SRV YHTIÖT OYJ

27.11.2026 08.25 EET



Atte Jortikka, Analyytikko
+358 40 054 3725
atte.jortikka@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS

LAAJA RAPORTTI



Hankeputki kääntymässä tuloskasvuksi

SRV on rämpinyt viime vuodet rakentamisen laskusuhdanteessa, eikä hankekannan painopiste ole vielä siirtynyt kohti kannattavampaa, omaan hankekehitykseen perustuvaa rakentamista. Useamman vuoden korpivaelluksen jälkeen yhtiö on mielestämme kuitenkin yhä selvemmin tuloskäänteen kynnyksellä, minkä lisäksi sen tase on tervehtynyt. Noin 1,5 miljardin euron tilauskanta ja noin 1,2 miljardin euron todennäköisten hankkeiden kanta antavat hyvän selkänojan, ja ennustammekin merkittävää tuloskasvua tuleville vuosille. Laskimme tulevien vuosien ennusteitamme etenkin asuntomarkkinan hitaamman elpymisen ja datakeskushankkeiden ajoitukseen liittyvän epävarmuuden vuoksi, minkä myötä laskemme tavoitehinnan 8,5 euroon (aik. 9,7 euroa). Suosituksemme säilyy lisää-tasolla, sillä tuloskasvun toteutuessa arvostus on vuosien 2027–2028 ennusteillamme yhä houkutteleva. Merkittävämpi nousuvara vaatii kuitenkin yhtiöltä vielä näyttöjä kestävästä kannattavuusparannuksesta.

Suomen suurin toimitilarakentaja

SRV on suomalainen rakennusyhtiö, joka rakentaa ja kehittää toimitiloja ja asuntoja Suomen kasvukeskuksissa, erityisesti pääkaupunkiseudulla. Toimitilarakentaminen muodosti viime vuonna yli 90 % liikevaihdosta, ja yhtiö on laskelmiemme mukaan noussut Suomen suurimmaksi toimitilarakentajaksi. Asuntorakentaminen on sen sijaan supistunut murto-osaan vuoden 2021 tasosta, ja viime vuosina se on koostunut lähes yksinomaan urakoinnista.

Datakeskukset sekä julkinen rakentaminen vetävät kasvua

Tilauskanta on kaksinkertaistunut vuodenvaihteesta etenkin DayOnen Lahden datakeskuksen ja Taysin uudistamisohjelman loppuvaiheen ansiosta. Tilauskanta on kuitenkin poikkeuksellisen keskittynyt, sillä Tays, Laakson yhteissairaala ja DayOne muodostavat siitä laskelmiemme mukaan noin kaksi kolmasosaa. Ennustamme liikevaihdon kasvavan tänä vuonna noin 16 % ja ensi vuonna noin 12 % yli 900 MEUR:oon, minkä jälkeen kasvu hidastuu vuonna 2028.

Liikevoitto nousee ennusteissamme kuluvan vuoden noin 13 MEUR:sta noin 28 MEUR:oon vuonna 2028, kun volyymi kasvaa, kiinteät kulut jakautuvat suuremmalle liikevaihdolle ja paremman katteen datakeskus- ja omakehitteisten hankkeiden osuus nousee. Tulevien vuosien ennusteemme edellyttävät kuitenkin luonnollisesti vielä tilauskantaan kirjaamattomien hankkeiden voittamista.

Kannattavuustavoite on kunnianhimoinen

SRV tavoittelee vuosiksi 2029–2030 yli 900 MEUR:n liikevaihtoa ja vähintään 50 MEUR:n operatiivista liikevoittoa. Liikevaihtotavoite ylittyy ennusteissamme jo ensi vuonna. Tulostavoite edellyttää 900 MEUR:n liikevaihdolla noin 5,5 %:n liikevoittomarginaalia, kun vuoden 2010 jälkeen yhtiö on korkeimmillaan yltänyt hieman alle 4 %:n marginaalitasolle. Euromääräiseen tulostavoitteeseen voi kuitenkin päästä myös matalammalla marginaalilla, sillä esimerkiksi noin 1,3 mrd. euron liikevaihdolla siihen riittäisi hieman alle 4 %:n marginaali.

Ennustamme kannattavuuden paranevan asteittain, mutta emme odota yhtiön yltävän euromääräiseen tulostavoitteeseensa ennustejaksollamme. Oletettavasti tyypillistä urakointia korkeamman katteen datakeskushankkeet tukevat onnistuessaan marginaaleja, mutta tavoitetaso edellyttäisi odotuksiamme vahvempaa asuntorakentamisen elpymistä sekä yhtiöltä hyvää onnistumista sen hyödyntämisessä.

Tuotto-odotus nojaa tuloskasvuun

Kuluvan vuoden ennusteillamme arvostus on korkea (EV/EBIT 16x), sillä tulostaso jää vielä selvästi alle potentiaalin. Ennustamamme tuloskasvu laskee kertoimen kuitenkin vuosina 2027–2028 noin 8x tasolle, mikä alittaa SRV:lle hyväksymämme arvostustason. Vahvempaa näkemystä rajoittavat kuitenkin tuloskäänteen toteutusriski, tilauskannan keskittyminen sekä yhtiön heikot näytöt kannattavuudesta historiassa. Käyttämiemme arvostusmenetelmien perusteella SRV:n osakkeen käypä arvo asettuu 7,5–9,5 euron vaihteluvälille.

Suositus
Lisää
(aik. Lisää)

Tavoitehinta:
8,50 EUR
(aik. 9,70 EUR)

Osakekurssi:
7,12 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2025	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	706	817	915	979
kasvu-%	-5 %	16 %	12 %	7 %
EBIT oik.	6,8	12,9	23,3	27,9
EBIT-% oik.	1,0 %	1,6 %	2,5 %	2,8 %
Nettotulos	15,5	5,1	12,9	17,4
EPS (oik.)	-0,44	0,14	0,63	0,90
P/E (oik.)	neg.	50,4	11,3	7,9
P/B (oik.)	0,7	1,1	1,0	0,9
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	2,1 %	2,8 %
EV/EBIT (oik.)	27,0	15,8	8,8	7,5
EV/EBITDA	5,5	11,6	7,0	6,1
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,2	0,2

Lähde: Inderes

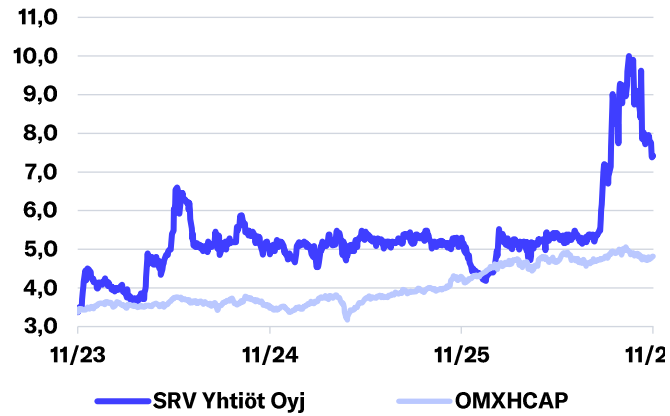
Ohjeistus (Ennallaan)

Vuoden 2026 liikevaihdon arvioidaan ylittävän 800 MEUR (vuonna 2025: 705,6 MEUR) ja operatiivisen liikevoiton arvioidaan olevan välillä 10-20 MEUR (operatiivinen liikevoitto vuonna 2025: 6,8 MEUR).

Sisällysluettelo

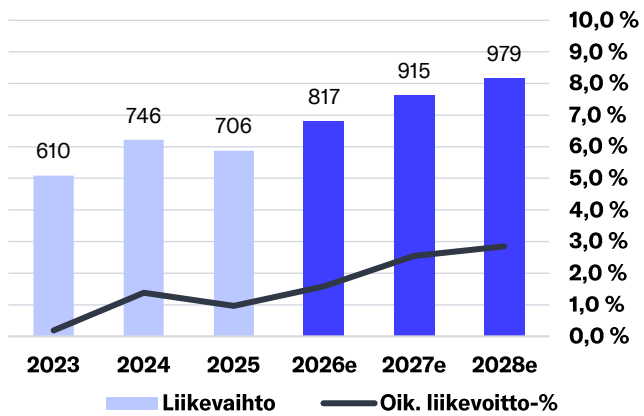
Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-11
Strategia ja sijoitusprofiili	12-15
Toimiala ja markkina	16-22
Taloudellinen tilanne	23-24
Ennusteet	25-28
Arvonmääritys ja suositus	29-31
Taulukot ja vastuuvapauslauseke	32-40

Osakekurssi



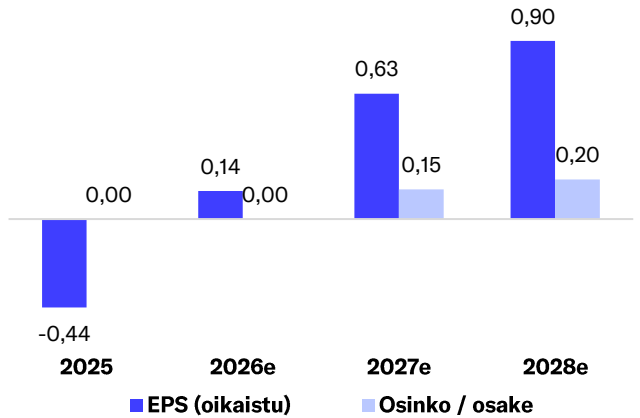
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Tuloskasvu kiihtyvän datakeskusrakentamisen vetämänä
- Projektien hallinnan parantuminen
- Pääoman käytön tehostuminen
- Syklisen markkinan käänne parempaan
- Strateginen keskittyminen pääkaupunkiseudulle ja kasvukeskuksiin

Riskitekijät

- Datakeskusinvestointien jäähtyminen
- Markkinoiden suhdanneriskit
- Asuntomarkkinoiden ja yksityisen toimitilamarkkinan heikon markkinatilanteen pitkittyminen yhä
- Kustannusten hallinnassa epäonnistuminen
- Projektihaasteiden uusiutuminen

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	7,12	7,12	7,12
Markkina-arvo	121	121	121
Yritysarvo (EV)	204	204	209
P/E (oik.)	50,4	11,3	7,9
P/B (oik.)	1,1	1,0	0,9
EV/Liikevaihto	0,3	0,2	0,2
EV/EBITDA	11,6	7,0	6,1
EV/EBIT (oik.)	15,8	8,8	7,5
Osinko/tulos (%)	0,0 %	19,7 %	19,4 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	2,1 %	2,8 %

Lähde: Inderes

SRV lyhyesti

SRV on Suomen suurin toimitilarakentaja, jolla on erityisen vahva asema julkisen sektorin yhteistoiminnallisessa urakoinnissa ja elinkaarihankkeissa.

1987

Perustamisvuosi

2007

Listautuminen

706 MEUR

Liikevaihto 2025

6,8 MEUR (1,0 % lv.)

Operatiivinen liikevoitto 2025*

809

Henkilöstö keskimäärin 2025

36 %

Omavaraisuusaste 2025**

2010–2013

Vahvaa kasvua finanssikriisin jälkeen

Omaperusteinen kehitys Suomessa ja Venäjällä

REDIn toteutussopimus 2011, Pearl Plaza avataan 2013

2014–2020

REDIn rakentaminen alkaa 2015, kauppakeskus avataan 2018

Tilauskanta ennätystasolla 1,8 mrd. euroa 2016

REDIn kustannusylitykset ja noin 72 MEUR:n arvonalentuminen painavat vuosien 2018–2019 tuloksen tappiolle

Saku Sipola toimitusjohtajaksi 2019, tervehdyttämisohjelma ja osakeannit 2020

2021–

Tampereen Areenan 20 MEUR:n tappio 2021

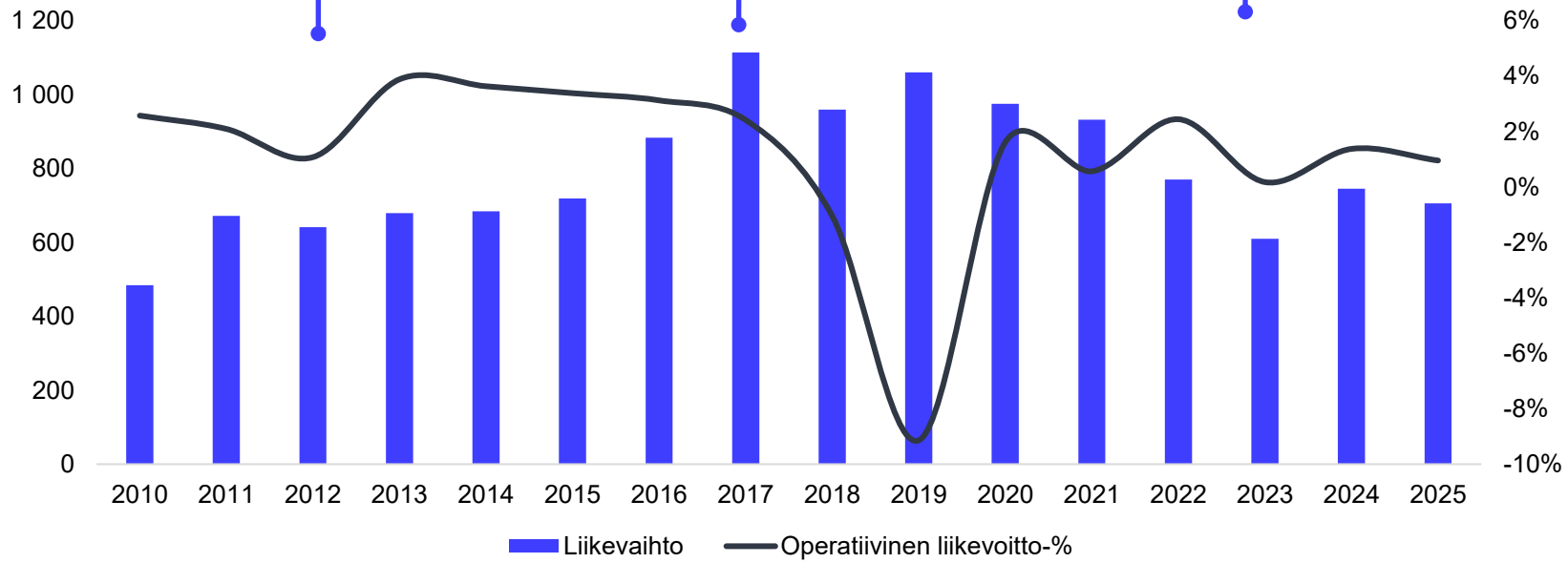
Venäjä- ja Fennovoima-alaskirjaukset 2022

Rahoituksen uudelleenjärjestely 2022, 35 MEUR:n osakeanti ja velkojen konvertointi osakkeiksi

Erittäin heikko asuntomarkkinan sykli, asuntorakentamisen osuus liikevaihdosta laskee 41 %:sta 8 %:iin 2022–2024

Uusi vihreä hybridilaina 2025, vaihtovelkakirjalainat lunastetaan 2026

SRV Infra myydään 2025



* Yhtiön raportoima operatiivinen liikevoitto ** Ilman IFRS 16 -vaikutusta 49 %

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/6

SRV lyhyesti

SRV on suomalainen rakennusyhtiö, joka rakentaa ja kehittää toimitiloja ja asuntoja Suomen kasvukeskuksissa, erityisesti pääkaupunkiseudulla. Yhtiön liiketoiminta voidaan erotella kahteen osa-alueeseen, toimitilarakentamiseen, johon sisältyi vuoden 2025 loppuun asti myös infrarakentaminen, sekä asuntorakentamiseen. SRV raportoi liiketoimintansa yhtenä segmenttinä, mutta kertoo toimitila- ja asuntorakentamisen liikevaihdon erikseen. Sijoittajan näkökulmasta olennaisempi on kuitenkin jako urakointiin ja omaan hankekehitykseen perustuviin hankkeisiin, sillä niiden katepotentiaali eroaa selvästi toisistaan.

Toimitilarakentaminen on nykyisellään selvästi suurempi liiketoiminta ja muodosti 92 % vuoden 2025 liikevaihdosta (652 MEUR). SRV on ollut viime vuosina erityisen vahva julkisen sektorin yhteistoiminnallisessa urakoinnissa eli allianssi- ja projektinjohtourakoissa sekä elinkaarihankkeissa, joissa yhtiö vastaa kohteen ylläpidosta myös valmistumisen jälkeen. Tyypillisiä kohteita ovat sairaalat, koulut ja kampukset, toimistot ja kauppakeskukset sekä viime aikoina yhä useammin teollisuus- ja datakeskushankkeet. Yhtiö on laskelmiemme mukaan noussut Suomen suurimmaksi toimitilarakentajaksi.

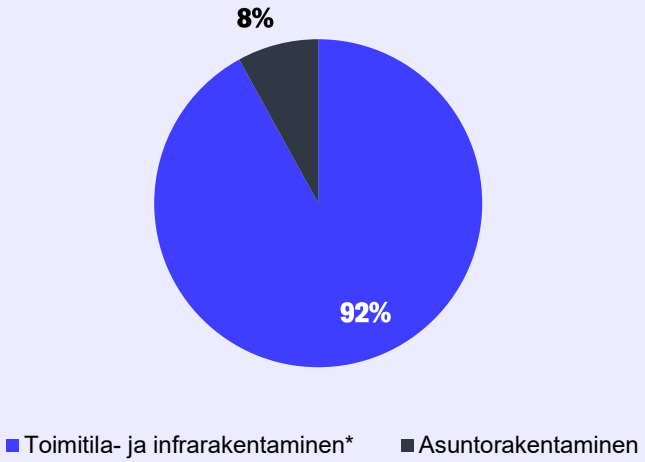
Asuntorakentamisen liikevaihto jäi noin 8 %:iin konsernin liikevaihdosta ja koostui käytännössä yksinomaan urakoinnista. Strategian ytimessä on kasvattaa omaperusteisen (kuluttajille myytävän) ja omakehitteisen (sijoittajille myytävän) tuotannon osuutta, sillä urakointi on tyypillisesti selvästi matalakatteisempaa. Toisaalta se ei myöskään sido yhtiön pääomia omakehitteisen sekä omaperusteisen asuntotuotannon tavoin. Vuonna 2025 yhtiö käynnisti yli kahden vuoden tauon jälkeen omaperusteista tuotantoa 93 asunnon verran pääkaupunkiseudulla.

Konsernin liikevaihto laski vuonna 2025 706 MEUR:n tasolle (-5,4 % v/v) ja operatiivinen liikevoitto oli 6,8 MEUR (10,3 MEUR). Raportoitu liikevoitto nousi 27,5 MEUR:oon SRV Infra Oy:n myynnistä kirjatun 21,7 MEUR:n myyntivoiton ansiosta. Tilauskanta oli vuoden lopussa 772 MEUR (1 053 MEUR) ja henkilöstöä oli 721 (817). Vuoden lopun luku ei enää sisällä SRV Infran noin 105 työntekijää. Pitkän aikavälin tavoitteena on yli 900 MEUR:n liikevaihto ja vähintään 50 MEUR:n operatiivinen liikevoitto 2029–2030 mennessä. Vuodelle 2026 yhtiö ohjeistaa yli 800 MEUR:n liikevaihtoa ja 10–20 MEUR:n operatiivista liikevoittoa. Ohjeistusta nostettiin huhtikuussa ja täsmennettiin elokuussa.

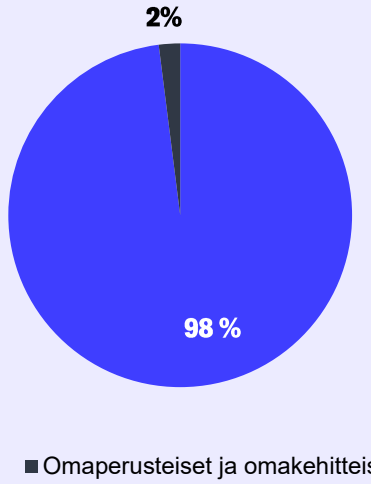
Yhtiö on muuttunut viimeisen kymmenen vuoden aikana merkittävästi

SRV listautui Helsingin pörssiin vuonna 2007 ja kasvoi 2010-luvulla pitkälti suurten omien hankekehityskohteiden varassa. Yhtiön tunnetuimpia hankkeita ovat Kampin keskus, Tampereen Kansi ja Areena sekä Kalasataman REDI. REDI jäi kuitenkin yhtiölle raskaaksi taakaksi, sillä kauppakeskuksen heikko kannattavuus ja siihen sitoutunut pääoma painoivat SRV:n tulosta ja tasetta pitkään. Samaan aikaan yhtiöllä oli merkittäviä kauppakeskusinvestointeja Venäjällä (Okhta Mall ja Pearl Plaza Pietarissa), joista irtauduttiin vaiheittain vuosina 2022–2024. Tasetta korjattiin osakeanneilla ja rahoitusjärjestelyillä vuosina 2020 ja 2022, ja strategia käännettiin kevyemmän taseen ja urakointipainotteisen mallin suuntaan. Viimeisin rakenteellinen muutos oli infrarakentamisen myynti Kreate Oy:lle vuoden 2025 lopussa, minkä jälkeen SRV keskittyy täysimääräisesti toimitila- ja asuntorakentamiseen.

Liikevaihdon jakauma liiketoiminnoittain 2025



Liikevaihdon jakauma hanketyypeittäin 2025



* SRV Infra myytiin Kreatelle vuoden 2025 lopussa
Lähde: SRV, Inderes

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/6

Liiketoimintamallit eroavat toisistaan

SRV:n liiketoiminta jakautuu toimitilarakentamiseen ja asuntorakentamiseen. Toimitilarakentaminen on selvästi suurempi liiketoiminta, ja valtaosa siitä on urakointia. Pääosa liikevaihdosta tulee ulkopuolisille tilaajille toteutettavista projektinjohto- ja allianssiurakoista, elinkaarihankkeista ja muista urakoista. Lisäksi SRV kehittää omia toimitilahankkeita, jotka se myy sijoittajalle ennen rakentamisen aloitusta. Esimerkiksi Meyer Turun uusi pääkonttori (noin 39 MEUR) myytiin kiinteistösijoitusyhtiö Balderille, ja sen rakentaminen alkoi vuonna 2026. Omakehitteisten hankkeiden katepotentiaali on urakointia korkeampi hankekehityskatteen myötä. Kaikki toimitilahankkeet tuloutuvat valmiusasteen mukaisesti, eli liikevaihto kertyy rakentamisen edetessä kustannusperusteisesti.

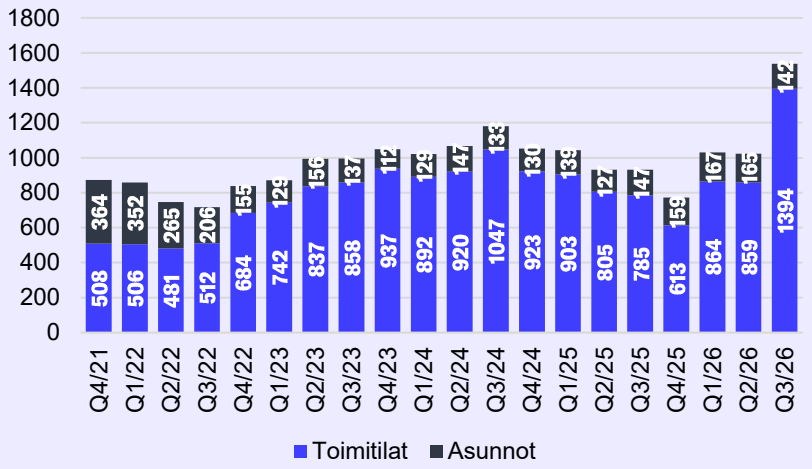
Yhteistoiminnallisessa urakoinnissa hanke viedään läpi tilaajan kanssa open book -mallilla, jossa kehitys- ja toteutusvaiheet limittyvät ja taloudellinen riski sekä hyöty jaetaan sovitulla tavalla. Malli on matalakatteinen, mutta samalla vähäriskinen eikä se sido pääomaa. Asiakaskunta painottuu yhteistoiminnallisessa urakoinnissa julkiselle sektorille. Tyypillisiin kohteisiin kuuluvat sairaalat, koulut ja kampukset. Elinkaarihankkeissa SRV vastaa lisäksi kiinteistön ylläpidosta sovitun palvelujakson ajan, mikä tuo pitkäkestoista palveluliikevaihtoa.

Asuntorakentamisessa liiketoimintamalleja on kolme. Omaperusteisessa tuotannossa SRV hankkii tontin, suunnittelee, rakentaa ja myy asunnot kuluttajille. Yhtiö kantaa sekä myynti- että rakentamisriskin ja hanke tuloutuu vasta valmistumishetkellä myyntiasteen mukaisesti. Malli sitoo pääomaa tontteihin sekä rakenteilla oleviin ja valmiisiin myymättömiin asuntoihin, mutta katepotentiaali on urakointia korkeampi. Omakehitteiset kohteet puolestaan myydään sijoittajalle ennen rakentamisen aloitusta, jolloin riski on matalampi ja hanke tuloutuu valmiusasteen mukaan. Kolmas malli on tavanomainen kilpailu- ja neuvottelu-urakointi julkisille ja yksityisille rakennuttajille.

