

SRV Yhtiöt

Yhtiöraportti

10/2019

Tuloksen on parannuttava

Toistamme SRV:n vähennä-suosituksen ja laskemme tavoitehinnan 1,25 euroon (aik. 1,40 euroa) heijastellen laajan raportin yhteydessä tekemiämme ennustemuutoksia. SRV:n tulos on ajautumassa jo toista vuotta putkeen tappiolle heikkojen projektien ja Venäjän arvonalennusten vuoksi. Tappioiden vuoksi yhtiön taloudellinen tilanne on heikko ja tulostaso on saatava seuraavina vuosina käännettyä. Lupauksiin tulosparannuksesta heikentyvän uudisrakentamisen markkinan, Venäjän talouden epävarmuuden ja toistuvien projektiongelmien vuoksi on mielestämme syytä kuitenkin suhtautua maltilla. Arvostus on tulos pohjaisesti hyvinkin haastava, mutta osien summa -laskelman tulosparannukseen nojaava potentiaali rajaa vielä toistaiseksi merkittävää laskuvaraa.

Rakentaja ja kehittäjä

SRV on Suomen suurimpia rakentajia ja johtavia kiinteistökehittäjiä. Lisäksi ison osan SRV:n liiketoiminnasta muodostavat osaomisteiset kiinteistökehityshankkeet Suomessa sekä Venäjällä. Yhtiö on rakennussuhdanteen siivittämänä kaksinkertaistanut liikevaihtonsa kuluva vuosikymmenen aikana, mutta kannattavuuskehitys on ollut viime vuodet kuitenkin erittäin heikkoa, kun Rakentamisen kannattavuus on kärsinyt projektien kustannusylityksistä ja Venäjän heikko talouskehitys on rasittanut Venäjän kauppakeskusten tulosta. Kovan kasvuvaiheen ja heikon taloudellisen tilanteen vuoksi yhtiö tulee keskittymään jatkossa entistä tarkemmin kannattavuuden parantamiseen. Jos yhtiö saa suunnitellusti muokattua tilauskannan katerakennetta kannattavammaksi, välttää uudet projektitriskit ja kauppakeskusten vuokratuotot nousevat suunnitelluille tasoille, voi yhtiön tulos ja taloudellinen tilanne parantua nopeastikin, mutta toistuvien haasteiden ja isojen projektitriskien vuoksi suhtaudumme vielä toimenpiteisiin maltilla.

Ennustamme tulosparannusta seuraavina vuosina rakennussuhdanteen viilentyessä

Odotamme SRV:n tuloksen jäävän vuonna 2019 vielä tappiolle, mutta vuonna 2020 odotamme rakennussuhdanteen alentuvien kustannuspaineiden parantavan suhteellista kannattavuutta. Laskevat omaperusteisten asuntojen valmistumiset, tilauskannan parannustoimenpiteiden volyymeja alentava vaikutus ja markkinan hidastuminen pitävät absoluuttisen kannattavuustason kuitenkin matalalla. Odotamme kauppakeskusten tulosten parantuvan, mutta olevan vielä alhaisella tasolla ylösajovaiheen ollessa vielä kesken tärkeimmissä kauppakeskuksissa. Ennustamme vuoden 2020 liikevaihdon laskevan 9 % 924 MEUR:oon vuonna 2020 vuoden 2019 noin 1019 MEUR:sta. Oikaistun liikevoitto-%:n odotamme nousevan vuoden 2019 noin -0,7 %:sta noin 2,9 % plussalle. Suurimmat ennusteriskit liittyvät Rakentamisen kannattavuuden kehitykseen, omaperusteisten asuntojen myynteihin ja kauppakeskusten tulojen nousuun sekä kiinteistöjen tuottovaatimuksen tasoon.

Arvostus on hyvin haastava, mutta osien summan potentiaali tukee

Päivitettyjen ennusteidemme ja käyttämiemme arvostusmenetelmien valossa näemme SRV:n osakkeen nousuvaran ohuena. Osake hinnoitellaan kuluvalle vuodelle tulos pohjaisesti negatiivisesti ja myös lähivuosille hyvin haastavalle tasolle (20-21e EV/EBIT (oik.): 15x ja P/E (oik.): 16x). Osinkoa yhtiö ei jaa näkemyksemme mukaan lähivuosina lainkaan ja hybridilainalla oikaistu P/B-lukukaan (P/B (oik.): 0,5x) ei taseeseen liittyvien riskien myötä anna tukea. Huolet rahoitusriskeistä painavat myös osaketta, kunnes yhtiö saa kannattavuuden todistetusti käännettyä. Osien summa -laskelma rajaa merkittävintä laskuvaraa, mutta sen oletuksiin suoraan nojaaminen vaatii mielestämme yhtiöltä merkittävästi parempaa tuloskehitystä.

Analytiikot



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

Suositus ja tavoitehinta

Vähennä

Edellinen: Vähennä



1,25 EUR

Edellinen: 1,40 euroa

Osakekurssi: 1,31 EUR

Potentiaali: -4,6 %

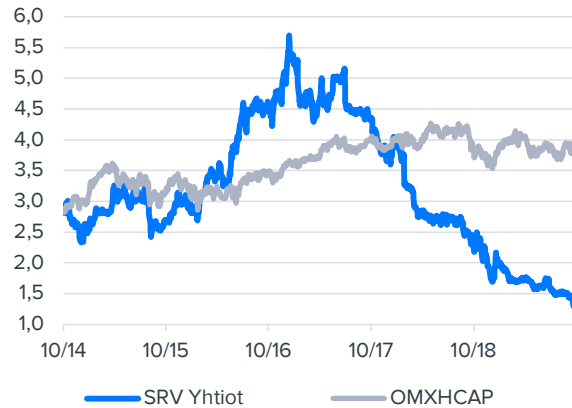
Avainluvut

	2018	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	960	1019	924	973
kasvu-%	-14 %	6 %	-9 %	5 %
EBIT oik.	-10,1	-6,8	26,8	31,7
EBIT-% oik.	-1,1 %	-0,7 %	2,9 %	3,3 %
Nettotulos	-30,1	-21,4	7,7	12,0
EPS (oik.)	-0,37	-0,40	0,01	0,08

P/E (oik.)	neg.	neg.	>100	16,1
P/B (oik.)	0,5	0,5	0,5	0,5
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	3,1 %
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	16,8	14,0
EV/EBITDA	neg.	69,6	12,2	10,8
EV/Liikevaihto	0,4	0,4	0,5	0,5

