroa ja nostamme suosituksen lisää-tasolle. Lähivuosille hieman laskeneilla ennusteillamme 2017-2018e arvostuskertoimet eivät tarjoa nousuvaraa, mutta huomioiden positiivinen tilaus- ja uutisvirta, sekä suurhankkeiden korkeat tuotto-odotukset, pidämme osakkeen tuotto-/riskisuhdetta edelleen positiivisena.

Tavoitehinta ja suositus

Edellä esitetyn osien summan kautta saamme SRV:n osakekannan arvoksi perusskenariossa 304 MEUR eli 5,1 euroa osakkeelta.

Sivulla 35 olemme myös tehneet yksinkertaistetun herkkyyshanalyysin SRV:n osien summalle. Olemme tarkastelleet osien summaa tilanteessa, jossa eri elementeille käyttämämme keskeiset arvostuskertoimet ovat perusskenaariota selvästi paremmat tai heikommat. Herkkyyshanalyysin perusteella SRV:n osien summasta saatava osakekohtainen markkina-arvo vaihtelee 3,8-6,5 euron välillä. Mallimme on erityisen herkkä muutoksille jatkuvien liiketoimintojen kannattavuus-oletuksessa, EV/EBIT-kertoimessa sekä REDI ja Okhta Mall -kauppakeskusten tuottovaateissa.

Arvostuskerroinanalyysi

Vaikka osien summa on mielestämme paras tapa määrittää SRV:n markkina-arvo, pitäisi myös perinteisten kertomien heijastella vähintäänkin kohtuullista arvostustasoa osakkeelle, jotta osakkeen voidaan arvioida saavuttavan tavoitehintamme 12 kk:n aikajänteellä.

SRV:n vuosien 2017 ja 2018 oikaistut P/E-kertoimet ovat ennusteillamme 12x tasolla, vastaavat EV/EBIT-kertoimet noin 13x tasolla.

Vuoden 2017e hybridilainalla oikaistu P/B-kerroin 1,0x. Kuluvin vuoden osinkotuotto on ennusteellamme noin 3 %. Osake ei siten saa tukea 2017e-2018e arvostuskertoimista.

Huomautamme kuitenkin tulostulokertoimiin liittyen, että lyhyellä aikavälillä niihin huomion kiinnittäminen aliarvio SRV:n tuottopotentialiaa. SRV:n kannattavuutta heikentää REDI-hankkeen rakentamisen katteesta eliminotava SRV:n omistusosuutta vastaava osuus ja Okhta Mall ja 4Daily kauppakeskusten vuokraustoiminnan vielä kesken oleva vuokraustoiminnan ylösajo. Lisäksi SRV:n tulosta heilauttelevat lyhyellä tähtäimellä omaperusteisten hankkeiden luovutusaikataulut, korkosuojausten käypään arvoon arvostus, ja valuuttakurssimuutokset. Tämän takia arvostuskertoimet voivat välillä näyttää hyvin korkeilta tai matalilta, vaikka osien summan perusteella arvossa ei olisi tapahtunut suuria muutoksia. Omissa ennusteissamme oikaisemme osakekohtaisesta tuloksesta eikassavirtavaikutteiset korkosuojan arvomuutokset ja valuuttakurssien arvostustuotot ja tappiot.

Tärkeimmät arvoajurit lähivuosille

SRV:n kohdalla ensimmäinen merkittävä arvoajuri on näkemyksemme mukaan asuntorakentamisen myyntivolyymien voimakas kasvu ja myyntimixin painottuminen aiempaa selvästi vahvemmin SRV:n omaperusteiseen ja omakehitteiseen tuotantoon, jossa on selvästi urakointia korkeampi katetaso. Asuntorakentamisen tuloskasvupotentiaalin toteutuminen on kuitenkin riippuvainen siitä, että yhtiön suurille käynnissä oleville ja tulevaisuudessa käynnistyville asuinrakennuskohteille löytyy riittävästi kysyntää eritoten vuosina 2019-2020. Toistaiseksi myyntiriskit ovat olleet matalat, mistä on

osoituksena mm. REDIn ensimmäisen tornitalon lähes 100 %:n ennakkovarausaste ja vahvasti käynnistynyt myynti.

Toinen tärkeä tuloskasvun ajuri on ennusteissamme toimitilarakentamisen volyymikehitys ja tilauskannan katerakenteen parantuminen.

Kolmas tärkeä tulosajuri lähivuosille on suurten kauppakeskushankkeiden vuokraamisen eteneminen siten, että yhtiö pääsee 3-4 vuoden tähtäimellä kohteiden avautumisesta ennustamallemme nettovuokratasolle. Oletamme arvonmääritysmallissamme, että SRV pääsee nettovuokrassa kohtuullisen lähelle tavoitetasoja ja että kauppakeskusten vuokrausasteet ovat 3-4 vuoden tähtäimellä avauksesta noin 95-97 %:n tasolla.

Neljäs, kolmanteen arvoajuriin osin liitännäinen ajuri on sijoittajien kauppakeskuksille asettaman tuottovaatimuksen kehittyminen seuraavien vuosien aikana. Eritoten Venäjän kiinteistömarkkinoiden tuottovaatimuksien kehittymiseen liittyy paljon epävarmuutta ja siksi Venäjän talouteen, venäläisten kuluttajien ostovoiman kehittymiseen ja talouspakotteisiin liittyvät uutiset tulevat olemaan tärkeä ajuri myös SRV:n osakkeelle.

Lisäksi lyhyellä tähtäimellä osakkeen arvostustasoon tulee vaikuttamaan se, miten yhtiön tilauskanta kehittyy ja saako yhtiö rakenteille vielä uusia merkittäviä hankkeita, jotka vaikuttaisivat tuloskasvuun erityisesti jakson 2018-2019e loppupuolella ja sen jälkeen. Tällaisia ovat esimerkiksi Jätkäsaaren Bunkkeri, Tampereen Kansi ja Areena, Wood City, sekä Keilaniemen tornitalohankkeet.