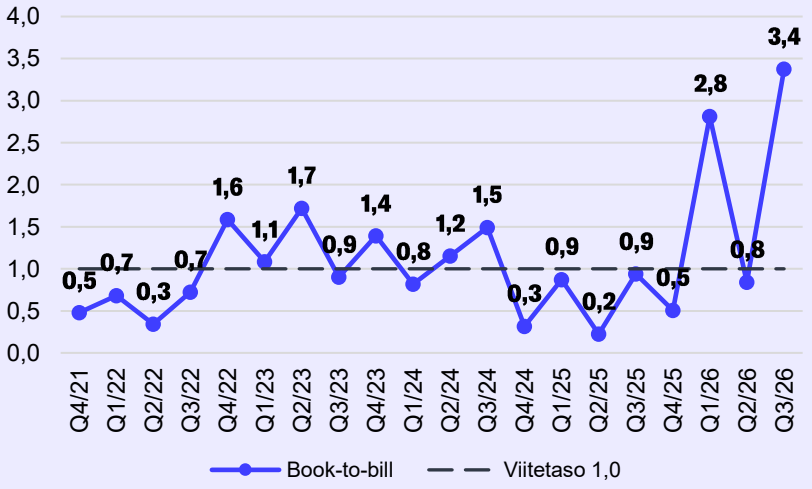
Tilausvirta on vahvistunut vuonna 2026

Tilauskanta laski vuoden 2025 lopussa 772 MEUR:oon (1 053 MEUR). Lasku tuli kokonaan toimitila- ja infrarakentamisesta (613 MEUR vs. 923 MEUR), jossa suuret allianssi- ja projektinjohtohankkeet etenivät kohti valmistumista eikä uusia yhtä suuria hankkeita käynnistynyt samaan tahtiin. Lisäksi SRV Infra Oy:n myynti pienensi tilauskantaa noin 59 MEUR. Asuntorakentamisen tilauskanta kasvoi toista vuotta peräkkäin 159 MEUR:oon, mutta oli yhä erittäin alhaisella tasolla. Uusia sopimuksia allekirjoitettiin vuonna 2025 vain 438 MEUR:n (691 MEUR) edestä. Tänä vuonna tilauskanta on kuitenkin kääntynyt jyrkkään nousuun, kun siihen on kirjattu ensimmäisellä neljänneksellä DayOnen Lahden datakeskus ja kolmannella neljänneksellä Taysin uudistamisohjelman loppuvaihe noin 630 MEUR:n arvosta. Syyskuun lopussa tilauskanta oli 1 537 MEUR (9/2025 931 MEUR) ja sen myyty osuus yli 94 %. Lisäksi yhtiöllä on todennäköisiksi arvioituja hankkeita noin 1,2 mrd. euron edestä, joten hankekanta on yhteensä noin 2,7 mrd. euroa. Todennäköisillä hankkeilla SRV tarkoittaa voitettuja tai esi-, kehitys- tai aiesopimuksin sidottuja hankkeita, joita ei ole vielä kirjattu tilauskantaan, sekä hankkeita, joissa se on ainoa neuvottelukumppani (esim. datakeskushankkeet). Niiden toteutuminen riippuu asiakkaan lopullisesta investointipäätöksestä tai urakoitsijavalinnasta.

SRV:n tilauskanta kvartaaleittain, milj. €



SRV:n book-to-bill kvartaaleittain



Lähde: SRV, Inderes

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/6

Projektinjohtomalli pitää organisaation kevyenä

SRV:n toimintamallin ydin on projektinjohtototeutus. SRV vastaa hankkeen johtamisesta ja kokonaisuudesta pääurakoitsijana, mutta varsinaisen rakennustyön toteuttaa pääosin yhtiön laaja alihankkijaverkosto. Rakennustyö jaetaan yleensä useisiin osiin, jotka kilpailutetaan suunnittelun edetessä. Malli mahdollistaa suurtenkin hankkeiden nopean käynnistämisen jo alustavien suunnitelmien pohjalta ja pitää oman henkilöstön määrän sekä kiinteät kulut maltillisina. Teknisesti vaativissa kohteissa, kuten sairaaloissa, laboratorioissa ja datakeskuksissa, kilpailukykyä tukee yhtiön oma talotekniikan osaajatiimi.

Mallin heikkoutena näemme riippuvuuden alihankkijoiden osaamisesta, kapasiteetista ja hinnoittelusta. Kuumassa suhdanteessa aliurakoitsijoiden neuvotteluasema vahvistuu, mikä voi johtaa kustannusylityksiin kiinteähintaisissa urakoissa. Nykyisessä markkinatilanteessa resursseista ei pääosin ole pulaa, mikä tukee mallin toimivuutta. Kun rakentaminen elpyy, kustannusten hallinta nousee kuitenkin jälleen keskeiseksi seurantakohteeksi. Jo nyt datakeskusten kaltaiset kasvusegmentit voivat aiheuttaa pullonkauloja alihankintaketjuun paikoittain.

Hankekehitys on ollut historiassa SRV:n erottava tekijä

SRV tunnetaan rohkeasta ja laajasta hankekehityksestä, joka on synnyttänyt muun muassa Kalasataman REDIn, Niittykummun metrokeskuksen sekä Tampereen Kannen ja Areenan. Hankekehityksen avulla yhtiö pääsee mukaan hankkeisiin jo varhaisessa vaiheessa ja voi valita, toteutetaanko kohde omaperusteisena vai myydäänkö se sijoittajalle ennen rakentamista. Onnistunut hankekehitys parantaa hankkeen katetta merkittävästi. Toisaalta se synnyttää jatkuvia kiinteitä kuluja, eikä kaikista aihioista synny toteutuvia hankkeita. Kaavoitus, rahoituksen saatavuus ja suhdanteet voivat venyttää suurten hankkeiden käynnistymistä vuosilla.

Yhtiöllä on laaja toimitilojen kehityssalkku, johon kuuluvat muun muassa Hämeenlinnan yritysalue MORE, Turun Blue Industry Park, Turun monitoimiareena, Tampereen Pohjoiskansi sekä useita toimistohankkeita pääkaupunkiseudulla. SRV:n mukaan osa omista kehityskohteista soveltuu myös datakeskuksille. Omaperusteisia toimitilahankkeita yhtiö ei nykyisen strategian mukaan lähtökohtaisesti toteuta riskienhallinnallisista syistä. Oikealla olevassa taulukossa on havainnollistettu arviomme eri hanketyyppien kannattavuudesta. Korkeamman katteen hanketyyppien osuuden kasvu on näkemyksemme mukaan SRV:n pitkän aikavälin tuloskäänteen keskeisin edellytys.

Vuonna 2025 asuntorakentamisen liikevaihto (54 MEUR) koostui käytännössä yksinomaan urakoinnista, eli katepotentiaalin kannalta olennaisin osa portfoliosta on ollut lähes pysähdyksissä. Omaperusteista tuotantoa käynnistettiin 93 asunnon verran yli kahden vuoden tauon jälkeen, ja valmiita myymättömiä asuntoja oli vuoden lopussa 91. Strategian ytimessä on nostaa asuntorakentamisen osuus 30–40 %:iin liikevaihdosta ja kasvattaa omaperusteisten ja omakehitteisten toimitila- ja asuntohankkeiden osuus samoin 30–40 %:iin. Yli 900 MEUR:n liikevaihdon ja vähintään 50 MEUR:n operatiivisen liikevoiton tavoitteet eivät arviomme mukaan ole saavutettavissa pelkällä urakoinnilla.

Hankemallien riskit ja katepotentiaali

	Yhteistoiminnallinen	Urakka	KVR-urakka	Omakehitteinen	Omaperusteinen
Kustannusriski	◐	●	●	●	●
Suunnitteluriski	○	○	●	●	●
Tonttiriski	○	○	○	●	●
Myyntiriski	○	○	○	○	●
Tuloutuminen	Valmiusasteen mukaan	Valmiusasteen mukaan	Valmiusasteen mukaan	Valmiusasteen mukaan	Valmistuessa
Käyttöpääoman tarve	Negatiivinen	Negatiivinen	Negatiivinen	Kohtalainen	Suuri
Katepotentiaali	+	++	+++	++++	+++++
Esimerkki	Laakson sairaala	Maunulan kerrostalot	Nissnikutalo	Meyer Turku	Luhtavehka

● SRV kantaa ◐ jaettu tilaajan kanssa ○ tilaaja kantaa
Datakeskusurakoissa katepotentiaali on SRV:n mukaan tavanomaista urakointia korkeampi, mikä kompensoi niiden riskejä. Katepotentiaali on Inderesin suhteellinen arvio.

Lähde: SRV, Inderes

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/6

Toimitilarakentaminen (92 % liikevaihdosta 2025)

Julkinen sektori kantaa SRV:tä heikon suhdanteen yli

SRV:n toimitilarakentaminen koostuu pääosin ulkopuolisille tilaajille toteutettavista projektinjohtourakoista ja allianssiurakoista, elinkaarihankkeista ja muista urakoista sekä sijoittajille myytävistä omakehitteisistä hankkeista. Kaikki toimitilahankkeet tuloutuvat valmiusasteen mukaisesti. Toimitilarakentamisen liikevaihto oli vuonna 2025 652 MEUR (688 MEUR). Luku sisältää vielä SRV Infran liikevaihdon, jonka osuus oli tammi–syyskuussa 2025 27,8 MEUR.

Yksityisen toimitilarakentamisen markkina on ollut heikko vuodesta 2022 lähtien, kun korkotason nousu, kiinteistösijoittajien tuottovaatimusten kasvu ja talouden epävarmuus ovat lykänneet hankkeita ja markkinan käännettä. SRV on paikannut yksityisen kysynnän heikkoutta menestymällä julkisissa hankkeissa. Suurimpia käynnissä olevia julkisia hankkeita ovat Helsingin Laakson yhteissairaala, Taysin uudistamisohjelman loppuvaihe Tampereella, Kuopion poliisitalo, Myllypuron terveys- ja hyvinvointikeskus, Kruunuvuorenrannan palvelukortteli, Suutarilan monitoimitalo ja Rovaniemen pääpoliisiasema. Julkiset hankkeet toteutetaan tyypillisesti vähäriskisinä allianssiurakoina tai projektinjohtourakoina, ja niiden kysyntä riippuu vähemmän talouden suhdanteista. Julkisen talouden sopeutustarpeet voivat hidastaa investointeja, mutta sairaaloiden, koulujen sekä puolustukseen ja huoltovarmuuteen liittyvien kohteiden tarve säilyy näkemyksemme mukaan suurena. Esimerkiksi syyskuussa tilauskantaan kirjattu Taysin uudistamisohjelman loppuvaihe (noin 630 MEUR) on SRV:n mittakaavassa poikkeuksellisen suuri hanke, ja se tuo yhtiölle volyymia pitkälle 2030-luvulle.

Kilpailuedut rakentuvat osaamiseen ja asiakassuhteisiin

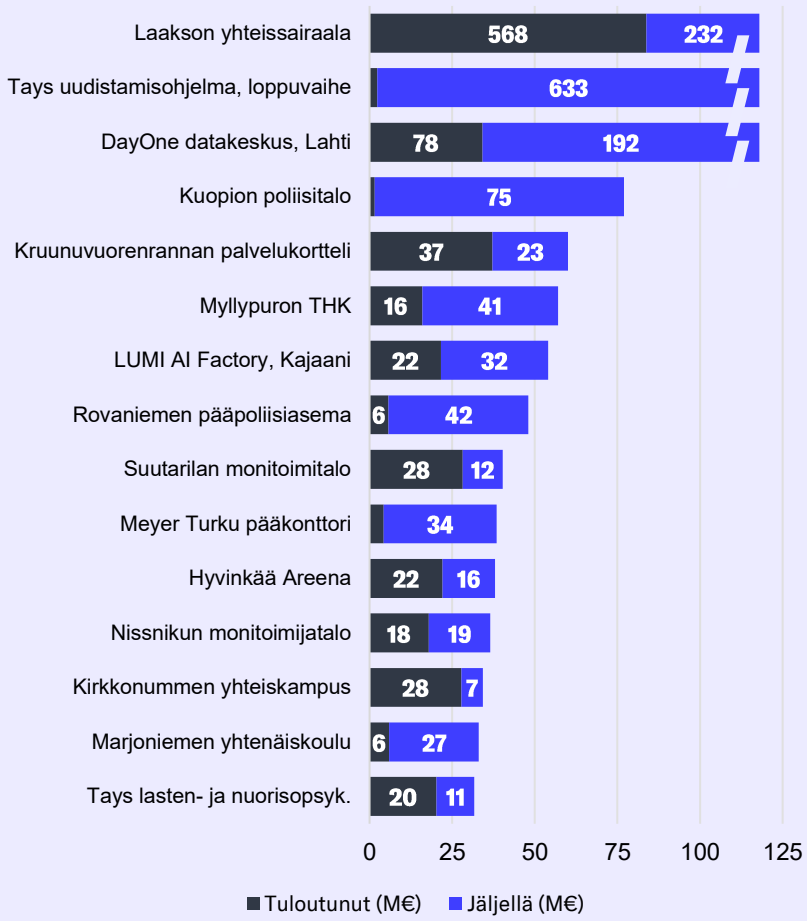
Urakoinnissa kestävien kilpailuetujen muodostaminen on vaikeaa, sillä kilpailu perustuu pitkälti kokoon, referensseihin, asiakassuhteisiin ja kustannustehokkuuteen. SRV:n vahvuutena näemme erityisesti kyvyn toteuttaa suuria ja teknisesti vaativia kohteita, joissa rakentaja on mukana jo kehitysvaiheessa. Asiakastyytyväisyys on ollut vahvaa, ja B2B NPS on noussut vuoden 2023 61:stä 72–78:n tasolle vuosina 2024–2026. Hinta on yhteistoiminnallisissakin malleissa yleensä tärkein valintakriteeri, mutta referenssit ja tilaajan luottamus painavat niissä enemmän kuin tavanomaisessa urakoinnissa, mikä tukee SRV:n asemaa.

SRV hakee kasvua myös korjausrakentamisesta. Yhtiön vuosikertomuksen mukaan korjausrakentamisen osuus liikevaihdosta nousi vuonna 2025 noin 5 %:iin, kun sen osuus vuotta aiemmin oli lähes olematon. Lokakuussa yhtiö perusti oman Datakeskukset-liiketoiminta-alueen ja hakee kasvua pääkaupunkiseudun ohella etenkin Pohjois-Suomesta ja Länsirannikolta.

Asuntorakentamisen pieni volyymi painaa kannattavuutta

SRV ei raportoi liiketoimintojensa kannattavuutta erikseen. Arviomme mukaan konsernin heikkoa kannattavuutta on viime vuosina selittänyt ennen kaikkea asuntorakentamisen pieni volyymi, jonka vuoksi asuntoliiketoiminnan kiinteät kulut ovat jääneet suhteessa suuriksi. Toimitilarakentamisen kannattavuus on arviomme mukaan ollut kohtuullinen, vaikka allianssiurakoiden suuri osuus on pitänyt katteen maltillisena. Odotamme katteen paranevan asteittain, kun datakeskushankkeet ja omakehitteiset kohteet kasvattavat osuuttaan portfoliosta ja kiinteät kulut jakautuvat suuremmalle volyymille.

Suurimmat käynnissä olevat toimitilahankkeet, milj. €*



* Perustuen Q3/26 tulosraporttiin ja valmiusasteisiin. Kuopion poliisitalon arvo on Senaatti-kiinteistöjen kustannusarvio koko hankkeelle.

Lähde: SRV, Inderes

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/6

Datakeskukset ovat nousseet uudeksi kasvuajuriksi

Datakeskusrakentaminen on noussut vuoden 2026 aikana SRV:n tärkeimmäksi uudeksi kasvuajuriksi. Yhtiö rakentaa parhaillaan Kajaaniin tekoälyn laskentakeskusta LUMI AI Factory:a sekä Lahden Kiveriöön singaporelaisen DayOnen datakeskusta, jonka ankkuriasiakkaaksi on kerrottu TikTok. Lahden hanke on SRV:n tähän asti suurin datakeskusurakka, ja sen arvo on arviomme mukaan noin 270 MEUR. SRV toteuttaa hankkeen tavoitehintaisena ja kattohintaisena projektinjohtourakkana, eikä se sido yhtiön pääomia. Rakentaminen käynnistyi kesäkuussa, ja hanke tuloutuu valmiusasteen mukaan vuosien 2026–2027 aikana. Hankkeen ripeän aikataulun vuoksi arvioimme merkittävän osan sen liikevaihdosta tuloutuvan jo kuluvana vuonna. Syyskuun lopussa DayOnen hankkeen valmiusaste oli 29 % ja vuoden 2027 toisella neljänneksellä valmistuvan LUMI AI Factoryn 40 %.

Datakeskuksille on tyypillistä suuri euromääräinen koko, nopea aikataulu ja suunnitteluvastuun jakautuminen asiakkaan ja rakentajan kesken. Asiakkaat valitsevat kumppaninsa tarkasti, ja kilpailu on johdon mukaan muuta urakointia vähäisempää. Näemme datakeskusten tarjoavan SRV:lle perinteistä urakointia korkeamman katepotentiaalin. Q3-katsauksessa yhtiö nosti todennäköisiksi arvioitujen hankkeidensa joukkoon kaksi uutta datakeskushanketta, ja datakeskus- ja teollisuushankkeiden osuus tilauskantaan kirjaamattomista hankkeista kasvoi noin 550 MEUR:oon. SRV raportoi erän jatkossa erikseen, mikä parantaa näkyvyyttä hankeputkeen. Uskomme yhtiön voittavan tulevan 12 kuukauden aikana uusia datakeskushankkeita, mikä tukee toimitilarakentamisen volyymeja ja kannattavuuden kannalta parempaa hankejakaumaa.

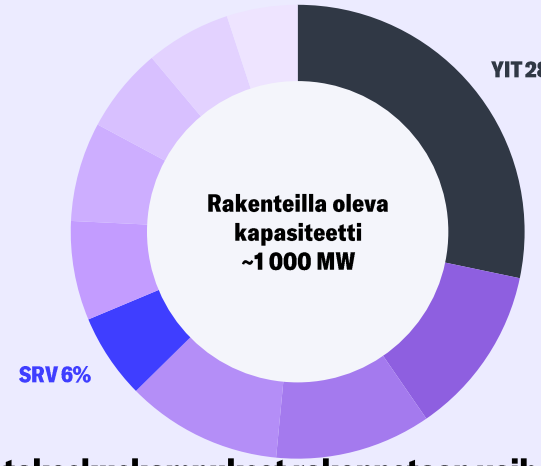
Kattohinta ja hankkeiden koko tuovat myös riskejä

Projektinjohtomalli ei poista datakeskushankkeiden riskejä kokonaan. Kattohintaisessa urakassa yhtiö vastaa kustannuksista, jotka ylittävät sovitun katon, joten kustannusylitykset voivat syödä katetta. Kireä aikataulu ja vaativa talotekniikka, kuten sähkönsyöttö ja jäähdytys, kasvattavat toteutusriskiä. Keskeisten laitteiden, kuten muuntajien ja varavoimakoneiden, pitkät toimitusajat voivat viivästyttää valmistumista. Samanaikaiset datakeskushankkeet kilpailevat lisäksi samoista erikoisosaajista ja alihankkijoista. Asiakaskunta on keskittynyttä, ja kansainvälisten toimijoiden investointipäätökset voivat muuttua nopeasti esimerkiksi sääntelyn tai kysynnän vuoksi.

Sopimusehdot poikkeavat perinteisestä urakoinnista

Datakeskushankkeiden sopimukset perustuvat usein asiakkaan omiin sopimuspohjiin YSE-ehtojen sijaan. Aikataulu on sopimuksen keskeisin ehto, sillä valmistuminen sidotaan välitavoitteisiin, datasalit luovutetaan vaiheittain ja viivästyssakot ovat tavanomaista korkeampia, koska viive siirtää asiakkaan palvelujen käynnistymistä. Luovutusta edeltää laaja järjestelmien yhteiskäyttötestaus, ja rakentaja voi joutua antamaan suorituskykyyn liittyviä takuita. Asiakas hankkii usein pitkän toimitusajan laitteet itse, mikä pienentää rakentajan hankintariskiä. Hinnoittelu perustuu tyypillisesti tavoite- ja kattohintaan, avoimeen kustannusseurantaan ja säästöjen tai ylitysten jakamiseen. Uusissa hankkeissa voi lisäksi olla kehyssopimuksia, joissa saman kampuksen seuraavat vaiheet tilataan erikseen. Tämä tukee tilauskannan jatkuvuutta, mutta jatkotilaukset eivät ole sitovia.

Arvioitu datakeskusmarkkinan jakauma Suomessa*



Datakeskuskampukset rakennetaan vaiheittain

DayOne Lahti, kapasiteetti MW



- \+ SRV rakentaa DayOne Lahden 1. vaiheen (50 MW), sopimuksen arvo noin 270 MEUR
- \+ Kampuksen kokonaiskapasiteetti on 128 MW, joten seuraaviin vaiheisiin jää vielä 78 MW rakennettavaa
- \+ Onnistunut 1. vaihe parantaa SRV:n asemaa jatkovaiheiden urakoissa
- \+ DayOne on Bloombergin mukaan lykännyt listautumistaan, mikä voi viivästyttää jatkovaiheita
- \+ Emme usko mahdollisten DayOne Lahden jatkovaiheiden sisältyvän SRV:n noin 550 MEUR:n datakeskus- ja teollisuushankkeiden putkeen

* Markkinajakauma YIT:n arvion pääomamarkkinapäivityksen mukaisesti. SRV:n osuus on arviomme nykyisten rakenteilla olevien hankkeiden kapasiteetista (DayOne vaihe 1 ja LUMI AI Factory). Muut kilpailijat esitetään nimettöminä kuten lähteessä.

Lähde: YIT, SRV, Inderes

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/6

Asuntorakentaminen (8 % liikevaihdosta 2025)

Asuntorakentaminen on supistunut murto-osaan

SRV:n asuntorakentaminen koostuu kuluttajille myytävistä omaperusteisista hankkeista, sijoittajille myytävistä omakehitteisistä hankkeista sekä julkisille ja yksityisille rakennuttajille toteutettavista urakoista. Omaperusteiset hankkeet tuloutuvat vasta valmistuessaan myyntiasteen mukaisesti keskimäärin noin 18 kuukauden rakennusajan jälkeen. Omakehitteiset hankkeet ja urakat tuloutuvat valmiusasteen mukaan kustannusperusteisesti.

Asuntorakentamisen liikevaihto oli vuonna 2025 vain 54 MEUR, kun vielä vuonna 2021 se oli 349 MEUR. Lasku on ollut yleistä markkinaa jyrkempää, sillä SRV:n asuntotuotanto on painottunut vapaarahoitteisiin kuluttajakohteisiin ja sijoittajakohteisiin, joiden kysyntä romahti korkotason noustua vuonna 2022. Vuosina 2023 ja 2024 yhtiö ei aloittanut yhtään omaperusteista asuntohanketta, ja sijoittajakohteiden tuotanto hiipui ja pysähtyi vuonna 2024 kokonaan. Viime vuosien liikevaihto onkin koostunut lähes yksinomaan urakoista julkisille ja yleishyödyllisille rakennuttajille.

Käänne on alkanut varovaisesti

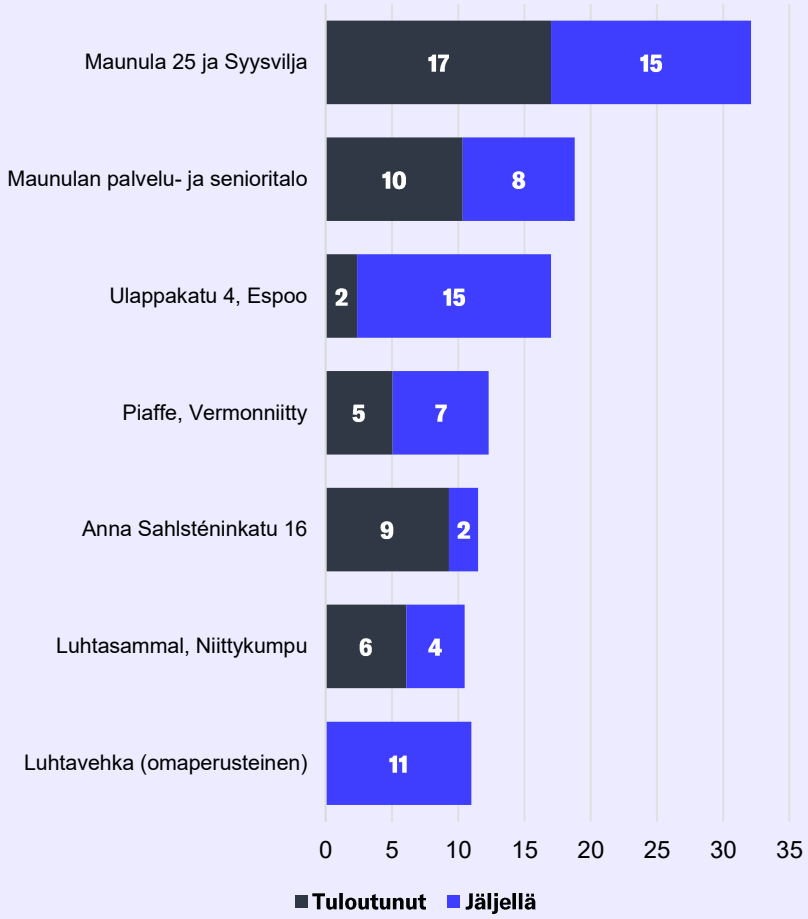
Vuonna 2025 SRV aloitti kaksi omaperusteista kuluttajakohdetta Espoon Niittykummussa (yhteensä 93 asuntoa), mikä oli yhtiön ensimmäinen omaperusteinen aloitus sitten vuoden 2022. Niittykummun Neuvokas valmistui ja tuloutui myytyjen asuntojen osalta toisella neljänneksellä. Luhtavehka valmistuu arviolta vuoden 2026 lopussa, ja sen 40 asunnosta oli syyskuun lopussa myyty 14. Alkuvuonna 2026 yhtiö käynnisti lisäksi ensimmäiset omakehitteiset sijoittajakohteet vuosiin, kun Eden Asunnoille ja ICECAPITALille myytiin yhteensä 96 asuntoa Espooseen. Lokakuussa SRV teki rakentamispäätöksen Raision Pikku Apollosta, joka on vuoden ensimmäinen uusi omaperusteinen aloitus. Asuntorakentamisen liikevaihto kasvoi tammi–syyskuussa 76 % 65,6 MEUR:oon (37,3 MEUR). Volyymit ovat kuitenkin yhä kaukana historiallisesta tasosta, sillä huippuvuonna 2017 yhtiö aloitti yli tuhat omaperusteista asuntoa, ja sijoittajille se myi parhaimmillaan noin 900 asuntoa vuodessa.