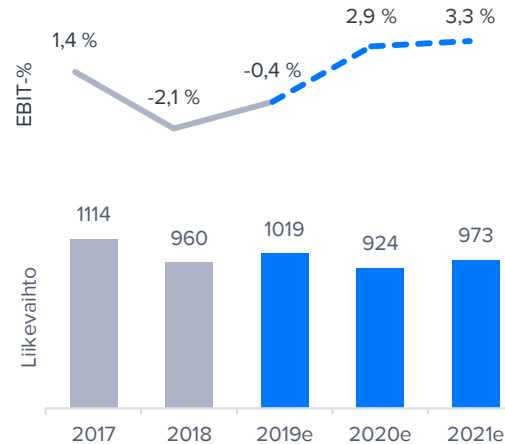
Lähde: Inderes

Kurssikehitys

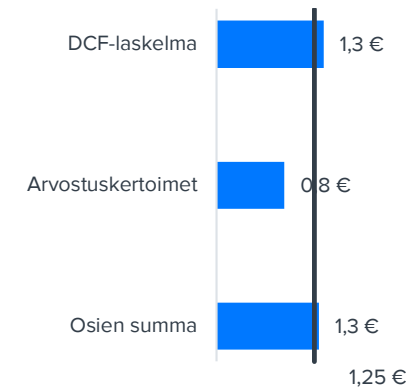


Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto



Arvostus



Arvoajurit

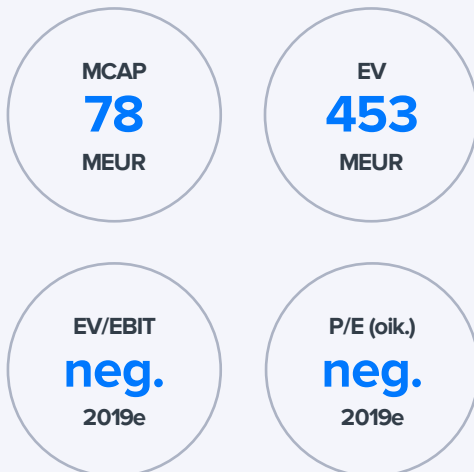
- Kannattavuuden parantuminen omaperusteisten asuntojen ja toimitilarakentamisen katerakenteen parantumisen kautta
- Kustannustehokkuuden parantaminen
- Kauppakeskusten vuokraus- ja exit-tuotot
- Pääoman käytön tehostuminen
- Uudet kehityshankkeet
- Vahvana pysynyt tilauskanta

Riskitekijät

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

Arvostus

- 2019e tulos pohjainen arvostus tappioiden vuoksi negatiivinen
- 2020e arvostuskertoimet myös haastavat odottamallamme tuloskäänteellä
- Sektorin arvostuskertoimet tasaantuneet
- Hybridilainalla oikaisu P/B-luku ei tarjoa merkittävää tukea
- Osien summa -laskelman potentiaali vaatii tulosparannusta



Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-12
Strategia	13-16
Sijoitusprofiili	17-20
Markkinat	21-26
Taloudellinen tilanne	27-32
Ennusteet	33-38
Arvonmääritys	39-45
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	46-48
Liite 1: SRV:n suuret kiinteistökehityshankkeet	49-52

SRV lyhyesti

SRV on Suomen suurimpia rakennusliikkeitä ja johtavia kiinteistökehittäjiä.

Rakentamisessa yhtiö keskittyy Suomen toimitila- ja asuntomarkkinoille. Lisäksi yhtiö osaamista toteutuksessa olevia ja valmiita kohteita sekä operoi kauppakeskuksia Suomessa ja Venäjällä.

1987/2006

Perustamisvuosi ja listautuminen

960 MEUR

Liikevaihto 2018

-10,1 MEUR (-1,0 % lv:sta)

Oikaistu operatiivinen liikevoitto 2018

-2,9 %

Vertailukelpoinen ROCE-% 2018

1129

Henkilöstö 2018 lopussa keskimäärin

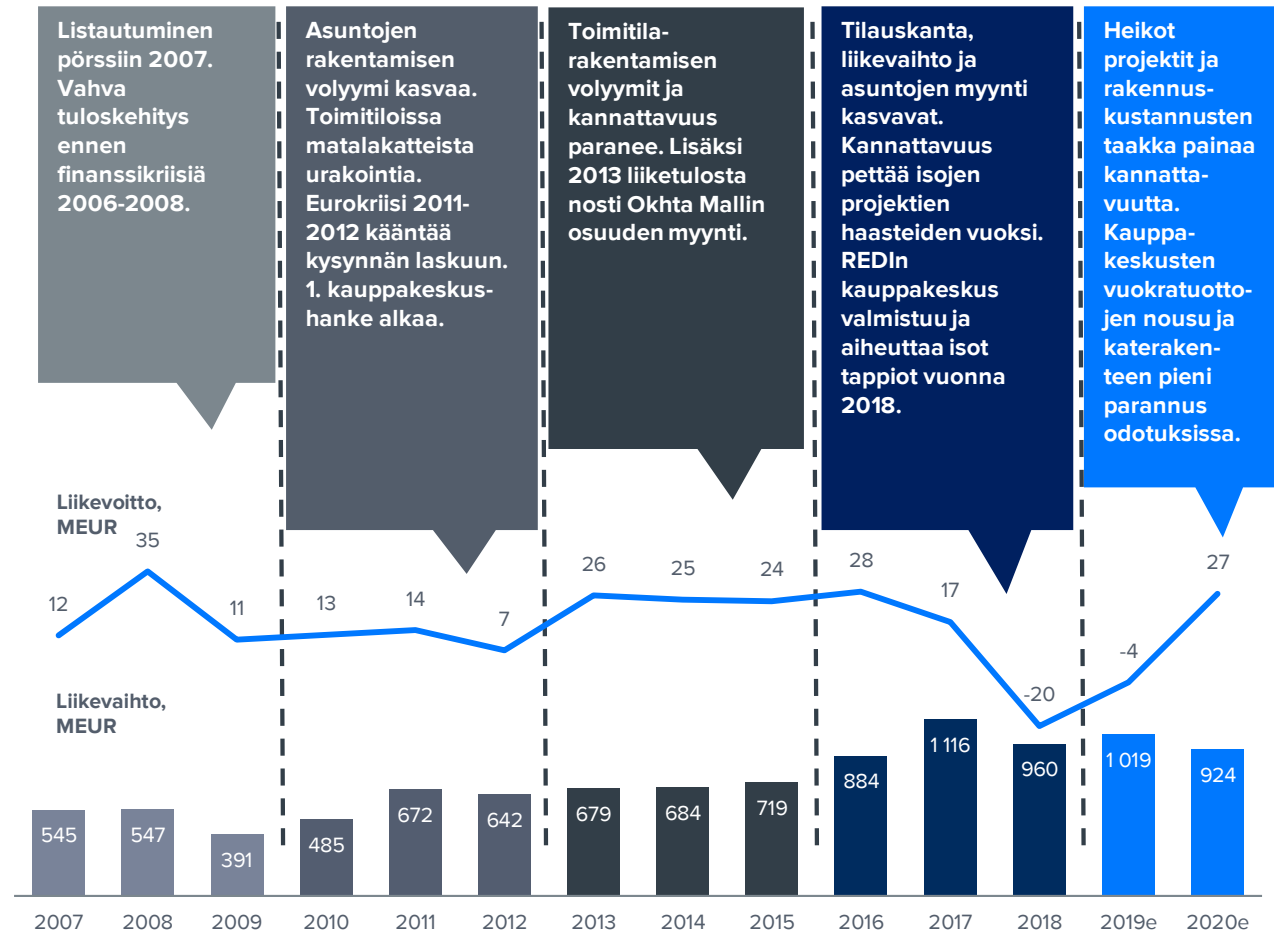
4800

Yrityksen alihankkijaverkosto

550 MEUR

Isoin käynnissä oleva projektikonaisuus (Tampereen Kansijä ja Areena)

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



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/5

Yhtiökuvaus

Uuden kaupunkiympäristön luoja

SRV on vuonna 1987 perustettu projektinjohtourakoitsija ja kiinteistöhankkeiden kehittäjä. Yhtiön liiketoiminta on keskittynyt rakentamisen osalta Suomeen ja kiinteistökehityksen osalta Suomeen sekä Venäjälle.