Arvonmääritys ja suositus 3/3

Vertailuryhmäarvostus

SRV:n jatkuvien rakennusliiketoimintojen tulosajurit ja riskiprofiili ovat näkemyksemme mukaan yhteneväiset muiden Pohjoismaissa listattujen talonrakennusyhtiöiden liiketoimintojen kanssa. Näin ollen vertailuryhmäarvostus antaa hyvät lähtökohdat SRV:n jatkuvien liiketoimintojen arvon määritykseen. Vertailuryhmäarvostuksen heikkoutena on se, että SRV:n tulostaso ei vielä heijastele kuin osin suurten kiinteistökehityshankkeiden potentiaalia, sillä ne ovat lähivuosina vielä rakenteilla tai ylösajovaiheessa. Kuitenkin suuriin kiinteistökehityshankkeisiin sijoitettu pääoma nostaa SRV:n yritysarvoa (EV) ja oman pääoman kirja-arvoa (Book value), mikä heikentää jossain määrin EV-pohjaisten tulokertoimien ja P/B-kertoimen vertailtavuutta.

SRV:n osaketta hinnoitellaan vuosien 2017e-2018e EV/EBIT (oik.) -kertoimilla mitattuna noin 10 %:n preemiolla verrokkiryhmään nähden. EV/liikevaihto- ja P/E-kertoimilla mitattuna osake hinnoitellaan puolestaan noin 10 %:n alennuksella verrokkiryhmään. P/B-kertoimella SRV:n osakkeen alennus verrokkeihin on 66 %.

Heikohko vertailukelpoisuus huomioiden pidämme SRV:n arvostustasoa verrokkiryhmään nähden neutraalina.

DCF-arvonmääritys

DCF-mallimme mukainen arvo SRV:n osakkeelle on 5,14 euroa, ja se vastaa arvioitamme osakkeen lievistä nousupotentiaaleista. Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu

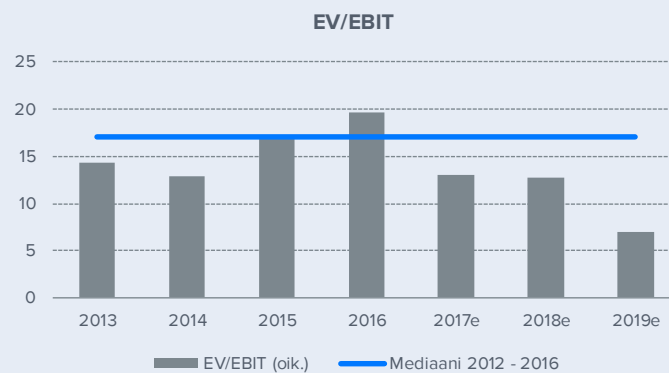
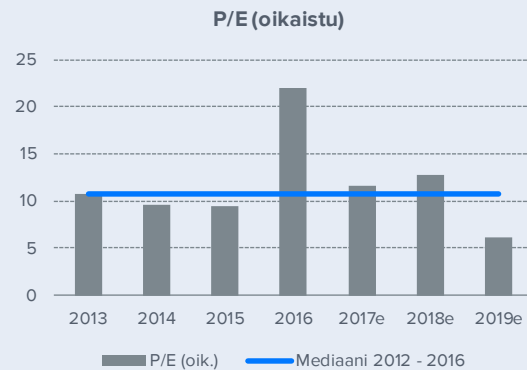
tasaantuu terminaalijaksolla hyvin maltilliselle 2 %:n tasolle ja EBIT-marginaali 4,5 %:n liikevaihdosta, mikä vastaa yhtiön nykyistä kannattavuustasoa. Mallissa terminaalijakson painoarvo kassavirtojen nykyarvosta on kohtuullisen maltillinen 42 %, mikä heijastelee yhtiön suurhankkeisiin ja lähivuosien ennustettuun tuloskasvuun liittyvän potentiaalin kokoa.

Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus on (WACC) on 8,5 % ja oman pääoman kustannus 10,9 %.

Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi	4,05	2,83	3,10	5,43	4,82	4,82	4,82
Markkina-arvo	161	113	184	322	287	287	287
Yritysarvo (EV)	377	319	415	567	540	503	474
P/E (oik.)	10,8	9,6	9,5	22,1	11,5	12,8	6,2
P/E	10,8	9,6	12,5	37,0	11,5	12,8	6,2
P/Kassavirta	1,3	2,0	4,0	-33,6	-39	5,4	6,2
P/B (oik.)	0,9	0,6	0,8	1,3	1,0	1,0	0,9
P/S	0,2	0,2	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3
EV/Liikevaihto	0,6	0,5	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA	12,8	11,9	14,9	16,0	11,9	11,6	6,5
EV/EBIT (oik.)	14,3	12,9	17,0	19,7	13,1	12,8	7,0
Osinko/tulos (%)	18,7 %	23,7 %	40,2 %	68,1 %	35,8 %	39,9 %	38,4 %
Osinkotuotto-%	1,7 %	2,5 %	2,3 %	1,8 %	3,1 %	3,1 %	6,2 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT (oik.)		EV/Liikevaihto		P/E (oik.)		Osinkotuotto-%		P/B
		MEUR	MEUR	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e
Skanska	208,3	8594	7885	10,7	11,2	0,5	0,5	14,8	16,3	4,1	4,2	2,9
NCC AB	244,7	2737	2525	11,2	11,5	0,4	0,4	15,5	15,8	3,6	3,4	4,2
Veidekke	114,0	1603	1762	11,1	9,7	0,5	0,5	12,3	10,7	4,7	5,4	3,8
Peab	103,8	2801	3018	12,7	12,5	0,6	0,6	17,2	17,1	3,5	3,2	3,0
Lemminkäinen	19,5	453	590	10,8	8,7	0,3	0,3	15,4	10,8	3,4	4,3	1,3
YIT	7,6	965	1555	15,3	11,9	0,8	0,8	16,0	11,6	3,4	3,9	1,6
AF Gruppen	155,0	1584	1526	13,3	11,8	1,1	0,9	20,4	17,6	5,4	5,4	6,4
Merko Ehitus	9,2	163	174	13,9	12,5	0,6	0,5	15,4	13,7	4,9	5,4	1,3
BONAVA	156,2	1744	2243	11,6	11,5	1,4	1,4	13,3	12,2	3,0	3,3	2,6
LEHTO GROUP	13,1	763	712	12,5	11,0	1,4	1,2	17,0	14,8	2,4	2,8	5,2
JM	312,5	2354	2137	9,2	9,2	1,2	1,2	12,0	13,2	3,4	3,2	3,7
SRV Yhtiot (Inderes)	4,82	287	540	13,1	12,8	0,5	0,5	11,5	12,8	3,1	3,1	1,0
Keskiarvo				12,0	11,0	0,8	0,8	15,4	14,0	3,8	4,0	3,3
Mediaani				11,6	11,5	0,6	0,6	15,4	13,7	3,5	3,9	3,0
Erotus-% vrt. mediaani				13 %	11 %	-9 %	-10 %	-25 %	-6 %	-11 %	-20 %	-66 %