Asuntorakentaminen on SRV:n kannattavuuden kannalta keskeinen, sillä erityisesti omaperusteisten hankkeiden katetaso on arviomme mukaan selvästi toimitilaurakointia korkeampi. Volyymien kasvaessa myös hankekehityksen ja organisaation kiinteät kulut jakautuvat suuremmalle liikevaihdolle. Näkemyksemme mukaan asuntorakentamisen merkittävämpi tuki SRV:n tulokselle ajoittuu kuitenkin vasta vuoteen 2028 ja sen jälkeiseen aikaan, kun uudet omaperusteiset aloitukset ehtivät valmistua ja tuloutua.

Tonttivaranto luo mahdollisuuksia markkinakäänteessä

Syyskuun 2026 lopussa SRV omisti asuntorakentamiseen tarkoitettua rakennusoikeutta noin 200 000 kerrosneliömetriä, minkä lisäksi kehityssopimuksiin perustuvaa rakennusoikeutta oli noin 381 000 kerrosneliömetriä. Vuonna 2025 oma varanto kasvoi noin 40 000 kerrosneliömetrillä, kun yhtiö hankki uusia tontteja pääkaupunkiseudulta, mutta tänä vuonna se on pienentynyt noin 17 000 kerrosneliömetrillä. Noin 65 kerrosneliömetrillä asuntoa kohden oma varanto riittäisi arviomme mukaan noin 3 000 asunnon ja kehityssopimukset noin 6 000 asunnon rakentamiseen. Pelkkä oma varanto vastaa siis noin kolmen vuoden tuotantoa yhtiön huippuvuosien tahdilla, joten markkinan elpyessä SRV pystyy kasvattamaan aloituksia nopeasti ilman mittavia uusia tonttihankintoja. Kääntöpuolena varanto sitoo jonkin verran pääomaa sekä kerryttää kustannuksia.

Suurimmat käynnissä olevat asuntohankkeet, milj. €*



* Perustuen Q3/26 tulosraporttiin ja valmiusasteisiin

Lähde: SRV, Inderes

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

Markkina hidastanut strategian toteutusta

SRV lanseerasi uudistetun strategiansa vuosille 2024–2027 vuoden 2023 lopulla. Strategian keskiössä on kannattavuuden nostaminen kestävästi korkeammalle tasolle, mikä näkyy jo sen nimessä (Kestävästi kannattava). Marraskuussa 2025 yhtiö päivitti pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteensa. Tavoitteet pysyivät ennallaan, mutta niiden saavuttaminen siirtyi vuodesta 2027 vuosille 2029–2030. Etenkin asuntorakentaminen on ollut jäissä niin pitkään, ettei omaa hankekehitystä ole päästy kasvattamaan suunnitellusti.

Kohti kestävää kannattavuutta 2024–2027

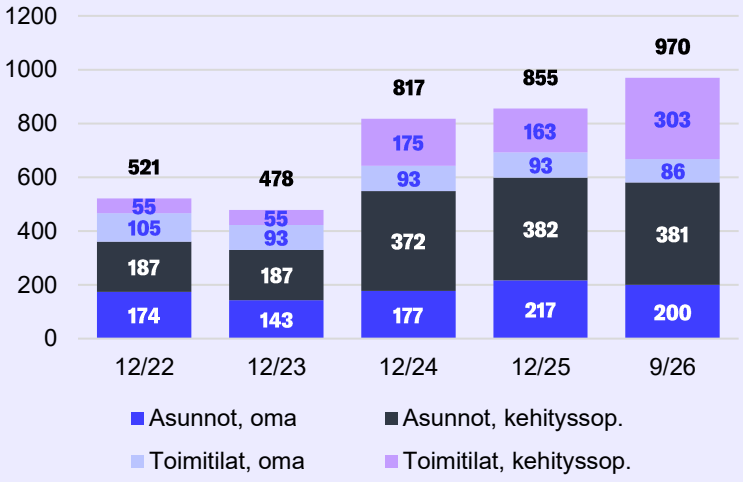
Strategiassa on viime vuodet keskitytty entistä enemmän kannattavuuden parantamiseen ja kasvun sijasta pyritty varmistamaan projektien pääoman käytön tehokkuus sekä matalampi riskitaso. Operatiivinen kannattavuus on parantunut vuoden 2023 pohjalta, ja tilauskannan riskitaso on laskenut selvästi, mikä johtuu pitkälti markkinasta eikä niinkään yhtiön omista valinnoista. Tämä näkyy mm. siinä, että yhteistoiminnallisten hankkeiden osuus tilauskannassa on noussut selvästi, kun asuntorakentamisen sekä kaupallisten toimitilahankkeiden kysyntä on ollut heikkoa. Tällä hetkellä portfolio painottuu ennätyksellisen vahvasti urakointiin, erityisesti julkisen sektorin yhteistoiminnallisiin toimitilaurakoihin. Samalla yhtiö on kaksinkertaistanut hankekehityskantansa vuoden 2023 lopusta noin 970 000 kerrosneliömetriin, jotta se voi lisätä omakehitteistä ja omaperusteista tuotantoa kysynnän palatessa.

Urakointi on kantanut heikon markkinan yli

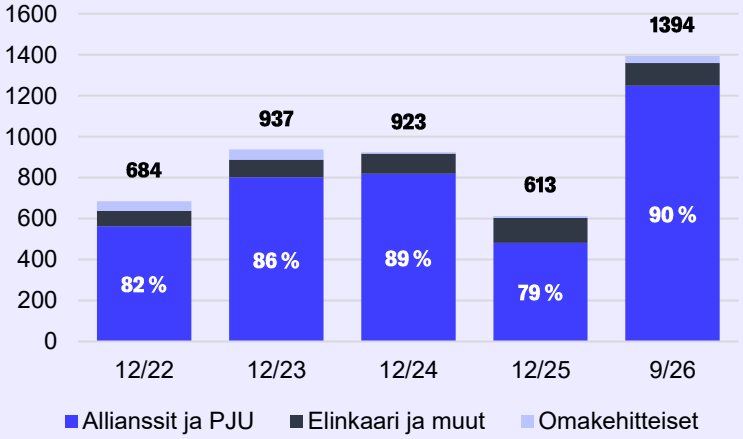
SRV:n strategiassa urakointi ja oma hankekehitys tukevat toisiaan. Urakointi ja etenkin yhteistoiminnallinen toimitilaurakointi tuo yhtiölle volyymia ja kassavirtaa sitomatta paljon pääomaa, mutta sen katteet jäävät mataliksi. Omakehitteiset ja omaperusteiset hankkeet taas ovat kannattavuustavoitteiden kannalta välttämättömiä, mutta ne sitovat pääomaa ja ovat herkempiä suhdanteille. Yhtiön ajatuksena on pitää tase kevyenä ja hankekehityskanta valmiina, jotta omaa tuotantoa voidaan kasvattaa heti, kun asunto- ja kiinteistösijoitusmarkkina sen sallii. Pidämme lähestymistapaa järkevänä, sillä REDIn ja Venäjän kauppakeskusten aikaan suuret omat hankkeet rasittivat yhtiön tasetta pitkään.

Toistaiseksi strategiasta on toteutunut käytännössä vain urakointiin liittyvä osa. Urakointi on kantanut yhtiön heikon markkinan yli, mutta oma tuotanto ei ole päässyt kasvuun. Pelkällä urakoinnilla SRV ei arviomme mukaan yllä tavoittelemaansa kannattavuuteen, vaikka volyymi kasvaisikin. Kannattavuuden lisäksi strategiassa painotetaan toiminnan tehokkuutta, asiakastyötä, henkilöstön osaamista ja elinkaariviisasta rakentamista. Ympäristötavoitteissa yhtiö on edennyt hyvin, sillä se on vähentänyt oman toimintansa päästöintensiteettiä varsin selvästi strategiakaudellaan.

Hankekehityskanta, rakennusoikeus m² (1 000)



Toimitilarakentamisen tilauskanta urakkamuodoittain, milj. €*



* Infra mukana Q3/2025 asti. PJU = projektinjohtourakat.

Lähde: SRV, Inderes

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/2

Optimaalisella portfoliolla kohti kestävästi parempaa kannattavuutta

SRV pyrkii optimoimaan portfoliotaan markkinaolosuhteiden ja riskienhallinnan kannalta siten, että yhtiö saavuttaa pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteensa vuoteen 2029–2030 mennessä:

- Operatiivinen liikevoitto vähintään 50 milj. euroa
- Liikevaihto > 900 milj. euroa
- Osinko 30–50 % vuosittaisesta tuloksesta huomioiden yhtiön näkymät ja pääomatarpeet

Taloudelliset tavoitteensa SRV aikoo saavuttaa:

- Ylläpitämällä nykyistä johtavaa asemaa yhteistoiminnallisissa allianssi- ja projektinjohtohankkeissa,
- nostamalla asuntorakentamisen osuuden liikevaihdosta 30–40 %:n tasolle ja
- kasvattamalla omaperusteisten ja -kehitteisten toimitila- ja asuntohankkeiden suhteellista osuutta 30–40 %:iin.

Yhtiö päivittänee tavoitteiden taustalla olevia parametreja

Asuntorakentamisen sekä omaperusteisten ja omakehitteisten hankkeiden osuus liikevaihdosta on pysynyt pienenä. Rullaavan 12 kuukauden liikevaihdosta (9/2026) asuntorakentaminen muodosti noin 11 prosenttia ja omaperusteiset ja omakehitteiset hankkeet noin 5 prosenttia, joten yhtiö on yhä kaukana tavoitetasostaan. Yli 900 MEUR:n liikevaihdolla 30–40 %:n osuus tarkoittaisi kummassakin noin 270–360 MEUR:n vuotuista liikevaihtoa, eli asuntorakentamisen pitäisi yli kolminkertaistua ja omien hankkeiden moninkertaistua nykyisestä. Koska etenkin asuntomarkkina on edelleen haastava ja urakoinnin paino on kasvanut, uskomme yhtiön päivittävän näitä tavoitteiden taustalla olevia oletuksia. Konsernitason tavoitteisiin tai niiden aikatauluun emme sen sijaan odota muutoksia.

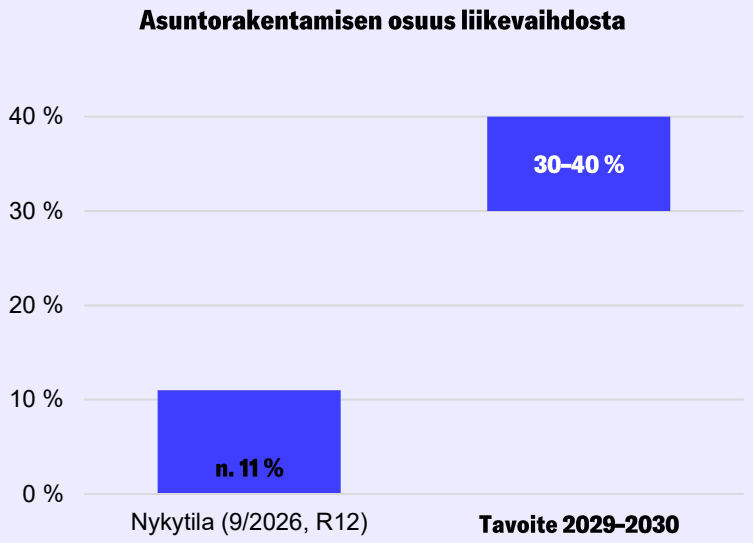
Datakeskuksista uusi kasvuajuri

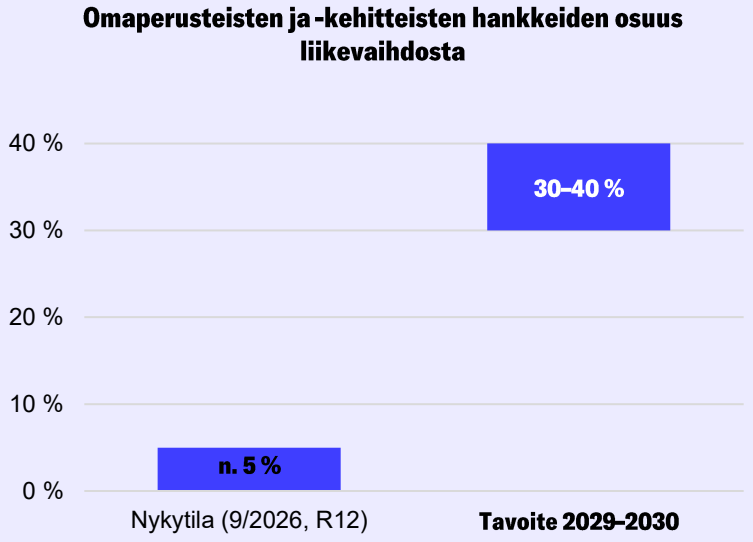
Strategiaa laadittaessa datakeskukset eivät olleet vielä merkittävä osa SRV:n liiketoimintaa, mutta vuonna 2026 niistä on tullut urakoinnin tärkein kasvuajuri, ja lokakuussa yhtiö teki niistä oman liiketoiminta-alueensa. Uskomme datakeskusten nousevan myös osaksi tavoitteiden taustalla olevaa portfolioajattelua. Arviomme mukaan niiden katepotentiaali on perinteistä urakointia parempi, joten ne voivat osin korvata asuntorakentamisen ja omien hankkeiden roolia kannattavuuden nostajina ilman vastaavaa pääomasidonnaisuutta.

Tavoitteiden saavuttaminen vaatii etenkin kannattavuuden osalta onnistumisia

Liikevaihtotavoitetta pidämme realistisena, ja ennusteissamme se ylittyy jo vuonna 2027. Tulostavoite on selvästi haastavampi, sillä yli 900 MEUR:n liikevaihdolla vähintään 50 MEUR:n operatiivinen liikevoitto edellyttää noin 5,5 %:n liikevoittomarginaalia. SRV ei ole yltänyt tälle tasolle ainakaan vuoden 2010 jälkeen, ja paras taso oli 3,9 % vuonna 2013.

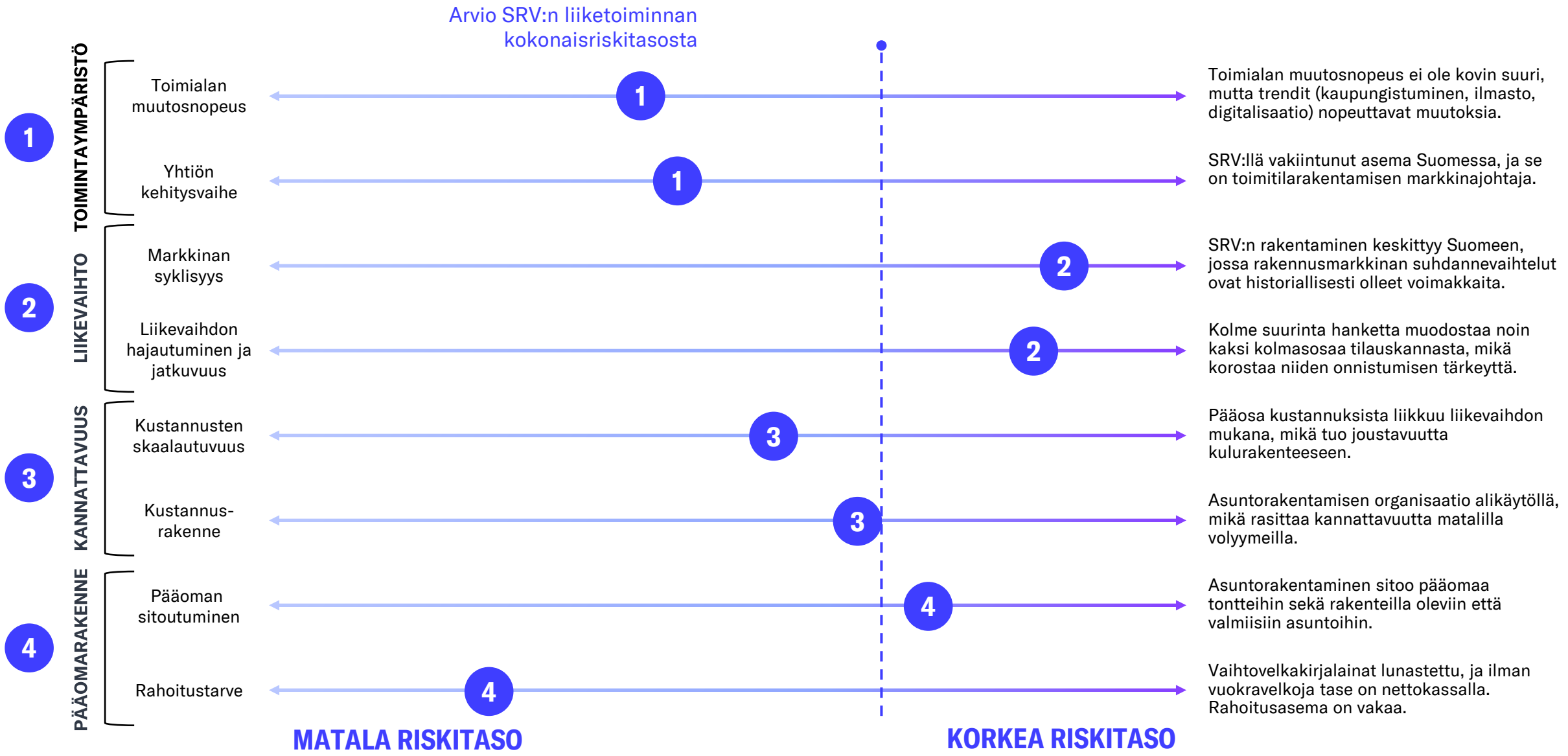
Strategian onnistuminen riippuu mielestämme paljolti asuntomarkkinan käänteestä. Datakeskukset tuovat yhtiölle kasvua ilman suurta pääomasidonnaisuutta ja voivat nostaa urakoinnin katetta, mutta noin 5,5 %:n liikevoittomarginaali vaatii tuekseen myös omaperusteista ja omakehitteistä asuntotuotantoa. Jos liikevaihto jää urakointivetoiseksi ja marginaali asettuu urakoinnille tyypilliselle 3–3,5 %:n tasolle, vähintään 50 MEUR:n liikevoitto vaatisi noin 1,4–1,7 mrd. euron liikevaihtoa, eli selvästi yli puolitoistakertaista volyymia kuluvan vuoden ennusteeseemme nähden. Suuremmat asuntovolyymit parantaisivat kannattavuutta paitsi paremman liikevaihtomixin kautta myös siksi, että alikäytöllä olevan asuntorakentamisen organisaation kiinteät kulut jakautuisivat suuremmalle liikevaihdolle.





Lähde: SRV, Inderes

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Sijoitusprofiili

1. Markkinajohtaja toimitilarakentamisessa vahvalla tilauskannalla
2. Datakeskukset luovat mahdollisuuksia kannattavalle kasvulle
3. Asuntoliiketoiminnassa selvä tuloskäänteen mahdollisuus vuosikymmenen loppupuolella
4. Kasvu urakoinnissa on pääomatehokasta
5. Tase on vahvistunut ja vaihtovelkakirjalainojen lunastus poisti laimennusriskin

Potentiaali

- Datakeskusrakentamisen kasvu tukee volyymia ja projektikatteita
- Suomen asuntomarkkinan elpyminen käynnistäisi asuntoliiketoiminnan ja nostaisi tulosta selvästi
- Oman hankekehityksen osuuden kasvu nostaa katetasoa
- Operatiivinen vipu liikevaihdon kasvaessa

Riskit

- Suomen asuntomarkkinan heikon tilanteen pitkittyminen
- Korkotason nousu ja kustannusinflaation kiihtyminen
- Projektiriskien realisoituminen etenkin suurissa hankkeissa
- Datakeskusrakentamisen kasvumahdollisuuden hukkaaminen

Toimiala ja markkina 1/6

Suomen taloudesta orastavia piristymisen merkkejä

Rakentaminen seuraa hyvin pitkälti yleistä taloudellista tilannetta ja rahoituksen hinnan eli korkojen kehitystä. Yhtiön liiketoiminta keskittyy täysimääräisesti Suomeen ja sen kasvukeskuksiin, joten Suomen talouden ja korkojen käänteet heijastuvat suoraan sen toimintaympäristöön. Omaperusteinen asuntotuotanto on herkin korkotasolle ja kuluttajien luottamukselle, kun taas yhteistoiminnallinen urakointi ja julkinen rakentaminen tasoittavat suhdannevaihtelua. Suomen talouden näkymät ovat vuoden 2026 aikana vaihdelleet selvästi. Keväällä Lähi-idän konflikti ja sen nostamat energiahinnat leikkasivat kasvuennusteita. Suomen Pankki ennusti vielä kesäkuussa kuluvalle vuodelle 0,7 prosentin kasvua, mutta nosti syyskuussa ennusteensa 1,7 prosenttiin. Toteutunut kehitys on yllättänyt monet ennustelaitokset positiivisesti, ja kasvuennusteita on nostettu niin kuluvalle kuin tuleville vuosille.

Rakentamisen osalta käänne näkyy jo tilastoissa. Rakennusalan liikevaihto on kasvanut selvästi koko alkuvuoden ajan, ja alan luottamus on Raklin mukaan noussut yli muiden Pohjoismaiden. Rakli arvioi syyskuun alussa julkaistussa suhdannekatsauksessaan rakentamisen kasvavan tänä vuonna noin 2–3 %, ja kasvua ajaa erityisesti toimitilarakentaminen datakeskusten ja palvelurakentamisen siivittämänä.

Korot ovat nousseet Lähi-idän konfliktin sekä kiihtyvän talouskasvun myötä

Korkokehitys on vuoden 2026 aikana kääntynyt rakentamisen näkökulmasta selvästi aiempaa epäedullisempaan suuntaan. Lähi-idän konfliktin nostamat energiahinnat levittivät hintapaineita laajemmin talouteen, ja EKP nosti kesäkuussa ohjauskorkojaan ensimmäistä kertaa lähes kolmeen vuoteen. Syyskuun kokouksessa korkoja nostettiin toisen kerran 0,25 prosenttiyksikköä, minkä myötä talletuskorko on nyt 2,50 prosentin tasolla. EKP arvioi inflaation palaavan kahden prosentin tavoitteeseen vasta loppuvuonna 2027. Korkojen nousun taustalla on Lähi-idän konfliktin kiihdyttämien inflaatio-odotusten lisäksi myös talouskasvunäkymien piristyminen. Kasvuodotuksista kumpuava korkotason nousu on rakentamiselle lievempi kuin inflaatiosta johtuva, joskin arviomme mukaan nettovaikutus on kuitenkin lyhyellä aikavälillä negatiivinen, koska korkojen nousu välittyy etenkin asuntokysyntään ja sijoittajien tuottovaatimuksiin nopeasti.

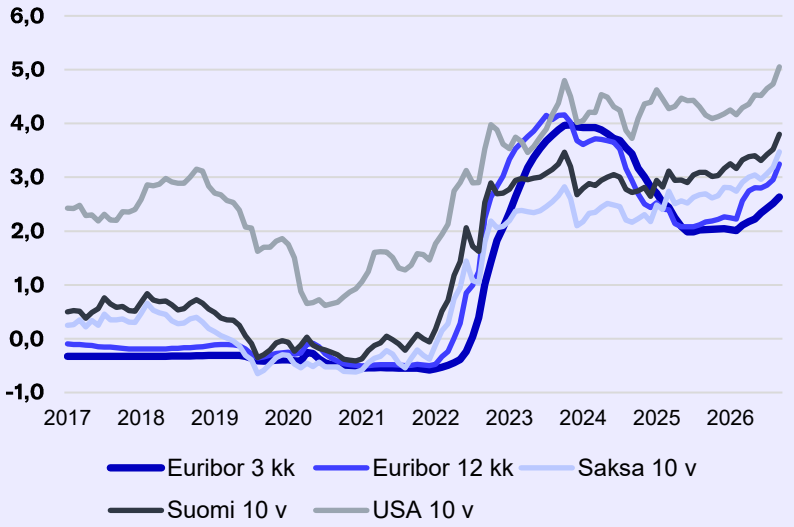
Suomen rakentamisen ennusteet

Suomen rakennusmarkkinat ovat Rakennusteollisuuden (RT) mukaan kokoluokassa noin 34 miljardia euroa (2025). Rakennusteollisuuden lokakuussa 2026 julkaistussa syksyn suhdannekatsauksessa rakentamisen volyymikasvuennuste kuluvalle vuodelle nostettiin 2 %:iin (aiemmin 1,5 %), kun rakentamisen määrä kasvoi viime vuonna 1,0 %. Suhdanne on siten kääntynyt, mutta kasvu on aiempaa selvästi kaksijakoisempaa. Asuntorakentamisen volyymin ennustetaan laskevan tänä vuonna 4 %, kun kevään ennuste odotti 3 %:n laskua, ja aloitusten jäävän noin 15 000 asuntoon tänä vuonna ja noin 16 000 asuntoon ensi vuonna, kun pitkän aikavälin tarve on 31 000–36 000 asuntoa. Toimitilarakentamiselle RT odottaa sen sijaan 5 %:n kasvua kuluvana vuonna ja 9 %:n kasvua ensi vuonna erityisesti datakeskushankkeiden vetämänä. Yhtiön kannalta kehitys on kaksijakoinen. SRV hyötyy Suomen suurimpana toimitilarakentajana markkinan kasvusta, mutta strategian mukainen omaperusteisen asuntotuotannon kasvattaminen odottaa yhä asuntomarkkinan käännettä.