SRV:n vuoden 2018 liikevaihto oli 960 MEUR ja yhtiö oli Inderesin tietojen mukaan Suomen toiseksi suurin rakennusyhtiö. Yli 30 vuotisen historian aikana aina positiivisena pysynyt tulos painui ensimmäistä kertaa tappiolle viime vuonna ja yhtiö painii nyt tuloskäänteen haasteiden edessä.

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

SRV toimii Suomessa pääosin vetovoimaisten sekä kasvavien alueiden ja hyvien liikenneyhteyksien varrella. Yhtiöllä on toimintoja pääkaupunkiseudulla, sekä mm. Turussa,

Tampereella, Oulussa ja Jyväskylässä. Suomen lisäksi SRV toimii Venäjällä pääosin Pietarissa ja Moskovassa sekä Virossa. Suomen liiketoimintojen osuus SRV:n liikevaihdosta oli 99 % vuonna 2018. SRV:n palveluksessa oli vuonna 2018 1129 henkilöä (2017: 1134), joista noin 80 % työskenteli Rakentamisen liiketoiminnoissa. Oman henkilöstön lisäksi yhtiö työllistää vuoden aikana useita aliurakoitsijoita noin 4800:n aliurakoitsijayrityksen palveluksesta..

Rakentaminen ja Sijoittaminen

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

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

Sijoittaminen-segmenttiin kuuluvat kohteet, joissa yhtiö toimii pidemmän aikavälin sijoittajana usein yhteistyökumppaneiden kanssa. Sijoittamisen segmentissä ominaista on pääomien ja hankkeiden pitkäaikainen kehittäminen, jossa varsinaiset tulot muodostuvat useiden vuosien aikaisesta vuotuisista kassavirroista ja lopulta hankkeista saatavista myyntivoitoista. Sijoittaminen-segmentti keskittyy konsernin kiinteistöjen hallinnointiin, myynteihin sekä uusien kohteiden luontiin ja omistamiseen.

Rakentaminen

Asunto, toimitila, infra- ja korjausrakentaminen

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

Sijoittaminen

Kauppakeskukset ja muut omistukset sekä kehityshankkeet

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

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/5

Segmentit

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

Rakentaminen

Rakentamisen liikevaihto on jaettu asunto- ja toimitilarakentamiseen. Asuntorakentamisen osuus segmentin liikevaihdosta oli 30 % vuonna 2018 (2017: 35 %) ja toimitilarakentamisen 70 % (2017: 65 %). Rakentamisen lukuja ei ole saatavilla kuin vuodelta 2018, mutta pääosin rakentamisesta koostuneen konsernin liikevaihto on ollut viime vuosina selkeästi nousujohteinen ja kasvanut vuoden 2010 lopun noin 500 MEUR:sta tasolta yli 1100 MEUR:oon vuoteen 2017 mennessä. Rakentamisen vuoden 2018 liikevaihto oli 955 MEUR ja oli vuoden 2019 puoleen väliin mennessä laskenut noin 935 MEUR:oon (LTM). Liikevoittomarginaali on puolestaan pysynyt konsernilla 2010-luvulla lähtien alle 5 %:n ja laski viime vuonna ensimmäistä kertaa koskaan tappiolle Rakentamisen 13,4 MEUR:n tappioiden ajamana. Vuoden 2019 puoleen väliin mennessä tappiot ovat pienentyneet kuitenkin 2 MEUR:oon (LTM).

Asuntorakentaminen

Asuntorakentamisen 12 kk:n liukuva liikevaihto oli Q2'19:n lopussa 283 MEUR (-21 % vs. Q2'18). SRV:n asuntotuotanto keskittyy

pääkaupunkiseudulle sekä Suomen muihin suuriin kasvukeskuksiin ja se koostuu asuntokohteiden urakoinnista, sijoittajamyynnistä, neuvottelu-urakoista ja SRV:n omaperusteisista asuntohankkeista. H1'19 lopussa rakenteilla oli 2388 asuntoa (Q2'18: 3164 kpl), josta noin 47 % oli omaperusteisia kohteita (Q2'18: 30 %). Asuntorakentamisen 592 MEUR:n tilauskannasta kohdistui Q2'19:n lopussa 70 % (Q2'18: 68 %) SRV:n omaperusteiseen tuotantoon ja 30 % (Q2'18: 32 %) urakoinnin ja neuvottelu-urakoinnin tuotantoon.

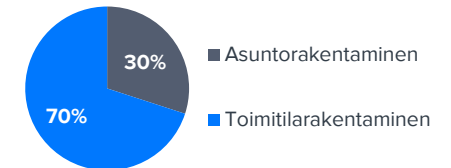
Toimitilarakentaminen

SRV:n toimitilarakentamisen 12 kk:n liukuva liikevaihto oli Q2'19 lopussa 652 MEUR (-6 % vs. Q2'18). Toimitilarakentaminen sisältää julkisia rakennuksia, kaupallisia hankkeita sekä infra- ja korjausrakentamista. Julkisista hankkeista esimerkkinä koulujen ja sairaaloiden osuus yhtiön liikevaihdosta vuonna 2018 oli noin 34 %. Kauppa- ja liiketilat toivat noin 17 % ja infra- sekä korjausrakentaminen noin 8 %. Toimitilarakentamisen hankkeet jakautuvat yhtiön omaperusteisiin ja -kehitteisiin hankkeisiin sekä urakoihin.

Toimitilarakentamisen tilauskanta oli Q2'19:n lopussa 1067 MEUR (-5 % vs. Q2'19), ja arviomme mukaan noin 30 % koostuu sairaalahankkeista. Näistä suurin on 290 MEUR:n Keski-Suomen Sairaala Nova ja HUS Siltasairaala (243 MEUR). Muita toimitilaurakoita on muun muassa Terminaali 2:n laajennushanke Helsinki-Vantaalla (250 MEUR). Suurin käynnissä oleva

Rakentaminen

Rakentamisen liikevaihtojakauma



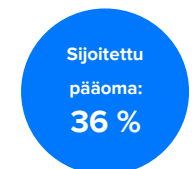
Toimitilarakentaminen

- Toimistot ja liiketilat
- Sairaalat
- Hotellit
- Koulut ja muut julkiset rakennukset
- Logistiikka
- Kallio- ja infra

Asuntorakentaminen

- Omaperusteiset hankkeet
- Sijoittajamyynti
- Urakointi

Segmentin osuus konsernista 2018:



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/5

omakehitteinen hanke on Tampereen Kansi ja Areena -hanke, jonka arvo on noin 550 MEUR. SRV omistaa hankkeen areenasta 20 % ja muista projektin hankkeista kolmanneksen.

Sijoittaminen

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

SRV omistaa osuuksia (20-60 %) valmiina ja operointivaiheessa olevista vuosina 2013-2018 valmistuneista kauppakesuksista: 1) Hankinta-arvoltaan noin 480 MEUR:n arvoinen REDI-kauppakeskus, 2) noin 200 MEUR:n arvoinen Okhta Mall Pietarissa, 3) noin 140 MEUR:n arvoinen Pearl Plaza Pietarissa sekä 4) noin 60 MEUR:n arvoinen 4Daily Moskovassa. Lisäksi yhtiö omistaa 50 % Moskovan keskustasta sijaitsevasta Etmia II -toimistokokonaisuudesta. Lisäksi segmenttiin kuuluu vielä keskeneräisenä hankkeena aikaisemmin mainittu Tampereen Kansi ja Areena ja Venäjällä sijaitsevia tonttiomistuksia.