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

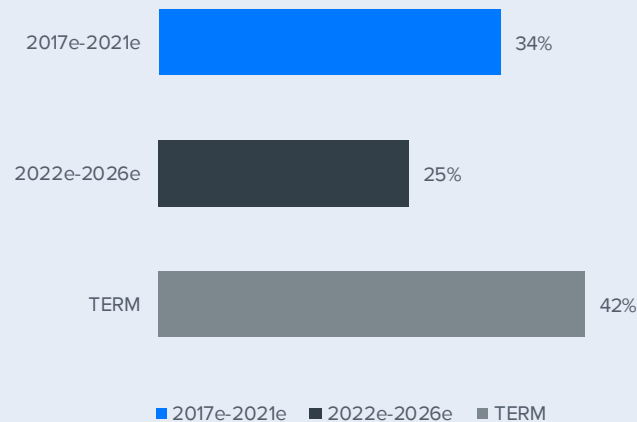
DCF-kassavirtalaskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	40,8	39,4	68,1	76,1	149,1	104,5	55,7	52,3	50,5	51,5	
+ Kokonaispoistot	4,0	4,0	4,5	4,9	5,3	5,6	5,8	6,0	6,3	6,5	
- Maksetut verot	-3,4	-5,2	-9,5	-10,1	-20,9	-18,2	-9,6	-8,8	-8,3	-8,5	
- verot rahoituskuluista	-1,2	-1,5	-1,4	-1,3	-1,5	-1,6	-1,5	-1,7	-1,8	-1,8	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-39,0	25,1	-22,5	-25,9	3,0	-17,5	-6,3	-7,0	-7,2	-7,3	
Operatiivinen kassavirta	1,3	61,8	39,3	43,7	135,0	72,6	44,0	40,8	39,5	40,4	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-5,5	-5,7	10,1	-6,0	-6,2	-6,4	33,4	-6,8	-7,0	-8,4	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-4,3	56,2	49,4	37,6	128,8	66,2	77,4	34,0	32,5	32,0	
+/- Muut	-3,1	-3,1	-3,1	-3,1	-3,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-7,4	53,0	46,2	34,5	125,7	66,2	77,4	34,0	32,5	32,0	505,3
Diskontattu vapaa kassavirta	-10,2	46,7	37,5	25,9	86,7	42,2	45,4	18,4	16,2	14,7	232,5
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	559,2	566,2	519,5	482,0	456,2	369,4	327,3	281,8	263,4	247,2	232,5
Velaton arvo DCF	559,2										
- Korolliset velat	-300,9										
+ Rahavarat	54,6										
-Vähemmistöosuus	-0,7										
-Osinko/pääomapalautus	-5,9										
Oman pääoman arvo DCF	306,2										
Oman pääoman arvo DCF per osake	5,14										

Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	40,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,45
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	10,9 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,5 %