Suomen talouden kasvuennusteet (Bkt, muutos-%)

	2026e	2027e	2028e
Danske Bank	1,8 %	1,4 %	-
Nordea	1,7 %	2,0 %	2,0 %
Swedbank	2,2 %	1,8 %	1,8 %
Säästöpankkiryhmä	2,2 %	1,6 %	-
OP Ryhmä	2,0 %	2,0 %	1,3 %
Aktia	2,1 %	1,8 %	1,5 %
Hypo	1,5 %	1,7 %	-
POP Pankki -ryhmä	0,9 %	1,3 %	-
S-Pankki	1,6 %	2,0 %	1,7 %
PTT	1,4 %	1,5 %	-
Kuntarahoitus	1,8 %	2,0 %	2,0 %
VM	1,6 %	1,8 %	1,5 %
Suomen Pankki	1,7 %	1,6 %	1,3 %
Labore	0,9 %	1,2 %	1,5 %
Etla	1,7 %	1,9 %	1,4 %
Euroopan komissio	0,8 %	1,4 %	-
IMF	1,0 %	1,5 %	-
Mediaani	1,7 %	1,7 %	1,5 %
Keskiarvo	1,6 %	1,7 %	1,6 %

Korot, % – Euribor ja 10 vuoden valtionlainat



Lähde: Finanssiala ry, EKP, Inderes

Toimiala ja markkina 2/6

Suomen asuntorakentamisen markkinatilanne historiallisen heikko

Asuntorakentamisen markkina on ollut heikko vuodesta 2022 asti laajasti Euroopassa. Lasku on ollut kuitenkin vahvinta Suomessa, missä asuntorakentamisen aloitukset ovat tippuneet vuoden 2021 huipputasoilta noin 60–70 %. Heikon markkinatilanteen taustalla ovat vaikuttaneet useat eri ajurit, joista korkotason muutos, rakentamisen kustannusinflaatio, yleinen talouden tila sekä kuluttajien luottamus ovat olleet päällimmäiset syyt kehityksen taustalla. Korkotason muutos vaikutti Suomen asuntomarkkinoihin voimakkaammin kuin muualla Euroopassa, koska vaihtuvakorkoisten asuntolainojen osuus on Suomessa poikkeuksellisen korkea. SRV:n kannalta asuntomarkkinan heikkous näkyy suoraan, sillä strategian mukainen kasvu nojaa omaperusteisen ja omakehitteisen asuntotuotannon osuuden kasvattamiseen, ja yhtiö on käynnistänyt vuoden 2022 jälkeen vain muutaman kuluttajille myytävän kohteen.

Teknologian tutkimuskeskus VTT arvioi vuonna 2025 Suomen asuntotuotantotarpeeksi vuosina 2025–2045 noin 31 000–35 800 asuntoa vuodessa väestökehityksen skenaariosta riippuen. Vaihteluvälin keskipiste, hieman yli 33 000 asuntoa, on karkeasti linjassa 2000-luvulla toteutuneiden aloitusmäärien kanssa.

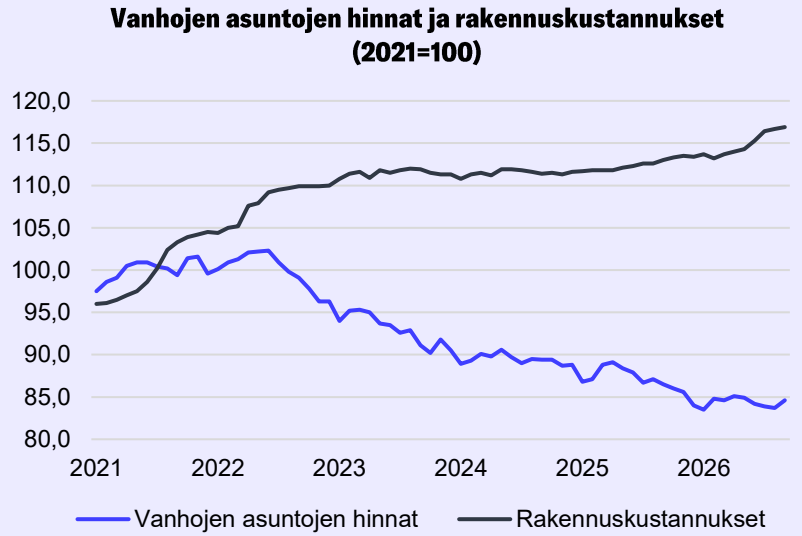
Rakennusteollisuuden mukaan vuosina 2024 ja 2025 on aloitettu 17 900 ja 17 600 asuntoa Suomessa. Taso vastaa noin puolta pitkän aikavälin tarpeesta. Samalla vapaarahoitteisten kerrostaloasuntojen aloitusten ennustetaan laskevan tänä vuonna noin 3 000 asuntoon.

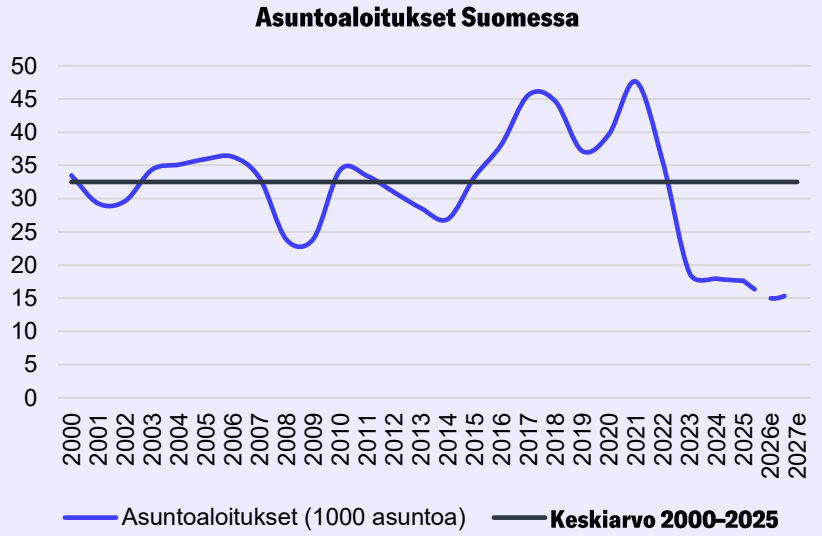
Vanhojen ja uusien asuntojen hintatasot karkaavat eri suuntiin, mikä ei kannusta uudisrakentamiseen

Kiinteistönvälitysalan Keskusliiton (KVKL) mukaan asuntokauppojen määrä nousi vuonna 2025 noin 11 % 58 300 kauppaan. Uusien asuntojen kauppa pysyi kuitenkin erittäin alhaisena, ja niiden osuus kaikista kaupoista oli vain noin 3 %, kun se huippuvuonna 2021 oli noin 13 %. Vuonna 2026 kauppa on korkojen noustua jälleen hidastunut. Tammi–syyskuussa asuntokauppoja tehtiin korjattujen tilastotietojen mukaan noin 5 % vähemmän kuin vuotta aiemmin, ja käytettyjen kerrostaloasuntojen hinnat olivat syyskuussa pääkaupunkiseudulla noin 4 % vuodentakaista alempana.

Vanhojen asuntojen hinnat ovat laskeneet, kun taas tonttien hinnat ovat pysyneet melko vakaina ja rakennuskustannukset ovat nousseet. Uusien ja vanhojen asuntojen hintaero on siten kasvanut, mikä ei kannusta uudisrakentamiseen.

Kuluttajien lisäksi sijoittajakysyntä asuntokohteisiin on laskenut tämän dynamiikan myötä. Asuntojen kiinteistökauppavolyymi on tippunut vuosina 2023–2024 noin 0,6–0,7 miljardin euron tasolle, kun se vuosina 2021–2022 oli erittäin korkealla noin 2,1–2,3 miljardin euron tasolla. Kiinteistömarkkinoilla nähtiin kuitenkin vuoden 2025 toisella puoliskolla jo orastavia elpymisen merkkejä ja transaktiovolyymi nousi hieman. Lisäksi alkuvuodesta 2026 on nähty suuria yksittäisiä asuinkiinteistötransaktioita.





Lähde: Tilastokeskus, VTT, RT, KVKL, KTI, Inderes

Toimiala ja markkina 3/6

Edellisestä inflaatioshokista on selvitty, Lähi-idän konflikti luo kustannuksiin nousupainetta jälleen

Vuosina 2020–2022 nähtiin voimakas hinnannousu rakennuskustannuksissa. Hinnannousua ajoivat etenkin tarvikepanokset, joissa nähtiin laaja-alaista nousua muun muassa teräsrakenteiden, puurakenteiden ja betonielementtien hintojen osalta. Rakennuskustannusten nousu on sittemmin hidastunut, joskin kustannustaso on jäänyt korkealle tasolle. Tilastokeskuksen mukaan rakennuskustannusindeksi oli lokakuussa kuitenkin taas 3,8 prosenttia vuodentakaista korkeammalla, ja nousu on kiihtynyt alkuvuodesta. Yhtiön kannalta kustannusinflaatio osui aiemmin etenkin kiinteähintaisiin urakoihin, mutta nykyisin valtaosa tilauskannasta on yhteistoiminnallisia hankkeita, joissa kustannusriski jakautuu tilaajan kanssa. Yleisesti alan projekteissa hinta on sovittu osalle materiaaleista jo etukäteen, mutta hankintoja tehdään paljon myös projektien edetessä. Tällöin lukkoon lyödyt urakkahinnat voivat olla haasteellisia ja heikentää tai parantaa projektin kannattavuutta merkittävästi (urakkatyypistä riippuen), mikäli hinnat muuttuvat voimakkaasti projektin aikana. Pidämme kuitenkin viime vuosien kaltaisen hinnannousun toistumista lähitulevaisuudessa epätodennäköisenä. Toisaalta meneillään oleva Lähi-idän konflikti nostaa kustannuksia polttoaineiden ja öljypohjaisten materiaalien kautta. Lisäksi nousu näkyy jo energiaintensiivisissä tarvikepanoksissa, sillä lämmöneristeiden sekä betonin, tiilten ja harkkojen hinnat olivat lokakuussa noin 7 % vuodentakaista korkeammalla, kun ne alkuvuonna olivat vielä lähes ennallaan. Tilanteen pitkittyessä nousu voisi levitä laajemmin, esimerkiksi teräkseen, jonka hinnat ovat toistaiseksi nousseet maltillisemmin.

Useita ajureita markkinan kasvulle pidemmällä aikavälillä

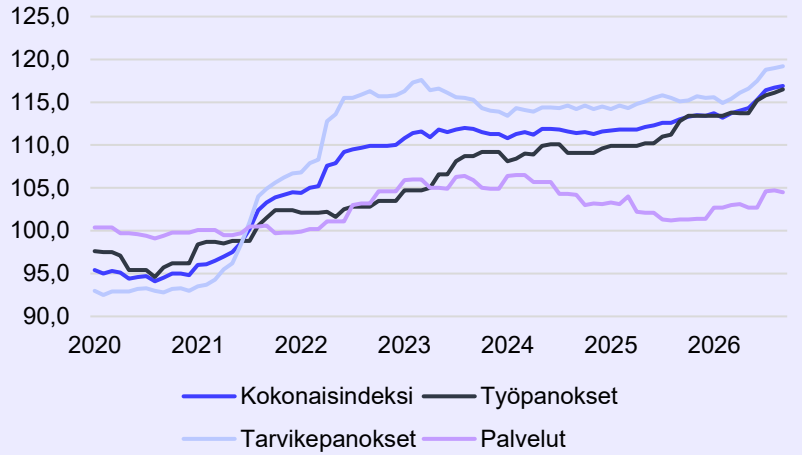
Suomen rakentamisen markkinan lyhytaikaisesta heikkoudesta huolimatta yhtiön liiketoimintaa tukevat useat trendit.

Kaupungistumiskehitys jatkuu vahvana Euroopassa yleisesti. Suomessa VTT:n tutkimuksen mukaan neljäntoista suurimman kaupunkiseudun väestöosuus kasvaa vuoden 2025 noin 72 prosentista 76 prosenttiin vuoteen 2045 mennessä. Tämä tarkoittaa, että valtaosa tarvittavista uusista asunnoista seuraavan kahdenkymmenen vuoden aikana sijoittuisi suurten kaupunkiseutujen alueelle. Yhtiön toiminta keskittyy juuri suurimpiin kaupunkiseutuihin, joten kaupungistuminen tukee etenkin omaperusteista asuntotuotantoa. Lisäksi se kasvattaa julkisten palvelurakennusten sekä liikenteen solmukohtien kysyntää.

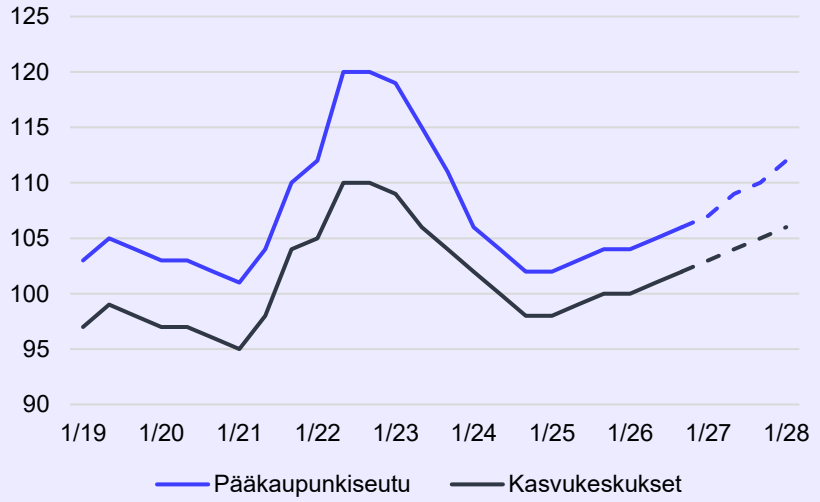
Vihreän siirtymän investointien putkessa on investointipäätösvaiheeseen edenneitä hankkeita EK:n dataikkunan mukaan noin 46 miljardilla eurolla. Suomen ilmasto sekä energiainfrastruktuuri toimivat tässä tukevana elementtinä. Hankkeiden joukossa suurimpina ovat maatuulivoima, datakeskus, energiavarasto sekä tehdasteollisuuden hankkeet. Vihreän siirtymän investoinnit, digitalisaatio ja tekoälykehityksen luomat tarpeet lisäävät kysyntää erityisesti toimitilarakentamisessa, ja datakeskuksista on jo tullut yhtiölle merkittävä kasvuajuri.

Puolustus ja siihen liittyvät investoinnit ovat nousseet kasvutekijäksi Venäjän hyökättyä Ukrainaan 2022. NATO-maat ovat sitoutuneet kasvattamaan puolustusmenonsa viiteen prosenttiin suhteessa bruttokansantuotteesta vuoteen 2035 mennessä. Vuosikymmenten ajan rakentamisessa on keskitytty siviilikäyttöön, minkä vuoksi nykyinen turvallisuustilanne edellyttää mittavia investointeja esimerkiksi infrastruktuurin sopeuttamiseksi uusiin vaatimuksiin. Yhtiölle tämä avaa kysyntää etenkin julkisessa rakentamisessa, jossa sillä on vahva asema yhteistoiminnallisissa urakoissa.

Rakennuskustannusindeksi panosnimikkeittäin (2021=100)



Haahtela-tarjoushintaindeksi (katkoviiva ennuste)



Lähde: Tilastokeskus, Haahtela, VTT, Inderes

Toimiala ja markkina 4/6

Datakeskukset tarjoavat rakentajille usean miljardin mahdollisuuden

Elinkeinoelämän keskusliiton Dataikkunan mukaan Suomen investointiputkessa on datakeskushankkeita lähes 80 miljardin euron arvosta, ja euromääräisesti noin puolet niistä on jo saanut investointipäätöksen tai rakentaminen on käynnistynyt. Arviomme mukaan rakentamiseen kohdistuva investointi on tyypillisesti noin 10 miljoonaa euroa IT-megawattia kohden, kun palvelimia ja muita IT-laitteita ei lasketa mukaan. Urakoitsijoille tästä jää arviomme mukaan noin 5 miljoonaa euroa, sillä tilaaja hankkii usein laitteet itse. Rakentamisen osuus on siten Suomen rakentamisen markkinan kokoon nähden merkittävä.

YIT keskittyi syksyn pääomamarkkinapäivityksessään datakeskusmarkkinaan. Yhtiön arvion mukaan datakeskukset tuovat rakentamisen markkinaan vuosina 2026–2029 yhteensä 13–15 miljardia euroa eli keskimäärin 3–4 miljardia euroa vuodessa. Luku kattaa suunnittelun, rakentamisen ja käyttöönoton mutta ei IT-laitteita.

Vastaavasti asuntorakentamisen markkina on supistunut huippuvuosien noin 9 miljardin euron tasolta noin 4 miljardiin euroon. Arviomme mukaan urakoitsijoille avautuva datakeskusmarkkina on vuosina 2026–2029 yhteensä noin 7–14 miljardia euroa, ja huippuvuosina 2027–2028 se on noin 2–5 miljardia euroa vuodessa. Laaja haarukka kuvastaa hankkeiden toteutumiseen liittyvää epävarmuutta. Datakeskukset voivat siten paikata merkittävän osan tästä noin 5 miljardin euron pudotuksesta. Datakeskushankkeiden korkeampi riskitaso tarkoittaa arviomme mukaan myös parempaa projektikatepotentiaalia kuin esimerkiksi yhteistoiminnallisessa urakoinnissa. Hyvin toteutettuina hankkeet voivat siten tukea urakoitsijoiden kannattavuutta laajemmin.

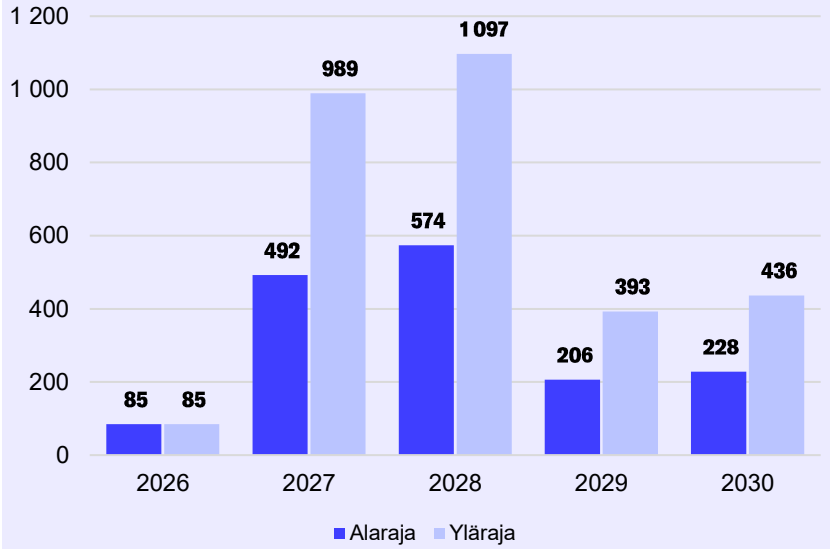
SRV:n osuus datakeskushankkeista on maltillinen mutta kasvussa

YIT esitti, että Suomessa on rakenteilla kapasiteetiltaan noin 1 000 megawatin edestä datakeskuksia, ja se itse rakentaa nykyisellään niistä lähes 30 prosenttia. SRV rakentaa DayOnen Lahden kampuksen ensimmäistä vaihetta, jonka IT-kapasiteetti on 50 megawattia, sekä Kajaanin LUMI AI Factory -datakeskusta. LUMI AI -hankkeen kapasiteetti on selvästi pienempi, sillä uuden supertietokoneen tehon arvioidaan olevan noin 5–6 megawattia ja nykyinen LUMI-datakeskus on mitoitettu 10 megawatille. Yhteensä yhtiön hankkeiden kapasiteetti on arviomme mukaan noin 55–60 megawattia eli noin 6 prosenttia rakenteilla olevasta kapasiteetista. Kapasiteettiin perustuvat markkinaosuudet ovat kuitenkin vain suuntaa antavia, sillä urakoiden toimitussisällöt vaihtelevat yhtiöittäin.

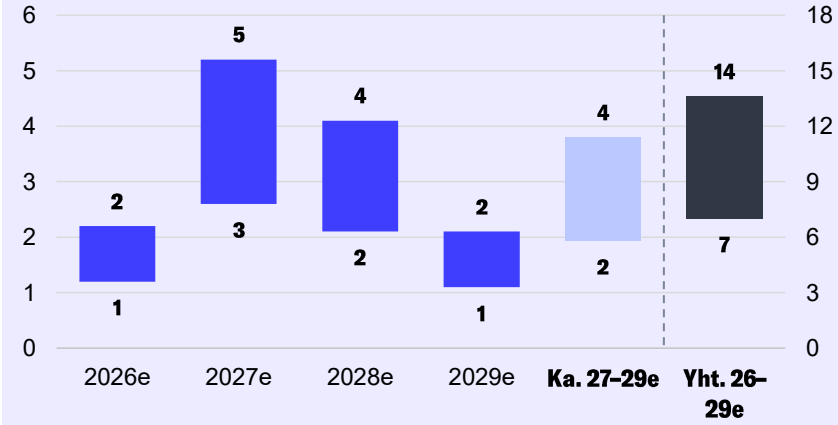
Yhtiön markkinaosuus on selvästi YIT:tä pienempi, mutta kahden käynnissä olevan hankkeen myötä sillä on nyt referenssit datakeskuksista. Q3-katsauksessa SRV nosti lisäksi kaksi uutta datakeskushanketta todennäköisiksi arvioitujen hankkeidensa joukkoon.

Pidämme etenkin DayOnen hankkeen onnistumista yhtiölle erittäin tärkeänä useasta syystä. Hanke muodostaa merkittävän osan yhtiön tilauskannasta ja tuloutuu liikevaihdoksi nopealla aikataululla. Toiseksi datakeskuskampukset rakennetaan yleensä konesali kerrallaan, ja Lahden kampus voi laajentua ensimmäisen vaiheen 50 megawatista lopulliseen 128 megawattiin tulevina vuosina. Onnistunut ensimmäinen vaihe auttaa voittamaan myös kampuksen seuraavat vaiheet. Lisäksi onnistunut läpivienti on referenssi, joka voi tuoda yhtiölle tilauksia myös muilta datakeskustoimijoilta.

Datakeskuskapasiteetin vuosilisäys Suomessa (IT-MW)*



Urakoitsijoille avautuva datakeskusmarkkina (mrd. €)*



* Datakeskusteollisuuden ja VTT:n ennuste (10/2026), ala- ja yläraja. Markkina Inderesin arvio.

Lähde: Datakeskusteollisuus ja VTT, YIT, EK, RT, Inderes

Toimiala ja markkina 5/6

Riskinä näemme datakeskushankkeiden sopimusehdot, jotka poikkeavat usein suomalaisesta YSE-pohjaisesta käytännöstä ja ovat tyypillisesti urakoitsijalle tiukempia. Esimerkiksi viivästyssanktiot ovat tavanomaista suurempia, ja kun hankkeiden läpimenoaikataulut ovat samalla nopeita, aikatauluriskin merkitys korostuu.

SRV on liikevaihdolla mitattuna Suomen suurimpia rakennusyhtiöitä. Yhtiö kuvaa itseään Suomen suurimmaksi toimitilarakentajaksi, ja se on vahva erityisesti julkisen sektorin yhteistoiminnallisissa urakoissa ja elinkaarihankkeissa. Yhtiön kilpailijat voidaan jakaa karkeasti kolmeen kategoriaan.

Suuret yleisrakentajat, jotka toimivat usein useassa maassa ja rakentamisen lajissa. Näihin kuuluvat muun muassa YIT, Skanska, NCC ja Peab.

Keskisuuret rakentajat, jotka toimivat eri rakentamisen lajeissa Suomessa. Näihin yhtiöihin kuuluvat muun muassa Jatke, Hartela, Fira, Lapti, Pohjola, Lujatalo ja Varte.

Erikoisrakentajat, jotka keskittyvät yhteen rakentamisen segmenttiin. Näihin kuuluvat muun muassa korjausrakentajat Consti ja Remount, asuntorakentajat Bonava, JM ja T2H sekä toimitilarakentaja Tekova.

Vahva asema toimitilarakentamisessa

Toimitilarakentamisessa yhtiön pääkilpailijoita ovat käsityksemme mukaan suuret yleisrakentajat YIT, Skanska, NCC ja Peab sekä keskisuurista rakentajista etenkin Lujatalo, Jatke ja Hartela. Julkisen sektorin allianssi- ja projektinjohtourakoissa kilpailu keskittyy muutamaan toimijaan, joilla on riittävät referenssit ja resurssit suuriin hankkeisiin. Myös datakeskusrakentamisessa hankekokojen kasvaessa urakoitsijan tase, resurssit ja toimitusvarmuus korostuvat, mikä rajaa uskoaksemme tarjoajajoukkoa ja ohjaa volyymia suurimmille toimijoille.