Segmentin liikevaihto muodostuu lähinnä yhtiön kehittämien ja osaomistamien kauppakeskusten operoinnista. Segmentin tulos tai yhtiön raportoima operatiivinen liikevoitto muodostuu SRV:n osaomistamien kauppakeskusten osakkuusyhtiöiden nettotuloksesta.

Lisäksi raportoidun liikevoiton määrään vaikuttaa ruplan kurssimuutoksista syntyvät

osakkuusyhtiöiden euromääräisten lainojen arvonmuutokset. Suurin osa näistä on kuitenkin vaihdettu ruplamääräisiksi, jolloin vaikutukset ovat historiallisia muutoksia pienempiä. Esimerkiksi Okhta Mall:n lainat ovat täysin ruplamääräisiä, kun Pearl Plazassa noin kolmannes on vielä euromääräisiä. Ruplan vahvistuessa yhtiön raportoitu tulos segmentissä paranee ja ruplan heikentyessä raportoitu tulos heikkenee. H1'19 aikana valuuttakurssimuutosten nettovaikutus oli 2,8 MEUR positiivinen.

Sijoittamisen 12 kk:n liukuva liikevaihto on noussut H1'19 aikana 5 MEUR:oon noin 9 %:lla. Se on kuitenkin konsernin liikevaihdosta vain 0,5 %. Operatiivinen liikevoitto on edelleen tappiolla, vaikka kaikki kauppakeskukset ovat valmiita ja tuottavat kassavirtaa. Muun muassa odotuksia heikommin kehittyneet vuokrausasteet, annettujen alennusten sekä markkinatilanteen myötä odotuksia heikommat vuokratasot ja odotuksia suuremmat markkinointipanostukset ovat rasittaneet segmentin tulosta. Liukuva operatiivinen liikevoitto oli laskenut H1'19 lopussa noin 9,8 MEUR tappiolle vuoden 2018 lopun -7,8 MEUR:sta.

Segmentin tulisi tuottaa vuoteen 2022 mennessä konsernin liikevoitosta noin 2 % tarkoittaen hypoteettisella 1000 MEUR:n liikevaihdolla noin 20 MEUR:n liikevoittotasoa. Ilman hankkeiden myyntejä tai realisoitavia nettovuokratasojen ja vuokra-asteiden tulisi nousta selkeästi, jotta tavoitteeseen voitaisiin yltää. Operatiiviset ja rahoituskelliset kulut ovat vielä liian korkealla tasolla nettovuokriin nähden.

Sijoittaminen

Sijoittamisen nykyiset pääasialliset tulovirrat

- Kauppakeskusten operointi
- Osuus osaomisteisten osakkuusyhtiöiden nettotuloksesta (vuokratassavirta kauppakesuksista)
- Omistusten mahdollinen realisointi

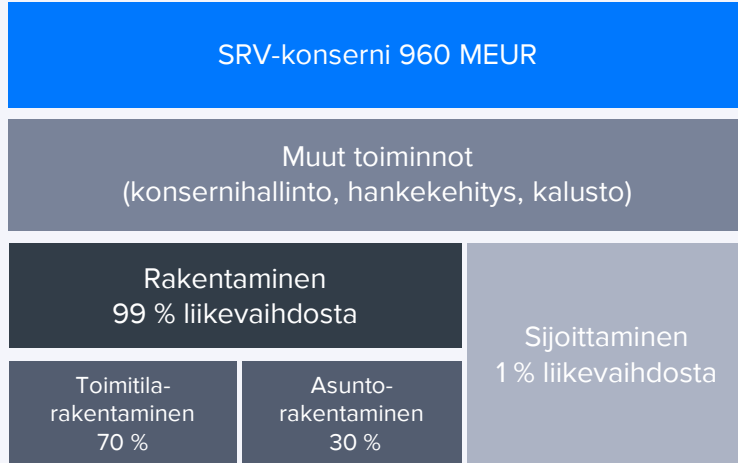
Valmiit hankkeet

- Redin kauppakeskus ja parkkihalli
- Okhta Mall
- Pearl Plaza
- 4Daily
- Etmia

Segmentin osuus konsernista 2018:



Liiketoimintarakenne



- Toimistot ja liiketilät
- Sairaalat
- Hotellit ja erityistilat
- Logistiikkatilat
- Kalliotilat ja infrahankkeet

- Omaperusteinen asuntotuotanto
- Sijoittajamyynti
- Urakointi

- Kauppakeskusoperointi
- Osamisteisten kohteiden tuottama vuotuinen vuokratassavirta
- Osamisteisten kohteiden realisointi

Rakentamisen hankkeita

Omakehittävät toimitilahankkeet					
	Sijainti	Hankkeen arvo (MEUR)	Tyyppi	Valmiusaste Q2'19	Valmistuminen (arvio)
Tampereen Kansi ja Areena	Tampere	550		-	2024
Kansi, eteläkansi ja infra		-	Infra	66 %	2021
Kansi, Monitoimiareena		-	Liiketila	9 %	2021
Kansi, Areenahotelli		-	Liiketila	0 %	2021
Topaasi ja Kruunu		-	Asunto	6 %	2021
Pohjoiskansi ja asuntotornit		-	Infra+asunto	0 %	2024

Toimitilaurakat					
	Sijainti	Arvo (MEUR)	Tyyppi	Valmiusaste Q2'19 (%)	Valmistuminen (arvio)
Keski-Suomen Sairaala Nova	Jyväskylä	290	Julkinen	71 %	2020
Helsinki-Vantaa lentoaseman laajennus	Vantaa	260	Kauppa	9 %	2022
HUS Siltasairaala	Helsinki	243	Julkinen	20 %	2022
TAYS Etupihä	Tampere	170	Julkinen	92 %	2019
Tapiolan Kaupunkikeskus, osa 2	Espoo	100+	Kauppa	71 %	2020

Omaperustaiset asuntokohteet					
	Sijainti	Arvo (MEUR)	Asunnot	Myyty Q2'19 (%)	Valmistuminen (arvio)
REDIn Majakka	Helsinki	106	282	96 %	2019
REDIn Loisto	Helsinki	105	249	12 %	2021
Neulansilmä	Vantaa	23	103	40 %	2020
Aleksinkaarre	Kerava	22	80	33 %	2019

Sijoittaminen-segmentissä raportoivien isoimpien valmiiden hankkeiden elinkaari



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/5

Liiketoimintamalli

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

1. Hankekehitys

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

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

2. Operatiivinen liiketoiminta: SRV Malli

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

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

Haasteena näemme SRV Mallissa mm. sen, että yhtiö on hyvin riippuvainen suunnittelijoiden ja alihankkijoidensa osaamisesta, ulkopuolisen kapasiteetin saatavuudesta/hinnasta ja alihankkijoiden kyvystä toteuttaa annetut tehtävät ajallaan ja laatuvaatimusten mukaisesti. Tämä voi johtaa tilanteisiin, jossa SRV voi joutua heikon laadun tai aikataulujen pettämisestä johtuvien kustannuksien ja muutostarpeiden maksajaksi. Historiallisesti SRV on mallinsa avulla hallinnut rakentamisen riskejä kohtuullisen hyvin, mutta nyt kuitenkin noususuhdanteen loppuvaiheilla on

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

3. Kiinteistöjen operointi

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

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

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

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/5

4. Omistaminen

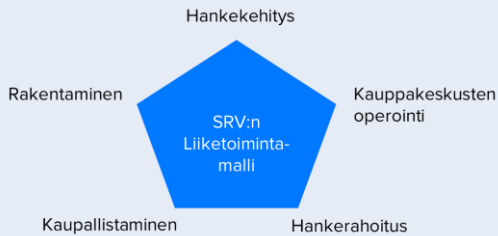
SRV osallistuu moniin rakennushankkeisiin myös sijoittajan roolissa. Sijoittajarooli mahdollistaa SRV:lle korkeamman osuuden hankkeiden lisäarvosta, riskien jakamisen ja rahoitusresurssien optimoinnin. Sijoittajarooliin tyypillisesti sopivia hankkeita ovat mm. suuret aluekehityshankkeet ja kauppakeskushankkeet.