Rahavirran jakauma jaksoittain



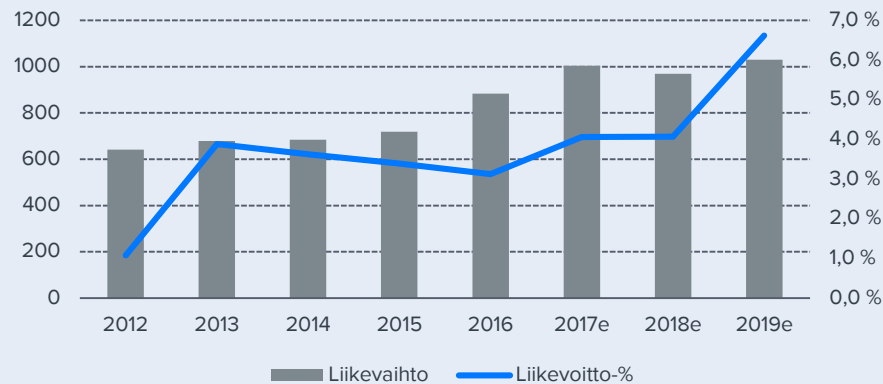
Tuloslaskelma ja tase

(MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	684	719	884	1 004	970	1 030
Kulut	-658	-691	-850	-960	-926	-957
EBITDA	26,8	27,9	34,2	44,8	43,5	72,7
Poistot	-2,0	-3,5	-6,6	-4,0	-4,0	-4,5
Liikevoitto	24,8	24,4	27,6	40,8	39,4	68,1
<i>Liikevoiton kertaerät</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>-1,2</i>	<i>-0,5</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
<i>Liikevoitto ilman kertaerä</i>	<i>24,8</i>	<i>24,4</i>	<i>28,8</i>	<i>41,3</i>	<i>39,4</i>	<i>68,1</i>
Rahoituserät	-6,3	-6,8	-11,3	-7,0	-8,7	-9,0
Voitto ennen veroja	18,5	17,6	16,3	33,8	30,8	59,2
Muut erät	-3,4	-3,4	-5,2	-3,1	-3,1	-3,1
Verot	-3,2	-3,6	-1,9	-5,6	-5,2	-9,5
Vähemmistöosuus	-0,2	0,0	-0,6	-0,1	0,0	0,0
Nettotulos	11,8	10,6	13,9	28,1	25,5	49,7
<i>Nettotulos ilman kertaerä</i>	<i>11,8</i>	<i>10,6</i>	<i>15,1</i>	<i>28,6</i>	<i>25,5</i>	<i>49,7</i>
Satunnaiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tilikauden tulos	11,8	10,6	8,7	25,0	22,4	46,6
<i>Osakekohtainen tulos</i>	<i>0,30</i>	<i>0,25</i>	<i>0,15</i>	<i>0,42</i>	<i>0,38</i>	<i>0,78</i>
Osakekohtainen tulos (oikaistu)	0,30	0,33	0,25	0,42	0,38	0,78

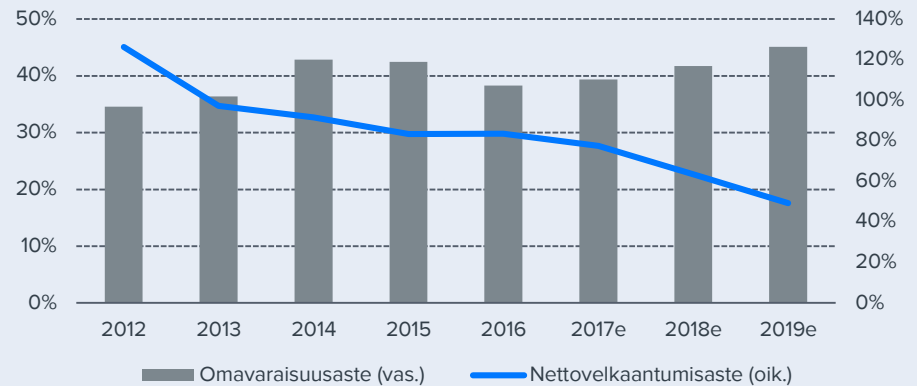
Vastaavaa (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e
Pysyvät vastaavat	306	304	306	291
Liikearvo	2	2	2	2
Aineettomat oikeudet	2	2	2	2
Käyttöomaisuus	12	13	15	16
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	211	210	210	210
Muut sijoitukset	14	14	14	14
Muut pitkäaikaiset varat	56	56	56	40
Laskennalliset verosaamiset	9	7	7	7
Vaihtuvat vastaavat	576	639	623	655
Varastot	400	457	436	469
Muut lyhytaikaiset varat	1	1	1	1
Myyntisaamiset	120	131	126	134
Likvidit varat	55	50	59	51
Taseen loppusumma	882	943	929	946

Vastattavaa (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e
Oma pääoma	297	325	339	376
Osakepääoma	3	3	3	3
Kertyneet voittovarot	101	120	133	171
Omat osakkeet	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	-1	8	8	8
Muu oma pääoma	195	195	195	195
Vähemmistöosuus	-2	1	1	1
Pitkäaikaiset velat	253	218	201	158
Laskennalliset verovelat	4	4	4	4
Varaukset	8	8	8	8
Lainat rahoituslaitoksilta	227	192	175	132
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	14	14	14	14
Lyhytaikaiset velat	334	399	388	410
Lainat rahoituslaitoksilta	74	111	100	105
Lyhytaikaiset korottomat velat	253	281	281	299
Muut lyhytaikaiset velat	7	7	7	7
Taseen loppusumma	882	943	929	946

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Taseen avainlukujen kehitys



SRV:n suuret kiinteistökehityshankkeet 1/3

SRV:n suurten kiinteistökehityshankkeiden yhteenveto

SRV:llä on rakenteilla 1 ja valmiina 4 kiinteistökehityskohdetta, joissa on SRV:n lisäksi konsernin ulkopuolisia sijoittajia, ja jotka yhdistellään SRV:n tilinpäätökseen pääomaosuusmenetelmällä. Näiden hankkeiden kokonaisinvestointien arvo on yhteensä noin 920 MEUR, josta noin 52 % kohdistuu rakenteilla olevaan Helsingin Kalasataman REDI-kauppakeskushankkeeseen, noin 23 % kesällä 2016 valmistuvaan Okhta Mall kauppakeskushankkeeseen Pietarissa, 15 % vuonna 2013 Pietariin valmistuneeseen Pearl Plaza -kauppakeskushankkeeseen, noin 7 % loppuvuonna 2016 Moskovan alueelle valmistuvaan 4Daily kauppakeskushankkeeseen ja loput noin 3 % vuonna 2009 valmistuneeseen Moskovassa sijaitsevaan Etmia II toimisto- ja parkkitaloprojektihankkeeseen.

Arvioimme SRV:n omistususuuksien ja kohteiden vuokratuottojen kassavirtojen nykyarvoksi tällä hetkellä yhteensä 180 MEUR, mikä vastaa karkeasti noin 1/3-osaa SRV:n liiketoiminnoille kokonaisuutena arvioimastamme yritysarvosta (EV). Valtaosa suurhankkeiden arvosta tuloutuu SRV:lle vasta kohteiden myyntien yhteydessä, joiden arvioimme tapahtuvan vaihteittain vuosien 2020-2022 aikana. Lisäksi SRV saa suurhankkeista kassavirtaa rakentamisen katteen ja operointipalkkioiden muodossa, mutta olemme huomioineet nämä tulovirrat erikseen.

Käymme seuraavassa läpi hankkeet yksittellen niiden SRV:n arvostukselle arvioimamme painoarvojen mukaan.

Okhta Mall -kauppakeskus

Sijainti ja liikeidea

Loppukesällä 2016 valmistunut Okhta Mall -kauppakeskushanke sijaitsee hieman Pietarin keskustasta itään SRV:n omistaman 8,5 hehtaarin kokoisen Okhta City -korttelin alueella. Hankkeen rakentaminen aloitettiin vuonna 2013. Kauppakeskuksen vaikutusalueella eli 20 minuutin matkan päässä on SRV:n mukaan noin 0,9 miljoonaa asukasta.