Kilpailua käyvät kuitenkin kotimaisten yhtiöiden lisäksi myös asiakkaidensa mukana Pohjoismaihin tulleet kansainväliset datakeskusurakoitsijat.

Asuntorakentamisessa kilpailua laajalla skaalalla

Asuntorakentamisessa yhtiö on toiminut viime vuosina pääosin urakoitsijana sijoittajille ja kaupungeille. Omaperusteisessa asuntotuotannossa sen kilpailijoita ovat YIT, Skanska ja NCC sekä asuntorakentamiseen keskittyneet JM, Bonava ja T2H. Suurin kilpailija on YIT, jolla on alan selvästi laajin tonttivaranto Suomessa. Keskisuurista rakentajista Jatke ja Varte ovat paikanneet omaperusteisen tuotannon alhaisia volyymeja asuntourakoinnilla.

Korjausrakentamisen markkina hajanainen

Korjausrakentamisen markkina on Suomessa hajanainen, eikä yhdelläkään toimijalla ole hallitsevaa asemaa. Yhtiö hakee strategiansa mukaisesti kasvua yhteistoiminnallisista korjaushankkeista avainasiakkaidensa kanssa. Markkinan merkittäviä toimijoita ovat muun muassa Consti, Remount, NCC, YIT, Lujatalo, Jatke ja Fira.

Kestäviä kilpailuetuja hankala muodostaa

Rakentamisen markkinalla kestävien kilpailuetujen muodostaminen on näkemyksemme mukaan haastavaa, ja markkinaa jaetaan jatkuvasti uudestaan. Yhtiön kilpailuetuina voidaan pitää sen kokoa, referenssejä vaativista hankkeista sekä pitkää kokemusta yhteistoiminnallisista toteutusmuodoista. Urakoinnissa nämä rajaavat suurimpien hankkeiden kilpailun harvoihin toimijoihin. Hankekehityskanta on kaksinkertaistunut vuoden 2023 lopusta noin 970 000 kerrosneliömetriin, mikä antaa hyvän lähtöaseman markkinan kääntyessä. Toisaalta hankekehityskanta sitoo pääomaa, ja omaperusteisten hankkeiden käynnistäminen riippuu asuntokysynnän elpymisestä.

SRV:n kilpailukenttä Suomessa

		Suuret				Keskisuuret				Erikoisrakentajat				
	SRV	YIT	Skanska	NCC	Peab	Lujatalo	Jatke	Hartela	Fira	Consti	Remount	Tekova	JM	T2H
Toimitilat	☑	☑	☑	☑	☑	☑	☑	☑	☑	☑	☑	☑		
Julkiset yhteistoim. hankkeet	☑	☑	☑	☑	☑	☑	☑	☑	☑	☑	☑			
Vapaarahoitteinen asuntotuotanto	☑	☑	☑	☑	☑	☑	☑	☑	☑				☑	☑
Tuettu asuntotuotanto	☑	☑	☑	☑	☑	☑	☑	☑	☑				☑	
Korjaus	☑	☑	☑	☑	☑	☑	☑		☑	☑	☑			
Datakeskukset	☑	☑	☑		☑		☑		☑			☑		

☑ vahva asema ☑ mukana
Inderesin arvio yhtiöiden julkisten tietojen perusteella, Suomen liiketoiminta.

Lähde: Yhtiöt, Varke, Inderes

Toimiala ja markkina 6/6

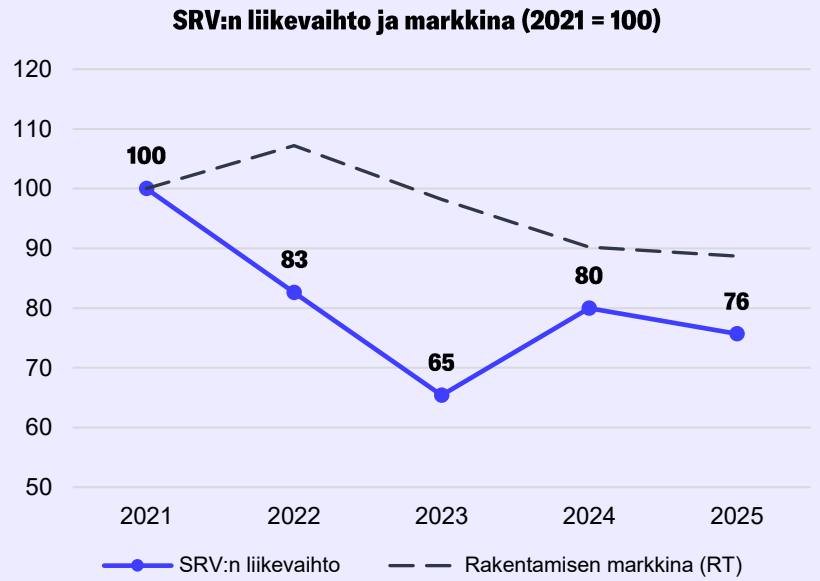
Liikevaihto laskenut rakennemuutosten ja asuntomarkkinan myötä markkinaa nopeammin

Olemme tarkastelleet SRV:n kasvua ja kannattavuutta suhteessa kotimaiseen vertailuryhmään, joka koostuu suurista yleisrakentajista (YIT sekä Skanskan, NCC Suomen ja Peabin Suomen yhtiöt), keskisuurista paikallisista rakentajista (muun muassa Lujatalo, Jatke, Hartela, Varte ja Fira), erikoisrakentajista (muun muassa Consti) sekä infrarakentajista (muun muassa GRK, Destia ja Kreate). Vertailtavuutta heikentävät yhtiöiden erot rakentamisen segmenttien painoissa ja toteutusmuodoissa. SRV:n liikevaihto on vuosien 2021–2025 aikana laskenut 933 miljoonasta eurosta noin 7 prosentin vuositahtia 706 miljoonaan euroon. Liikevaihdon vertailtavuutta heikentävät tarkastelujaksolla tehdyt rakennemuutokset, joiden jälkeen yhtiö on nykyisessä muodossaan keskittynyt pelkästään talonrakentamiseen Suomessa.

Rakentamisen markkina supistui Rakennusteollisuuden mukaan noin 10 prosenttia vuosina 2021–2024 ja oli 35 miljardia euroa vuonna 2024, joten SRV:n liikevaihdon 20 prosentin lasku samalla jaksolla oli noin kaksinkertainen markkinaan nähden. Sekä markkinan että yhtiön laskun taustalla on asuntorakentamisen romahdus. SRV:n omaperusteinen asuntotuotanto on ollut lähes pysähdyksissä, ja liikevaihto painottuu nykyisellään pääosin toimitila- ja julkiseen urakointiin. Korjaus- ja infrarakentaminen kasvoivat samaan aikaan hieman, mutta yhtiön korjausrakentaminen on pientä ja infraliiketoiminta on myyty, joten ne eivät tasanneet laskua. Talonrakentajista liikevaihto on kehittynyt myönteisimmin Vartella ja Jatkeella, jotka ovat arviomme mukaan paikanneet omaperusteisen asuntotuotannon alhaisia volyymeja asuntourakoinnilla, toimitilahankkeilla sekä julkisella rakentamisella. Omaperusteiseen asuntorakentamiseen keskittyneiden yhtiöiden liikevaihdot ovat sen sijaan laskeneet selvästi. Rakennusteollisuuden lokakuun ennusteessa rakentamisen volyymi kasvaa 2 % vuonna 2026 muun kuin asuinrakentamisen vetämänä, mikä tukee SRV:n toimitilapainotteista tilauskantaa.

Kannattavuus jäänyt vertailuryhmää matalammaksi

SRV:n kannattavuus on jäänyt jälkeen kilpailijoistaan. Operatiivinen liikevoittomarginaali oli vuosina 2021–2024 enimmillään 2,5 prosenttia (2022). Alan kannattavuudet ovat heikentyneet laajasti hyvien vuosien 2020–2021 tasoilta, ja alhaisin taso nähtiin vuonna 2023, mihin vaikutti kysynnän hiipumisen lisäksi alalla nähty kustannusinflaatio. Korkeimpaan kannattavuuteen ylsivät omaperusteiseen asuntorakentamiseen nojaavat JM ja Bonava, joiden oikaistu liikevoittomarginaali oli vuosina 2020–2022 keskimäärin noin 10 prosenttia, mutta niiden kannattavuus romahti vuosina 2023–2025 asuntomarkkinan mukana. SRV:n vertailuryhmää heikompi kannattavuus selittyy pitkälti liikevaihdon painottumisella lähes yksinomaan urakointiin, joka on matalakatteisempaa kuin omakehitteinen ja omaperusteinen rakentaminen. Samaan aikaan asuntoliiketoiminta ja sen organisaatio ovat olleet käytännössä tyhjäkäynnillä, jolloin kiinteät kulut ovat rasittaneet tulosta ilman vastaavaa tuottoa. Tarkastelujakson alussa tulosta rasittivat lisäksi yksittäisten suurhankkeiden, kuten Tampereen Areenan, tappiot.

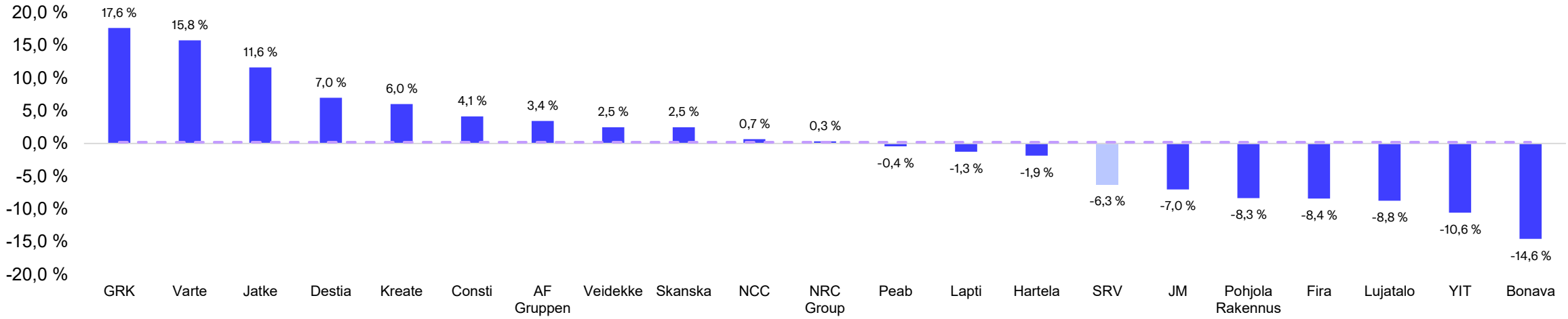


Lähde: SRV, Rakennusteollisuus RT (markkina käyvin hinnoin), Inderes

Kasvu ja kannattavuus vertailuryhmään nähden 2020–2025

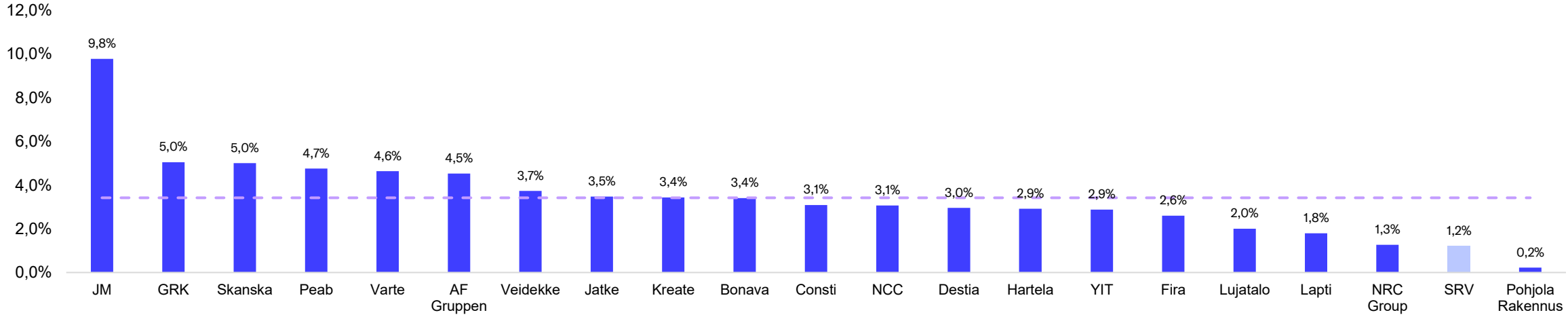
Liikevaihdon kasvu 2020–2025 (CAGR-%)

Keskiarvo 0,2 %



EBIT-% 2020–2025*

Keskiarvo 3,4 %



Lähde: Finder, Yhtiöiden sivut, Inderes

Taloudellinen tilanne 1/2

Tase kasvaa jälleen ja kassa on vahva

SRV:n taseen loppusumma oli syyskuun 2026 lopussa 518 MEUR (12/2025 498 MEUR, 12/2024 451 MEUR). Tase supistui vuosina 2020–2023 noin 899 MEUR:n tasolta 439 MEUR:n tasolle, mutta on sen jälkeen kääntynyt kasvuun. Varoista ovat kasvaneet etenkin rahavarat, joita kasvattivat vuonna 2025 SRV Infran myynti ja uusi hybridilaina. Lisäksi tuotannon kasvu on kasvattanut vaihto-omaisuutta ja myyntisaamisia. Velkapuolella kasvua ovat rahoittaneet ostovelat ja saadut ennakot.

Omavaraisuusaste ilman IFRS 16 -vaikutusta oli syyskuun 2026 lopussa 43 % (12/2025 49 %) ja nettovelkaantumisaste −41 % (12/2025 −33 %). Omavaraisuusasteen lasku selittyy vanhojen hybridilainojen lunastuksella, joka pienensi omaa pääomaa noin 41 MEUR.

Rahavaroja yhtiöllä oli syyskuun 2026 lopussa 90 MEUR, josta 51 MEUR oli lyhyen koron rahastosijoituksia. Liiketoiminnan rahavirta oli tammi–syyskuussa 39 MEUR positiivinen (1–9/2025 28 MEUR). Kolmannella neljänneksellä rahavirta oli negatiivinen urakkatuotannon ennakoiden kausivaihtelun vuoksi. Rahoitusreservit olivat 130 MEUR, ja ne koostuvat rahavaroista sekä nostamattomasta 40 MEUR:n maksuvalmiuslimiitistä (voimassa toukokuuhun 2029). Lisäksi yhtiöllä on käyttämätön 15 MEUR:n tonttirahoituslimiitti.

Nykyinen tase mahdollistaa omaperusteisen tuotannon kasvattamisen

Yhtiön nettokassaa (pl. IFRS 16) ei mielestämme pidä tulkita kokonaan vapaaksi pääomaksi, sillä merkittävä osa siitä on suurten toimitilahankkeiden ennakkomaksuja, jotka purkautuvat hankkeiden edetessä. Arviomme mukaan tase kestää silti selvästi nykyistä suuremman omaperusteisen asuntotuotannon.

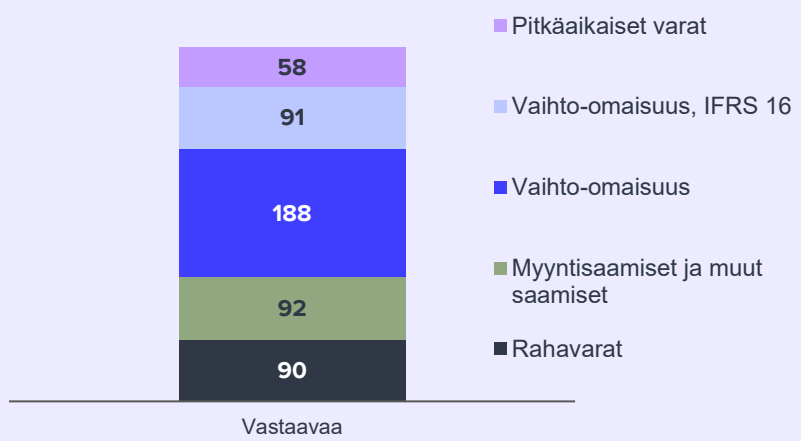
Rakentamisvaiheessa asunto-osakeyhtiöiden yhtiölainat kasvattavat taseen loppusummaa ja nettovelkaa, mutta tuotannon määrää rajaavat rahoitussopimusten kovenantteja tiukemmin yhtiön omat riskirajat. SRV:n mukaan asuntotuotannon ja asuntotonttien sitoma pääoma saa olla enintään puolet taseen loppusummasta ilman IFRS 16 -eriä, ja yksittäinen hanke saa sitoa enintään viidenneksen tästä eli nykytaseella noin 40 MEUR. Arviomme mukaan rajat sallivat omaperusteisen tuotannon kasvattamisen muutamaan sataan asuntoon, kun rakenteilla on nyt vain yksi 40 asunnon kohde. Tämä riittää mielestämme hyvin asuntomarkkinan elpymisen ensimmäiseen vaiheeseen. Pidämme rajoja perusteltuina, sillä taseen pitää kestää myös markkinan heikkeneminen kesken rakentamisen, jolloin myymättömät asunnot jäävät yhtiön taseeseen.

Vaihto-omaisuus on yli puolet taseesta, ja siitä tontteja on noin 90 MEUR. Lisäksi vaihto-omaisuuteen sisältyy saman verran IFRS 16 -käyttöoikeusomaisuutta, pääosin asuntohankkeiden vuokratontteja, jotka poistuvat taseesta kohteiden valmistuessa.

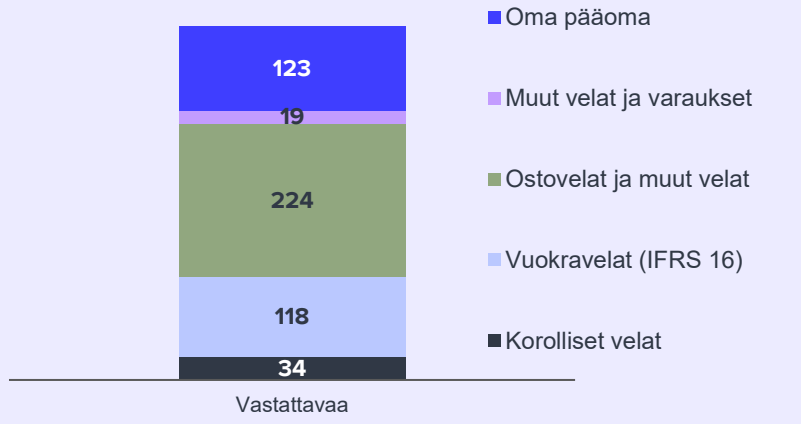
Laimennusriski poistunut, kallis hybridilaina jäljellä

SRV lunasti kesäkuussa 2026 vaihtovelkakirjalainaehtoiset hybridilainansa (noin 39 MEUR). Konvertointi olisi kasvattanut osakemäärää yli 80 %, joten pidämme lunastusta osakkeenomistajille selvästi myönteisenä, vaikka oma pääoma laski 123 MEUR:oon. Jäljellä on joulukuussa 2025 liikkeeseen laskettu 22,5 MEUR:n vihreä hybridilaina, jonka kiinteä korko on 10 % ja ensimmäinen lunastusmahdollisuus joulukuussa 2028. Vähennämme koron ennusteissamme tuloslaskelmassa. Kalliin lainan lunastus olisi luonteva askel pääomarakenteen tehostamisessa, mutta kassavaroin tehtynä se kaventaisi tilaa asuntotuotannon kasvulle.

Taseen vastaavaa Q3'26 lopussa, yhteensä 518 MEUR



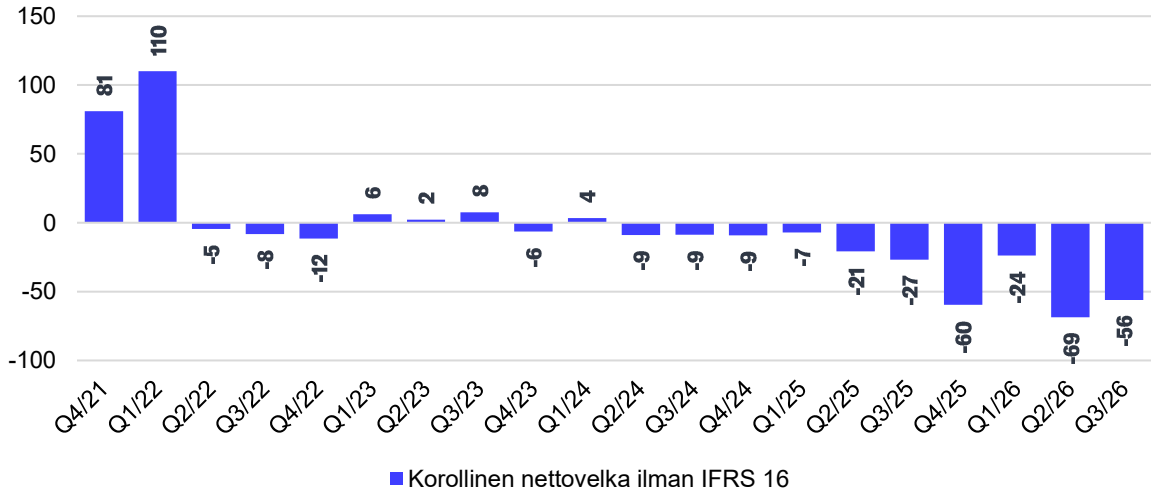
Taseen vastattavaa Q3'26 lopussa



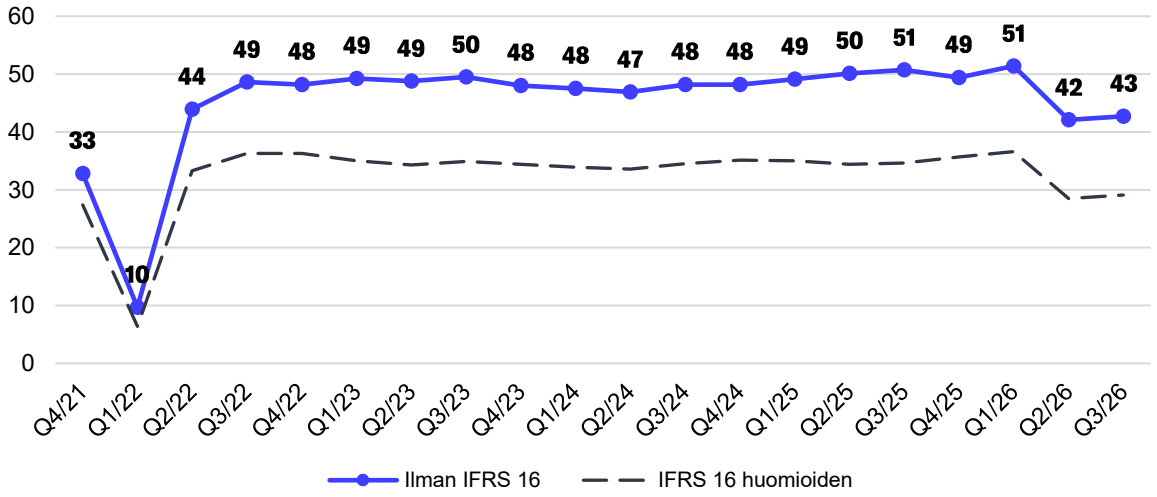
Lähde: SRV

Taloudellinen tilanne 2/2

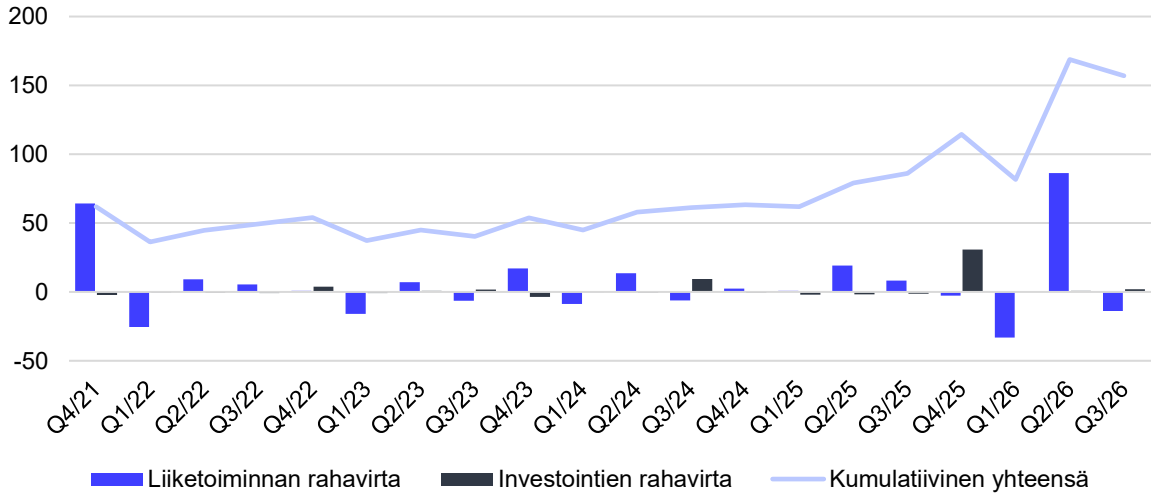
Korollinen nettovelka ilman IFRS 16 -vuokravelkoja, milj. €



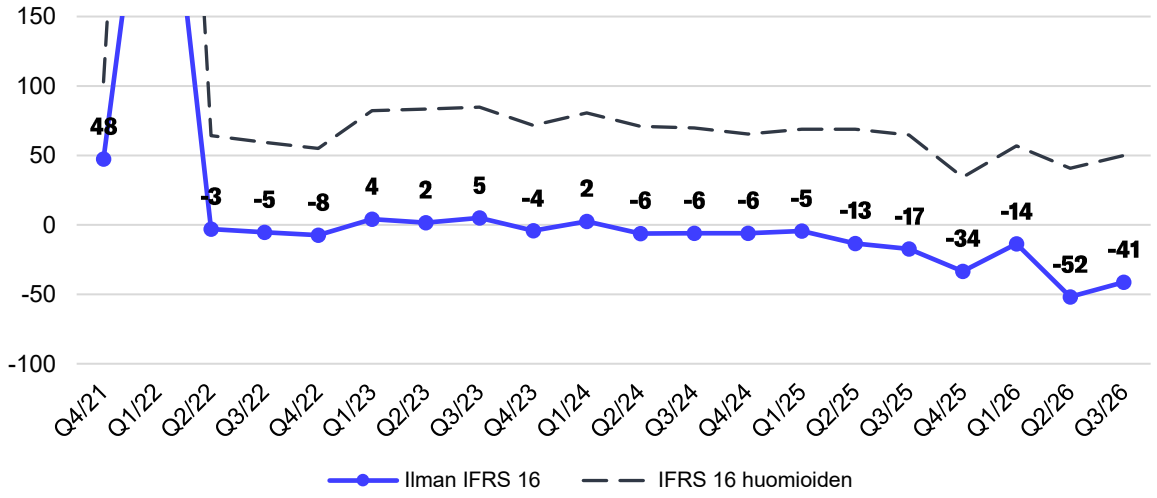
Omavaraisuusaste, %



Liiketoiminnan ja investointien rahavirta, milj. €



Nettovelkaantumisaste, %



Lähde: SRV, Inderes

Ennusteet 1/4

Ennusteiden lähtökohdat

Ennustamme SRV:n liikevaihdon kehitystä pääasiassa tilauskannan, hankkeiden, rakentamisen parametrien kehityksen ja arvioimamme markkinakehityksen kautta. Seuraamme asuntorakentamisen aloituksia, valmistumisia ja keskihintaa, kun taas toimitilarakentamisessa seuraamme tarkemmin isojen projektien kehitystä ja tilauskantaa. Kannattavuuden osalta mallinnamme kulurakennetta ja seuraamme liiketoimintamixin kehitystä. Pitkän aikavälin ennusteena yhtiölle käytämme pohjana arvioitua markkinakasvua ja SRV:lle arvioimaamme kestävää kannattavuustasoa.