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

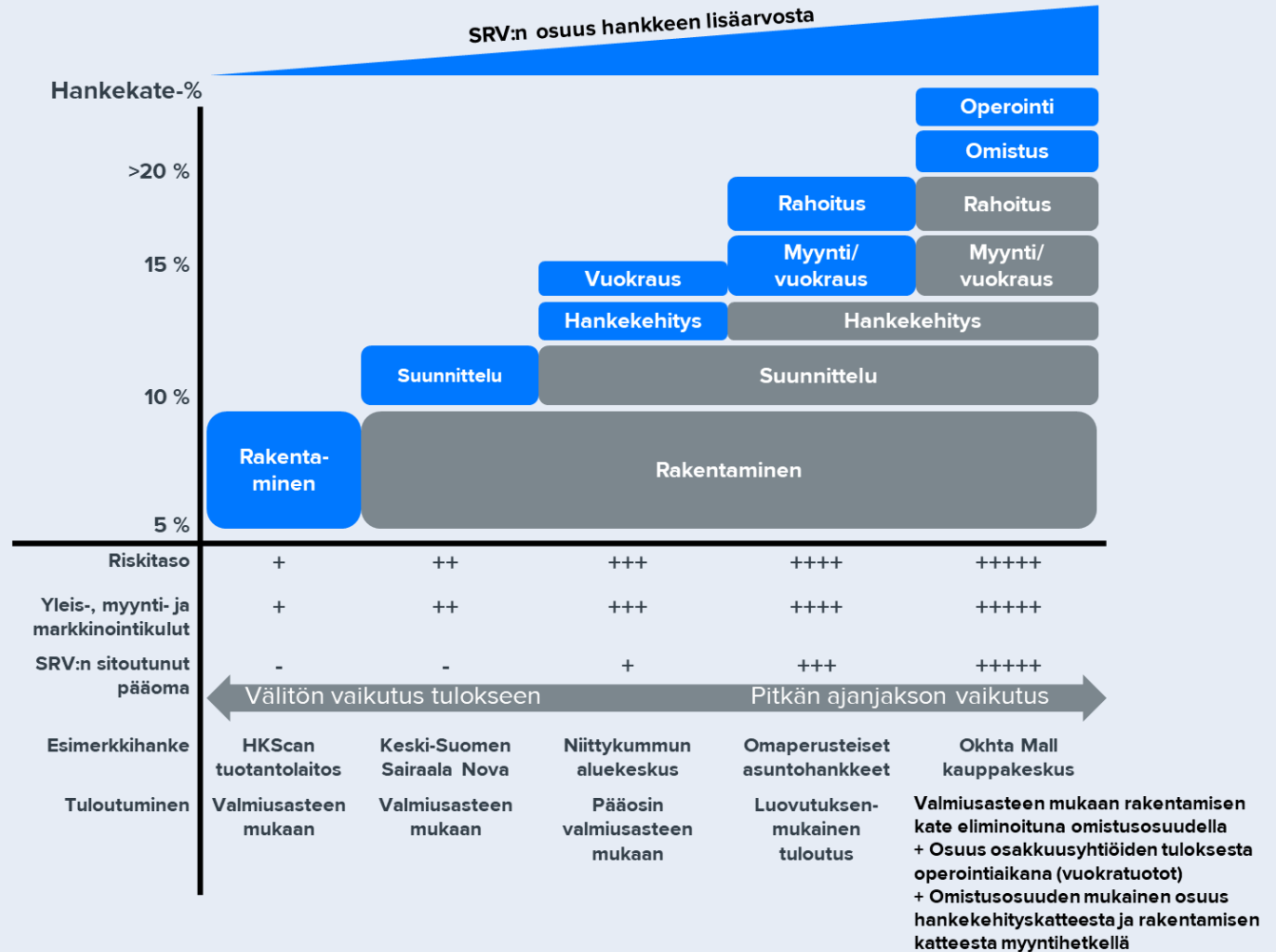
Suurimpien kehityshankkeiden kohdalla SRV:n oma rahoituskapasiteetti ja riskinkantokyky asettaa tiettyjä rajoituksia sijoitusten ja omistusosuuksien määrälle. SRV on tästä syystä kehittänyt yhteistyössä sijoittajien kanssa hankerahoitusratkaisuja, jotka mahdollistavat samanaikaisesti riskien hajauttamisen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

rahoituksen lisäksi hankkeissa pyritään hyödyntämään velkarahoitusta.

SRV:n liiketoimintamalli



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



Strategia 1/2

Strategiakausi: 2018-2022

SRV uudisti strategiansa, vision ja taloudelliset tavoitteet helmikuussa 2016 ja päivitti helmikuussa 2018 strategisten taloudellisten tavoitteiden sisältöä ja toteutumisaikataulua. Strategiakauden aikaväli ulottuu nyt aikaisemmasta 2020 vuodesta vuoteen 2022. Strategiassa keskitytään nyt entistä enemmän kannattavuuden parantamiseen ja toimialaa nopeamman kasvun sijasta pyritään ensisijaisesti operatiivisen liikevoiton kasvattamiseen. Vuoteen 2022 ulottuvan strategijakson keskiössä on edelleen kolme strategista päämäärää: 1) Alan paras kannattavuus, 2) alan paras asiakaskokemus ja 3) alan houkuttelevin työpaikka.

Sijoittajien kannalta näemme strategiassa kolme keskeistä seikkaa: 1) Kannattavuuden parantamiseen tähtäävät toimet, 2) keskittymisen vetovoimaisiin kasvukeskuksiin ja julkisiin rakennushankkeisiin, 3) yhteistyömallien kehittäminen omistusrakenteissa, sekä 4) Venäjän liiketoiminnan keskittyminen valmistuneiden kauppakeskusten operointiin.

Kannattavuuden parantaminen

Keskeisin SRV:n kannattavuutta parantava keino on hankeportfolion optimointi ja entistä tarkempi hankkeiden valikointi. SRV:n päämääränä on vähentää osallistumista heikompiin urakkakilpailuihin ja keskittyä aiempaa vahvemmin omakehitteisiin ja -perusteisiin hankkeisiin. Omaperusteisissa hankkeissa on saavutettavissa

urakointia selkeästi parempi kannattavuus. Korkean kannattavuuden kääntöpuolella on kasvavat rahoitus- ja myyntiriskit sekä urakointia korkeampi sitoutunut pääoma. SRV on pyrkinyt vähentämään sijoitetun pääoman määrää tekemällä omakehitteisiä hankkeita yhteistyökumppaneiden kanssa, jossa SRV on sekä omistajana että rakentajana.