Okhta Mall on ensimmäinen ydinkeskustan lähellä oleva kauppakeskus, jossa on hypermarket. Lisäksi kauppakeskukseen tulee elokuvateatterikompleksi, ravintolamaailma, kuntosali, erikoisliikkeitä sekä erilaisia muoti- ja urheiluliikkeitä.

Kohteen vuokrapinta-ala on noin 68 000 m² ja kauppakeskukseen tulee 1900 autopaikkaa. Kohteesta oli vuokrattuna maaliskuun lopussa 2017 74 % ja aiesopimukset huomioiden tiloista on varattu 79 %.

Omistusrakenne, rahoitus ja vuokratuotto

SRV omistaa Okhta Mall -hankkeesta suoraan 45 % ja lisäksi noin 15 %:n osuuden hankkeesta 55 % omistavan Russia Invest sijoitusyhtiön kautta. Russia Investin muita osakkaita ovat Ilmarinen, Etera, Sponda ja Onvest.

Kauppakeskuksen kokonaisinvestointi on arvoltaan noin 200 MEUR, ja se on rahoitettu 90 MEUR:n projektilainasopimuksella ja noin 130 MEUR:n oman pääoman sijoituksilla, joista SRV:n osuus on 79 MEUR. Kauppakeskuksen tavoiteltu nettovuokratuotto on yli 30 MEUR vuodessa,

mihin pyritään pääsemään kolmen ensimmäisen toimintavuoden jälkeen. SRV:n REAM-tiimi on vastuussa kohteen vuokrauksesta ja operoinnista.

Nykyarvolaskelma

Ennustettujen operatiivisten tulovirtojen, myyntihinnan ja oletetun ajankohdan perusteella arvioimme Okhta Mall -hankkeen nykyarvoksi perusskenaariossamme noin 213 MEUR ja exit-hinnaksi 282 MEUR vuonna 2021. Muita keskeisiä oletuksia ovat 28 MEUR:n nettovuokratuotto vuonna 2021, 10 %:n sijoittajien tuottovaatimus exit-hetkellä vuonna 2021 ja WACC 12 %. SRV:n 60 %:n omistuksen kassavirtojen nykyarvo olisi siten perusskenaariossa 73 MEUR. Jos tuottovaatimusta lasketaan 9 %:iin nousee hankkeen SRV:n omistusten nykyarvo 85 MEUR:oon. Edelleen 11 %:n tuottovaatimuksella SRV:n omistuksen nykyarvo on 64 MEUR.

SRV:n suuret kiinteistökehityshankkeet

Yhteenveto

	Pearl Plaza	Etmia II	Okhta Mall	4Daily	REDI
Sijainti	Pietari	Moskova	Pietari	Moskovan alue	Helsinki
Aloitussuosi- valmistumisvuosi	2011-2013	2006-2008	2013-2016	2014-2017	2015-2018
Vuokrattava pinta-ala, m2	48000	6500	68000	26000	64000
Tavoiteltu vuokratuotto, vuosi	18 MEUR	4 MEUR	>30 MEUR	10 MEUR	ei julkistettu
Investoinnin arvo	140 MEUR	-	>200 MEUR	60 MEUR	480 MEUR
Projektilaina/rahoitus	95 MEUR	33 MEUR	90 MEUR	30 MEUR	225 MEUR
SRV:n omistusosuus	50 %	50 %	45 % + 15 %	20 %	40 %
Hankkeen exit-valuaatio (Inderes ennuste)	183 MEUR		282 MEUR	98 MEUR	574 MEUR
SRV:n omistusosuuden mukainen kassavirtojen nykyarvo (Inderes ennuste)	26 MEUR	5 MEUR	73 MEUR	7 MEUR	58 MEUR
Arvioitu irtautumisvuosi (Inderes ennuste)	2021	2020	2021	2021	2022

SRV:n suuret kiinteistökehityshankkeet 2/3

REDI kauppakeskus

Sijainti ja liikeidea

Keväällä 2015 rakennusvaiheeseen edennyt REDI-kauppakeskus ja parkkihalli on I-vaihe kokonaisuutena yli miljardin euron arvoisesta Helsingin Kalasataman aluekehityshankkeesta. Kauppakeskuksen ja parkkihallin on määrä valmistua syksyllä 2018. Kauppakeskus sijaitsee Helsingin Itäväylän varrella ja metrolinja kulkee kauppakeskuksen läpi. Keskusten vaikutusalueella (15 min) asuu SRV:n arvion mukaan noin 500 000 henkilöä ja Helsingin keskusta on 6 minuutin metromatkan päässä.

Kauppakeskukseen on suunniteltu kaksi päivittäistavaramyymälää ja monipuolinen valikoima palveluja ja merkkiliikeitä. Kauppakeskuksen vuokrattava tila on noin 64 000 neliötä ja sen yhteyteen rakennetaan yhteensä 2000 paikkaa käsittävä pysäköintilaitos. Kohteesta oli tehty alkuvuonna 2017 lopullisia tai alustavia vuokrasopimuksia noin 50 %:sta vuokrapinta-alaa.

Omistusrakenne, rahoitus ja vuokratuotto

SRV omistaa REDI-hankkeesta 40 %:n osuuden, Ilmarinen 30 %, OP-Pohjolan ryhmän hallinnoima rahasto 15 % ja LähiTapiola 15 %. Hankkeen investointien kokonaisarvo on noin 480 MEUR, josta 240 MEUR on rahoitettu omistajien pääomasijoituksilla. Loput investoinnista katetaan projektiluotoilla. SRV on myöntänyt lisäksi rakentamista varten 15 MEUR:n vakuudettoman projektiluoton.

SRV ei ole julkistanut REDIn tavoiteltua nettovuokratuottotasoa. Olemme arvioineet vastaavien kauppakeskuskohteiden perusteella

REDIn nettovuokratuotoksi täyteen vuokrattuna noin 26 MEUR vuodessa vuonna 2022.