Tilauskanta ennakoi liikevaihtoa viiveellä

Historiallisesti yhtiön tilauskannalla ja liikevaihdolla on ollut vahva korrelaatio, mutta selvällä viiveellä. Laskelmiemme mukaan tilauskannan taso on selittänyt vuosina 2012–2025 valtaosaa seuraavan 12 kuukauden liikevaihdon vaihtelusta (kts. kuva oikealla). Uudet urakat käynnistyvät ja tuloutuvat valmiusasteen mukaan vähitellen, joten yhteys on ollut vahvimmillaan toimitilarakentamisessa noin 3–4 neljänneksen ja asuntorakentamisessa hieman pidemmällä viiveellä. Seuraavan vuoden liikevaihto on vastannut keskimäärin noin 70 % kauden lopun tilauskannasta, mutta suhde on vaihdellut hankerakenteen mukaan noin 50–100 %:n välillä. Pitkäkestoiset suurhankkeet (esimerkiksi suuret monivuotiset sairaalahankkeet) laskevat suhdetta, kun taas ohut ja lyhytkestoinen tilauskanta nostaa sitä. Lisäksi osa liikevaihdosta kertyy tilauskannan ulkopuolelta, kuten pienistä nopeasti tuloutuvista urakoista sekä lisätöistä.

Yhtiön tilauskanta oli kolmannen neljänneksen lopussa 1 537 MEUR (Q3'25 931 MEUR), ja se on kaksinkertaistunut vuodenvaihteesta erityisesti DayOnen datakeskuksen ja Taysin uudistamisohjelman loppuvaiheen myötä. Taysin hankkeesta kirjattiin tilauskantaan noin 630 MEUR. Tilauskantaan kirjaamattomista todennäköisistä hankkeista siirtyi kantaan kolmannella neljänneksellä noin 0,7 mrd. euroa, mutta uusien datakeskushankkeiden ansiosta niiden arvo laski vain noin 1,2 mrd. euroon (6/2026 noin 1,3 mrd.).

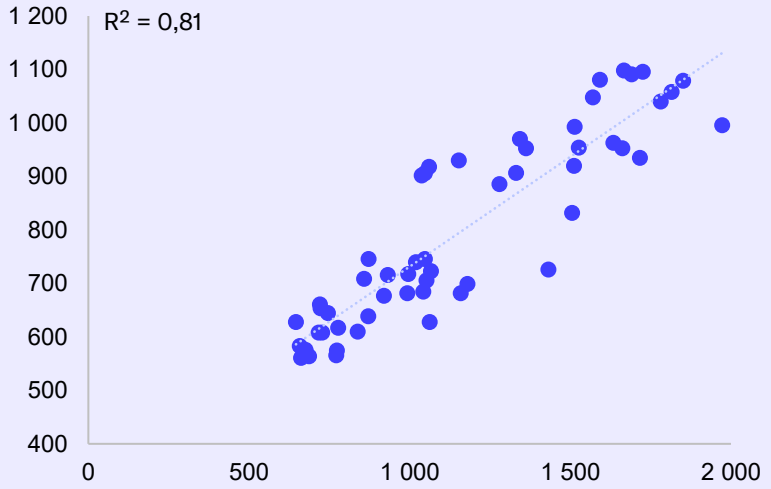
Yksittäiset hankkeet korostuvat ennusteissa

Tilauskanta on poikkeuksellisen keskittynyt, sillä Tays, Laakson yhteissairaala ja DayOnen datakeskus muodostavat arviomme mukaan noin kaksi kolmasosaa koko kannasta. Hankkeiden tuloutusprofiilit eroavat selvästi toisistaan. DayOnen datakeskus tuloutuu nopeasti vuosien 2026 ja 2027 aikana, kun taas Tays tuloutuu pitkällä aikavälillä, sillä SRV arvioi hankkeen valmistuvan vuonna 2034. Tämä vastaa keskimäärin noin 80 miljoonan euron vuotuista liikevaihtoa. Tämän vuoksi tilauskannan kasvu ei näy lähivuosien liikevaihdossa samassa suhteessa kuin historiallisesti, ja ennusteemme nojaavat aiempaa enemmän yksittäisten hankkeiden aikatauluihin ja etenemiseen.

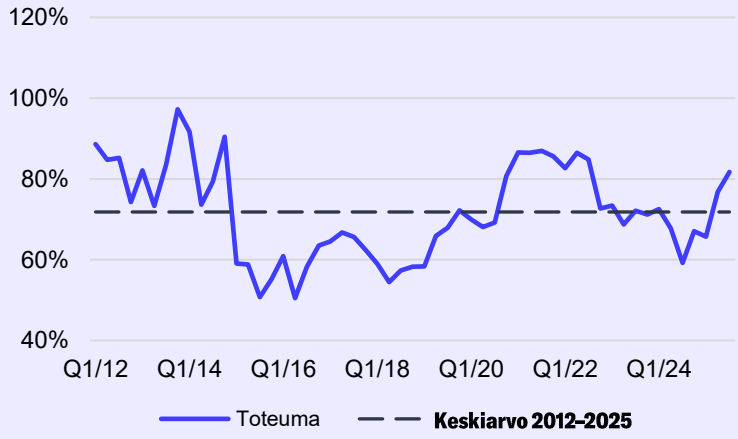
Liikevaihto kääntyi kasvuun, tulos painottuu loppuvuoteen

SRV:n liikevaihto kasvoi tammi–syyskuussa 11 % 545 MEUR:oon (1–9/2025 490 MEUR), vaikka vertailukausi sisälsi myydyn SRV Infran liikevaihtoa noin 28 MEUR. Vuosi alkoi heikosti, sillä vuoden 2025 lopun matala tilauskanta painoi ensimmäisen neljänneksen liikevaihdon 141 MEUR:oon (–13 %), ja operatiivinen liikevoitto oli lievästi tappiollinen. Liikevaihto kääntyi kasvuun toisella neljänneksellä (200 MEUR, +18 %), ja kolmannella neljänneksellä kasvu kiihtyi 28 %:iin 205 MEUR:oon DayOnen datakeskuksen vetämänä. Toimitilarakentamisen liikevaihto kasvoi tammi–syyskuussa 6 % 479 MEUR:oon ja asuntorakentamisen 76 % 66 MEUR:oon omakehitteisten sijoittajakohteiden ansiosta.

Tilauskanta (x-akseli) ja seuraavan 12 kk liikevaihto (y-akseli), MEUR, 2012–2025



Seuraavan 12 kk liikevaihto / kauden lopun tilauskanta



Lähde: SRV, Inderes

Ennusteet 2/4

Kannattavuus on alkuvuonna ollut yhä heikko. Operatiivinen liikevoitto oli tammi–syyskuussa 5,4 MEUR (3,2 MEUR) eli 1,0 % liikevaihdosta, ja käytännössä koko tulos kertyi kolmannella neljänneksellä (5,3 MEUR). Ensimmäisellä vuosipuoliskolla tulosta painoivat alkuvaiheen hankkeiden riskivarauksista johtuva varovainen tuloutuskate ja kiinteiden kulujen ajoittuminen. Kolmannella neljänneksellä kannattavuutta tukivat volyymi ja tuloutuneen liikevaihdon katetaso.

Yhtiö nosti ohjeistustaan huhtikuussa vahvan tilauskertymän ansiosta. Liikevaihdon odotetaan ylittävän 800 MEUR (aik. 650–750 MEUR), ja operatiivisen liikevoiton haarukka täsmennettiin elokuussa 10–20 MEUR:oon. Tilauskanta kaksinkertaistui vuodenvaihteesta 1 537 MEUR:oon, mikä luo pohjan loppuvuoden ja vuoden 2027 kasvulle.

Odotamme vahvaa lopetusta vuoteen

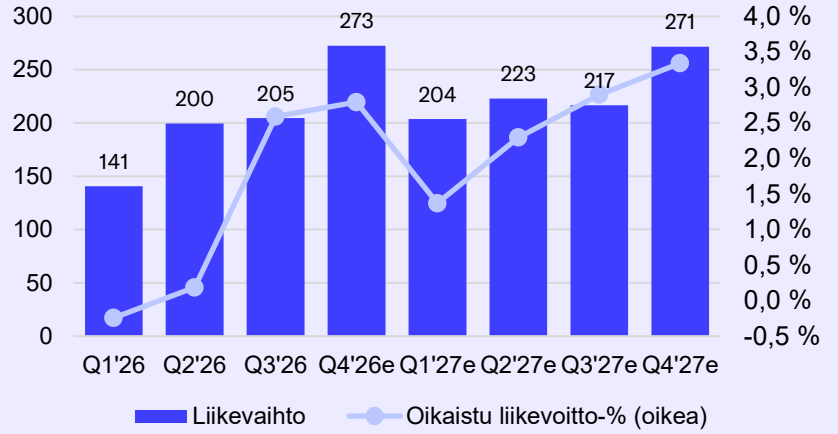
Ennustamme SRV:n liikevaihdon kasvavan viimeisellä neljänneksellä 26 % 273 MEUR:oon (Q4'25 216 MEUR) ja operatiivisen liikevoiton nousevan 7,6 MEUR:oon (3,6 MEUR). Koko vuoden liikevaihto on ennusteissamme 817 MEUR (+16 %) ja operatiivinen liikevoitto 12,9 MEUR, joten ennusteemme on ohjeistushaarukan alapuoliskolla. Ohjeistuksen alaraja edellyttää viimeiseltä neljännekseltä yli 255 MEUR:n liikevaihtoa ja noin 5 MEUR:n operatiivista liikevoittoa, kun taas yläraja vaatisi lähes 15 MEUR:n liikevoittoa. Pidämme ylärajaa epätodennäköisenä.

Neljännen neljänneksen kasvua ajaa arviomme mukaan etenkin DayOnen datakeskus, jonka valmiusaste oli syyskuun lopussa 29 % ja jonka arvioimme tulouttavan neljänneksellä noin 70 MEUR. Lisäksi Laakson yhteissairaala, toteutusvaiheeseen edennyt Tays ja muut alkuvuonna voitetut hankkeet kasvattavat volyymia. Neljäs neljännes on ollut SRV:llä tyypillisesti vuoden vahvin, ja nyt sitä tukee myös Espoon Luhtavehkan valmistuminen, jolloin sen myydyt asunnot tuloutuvat. Syyskuun lopussa kohteen 40 asunnosta oli kuitenkin myyty vasta 14, joten sen tulosvaikutus jää arviomme mukaan pieneksi.

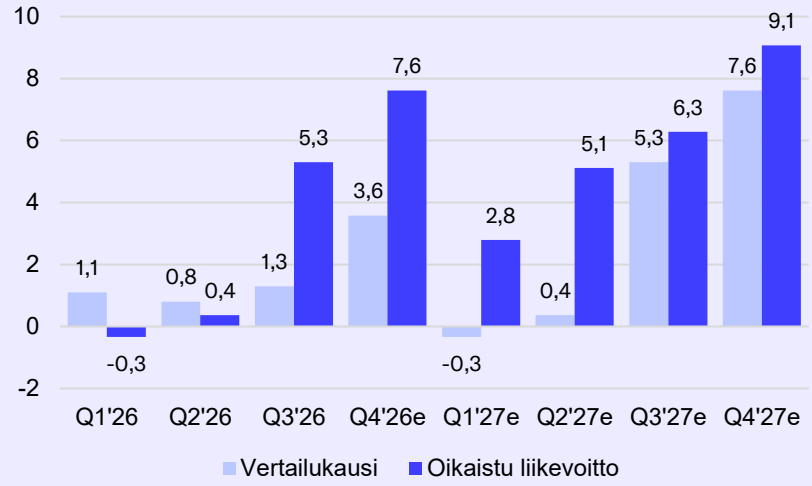
Datakeskukset nostavat liikevaihdon yli 900 MEUR:n jo vuonna 2027

RT ennustaa toimitilarakentamisen kasvuksi 9 % vuodelle 2027. Kasvua vetävät etenkin datakeskukset. SRV:n liikevaihdon ennusteissamme absoluuttisesti suurinta roolia näyttelee ensi vuonna yhä DayOnen datakeskus. Tämän lisäksi ennusteitamme tukevat Tays, Laakson yhteissairaala, LUMI AI Factory sekä odotuksemme uusista datakeskushankkeista. Ennustamme käynnissä olevien hankkeiden tuloutuksen hankekohtaisesti yhtiön raportoimien valmiusasteiden ja aikataulujen perusteella, ja niiden lisäksi oletamme yhtiön voittavan ensi vuonna useita uusia suururakoita. Ennustamme liikevaihdon vahvan kasvun jatkuvan ensi vuonna, kun liikevaihto kasvaa ennusteissamme 12 % 915 MEUR:oon. Täten odotamme yhtiön saavuttavan nykyisen strategiakauden tavoitteen (yli 900 MEUR:n liikevaihto vuosina 2029–2030) jo kaksi vuotta etuajassa. Datakeskusrakentamisen odotamme muodostavan lähes neljänneksen yhtiön liikevaihdosta. Jotta yhtiö yltää ennusteeseemme, sen tulee voittaa tulevien neljännesten aikana yksi merkittävämpi datakeskushanke tai vastaavasti useampi pienempi. Q3-katsauksessa todennäköisiksi arvioitujen hankkeiden joukkoon nousseet kaksi uutta datakeskushanketta tukevat oletustamme. Ennusteissamme kuitenkin jo rakenteilla olevat DayOne ja LUMI AI Factory muodostavat valtaosan datakeskusrakentamisen liikevaihdosta vuonna 2027.

Liikevaihto (milj. €) ja oikaistu liikevoitto-% kvartaaleittain



Oikaistun liikevoiton kehitys kvartaaleittain, milj. €



Lähde: SRV, Inderes

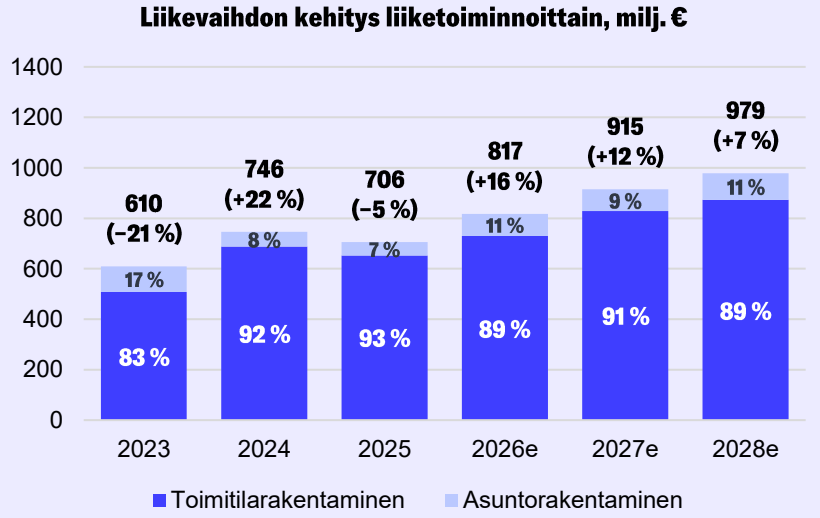
Ennusteet 3/4

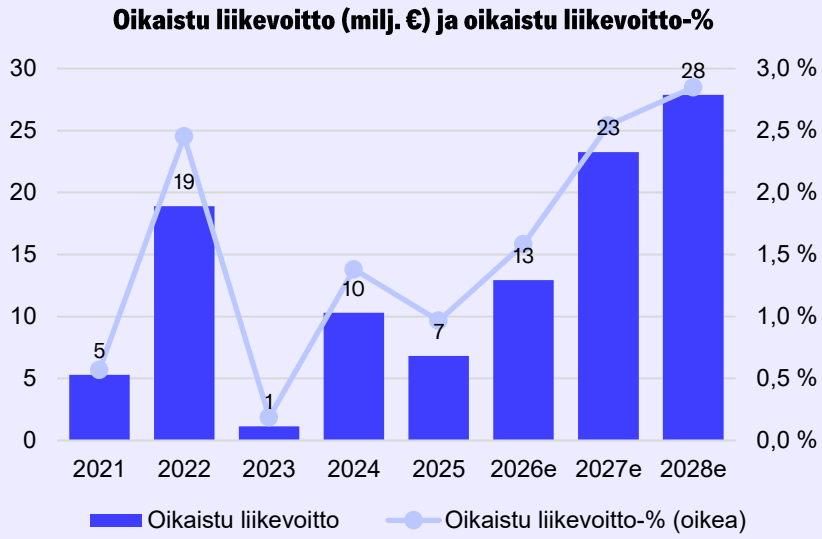
Arvioimme asuntorakentamisen liikevaihdon pysyvän vuonna 2027 yhä matalana, karkeasti vuoden 2026 tasolla. Kasvuvaraa rajaa yhä varsin heikko asuntomarkkina. Rakennusteollisuus ennustaa asuntoaloitusten nousevan ensi vuonna vain noin 16 000 asuntoon (2026e: 15 000), mikä on edelleen alle puolet pitkän aikavälin tarpeesta. Lisäksi Varken tukeman asuntotuotannon aloitusten ennustetaan puolittuvan noin 3 000 asuntoon, mikä heikentää yhtiön asuntourakoinnin näkymää. Myös sijoittajien aktiivisuus on pysynyt maltillisena, vaikka yksittäisiä hankkeita on käynnistynyt. Vapaarahoitteisten kerrostalojen aloitusten Rakennusteollisuus odottaa lähes kaksinkertaistuvan noin 5 500 asuntoon, ja uskomme yhtiön käynnistävän ensi vuonna yksittäisiä omaperusteisia hankkeita. Toisaalta vuoden 2026 ainoa uusi omaperusteinen aloitus on lokakuussa käynnistetty Raision Pikku Apollo, ja Espoon Säterinpuisto on yhä ennakkomarkkinoinnissa. Ennusteissamme Pikku Apollo valmistuu vuoden 2027 lopussa, jolloin sen myydyt asunnot tuloutuvat. Ensi vuonna aloitettavat omaperusteiset kohteet tuloutuvat vasta valmistuessaan vuonna 2028 tai myöhemmin, joten niillä ei ole vielä vaikutusta vuoden 2027 lukuihin.

Ennustamme yhtiön liikevoiton kasvavan ensi vuonna 23,3 MEUR:oon (2,5 % liikevaihdosta). Tuloskasvua ajaa volyymin kasvun lisäksi urakoinnin painottuminen odotuksissamme paremman katteen datakeskushankkeisiin. Kannattavuuden nousua rajoittaa kuitenkin liikevaihdon jakauma, joka painottuu yhä selvästi toimitilaurakointiin. Asuntorakentamisen volyymit jäävät edelleen matalalle tasolle, joten yhtiö kantaa yhä alikäytöllä olevan asuntorakentamisen organisaation kiinteitä kuluja. Lisäksi tonttivaranto sitoo pääomaa ja aiheuttaa kustannuksia.

Rahoituskulut ja hybridilainan korot painavat alarivejä

Alariveillä yhtiön tuloksen merkittävin erä ovat rahoituskulut. Poistot jäävät ennusteissamme maltillisiksi (2027e 5,8 MEUR eli noin 0,6 % liikevaihdosta), mutta nettorahoituskulujen odotamme olevan vuonna 2027 noin 7,5 MEUR (2026e 6,9 MEUR), mikä syö noin kolmanneksen liikevoitosta. Tulos ennen veroja nousee ennusteissamme 15,8 MEUR:oon (2026e 6,1 MEUR). Nettotuloksen odotamme kasvavan vuonna 2027 noin 12,9 MEUR:oon (2026e 5,1 MEUR). Osakekohtaista tulosta laskettaessa nettotuloksesta vähennetään vielä hybridilainan korot (2027e 2,3 MEUR), jolloin osakekohtainen tulos nousee ennusteissamme 0,63 euroon (2026e 0,14 euroa). Odotamme yhtiön palaavan osingonmaksuun, ja ennustamme vuodelta 2027 osinkoa 0,15 euroa osakkeelta, mikä vastaa noin 20 %:n osingonjakosuhdetta nettotuloksesta. Pidämme maltillista jakosuhdetta perusteltuna, sillä kasvu asuntorakentamisessa sitoo etupainotteisesti käyttöpääomaa ja uskomme yhtiön painottavan lähivuosina vielä taseen vahvistamista ennen osingonjaon kasvattamista.





Lähde: SRV, Inderes

Ennusteet 4/4

Asuntorakentaminen alkaa tukea hitaasti vuodesta 2028 eteenpäin

Odotamme yhtiön liikevaihdon kasvun jäähtyvän vuonna 2028 noin 7 %:iin liikevaihdon asettuessa 979 MEUR:oon. Liikevaihdon kasvu hidastuu odotuksissamme etenkin toimitilarakentamisessa, kun nykyiset datakeskushankkeet, DayOne ja LUMI AI Factory, valmistuvat vuoden 2027 aikana. Datakeskusrakentamisen liikevaihto riippuu vuonna 2028 siten kokonaan uusista hankkeista, joiden ajoitus ja koko ovat vielä epävarmoja. Samalla ennustamme asuntorakentamiselle merkittävästi ripeämpää kasvua, joskin asuntorakentamisen osuus kokonaisliikevaihdosta jää yhä ennusteissamme noin 11 %:iin. Asuntorakentamisen suuremman osuuden myötä uskomme myös suhteellisen kannattavuuden paranevan noin 3 %:n tasolle, jolloin liikevoitto on vuonna 2028 noin 28 MEUR eli yli kaksinkertainen kuluvan vuoden ennusteeseemme (13 MEUR) nähden.

Pitkällä aikavälillä kasvu tasaantuu ja kannattavuus nousee asteittain

Vuosina 2029–2030 odotamme liikevaihdon kasvavan maltillisesti noin 2 % vuodessa, jolloin se asettuu karkeasti miljardin euron tasolle. Kannattavuuden odotamme paranevan asteittain asuntorakentamisen ja omakehitteisten hankkeiden osuuden kasvaessa, ja ennusteissamme liikevoittomarginaali nousee vuosina 2029–2031 noin 3,5 %:iin. Sen jälkeen oletamme marginaalin laskevan 3 %:iin vuosina 2032–2033 ja asteittain 2,5 %:iin vuoteen 2035 mennessä. Terminaalijaksolla käytämme 2 %:n kasvua ja 2,5 %:n liikevoittomarginaalia. Taso on selvästi yli SRV:n historiallisen keskiarvon (oik. EBIT-% 2010–2025 noin 1 %). Saman jakson mediaani on noin 2 %. Pidämme 2,5 %:n tasoa perusteltuna, sillä yhtiö on nykyisin mielestämme paremmin johdettu, sen tase on kevyempi ja urakointipainotteinen toimintamalli pienentää riskejä tulostason selvemmästä kyykkäämisestä.