Urakat yhtiö pyrkii toteuttamaan kustannus- tai tavoitehintaperusteisina neuvottelemalla tai kilpailun kautta. Kiinteähintaisia kilpailu-urakoita SRV toteuttaa hyvin valikoidusti, sillä niissä potentiaali lisäarvoa tuottaviin ratkaisuihin on heikko ja katetaso tyypillisesti matala. REDI-kauppakeskuksessa kiinteähintaisen urakan riskit realisoituivat, kun kustannukset ylittyivät ja SRV joutui niiden maksumieheksi. Lisäksi yhtiö pyrkii tulevaisuudessa hyödyntämään allianssi- ja muita yhteistyömalleja yhä enemmän vaativissa ja riskien arvioinnin kannalta haastavissa projekteissa.

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

Taloudelliset tavoitteet

SRV:n helmikuussa 2018 päivitetty taloudelliset tavoitteet vuoden 2022 loppuun ulottuvalla strategiakaudella ovat:

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

Taloudellisten tavoitteiden taustaoletukset

Asetettujen strategisten tavoitteiden saavuttaminen perustuu SRV:n mukaan maltilliseen ja vakaaseen talouskasvuun Suomessa sekä Venäjän talouden lievään vahvistumiseen ja vakiintumiseen. Lisäksi se edellyttää SRV:n omaperusteisten hankkeiden merkittävää kasvua. Venäjällä toiminta on siirtynyt kauppakeskusten operointivaiheeseen ja osakkuuksista pyritään luopumaan

Strategia 2/2

markkinatilanteen niin salliessa. Uusien hankkeiden kehittämistä jatketaan, ja niitä voidaan aloittaa konsernin pääomarakenteen salliessa ja kohteiden taloudellisten kriteerien täytyessä.

Kannattavuus ja pääomantuotto haasteellisia

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

Pidämme SRV:n tavoitteita kannattavuuden ja pääoman tuoton osalta lyhyellä aikavälillä erittäin haastavina, vaikka rakennusalan isoimpien kustannuspaineiden odotetaankin hellittävän viimeistään ensi vuonna. SRV:n tavoitteen mukaisesta 8 %:n liikevoittomarginaalista 6 %-yksikköä tulisi yhtiön Rakentaminen-segmentin tuloksesta ja 2 %-yksikköä Sijoittaminen-segmentin osaomistuksessa olevien kauppakeskusten vuokratuotoista. Molemmat vaikuttavat lyhyellä aikavälillä hyvin haastavilta saavuttaa. Rakentamisen kannattavuus on ollut yksittäisten heikkojen projektien ja yleisen kustannuskehityksen vuoksi matalaa vuonna 2019. Vuoden 2020 aikana tilanteen tulisi helpottua yleisen kustannuspaineen osalta ja heikkojen projektien tulisi päättyä. Ensi vuonna

volyymit tulevat kuitenkin laskemaan valikoivamman projektiosallistumisen ja heikomman markkinan myötä. Lisäksi asuntorakentamisessa omaperusteisten asuntojen valmistumismäärät tippuvat rajusti vuodesta 2019, mikä vaikeuttaa kannattavuuden nostoa yleisellä tasolla Rakentamisen segmentissä. Vuoden 2021 ja 2022 aikana näemme kannattavuustason hyvinkin mahdollisena saavuttaa, mutta se vaatii mielestämme ehjän toimitilojen projektikannan, vahvan kannattavuuden omaperusteisia asuntokohteita ja suurien hankkeiden riskien vähentämistä nykyisestä.

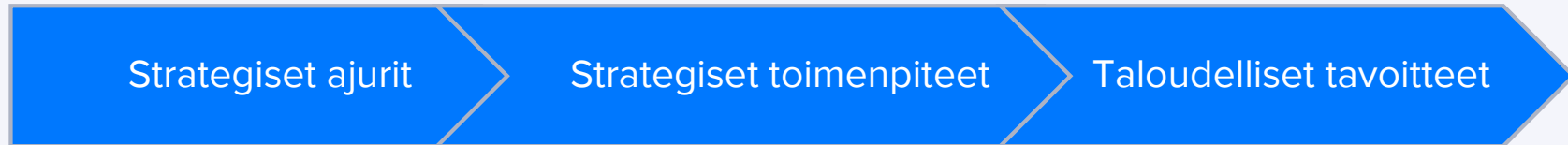
Sijoittamisen segmentin osalta SRV:n osaomistamat kauppakeskusten tulokset kasvavat tavoitellulle tasolle tyypillisesti vasta useita vuosia valmistumisen jälkeen, minkä takia lähivuosina myöskään ne eivät yllä 2 %:n tuottotasolle. Ainoastaan Pearl Plazan osakkuusyhtiö toimii käsityksemme mukaan nettotulospositiivisena. REDI ja Okhta Mall ovat vielä kauppakeskuksen ylösajovaiheessa ja tuotot tulevat nousemaan arviomme mukaan vuoden 2022 loppuun mennessä merkittävästi. Tämä ei kuitenkaan tule arviomme mukaan riittämään aiemmin haarukoimaamme 1000 MEUR:n liikevaihdolla 2 %:n eli noin 20 MEUR:n tavoiteltuun liikevoittoon varsinkin tulevan Pearl Plazan myynnin poistaessa yhden positiivisen vuokratassavirran kohteen.

Osaltaan kannattavuustavoitteiden toteutuminen vaatii näkemyksemme mukaan myös rakennusmarkkinoiden suhdanteen ja Suomen talouskehityksen osalta vetoapua, jotta SRV:llä

olisi varaa valikoida tilauskantaansa vain hyviä hankkeita ja kuluttajien ostovoima pysyisi vähintään tasaisena. Lisäksi Venäjän talouden olisi elvyttävä nykyisiltä tasoilta, jotta kuluttajien ostovoima kasvaisi ja sijoittajat näkisivät geopoliittisten riskien yli ja kiinteistöjen tuotot nousisivat.

Päästäkseen pääoman tuottotavoitteisiinsa SRV:n tarvitsee parantuvan kannattavuuden lisäksi laskea sitoutuneen pääoman määrää ja tehostaa sen käyttöä. Omavaraisuuden tavoitteen sotkee osaltaan IFRS 16 -standardin myötä kasvaneet velat ja oman pääoman ehtoiset hybridilainat. Korkean sitoutuneen pääoman ja heikon kannattavuuden vuoksi pääoman tuoton ja osingonjaon suhteen tavoitteet jäävät luultavimmin lyhyellä aikavälillä saavuttamatta. Yhtiön rahoitusrakenne on viimeaikaisten pääomajärjestelyjen myötä kuitenkin nyt hieman parantunut ellei loppuvuoden aikana tappiot syvene entisestään. Loppuvuodesta vapautuu pääomia omaperusteisten asuntojen valmistuessa ja mahdollisen Pearl Plazan myynnin kautta. Näillä voidaan vähentää yhtiön velkaisuutta ja parantaa myös tulevien hankkeiden rahoitusneuvotteluasemaa. Isoin vaikutus pääomiin ja taseeseen tulee kuitenkin olemaan suurilla kauppakeskushankkeilla. Hankkeisiin on sitoutunut paljon pääomaa, ja kun kohteet myydään tai jälleenrahoitetaan, voidaan taseesta vapauttaa merkittävästi pääomia. Tämä nostaisi myös pääoman tuottoa merkittävästi.