Nykyarvolaskelma

Arvioimme REDIn kassavirtojen nykyarvoksi perusskenaariossamme 371 MEUR ja exit-hinnaksi 574 MEUR vuonna 2022. Muita keskeisiä oletuksia ovat 26 MEUR nettovuokratuotto vuonna 2022, 4,5 %:n sijoittajien tuottovaatimus exit-hetkellä vuonna 2022 ja WACC 9 %. SRV:n 40 %:n omistuksen nykyarvo olisi siten perusskenaariossa 58 MEUR. Jos tuottovaatimusta lasketaan 4 %:iin nousee SRV:n omistusten nykyarvo 73 MEUR:oon. Edelleen 5 %:n tuottovaatimuksella omistuksen nykyarvo olisi 47 MEUR.

Pearl Plaza -kauppakeskus

Sijainti ja liikeidea

Pearl Plaza -kauppakeskus sijaitsee Pietarin lounaisosassa kiinalaisten kehittämän Baltic Pearl nimisen aluekehityskohteen alueella. Vuonna 2013 elokuussa avatun kauppakeskuksen vaikutusalueella on noin 800 000 asukasta. Pearl Plaza on toistaiseksi vaikutusalueensa ainut moderni kauppakeskus ja siellä on vuokralaisina merkittävä määrä kansainvälisiä muoti- ja kaupakettuja.

Kauppakeskuksen I-vaiheen kokonaispinta-ala on 96 000 m² ja vuokrattava pinta-ala 48 000 m². Kauppakeskuksessa on 1300 parkkipaikkaa. Pearl Plazan kävijämäärät, myynti ja vuokrausasteet ovat kehittyneet vertailukelpoisesti erinomaisesti ja kauppakeskuksen vuokrausaste on ollut korkea. Kauppakeskus on myös saanut useita alan palkintoja.

Omistusrakenne, rahoitus ja vuokratuotto

SRV omistaa Pearl Plazan I-vaiheesta 50 %. Toinen 50 % omistuksesta on aluetta kehittäväällä kiinalaisella Shanghai Industrial Investment Companylla (SIIC). Kauppakeskuksen kokonaisinvestointi oli arvoltaan noin 140 MEUR ja se rahoitettiin 95 MEUR:n pitkäaikaisella pankkirahoituksella ja 44 MEUR:n oman pääoman sijoituksilla. SRV:n REAM-tiimi on vastaa kohteen operoinnista ja manageroinnista.

Kauppakeskuksen tavoiteltu nettovuokratuotto on 18 MEUR vuodessa. SRV e ole julkistanut Pearl Plazan vuoden 2016, 2015 tai 2014 nettovuokratuottoja, mutta tilinpäätöksessä ilmoitetun liikevaihdon perusteella arvioimme tämän hetken nettovuokratasoksi noin 13-14 MEUR. Venäjän taloustaantumisen vuoksi Pearl Plazan euromääräinen liikevaihto laski lievästi, vaikka ruplissa myynnin kasvu oli 25 %.

Nykyarvolaskelma

Ennustettujen operatiivisten tulovirtojen, myyntihinnan ja oletetun ajankohdan perusteella arvioimme Pearl Plaza -kauppakeskushankkeen nykyarvoksi perusskenaariossamme 146 MEUR ja exit-hinnaksi 183 MEUR vuonna 2021. Muita keskeisiä oletuksia ovat 18,3 MEUR nettovuokratuotto vuonna 2021, 10 %:n sijoittajien tuottovaatimus exit-hetkellä vuonna 2019 ja WACC 12 %. SRV:n 50 %:n omistuksen nykyarvo olisi siten perusskenaariossa 26 MEUR. Jos tuottovaatimusta lasketaan 9 %:iin nousee hankkeen exit-arvo 204 MEUR:oon ja SRV:n omistusten nykyarvo 32 MEUR:oon. Edelleen 11 %:n tuottovaatimuksella exit-arvo olisi 167 MEUR ja SRV:n omistuksen nykyarvo 16 MEUR.

SRV:n suuret kiinteistökehityshankkeet

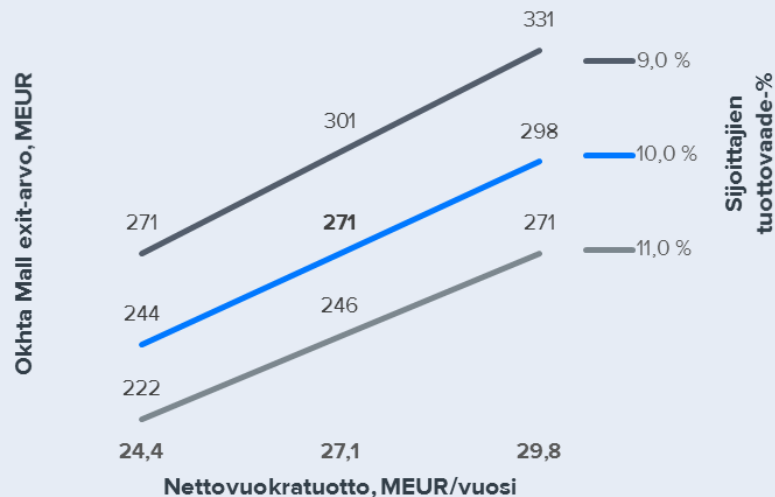
Okhta Mall yhteenveto

	Okhta Mall
Sijainti	Pietari
Aloitusvuosi-valmistumisvuosi	2013-2016
Vuokrattava pinta-ala, m ²	68000
Tavoiteltu vuokratuotto, vuosi	>30 MEUR
Investoinnin arvo	>200 MEUR
Projektilaina/rahoitus	90 MEUR
SRV:n omistusosuus	45 % + 15 %
Hankkeen exit-valuation (Inderes ennuste)	282 MEUR
SRV:n omistusosuuden mukainen kassavirtojen nykyarvo (Inderes ennuste)	73 MEUR
Arvioitu irtautumisvuosi (Inderes ennuste)	2021