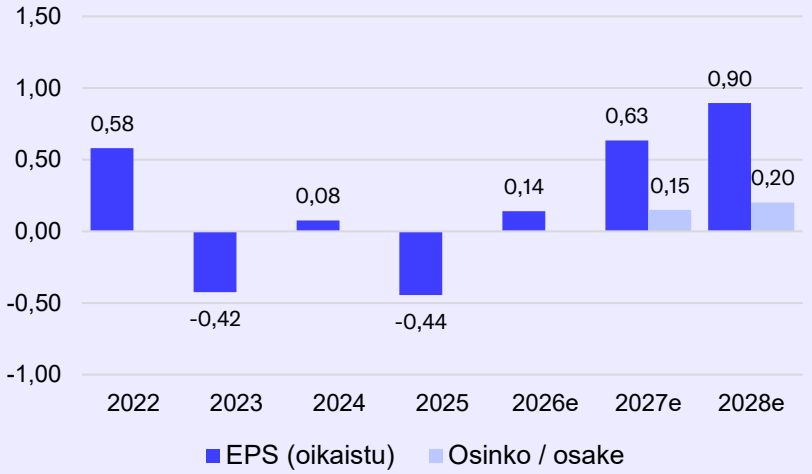
Tulostavoite vaatii ennusteitamme parempaa onnistumista

Ennusteemme ylittävät yhtiön yli 900 MEUR:n liikevaihtotavoitteen jo ensi vuonna. Vuodelle 2030 ennustamme noin 1 020 MEUR:n liikevaihtoa ja 36 MEUR:n operatiivista liikevoittoa, mikä jää alle yhtiön vähintään 50 MEUR:n tulostavoitteen. Yhtiön tulostavoite vastaisi liikevaihdon ennusteillamme noin 5 %:n marginaalia, kun ennusteemme vuodelle 2030 on 3,5 %. Jo ennusteeseemme yltäminen edellyttää selvää parannusta nykytasosta. Tavoitemarginaalin saavuttaminen vaatisi arviomme mukaan odotuksiamme selvemmin asuntomarkkinan elpymistä ja tätä kautta etenkin omaperusteisen tuotannon vahvempaa kasvua.

Ennusteriskit

Ennusteidemme suurin epävarmuus liittyy uusien datakeskushankkeiden ajoitukseen ja kokoon. Vuoden 2027 ennusteemme edellyttävät jo yhden suuren tai kahden pienemmän datakeskushankkeen sekä muiden suururakoiden voittamista. Vuonna 2028 datakeskusrakentamisen liikevaihto nojaa ennusteissamme puolestaan kokonaan hankkeisiin, joita yhtiö ei ole vielä voittanut. Toinen keskeinen riski on asuntomarkkinan käänteen viivästyminen, jolloin asuntorakentamisen kasvu siirtyy yhä ennusteitamme kauemmas. Tilauskannan keskittyminen muutamaan suurhankkeeseen korostaa yksittäisten hankkeiden onnistumista, ja kustannusinflaation kiihtyminen voisi heikentää etenkin kiinteähintaisten urakoiden katteita. Positiivisena riskinä näemme uusien datakeskushankkeiden nopeamman kotiuttamisen, mikä voisi nostaa volyymin ennusteitamme korkeammalle jo vuonna 2027.

Ennustamme yhtiön palaavan osingonmaksuun tuloksen kääntyessä



Lähde: SRV, Inderes

Arvostus 1/3

Tuloskäänne on sijoitustarinan ytimessä

Laskemme SRV:n tavoitehinnan 8,50 euroon (aik. 9,70 euroa) laskeneiden ennusteidemme myötä, mutta suosituksemme säilyy lisää-tasolla. Osakkeen tuotto-odotus nojaa näkemyksemme mukaan lähivuosien tulosparannukseen, jolle tilauskanta ja hankeputki antavat hyvän selkänojan. Vuoden 2027 ennusteillamme arvostus on mielestämme jo suhteellisen houkutteleva.

Tuloskasvulle on selkeät ajurit, mutta hankeriski korostuu

Ennusteissamme liikevoitto lähes kaksinkertaistuu vuonna 2027 noin 23 MEUR:oon ja nousee vuonna 2028 noin 28 MEUR:oon, jolloin liikevoittomarginaali on lähes 3 %. Kasvun taustalla ovat datakeskus- ja sairaalahankkeiden tuoma volyymi, omakehitteisten hankkeiden kasvava osuus ja kiinteiden kulujen jakautuminen suuremmalle liikevaihdolle. Samalla yhtiön riskiprofiili on keventynyt, kun tase on pienentynyt ja vaihtovelkakirjalainaehtoiset hybridit on lunastettu.

Tulosennusteisiin liittyy kuitenkin merkittävää toteutusriskiä etenkin yhtiön heikko historiallinen näyttö huomioiden. Kolme suurinta hanketta muodostaa noin kaksi kolmasosaa tilauskannasta, joten yksittäisten hankkeiden onnistumisella on suuri merkitys. Lisäksi etenkin vuoden 2028 ennusteemme edellyttävät vielä voittamattomia datakeskushankkeita, ja asuntomarkkinan elpymisen ajoitus on epävarma. Asuntorakentamisen osalta pidämme ennusteitamme kuitenkin varovaisina, ja riskit painottuvat mielestämme ylöspäin.

Arvonmääritysmenetelmät

Tarkastelemme SRV:n arvonmääritystä ensisijaisesti tulospohjaisten EV/EBIT- ja P/E-kertoimien kautta. Kuluvan vuoden tulostaso jää ennusteissamme vielä selvästi alle yhtiön potentiaalin, minkä vuoksi nojaamme arvostuksessa vuosien 2027–2028 ennusteisiin.

Painotamme P/E-kerrointa hieman EV/EBIT-kerrointa enemmän. SRV:n rahoituskulut ovat liikevoittoon nähden suuret (2027e noin 7,5 MEUR), ja hybridilainan korot pienentävät osakkeenomistajille jäävää tulosta.

Arvonmäärityksen tukena käytämme tasepohjaista P/B-kerrointa ja tulosneutraalia EV/liikevaihto-kerrointa. Verrokkien nykyistä hinnoittelua pidämme lähinnä suuntaa antavana, sillä eri rakentamisen lajien markkinatilanteet vääristävät kertoimia lyhyellä aikavälillä. Hyväksyttävän arvostuksen kehikkona käytämme sen sijaan sektorin pitkän aikavälin historiallisia kertoimia. Hyödynnämme myös kassavirtamallia (DCF), mutta lähinnä muita menetelmiä tukevana.

SRV:n omat historialliset tulospohjaiset kertoimet eivät mielestämme tarjoa hyvää vertailukohtaa, sillä heikko ja vaihteleva tulostaso on vääristänyt niitä. Oikaistu EV/EBIT-kerroin on vaihdellut vuosina 2021–2025 noin 9x:n ja yli 100x:n välillä. Tasepohjaisesti osaketta on samaan aikaan hinnoiteltu 0,6–0,9x P/B-kertoimella, mikä kuvastaa mielestämme heikkoa oman pääoman tuottoa. Ennustamamme oman pääoman tuotto nousee kuitenkin vuosina 2027–2028 suunnilleen oman pääoman kustannuksen tasolle, mikä puoltaa historiallista tasoa korkeampaa P/B-kerrointa. Lisäksi vaihtovelkakirjalainaehtoisten hybridien lunastus poisti laimennusriskin, jonka uskomme yhdessä heikon oman pääoman tuoton kanssa painaneen aiemmin tasepohjaista arvostusta.

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	7,12	7,12	7,12
Markkina-arvo	121	121	121
Yritysarvo (EV)	204	204	209
P/E (oik.)	50,4	11,3	7,9
P/B (oik.)	1,1	1,0	0,9
EV/Liikevaihto	0,3	0,2	0,2
EV/EBITDA	11,6	7,0	6,1
EV/EBIT (oik.)	15,8	8,8	7,5
Osinko/tulos (%)	0,0 %	19,7 %	19,4 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	2,1 %	2,8 %

Lähde: Inderes

Arvostus 2/3

Sektorin pitkän aikavälin tasoinen arvostus on perusteltavissa

Pidämme pohjoismaisen rakennussektorin historiallista arvostusta hyvänä kehikkona SRV:n hyväksyttävälle arvostukselle. Liiketoimintamallien eroista huolimatta sektorin yhtiöiden tulospohjaiset kertoimet ovat historiassa olleet varsin lähellä toisiaan, ja eteenpäin katsovat EV/EBIT- ja P/E-kertoimet ovat vuosina 2010–2026 asettuneet molemmat karkeasti 10–12x tasolle (ala- ja yläkvartiili). Matalat korot nostivat kertoimia 2010-luvulla, joten pidämme haarukoiden ylälaitaa normaalissa markkinatilanteessa korkeana.

SRV:n oma historia ei sellaisenaan oikeuta sektorin tasoista arvostusta, sillä yhtiön tulostaso on vaihdellut voimakkaasti ja jäänyt keskeisistä verrokeista. Yhtiön riskiprofiili on kuitenkin muuttunut selvästi. Taseen loppusumma on pienentynyt vuoden 2020 lopun noin 900 MEUR:sta noin 520 MEUR:oon, ja syyskuun lopussa yhtiöllä oli nettokassaa noin 56 MEUR ilman IFRS 16 -vuokravelkoja. Vaihtovelkakirjalainaehtoisten hybridilainojen lunastus on lisäksi yksinkertaistanut pääomarakennetta ja poistanut laimennusriskin.

Hyväksymme SRV:lle siten sektorin historiallisen arvostushaarukan, mutta yhtiön heikot näytöt kannattavuudesta puoltavat mielestämme kertoimia haarukoiden alaosassa. Haarukoiden yläosaa pidämme perusteltuna vasta, kun yhtiö on osoittanut pystyvänsä kestävästi parempaan kannattavuuteen etenkin datakeskus- ja omakehitteisissä hankkeissa.

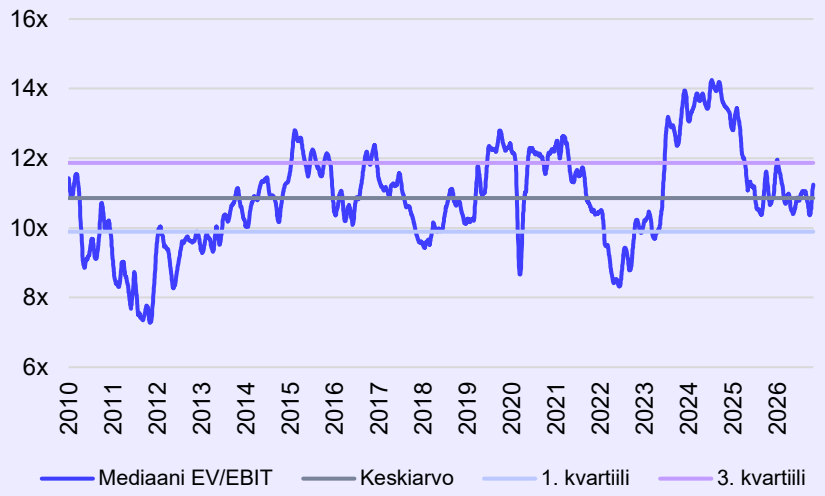
Verrokkeihin nähden hinnoittelu on neutraali

Verrokkiryhmämme koostuu pohjoismaisista yleisrakentajista Skanska, NCC ja Peab, kotimaisista rakentajista YIT, Kreate, Consti ja GRK sekä asuntokehittäjistä Bonava ja JM. Liiketoimintamalliltaan SRV:tä lähimpänä ovat mielestämme yleisrakentajat, joskin ne toimivat SRV:tä laajemmin eri maissa ja rakentamisen lajeissa. Ryhmän käyttökelpoisuutta heikentävät lisäksi erot markkinatilanteessa eri rakentamisen lajien välillä. Esimerkiksi JM:n ja YIT:n tulospohjaiset kertoimet ovat koholla, sillä heikko asuntosykli painaa niiden tulosta.

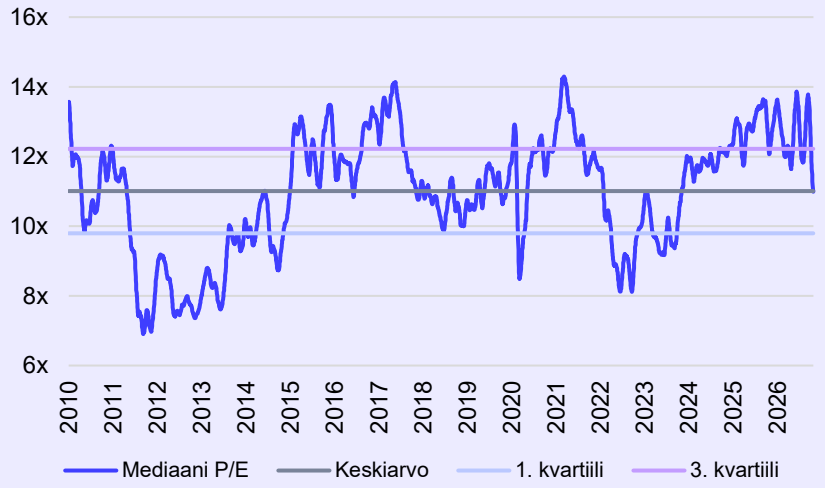
Verrokkiryhmän mediaani on vuoden 2026 ennusteilla noin 12x sekä EV/EBIT- että P/E-kertoimella, ja vuodelle 2027 molemmat kertoimet laskevat noin 11x tasolle. SRV:tä hinnoitellaan kuluvalle vuodelle selvällä preemiolla verrokkeihin, sillä sen tulostaso on vielä alhainen. Vuoden 2027 ennusteillamme SRV:n EV/EBIT-kerroin (8,8x) jää alle verrokkien mediaanin, kun taas P/E-kerroin (11x) on verrokkien tasolla. Suhteellinen arvostus on siten ensi vuoden luvuilla mielestämme neutraali tai lievästi edullinen.

Liiketoimintamalliltaan lähimmät pohjoismaiset yleisrakentajat Skanska, NCC ja Peab on arvostettu vuoden 2027 ennusteilla noin 11–12x EV/EBIT- ja 11–16x P/E-kertoimilla. Kotimaisia urakointipainotteisia Constia, Kreatea ja GRK:ta hinnoitellaan puolestaan noin 6–8x EV/EBIT- ja 8–11x P/E-kertoimilla. SRV:n arvostus on siten lähempänä kotimaisia urakoitsijoita kuin suuria pohjoismaisia yleisrakentajia, joiden koko ja maantieteellinen hajautus selittävät arviomme mukaan osin korkeampaa arvostusta. Koska markkinatilanteiden erot vääristävät verrokkien nykyisiä kertoimia, käytämme niitä arvonmäärityksessämme tukena ja nojaamme ensisijaisesti sektorin pitkän aikavälin arvostustasoon.

Sektorin FWD EV/EBIT



Sektorin FWD P/E



Lähde: Bloomberg, Inderes. Verrokkien mediaani, 20 päivän liukuva keskiarvo

Arvostus 3/3

Arvostus on houkutteleva jos tuloskäänne toteutuu

Kuluvan vuoden ennusteillamme SRV:n osake on arvostettu 16x EV/EBIT- ja 50x P/E-kertoimilla. Kertoimet ovat korkeat, sillä tulostaso jää vuonna 2026 vielä selvästi alle potentiaalin. Vuoden 2027 ennusteillamme kertoimet laskevat tasolle 9x ja 11x, ja vuoden 2028 ennusteillamme noin 8x tasolle. EV/EBIT-kerroin alittaa siten hyväksymämme tason jo ensi vuoden ennusteilla, ja P/E-kerroin on hyväksymämme haarukan sisällä. Vuosien 2027–2028 keskimääräisillä kertoimilla (EV/EBIT noin 8x, P/E noin 10x) arvostus on mielestämme kokonaisuudessaan houkutteleva.

SRV:n P/B-kerroin on vuoden 2027 ennusteillamme noin 1,0x. Ennustamamme oman pääoman tuotto nousee 10 %:iin vuonna 2027 ja 12 %:iin vuonna 2028, eli suunnilleen oman pääoman kustannuksen tasolle tai hieman sen yli. Pidämme tasepohjaista arvostusta siten neutraalina. EV/liikevaihto-kerroin on 0,2–0,3x, mikä vastaa yhtiön viime vuosien tasoa. Matala kerroin kuvastaa mielestämme urakoinnin ohuita marginaaleja, eikä se yksinään puolla korkeampaa arvostusta. Yhtiön laskennallisella tavoitemarginaalilla vuosien 2027–2028 EV/liikevaihto-kerroin (noin 0,2x) vastaisi kuitenkin noin 4x EV/EBIT-kerrointa, mikä havainnollistaa kannattavuusparannuksen merkitystä osakkeen arvolle.

Osinkotuotto jää ennusteissamme lähivuosina maltilliseksi, sillä omakehitteisten sekä etenkin omaperusteisten hankkeiden kasvu sitoo kassavirtaa. Osakkeen tuotto-odotus nojaa siten lähes kokonaan tuloskasvuun.

DCF-malli

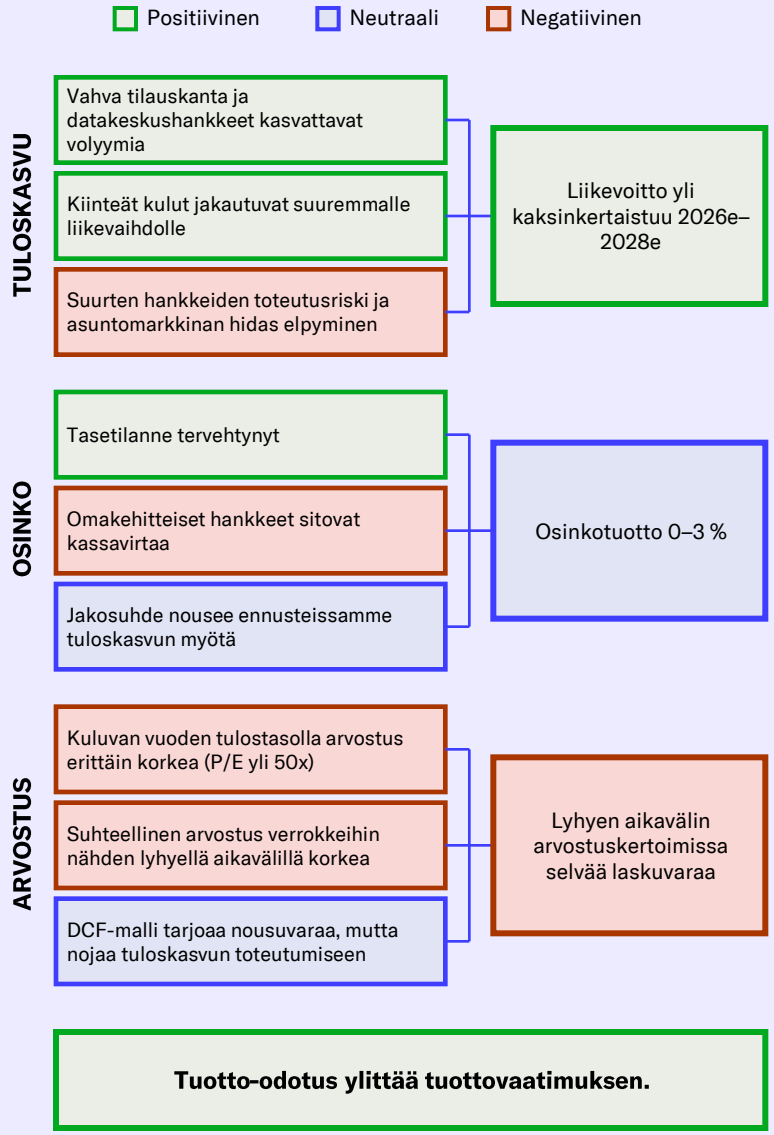
Annamme arvonmäärityksessä painoarvoa myös rahavirtamallille. Ennustemallissamme liikevaihdon kasvu hidastuu terminaalijaksolla 2 %:iin, ja liikevoittomarginaali asettuu 2,5 %:iin. Taso on selvästi yli SRV:n historiallisen keskiarvon mutta jää alle yhtiön tavoitteleman kannattavuustason. Käytämme pääoman kustannuksena (WACC) 9,3 % ja oman pääoman kustannuksena 10,7 %. DCF-mallimme antaa osakkeelle noin 8,6 euron arvon, ja terminaalijakson osuus arvosta on noin 45 %. Malli on herkkä tuottovaatimukselle, sillä prosenttiyksikön muutos WACC:ssa kumpaankin suuntaan tuottaa noin 7,1–10,6 euron arvohaarukan.

Arvostuksen yhteenveto

Käyttämiemme arvostusmenetelmien perusteella SRV:n osakkeen käypä arvo asettuu 7,5–9,5 euron vaihteluvälille. Määritämme tavoitehinnaksi vaihteluvälin keskipisteen 8,5 euroa. Tavoitehinnallamme osake on arvostettu vuosien 2027–2028 ennusteillamme keskimäärin noin 9x EV/EBIT- ja 11x P/E-kertoimilla.

Pidämme osakkeen riskikorjattua tuotto-odotusta riittävänä, sillä tilauskanta ja hankeputki tukevat ensi vuoden tuloskasvua ja vuoden 2027 kertoimet ovat hyväksymällämme tasolla tai sen alapuolella. Tuloskäänteen toteutusriski sekä vuoden 2028 ennusteiden riippuvuus uusista hankkeista rajoittavat kuitenkin vahvempaa näkemystä.

Osaketuoton ajurit 2026e–2028e

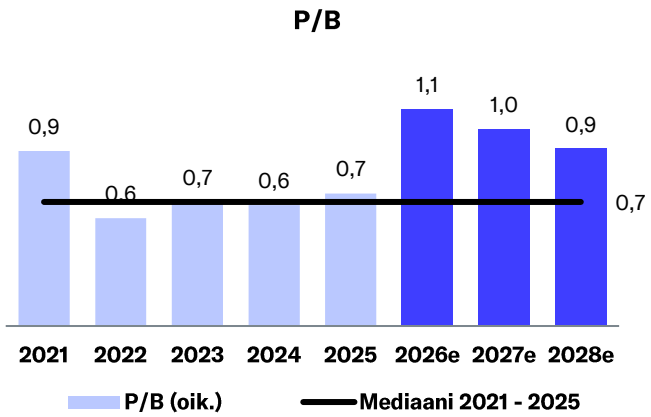


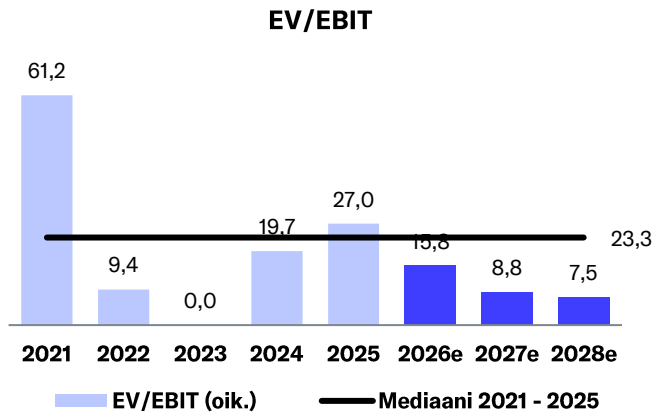
Lähde: Inderes

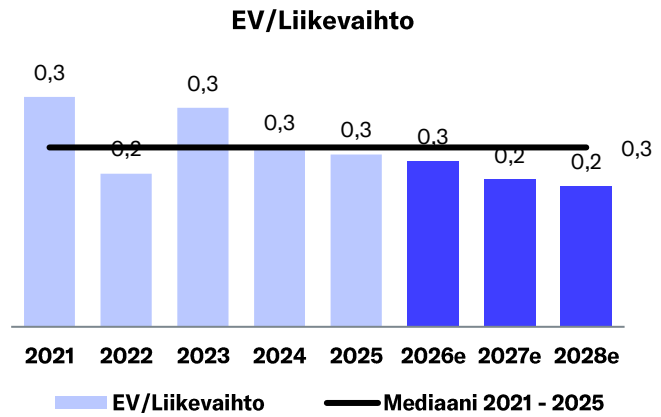
Arvostustaulukko

Arvostustaso	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Osakekurssi	21,2	3,80	4,08	4,28	4,96	**7,12**	**7,12**	**7,12**	**7,12**
Markkina-arvo	139	65	69	73	84	**121**	**121**	**121**	**121**
Yritysarvo (EV)	324	178	202	202	184	**204**	**204**	**209**	**204**
P/E (oik.)	neg.	6,5	neg.	56,8	neg.	**50,4**	**11,3**	**7,9**	**5,3**
P/B (oik.)	0,9	0,6	0,7	0,6	0,7	**1,1**	**1,0**	**0,9**	**0,8**
EV/Liikevaihto	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	**0,3**	**0,2**	**0,2**	**0,2**
EV/EBITDA	69,7	neg.	neg.	9,8	5,5	**11,6**	**7,0**	**6,1**	**4,8**
EV/EBIT (oik.)	61,2	9,4	>100	19,7	27,0	**15,8**	**8,8**	**7,5**	**5,8**
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	**0,0 %**	**19,7 %**	**19,4 %**	**18,5 %**
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	**0,0 %**	**2,1 %**	**2,8 %**	**3,5 %**

Lähde: Inderes







Taulukon markkina-arvo ja yritysarvo huomioivat ennustevuosien osalta ennustetun muutoksen osakemäärässä ja nettovelassa.