Strategia



Megatrendit
(esim. kaupungistuminen)

Kannattavuuden
parantaminen

Pääoman käytön
tehostaminen

- Keskittyminen omaperusteisiin asuntoihin ja sijoittajahankkeisiin Suomen kaupunkikeskuksissa
- SRV:n asuntoliiketoiminnan markkinaosuus Helsingin ja Tampereen vapaarahoitteisesta rivi- ja kerrostalotuotannosta yli 15 prosenttiin vuoteen 2020 mennessä
- Toimitilaprojektien toteutus yhteistoimintamallilla kustannustehokkaasti
- Eri osa-alueilta uusia kasvumahdollisuuksia (elinkaarihankkeet, sairaalat ja infrarakentaminen)
- Venäjän kauppakeskusten operointi ja kehittäminen realisoitua varten
- Liikevaihdon kasvuvaiheen jälkeen tavoitellaan ensisijaisesti vuosittaisen operatiivisen liikevoiton kasvattamista
- EBIT-% yli 8 %:iin vuoteen 2022 mennessä, josta 6 % Rakentamisen tuloksesta ja 2 % Sijoittamisen kauppakeskusten vuokratuotoista
- ROE yli 15 % ja ROI väh. 12 %
- Omavaraisuusaste yli 35 %
- Osingonjakosuhte 30-50 % liiketoiminnan pääomatarpeet huomioiden

➤ SRV on keskittynyt liiketoiminoissaan kasvukeskuksiin ja eritoten pääkaupunkiseudulle

➤ Painopiste suurhankkeissa ja asuntorakentamisen kehityshankkeissa kulkuyhteyksien varrella

➤ Pääomia vapautettu, mutta taso vielä korkealla

➤ Asunnoissa kannattavuutta tänä vuonna painaa yksi heikon katteen projekti ja ensi vuonna omaperusteisten asuntojen laskevat valmistumiset hidastavat parannusta

➤ Myös toimitiloissa tänä vuonna osassa projekteja kannattavuus heikolla tasolla, mutta tilauskannan katetasoon panostetaan entistä tarkemmin

➤ Venäjän kauppakeskusten ylösajo valtaosin kesken, jälleenrahoituksella ja myynneillä voidaan vapauttaa merkittävästi pääomaa

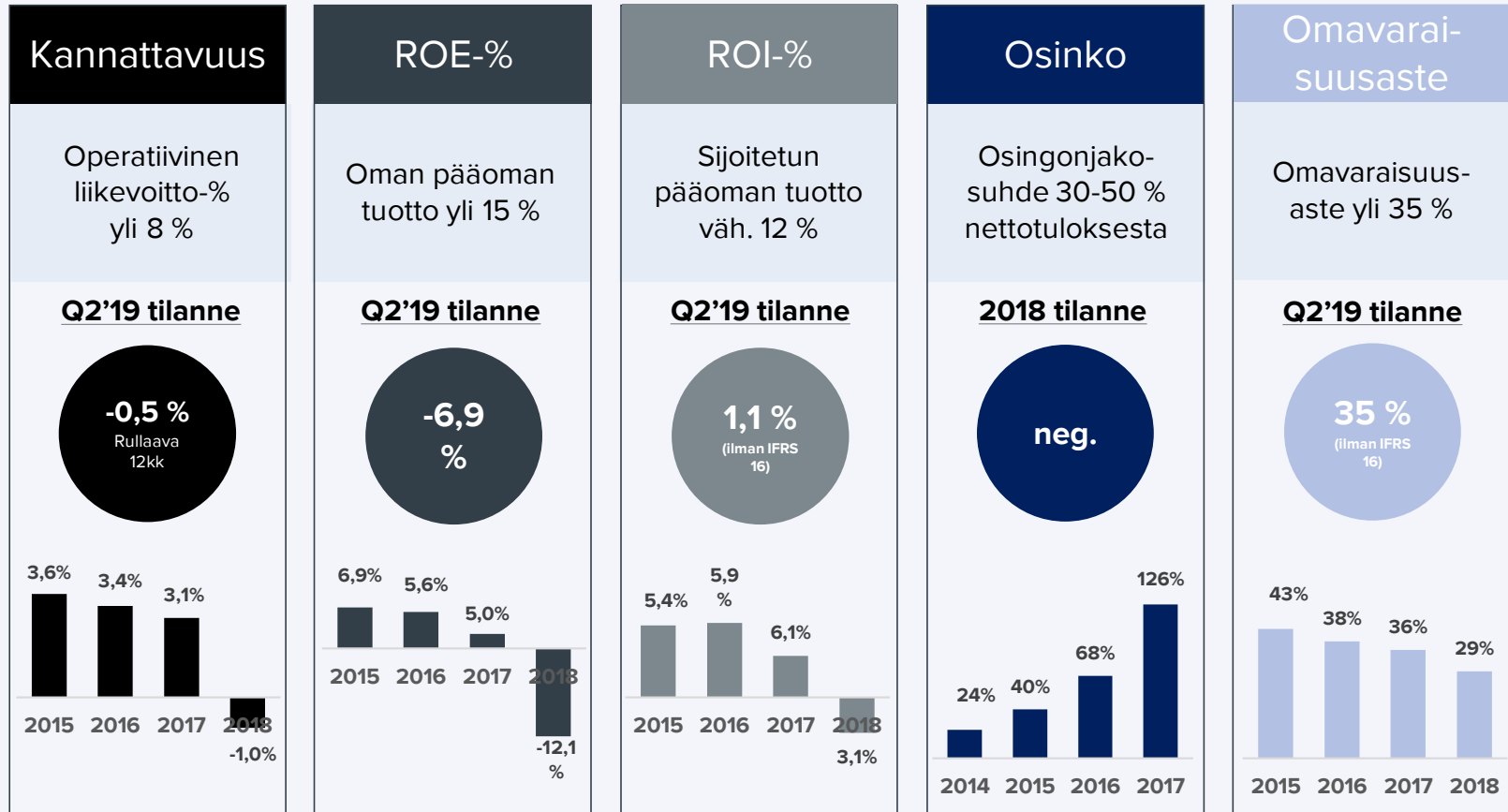
➤ Kasvu ollut toimialaa vahvempaa historiassa

➤ Kannattavuus nousee jakson loppua kohden, mutta nykytaso vaatimaton

➤ Pääoman tuottotavoitteissa keskeistä vapauttaa Venäjälle sitoutuneita pääomia

➤ Tase- ja rahoitustilanteen tulisi helpottua loppuvuonna ellei tappiot syvene

Taloudelliset tavoitteet



Sijoitusprofiili 1/2

SRV:n erityispiirteet sijoituskohteena

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

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

Tuloutuskäytännöt

SRV:n tuloskehitykseen vaikuttaa lyhyellä aikavälillä paljon mm. omaperusteisten hankkeiden luovutusaikataulut, SRV:n osakkuusyhtiöiden tuloskehitys sekä mahdolliset osaomistusten myynnit. Lisäksi SRV:n osakkuusyhtiöille suorittaman rakentamisen katteesta eliminoidaan SRV:n omistusosuuden mukainen osuus. Esimerkiksi SRV:n rakentaessa Tampereen Kansi ja Areena -hanketta, tuloutuu tästä hankkeesta jäävästä rakentamisen katteesta vain se prosenttiosa mikä muilla omistajilla on omistus osakkuusyhtiössä. SRV:n omistusosuuden mukainen osuus tuloutuu, kun SRV myy

lopullisesti kohteen uusille omistajille.