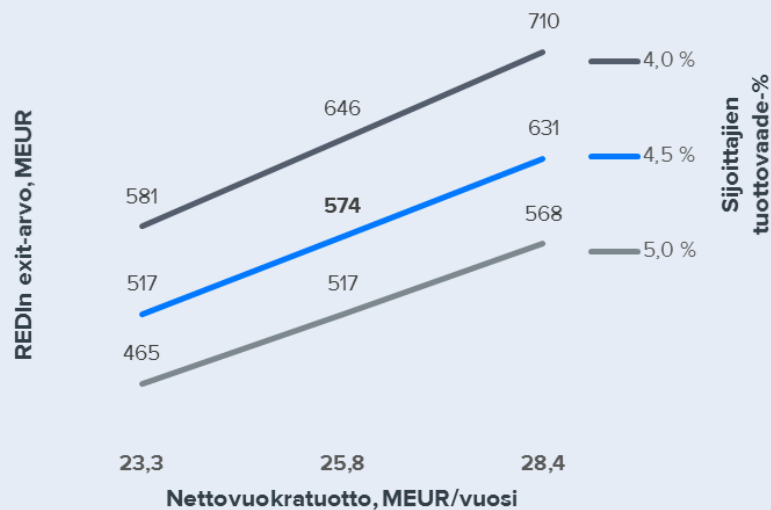
REDI yhteenveto

	REDI
Sijainti	Helsinki
Aloitusvuosi-valmistumisvuosi	2015-2018
Vuokrattava pinta-ala, m ²	64000
Tavoiteltu vuokratuotto, vuosi	julkistettu
Investoinnin arvo	480 MEUR
Projektilaina/rahoitus	225 MEUR
SRV:n omistusosuus	40 %
Hankkeen exit-valuation (Inderes ennuste)	574 MEUR
SRV:n omistusosuuden mukainen kassavirtojen nykyarvo (Inderes ennuste)	58 MEUR
Arvioitu irtautumisvuosi (Inderes ennuste)	2022

Okhta Mall exit-arvon herkkyyyslaskelma



REDI exit-arvon herkkyyyslaskelma



SRV:n suuret kiinteistökehityshankkeet 3/3

4Daily -kauppakeskus

Sijainti ja liikeidea

Rakenteilla oleva 4Daily -kauppakeskushankkeen I-vaihe sijaitsee Moskovan alueella Mitishissä. Kauppakeskuksen rakentaminen aloitettiin vuonna 2014 ja sen suunnitellaan avautuvan loppuvuonna 2016. Kohteeseen tulee hypermarket, erikoiskaupan myymälöitä, ravintoloita, vapaa-ajan palveluita ja pysäköintitilat.

Kauppakeskuksen vaikutusalueella on noin 180 000 asukasta. Kohteen vuokrapinta-ala on noin 26 000 m². Kohteesta on yli 59 %:n osalta varsinaiset tai alustavat vuokrasopimukset.

Omistusrakenne, rahoitus ja vuokratuotto

SRV omistaa 4Daily-kauppakeskushankkeen I-vaiheesta kokonaisuutena noin 20 %. Venäläinen eläkerahasto Blagoosostoyanie omistaa hankkeesta 55 % ja suomalainen kiinteistösijoitusyhtiö Vicus 25 %.

Kauppakeskuksen ensimmäisen vaiheen kokonaisinvestointi on arvoltaan noin 60 MEUR ja se rahoitetaan oman pääoman sijoituksilla ja noin 30 MEUR:n projektilainalla. SRV:n osuus sijoituksesta on noin 7 MEUR. Kauppakeskuksen tavoiteltu nettovuokratuotto on noin 10 MEUR vuodessa, mihin pyritään pääsemään kolmen ensimmäisen toimintavuoden aikana. SRV:n REAM-tiimi on vastuussa kohteen vuokrauksesta.

Nykyarvolaskelma

Ennustettujen operatiivisten tulovirtojen, myyntihinnan ja oletetun ajankohdan perusteella arvioimme 4Daily -kauppakeskushankkeen nykyarvoksi perusskenaariossa 72 MEUR ja exit-hinnaksi 89 MEUR vuonna 2021. Muita keskeisiä oletuksia ovat 10 MEUR nettovuokratuotto vuonna 2021, 11 %:n sijoittajien tuottovaatimus exit-hetkellä vuonna 2020 ja WACC 12 %. SRV:n 20 %:n omistuksen nykyarvo olisi siten perusskenaariossa 7 MEUR. Jos tuottovaatimusta lasketaan 10 %:iin nousee hankkeen exit-arvo 98 MEUR:oon ja SRV:n omistusten nykyarvo 8 MEUR:oon. Edelleen 12 %:n tuottovaatimuksella exit-arvo olisi 82 MEUR ja SRV:n omistuksen nykyarvo 6 MEUR.

Etmia -toimistokiinteistö

Kohteen kuvaus ja nykyarvo

SRV omistaa 50 % vuonna 2009 valmistuneesta Moskovan ydinkeskustassa sijaitsevasta Etmia II toimisto- ja parkkitaloprojektista. Kohde on tällä hetkellä vuokrattu noin 80 %:sti ja sen vuosivuokratuotto on täyteen vuokrattuna noin 4 MEUR.

SRV:n sitoutuneen pääoman määrä kohteessa on noin 5 MEUR ja projektin pankkilaina on 33 MEUR. Yhtiö on arvioinut, että nykymarkkinatilanteessa kohteen myynti sijoittajille on epätodennäköistä.

Arvioimme, että SRV:n Etmia-omistuksen nykyarvo vastaa suunnilleen SRV:n tekemän sijoituksen määrää, eli noin 5 MEUR.