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	**MEUR**	**MEUR**	**2026e**	**2027e**	**2026e**	**2027e**	**2026e**	**2027e**	**2026e**	**2027e**	**2026e**
Bonava	215	657	8,9	8,9	0,6	0,7	2,6	3,9			0,3
Consti	78	76	8,5	7,6	0,2	0,2	12,2	10,6	7,6	7,9	1,7
Kreate	220	248	7,1	6,3	0,4	0,3	10,0	8,5	6,5	7,3	3,6
YIT	792	1547	23,0	14,9	0,8	0,7	113,8	18,0		0,6	1,3
JM AB	707	1871	39,5	27,7	1,9	1,7	36,6	16,4	1,3	3,5	1,0
Skanska	11084	9542	13,2	11,7	0,6	0,5	17,7	15,7	3,7	3,9	1,9
NCC	1626	1871	12,8	10,7	0,4	0,4	12,8	10,5	5,5	6,0	2,2
Peab	2470	3431	12,4	11,6	0,6	0,6	11,8	10,9	4,2	4,5	1,5
GRK	768	616	8,3	6,7	0,7	0,6	11,9	10,2	3,7	4,1	3,1
SRV Yhtiöt Oyj (Inderes)	**121**	**204**	**15,8**	**8,8**	**0,3**	**0,2**	**50,4**	**11,3**	**0,0**	**2,1**	**1,1**
Keskiarvo			**14,8**	**11,8**	**0,7**	**0,6**	**25,5**	**11,6**	**4,6**	**4,7**	**1,8**
Mediaani			**12,4**	**10,7**	**0,6**	**0,6**	**12,2**	**10,6**	**4,2**	**4,3**	**1,7**
Erotus-% vrt. mediaani			***27 %***	***-18 %***	***-60 %***	***-62 %***	***313 %***	***7 %***	***-100 %***	***-51 %***	***-32 %***

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26	Q2'26	Q3'26	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihto	**610**	**746**	**161**	**169**	**160**	**216**	**706**	**141**	**200**	**205**	**273**	**817**	**915**	**979**	**999**
Käyttökate	**-1,1**	**20,7**	**1,9**	**2,2**	**2,9**	**26,3**	**33,4**	**0,8**	**1,6**	**6,4**	**8,9**	**17,6**	**29,0**	**34,5**	**42,1**
Poistot ja arvonalennukset	-5,7	-8,7	-1,2	-1,5	-1,6	-1,5	-5,8	-1,1	-1,2	-1,1	-1,3	-4,7	-5,8	-6,6	-7,1
Liikevoitto ilman kertaeriä	**1,1**	**10,3**	**1,1**	**0,8**	**1,3**	**3,6**	**6,8**	**-0,3**	**0,4**	**5,3**	**7,6**	**12,9**	**23,3**	**27,9**	**34,9**
Liikevoitto	**-6,8**	**12,0**	**0,7**	**0,7**	**1,3**	**24,8**	**27,5**	**-0,3**	**0,4**	**5,3**	**7,6**	**12,9**	**23,3**	**27,9**	**34,9**
Nettorahoituskulut	-9,0	-6,3	-1,2	-2,0	-2,9	-1,9	-8,1	-1,8	-1,7	-1,8	-1,5	-6,9	-7,5	-6,6	-7,0
Tulos ennen veroja	**-15,7**	**5,7**	**-0,5**	**-1,3**	**-1,6**	**22,8**	**19,4**	**-2,2**	**-1,4**	**3,5**	**6,1**	**6,1**	**15,8**	**21,3**	**28,0**
Verot	0,6	-0,4	0,3	0,5	0,5	-5,2	-3,9	0,6	0,1	-0,5	-1,2	-1,0	-2,8	-3,8	-5,0
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	**-15,1**	**5,3**	**-0,2**	**-0,8**	**-1,1**	**17,6**	**15,5**	**-1,6**	**-1,3**	**3,0**	**4,9**	**5,1**	**12,9**	**17,4**	**22,9**
EPS (oikaistu)	**-0,42**	**0,08**	**-0,03**	**-0,06**	**-0,11**	**-0,25**	**-0,44**	**-0,15**	**-0,11**	**0,14**	**0,26**	**0,14**	**0,63**	**0,90**	**1,35**
EPS (raportoitu)	**-0,89**	**0,18**	**-0,05**	**-0,06**	**-0,11**	**0,99**	**0,77**	**-0,15**	**-0,11**	**0,14**	**0,26**	**0,14**	**0,63**	**0,90**	**1,35**

Tunnusluvut	2023	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26	Q2'26	Q3'26	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihdon kasvu-%	-20,8 %	22,3 %	-3,4 %	-9,4 %	-13,0 %	3,2 %	-5,4 %	-12,9 %	18,3 %	28,1 %	26,3 %	15,8 %	11,9 %	7,0 %	2,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		803,5 %	-12,7 %	-45,5 %	-71,4 %	20,9 %	-33,8 %	-130,9 %	-56,0 %	307,7 %	112,7 %	89,8 %	79,6 %	19,9 %	25,4 %
Käyttökate-%	-0,2 %	2,8 %	1,2 %	1,3 %	1,8 %	12,2 %	4,7 %	0,5 %	0,8 %	3,1 %	3,3 %	2,2 %	3,2 %	3,5 %	4,2 %
Oikaistu liikevoitto-%	0,2 %	1,4 %	0,7 %	0,5 %	0,8 %	1,7 %	1,0 %	-0,2 %	0,2 %	2,6 %	2,8 %	1,6 %	2,5 %	2,8 %	3,5 %
Nettotulos-%	-2,5 %	0,7 %	-0,1 %	-0,5 %	-0,7 %	8,2 %	2,2 %	-1,1 %	-0,6 %	1,5 %	1,8 %	0,6 %	1,4 %	1,8 %	2,3 %

Lähde: Inderes

Koko vuoden osakekohtainen tulos on laskettu vuoden lopun osakemäärällä.

Tase

Vastaavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Pysyvät vastaavat	**60,6**	**61,1**	**61,3**	**63,7**	**65,4**
Liikearvo	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
Aineettomat hyödykkeet	0,5	1,9	2,0	2,1	2,2
Käyttöomaisuus	9,8	13,6	12,3	14,6	16,2
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	3,1	1,5	1,5	1,5	1,5
Muut sijoitukset	7,1	6,3	6,3	6,3	6,3
Muut pitkäaikaiset varat	1,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Laskennalliset verosaamiset	36,9	33,6	35,0	35,0	35,0
Vaihtuvat vastaavat	**390**	**437**	**450**	**424**	**449**
Vaihto-omaisuus	255	281	278	284	303
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	94,3	52,1	81,7	82,3	93,0
Likvidit varat	40,5	104	89,9	57,6	52,5
Taseen loppusumma	**451**	**498**	**511**	**487**	**514**

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Oma pääoma	**147**	**166**	**127**	**138**	**151**
Osakepääoma	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1
Kertyneet voittovarat	-193,3	-186,7	-201,5	-190,8	-178,2
Oman pääoman ehtoiset lainat	33,5	46,0	22,0	22,0	22,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	304	304	304	304	304
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	**147**	**166**	**168**	**138**	**138**
Laskennalliset verovelat	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Varaukset	10,0	8,3	8,3	8,3	8,3
Korolliset velat	134	148	150	120	120
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	3,1	9,2	9,2	9,2	9,2
Lyhytaikaiset velat	**157**	**166**	**216**	**212**	**226**
Korolliset velat	2,8	12,3	1,3	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	146	148	208	206	220
Muut lyhytaikaiset velat	7,5	5,9	5,9	5,9	5,9
Taseen loppusumma	**451**	**498**	**511**	**487**	**514**

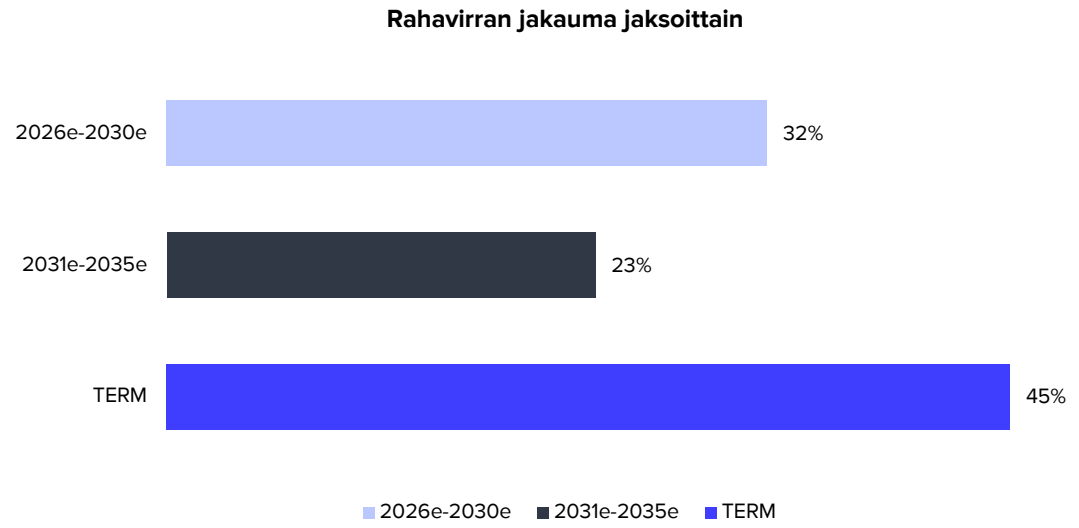
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-5,4 %	15,8 %	11,9 %	7,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	3,9 %	1,6 %	2,5 %	2,8 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %	3,0 %	3,0 %	2,8 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto	**27,5**	**12,9**	**23,3**	**27,9**	**34,9**	**35,6**	**36,4**	**31,8**	**32,4**	**30,3**	**28,1**	
+ Kokonaispoistot	5,8	4,7	5,8	6,6	7,1	7,3	7,6	7,9	8,2	8,8	8,9	
- Maksetut verot	-0,6	-2,4	-2,8	-3,8	-5,0	-5,1	-5,3	-4,5	-4,6	-4,3	-3,9	
- verot rahoituskuluista	-1,7	-1,1	-1,3	-1,2	-1,3	-1,3	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	16,5	34,1	-8,9	-16,1	-13,5	-8,9	-4,0	-4,1	-4,1	-4,2	-4,3	
Operatiivinen kassavirta	**25,5**	**48,2**	**16,0**	**13,3**	**22,3**	**27,6**	**33,4**	**29,9**	**30,7**	**29,4**	**27,7**	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	4,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	21,3	-3,4	-8,2	-8,2	-8,0	-8,2	-8,6	-8,9	-9,6	-9,3	-9,6	
Vapaa operatiivinen kassavirta	**51,2**	**44,7**	**7,7**	**5,1**	**14,2**	**19,4**	**24,9**	**21,0**	**21,1**	**20,1**	**18,1**	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	51,2	44,7	7,7	5,1	14,2	19,4	24,9	21,0	21,1	20,1	18,1	252
Diskontattu vapaa kassavirta		**44,4**	**7,0**	**4,2**	**10,8**	**13,5**	**15,8**	**12,2**	**11,2**	**9,8**	**8,1**	**112**
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		249	205	198	194	183	169	153	141	130	120	112

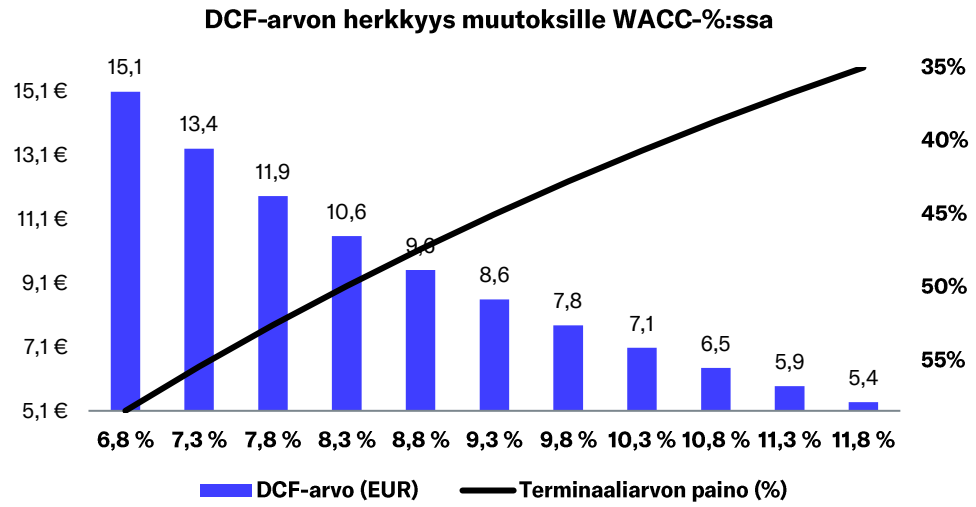
Velaton arvo DCF	**249**
- Korolliset velat	-206,6
+ Rahavarat	104
+ Osakkuusyhtiöt	0,0
-Vähemmistöosuus	0,0
-Osinko/pääomapalautus	0,0
Oman pääoman arvo DCF	**146**
Oman pääoman arvo DCF per osake	**8,6**

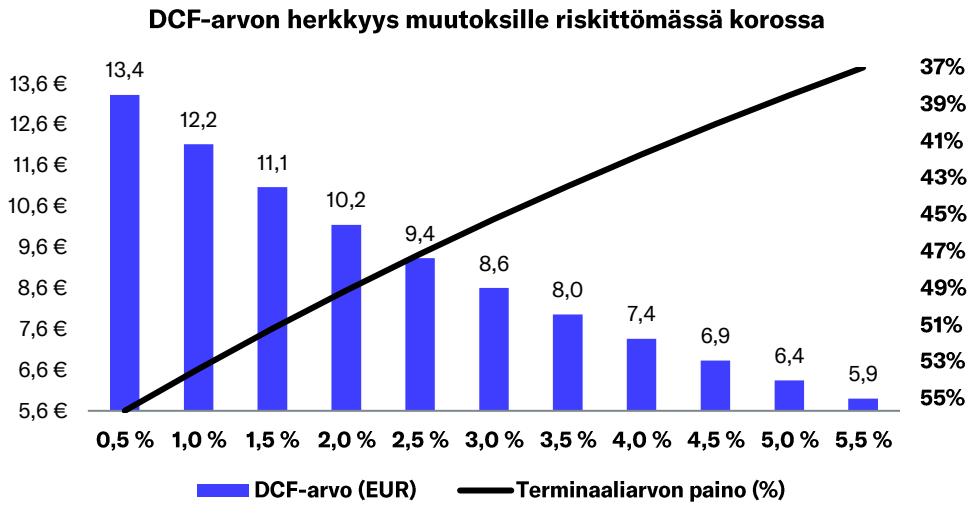
Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,40
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	**10,7 %**
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	**9,3 %**

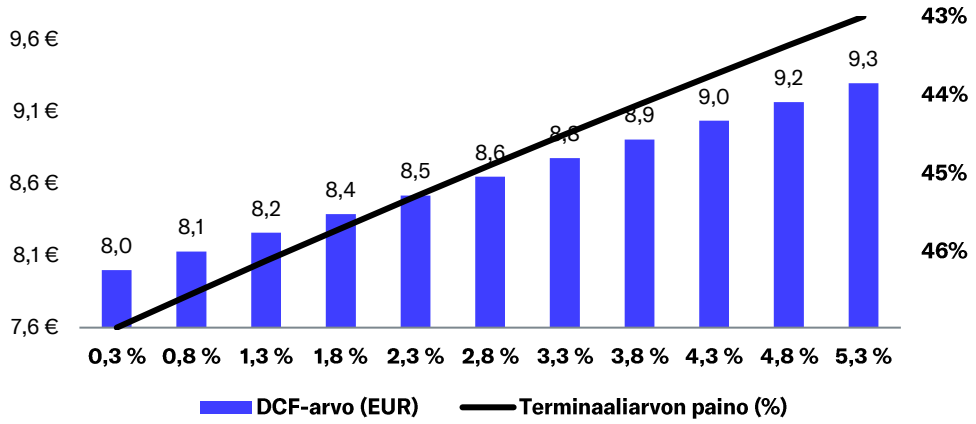
Lähde: Inderes

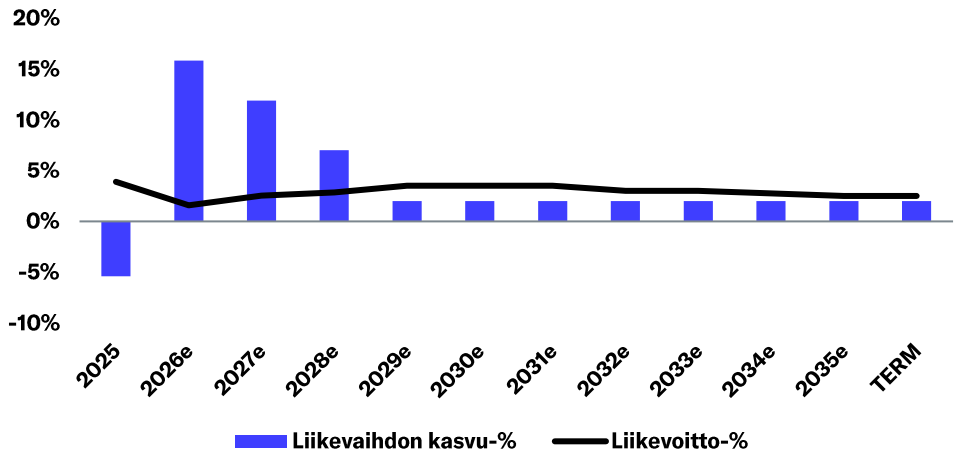


DCF:n herkkyyslaskelmat ja avainoletukset graafeina









Lähde: Inderes. Huomaa, että terminaaliarvon paino (%) on esitetty käänteisellä asteikolla selkeyden vuoksi.

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihto	610,0	745,9	705,6	**817,4**	**914,7**
Käyttökate	-1,1	20,7	33,4	**17,6**	**29,0**
Liikevoitto	-6,8	12,0	27,5	**12,9**	**23,3**
Voitto ennen veroja	-15,7	5,7	19,4	**6,1**	**15,8**
Nettovoitto	-15,1	5,3	15,5	**5,1**	**12,9**
Kertaluontoiset erät	-7,9	1,7	20,7	**0,0**	**0,0**

Tase	2023	2024	2025	2026e	2027e
Taseen loppusumma	438,6	450,8	498,1	**510,8**	**487,3**
Oma pääoma	138,8	146,8	166,0	**127,2**	**137,8**
Liikearvo	1,7	1,7	1,7	**1,7**	**1,7**
Nettovelat	99,5	96,3	56,8	**61,7**	**62,4**

Kassavirta	2023	2024	2025	2026e	2027e
Käyttökate	-1,1	20,7	33,4	**17,6**	**29,0**
Nettokäyttöpääoman muutos	-11,6	-14,9	16,5	**34,1**	**-8,9**
Operatiivinen kassavirta	-12,6	4,8	25,5	**48,2**	**16,0**
Investoinnit	1,3	1,1	21,3	**-3,4**	**-8,2**
Vapaa kassavirta	-6,3	5,5	51,2	**44,7**	**7,7**

Arvostuskertoimet	2023	2024	2025	2026e	2027e
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,3	**0,3**	**0,2**
EV/EBITDA	neg.	9,8	5,5	**11,6**	**7,0**
EV/EBIT (oik.)	>100	19,7	27,0	**15,8**	**8,8**
P/E (oik.)	neg.	56,8	neg.	**50,4**	**11,3**
P/B	0,7	0,6	0,7	**1,1**	**1,0**
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	**0,0 %**	**2,1 %**

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2023	2024	2025	2026e	2027e
EPS (raportoitu)	-0,89	0,18	0,77	**0,14**	**0,63**
EPS (oikaistu)	-0,42	0,08	-0,44	**0,14**	**0,63**
Operat. Kassavirta / osake	-0,74	0,29	1,50	**2,84**	**0,94**
Operat. Vapaa kassavirta / osake	-0,37	0,32	3,02	**2,64**	**0,46**
Omapääoma / osake	8,17	8,65	9,77	**7,50**	**8,13**
Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	**0,00**	**0,15**

Kasvu ja kannattavuus	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	-21 %	22 %	-5 %	**16 %**	**12 %**
Käyttökatteen kasvu-%	99 %	2048 %	62 %	**-47 %**	**65 %**
Liikevoiton oik. kasvu-%	-94 %	804 %	-34 %	**90 %**	**80 %**
EPS oik. kasvu-%	-173 %	118 %	-690 %	**132 %**	**346 %**
Käyttökate-%	-0,2 %	2,8 %	4,7 %	**2,2 %**	**3,2 %**
Oik. Liikevoitto-%	0,2 %	1,4 %	1,0 %	**1,6 %**	**2,5 %**
Liikevoitto-%	-1,1 %	1,6 %	3,9 %	**1,6 %**	**2,5 %**
ROE-%	-10,6 %	3,7 %	9,9 %	**3,5 %**	**9,8 %**
ROI-%	-2,5 %	4,3 %	9,0 %	**4,3 %**	**8,7 %**
Omavaraisuusaste	40,7 %	41,8 %	41,6 %	**31,0 %**	**35,7 %**
Nettovelkaantumisaste	71,7 %	65,6 %	34,2 %	**48,5 %**	**45,2 %**
Nettovelka/käyttökate	-93,8	4,7	1,7	**3,5**	**2,1**
EBITDA/nettorahoituskulut	-0,1	3,3	4,1	**2,6**	**3,9**

Taulukon markkina-arvo ja yritysarvo huomioivat ennustevuosien osalta ennustetun muutoksen osakemäärässä ja nettovelassa. Osakekohtaiset tunnusluvut on laskettu vuoden lopun osakemäärällä.

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n mallisalkussa.

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
03/04/2019	Vähennä	70,00 €	69,60 €
24/04/2019	Vähennä	70,00 €	69,20 €
29/04/2019	Vähennä	68,00 €	70,80 €
17/05/2019	Vähennä	68,00 €	67,60 €
18/07/2019	Vähennä	64,00 €	67,60 €
11/10/2019	Vähennä	56,00 €	55,20 €
18/10/2019	Vähennä	50,00 €	52,00 €
01/11/2019	Vähennä	50,00 €	52,40 €
07/02/2020	Vähennä	50,00 €	52,00 €
07/04/2020	Vähennä	34,00 €	35,28 €
30/04/2020	Vähennä	42,00 €	43,20 €
25/05/2020	Vähennä	26,00 €	32,40 €
22/07/2020	Lisää	24,00 €	21,60 €
30/10/2020	Vähennä	23,20 €	22,08 €
16/11/2020	Vähennä	23,20 €	22,80 €
05/02/2021	Vähennä	23,20 €	22,40 €
30/04/2021	Vähennä	28,00 €	28,00 €
22/07/2021	Vähennä	28,00 €	26,80 €
06/10/2021	Lisää	25,20 €	23,20 €
29/10/2021	Vähennä	22,00 €	22,80 €
14/12/2021	Vähennä	20,00 €	20,00 €
04/02/2022	Vähennä	20,00 €	20,00 €
09/03/2022	Vähennä	16,00 €	16,00 €
29/04/2022	Vähennä	14,00 €	15,20 €
01/06/2022	Vähennä	8,40 €	11,60 €
22/07/2022	Lisää	5,30 €	4,77 €
28/10/2022	Lisää	4,60 €	4,03 €
31/01/2023	Lisää	4,60 €	4,20 €
03/02/2023	Vähennä	4,40 €	4,20 €
27/03/2023	Lisää	4,00 €	3,50 €
28/04/2023	Vähennä	4,00 €	3,90 €
21/07/2023	Vähennä	4,00 €	3,85 €
20/10/2023	Vähennä	3,20 €	3,30 €
27/10/2023	Lisää	3,70 €	3,33 €
22/11/2023	Lisää	4,00 €	3,70 €
02/02/2024	Vähennä	4,00 €	3,99 €
19/03/2024	Lisää	4,00 €	3,71 €
26/04/2024	Vähennä	4,90 €	4,70 €
18/07/2024	Vähennä	5,00 €	5,20 €
25/10/2024	Vähennä	5,00 €	5,38 €
07/02/2025	Vähennä	4,90 €	4,99 €
02/05/2025	Vähennä	5,00 €	5,24 €
11/08/2025	Vähennä	4,90 €	5,20 €
24/10/2025	Vähennä	4,90 €	5,06 €
29/10/2025	Vähennä	5,00 €	5,20 €
20/01/2026	Vähennä	5,00 €	4,96 €
12/02/2026	Vähennä	5,00 €	5,22 €
02/04/2026	Vähennä	5,20 €	5,16 €
24/04/2026	Vähennä	5,20 €	5,42 €
08/05/2026	Vähennä	5,20 €	5,40 €
07/08/2026	Lisää	7,00 €	6,00 €
09/10/2026	Vähennä	9,70 €	9,10 €
23/10/2026	Lisää	9,70 €	8,54 €
27/11/2026	Lisää	8,50 €	7,12 €



TIETO ON SIJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderes demokratisoi sijoittajatiedon yhdistämällä sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Sijoittajille olemme luotetun tiedon analyysipalvelu ja yhteisö, ja pörssiyhtiöille olemme laadukkaan sijoittajaviestinnän kumppani. Yli 500 pörssiyhtiötä Euroopassa hyödyntää sijoittajaviestinnän tuotteitamme ja osakeanalyysipalveluitamme tarjotakseen parempaa sijoittajaviestintää omistajilleen.

Tavoitteemme on olla finanssialan sijoittajalähtöisin yhtiö. Inderes on perustettu vuonna 2009 sijoittajien toimesta, sijoittajia varten. Nasdaq First North -listattuna yhtiönä ymmärrämme asiakkaidemme arjen.

Inderes Oyj
Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab
Vattugatan 17, 5tr
Stockholm
+46 8 411 43 80

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

inderes.se

inderes.