SRV:n suuret kiinteistökehityshankkeet

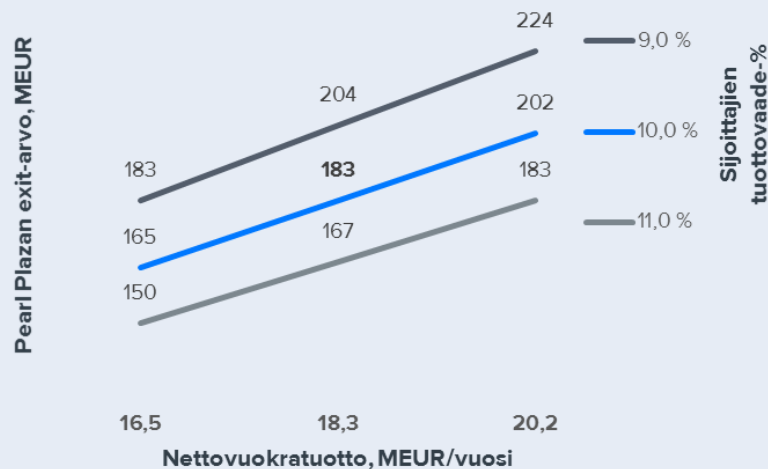
Pearl Plaza yhteenveto

	Pearl Plaza
Sijainti	Pietari
Aloitusvuosi-valmistumisvuosi	2011-2013
Vuokrattava pinta-ala, m ²	48000
Tavoiteltu vuokratuotto, vuosi	18 MEUR
Investoinnin arvo	140 MEUR
Projektilaina/rahoitus	95 MEUR
SRV:n omistusosuus	50 %
Hankkeen exit-valuation (Inderes ennuste)	183 MEUR
SRV:n omistussuuden mukainen kassavirtojen nykyarvo (Inderes ennuste)	26 MEUR
Arvioitu irtautumisvuosi (Inderes ennuste)	2021

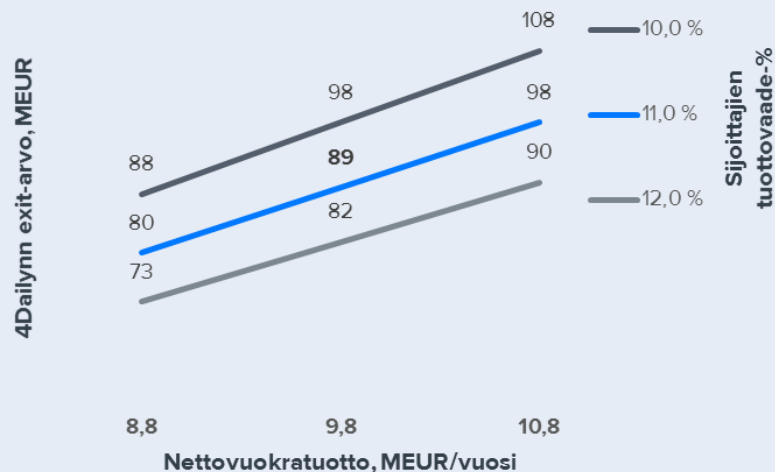
4Daily yhteenveto

	4Daily
Sijainti	Moskovan alue
Aloitusvuosi-valmistumisvuosi	2014-2017
Vuokrattava pinta-ala, m ²	26000
Tavoiteltu vuokratuotto, vuosi	10 MEUR
Investoinnin arvo	60 MEUR
Projektilaina/rahoitus	30 MEUR
SRV:n omistusosuus	20 %
Hankkeen exit-valuation (Inderes ennuste)	89 MEUR
SRV:n omistussuuden mukainen kassavirtojen nykyarvo (Inderes ennuste)	7 MEUR
Arvioitu irtautumisvuosi (Inderes ennuste)	2021

Pearl Plaza exit-arvon herkkyyyslaskelma



4Daily exit-arvon herkkyyyslaskelma



Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavana. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjien 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.

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjien näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten 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 kehoitukseksi 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 sijoituspäätöksensä 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 tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä 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) ja lisäarvomalli (EVA), 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 jakaumaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä	-5-5 %
Myy	< -5 %

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia 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 Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

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

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
9.6.2015	Lisää	4,00 €	3,59 €
10.8.2015	Lisää	4,30 €	3,76 €
19.8.2015	Lisää	3,60 €	3,06 €
11.9.2015	Lisää	3,00 €	2,64 €
9.11.2015	Lisää	3,00 €	2,70 €
8.12.2015	Vähennä	3,15 €	3,15 €
17.2.2016	Lisää	3,15 €	2,88 €
23.2.2016	Lisää	3,40 €	3,10 €
29.2.2016	Lisää	3,60 €	3,43 €
15.6.2016	Lisää	4,10 €	3,70 €
21.7.2016	Vähennä	4,50 €	4,50 €
4.11.2016	Osta	5,00 €	4,33 €
3.1.2016	Vähennä	5,50 €	5,70 €
31.1.2016	Lisää	5,50 €	5,07 €
3.2.2017	Lisää	5,40 €	4,95 €
5.4.2017	Lisää	5,10 €	4,45 €
28.4.2017	Vähennä	5,10 €	5,00 €
7.6.2017	Lisää	5,10 €	4,82 €



2015

Ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017

Suosituustarkkuus



2014, 2015, 2016

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016

Suosituustarkkuus



2012, 2016, 2017

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017

Suosituustarkkuus



2017

Suosituustarkkuus

Inderes on suomalainen pankeista riippumaton analyysipalvelu. Löydämme sijoittajille parhaat sijoituskohteet ja teemme pörssistä paremman markkinapaikan yhdistämällä sijoittajat ja yhtiöt huippulaadukkaan osakeanalyysin avulla. Inderesin aamukatsaus, mallisalkku ja palkittuihin analyyseihin pohjautuvat suositukset tavoittavat päivittäin yli 30 000 kotimaista osakesijoittajaa. Helsingin pörssin kattavin aktiivinen osakeseurantamme sisältää yli 90 kotimaista pörssiyhtiötä, joita analysoimme päivittäin yli 10 analyytikon tiimillä.

Inderes Oy

Itämerenkatu 5

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/inderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

**Analyysi kuuluu
kaikille.**