SRV:n tuloutuskäytännöt voidaan jakaa hanketyypin mukaan kolmeen osaan:

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

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

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

Lisäksi sijoittajien on hyvä huomioida, että SRV:n strategiana ei ole useimmista muista rakennusyhtiöistä poiketen luopua merkittävien kauppakeskushankkeiden omistuksesta

välittömästi kohteiden valmistumisen jälkeen vaan jatkaa niiden operoimista ja liiketoimintakonseptin kehittämistä tyypillisesti 3-4 vuoden ajan. Kauppakeskusten vuokratuotot kirjataan osakkuusyhtiöiden liikevaihdoksi, mutta ei SRV:n liikevaihtoon. SRV:n osuus osakkuus-/yhteisyritysten nettotuloksesta kirjataan ennen liikevoittoriviä.

Omistusrakenne

SRV:n omistusrakenne on hyvin keskittynyt ja 5 suurinta omistajaa omistaa yli 63 % yhtiön osakekannasta. SRV:tä voidaan myös kuvaila omistusrakenteen puolesta eräänlaiseksi perheyhtiöksi, sillä yhtiön perustaja Ilpo Kokkila ja hänen poikansa omistavat yhtiöstä suoraan ja omistamiensa yhtiöiden kautta yli 50 %. Myös osalla konsernin johtoryhmän jäsenistä on merkittävät omistukset yhtiössä. Osakekanta on tällä hetkellä lähes 100 %:sti kotimaisessa omistuksessa. Osakkeen likviditeetti on keskittyneestä omistuksesta johtuen suhteellisen matala.

Valuuttakurssiriskit ja korkosuojaus

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

Ruplamääräisten vuokrasopimusten yleistymisen vuoksi SRV:n Venäjän osakkuus- ja yhteisyritysten toiminnalliseksi valuutaksi on vaihtunut rupla, mikä altisti SRV:n tuloksen

Sijoitusprofiili 2/2

euromääräisten lainojen eikassavirtavaikutteisten arvonmuutosten kautta vuosina 2017-2018 voimakkailla ruplakurssin vaihteluille. SRV suojautuu tyypillisesti vain jyrkkää valuuttakurssin heikentymistä vastaan, joten ruplan vahvistuminen euroa vastaan nostaa SRV:n tulosta ja heikentyminen laskee tulosta. Valuuttakurssien tulosvaikutusta pienentää jatkossa se, että yhtiö on konvertoinut suurimman osan osakkuusyhtiöiden aiemmin euromääräisistä lainoista ruplamääräisiksi.

SRV pyrkii suojaamaan lainasalkun yllättäviltä korkojen muutokselta koronvaihtosopimuksilla. Koronvaihtosopimusten käyvän arvon muutokset kirjataan tuloslaskelman kautta taseeseen kvartaaleittain korkomuutosten mukaan. Korkotason laskiessa tämä suojaus kasvattaa merkittävästi SRV:n raporttoimia nettorahoituskuluja ja pienentää yhtiön nettotulosta. Sijoittajien kannattaa kuitenkin huomioida, että muutokset korkosuojauksen käyvässä arvossa eivät ole kassavirtavaikutteisia tuloseriä ja ne kannattaa näkemyksemme mukaan oikaista SRV:n raportoiduista luvuista.

Positiiviset arvo-ajurit ja potentiaali

- **Rakentamisen kannattavuuden parantuminen:** SRV:llä on merkittävää kannattavuuden nousupotentiaalia Rakentamisessa talouskasvun pysyessä vakaana yhtiön toimintamaissa. Tämä kuitenkin edellyttää myös oman toiminnan tehostamista sekä tulevien hankkeiden tarkempaa valikointia.
- **Kauppakeskusten vuokraus- ja exit-tuotot:** SRV:n kaikki kauppakeskushankkeet ovat

valmistuneet vuoden 2018 lopussa ja tuottavat vuokratassavirtaa. Vuokratuotoissa on ylösajovaiheen aikana parannuspotentiaalia, mikä voi myös nostaa odotuksia kohteiden myyntiarvoista.

- **Hankekehitysportfolio:** SRV:llä on kehitteillä hankkeita, joista suuren osan odotamme kypsyvän markkinatilanteen salliessa rakennus- ja myyntivaiheeseen lähivuosina.
- **Pääoman tehokkuuden kasvu:** SRV:n sitoutuneen pääoman määrä on korkea ja yhtiö voisi uudelleenrahoittamalla ja myymällä suuria kiinteistökehityshankkeita vapauttaa merkittävästi pääomia, optimoida pääomarakennetta ja kasvattaa pääoman tuottoa. Lisäksi yhtiön aloittamat uudet hankkeet eivät sido pääomia yhtä paljon kuin aiemmin omistusrakenteen optimoinnin myötä.
- **Rahoituksen vipu:** SRV:n korkeiden rahoituskulujen ja hybridilainan korkojen vuoksi alarivillä vipu tuloksessa on merkittävä, jos yhtiö saa pääomia vapautettua ja velkaisuutta vähennettyä.

Negatiiviset arvoajurit ja riskit

- **Toimialan syklisyys:** Rakentamisen kysyntä on hyvin syklistä ja Suomi on näkemyksemme mukaan keskellä suhdannekäännettä. SRV kärsi noususuhdanteesta nousseista kustannuksista, mutta nyt hiljentyvän suhdanteen tulisi tukea yhtiön kannattavuutta. Volyymit tulevat kuitenkin laskemaan ja näemme syklin kohdan olevan negatiivinen arvoajuri tällä hetkellä.

- **Suuria ja haastavia hankkeita:** SRV:n hankkeet ovat tyypillisesti suuria sekä asunto- että toimitilarakentamisen puolella, mikä nostaa yksittäisiin hankkeisiin kohdistuvien riskien toteutumisen vaikutuksia. Lisäksi yksittäisten kohteiden haastavuus lisää kohteiden suunnitteluun, aikataulutukseen ja osaavan työvoiman saantiin liittyviä riskejä.
- **Venäjän maariskit:** Merkittävä osa SRV:n sijoitetusta pääomasta on sitoutunut Venäjälle ja yhtiöllä on Venäjällä useita suuria kiinteistökehityshankkeita. Venäjän heikko talouskehitys ja geopoliittinen tilanne heikentävät sijoittaja- ja projektirahoituksen saatavuutta ja vaikeuttavat kiinteistöjen myyntiä.
- **Valuuttakurssiriskit:** Merkittävä osa SRV:n sijoitetusta pääomasta on Venäjällä, mikä altistaa yhtiön tuloksen ja taseen ruplan kurssivaihteluista aiheutuville riskeille.
- **Rahoitusriskit:** Rakennusprojektit ja kiinteistösijoitukset rahoitetaan pääosin velkarahalla, minkä vuoksi SRV:n liiketoiminnan herkkyys muutoksille rahoituksen saatavuudessa, korkotasossa tai likviditeetissä on korkea. Varsinkin suurien asuntokohteiden ja pääomaa sitovien omaperustaisten toimitilahankkeiden rahoitusriskit voivat olla korkeat, sillä niihin sitoutuu tyypillisesti paljon pääomaa pitkiksi ajoiksi ja etupainotteisesti. Nykyinen tasetilanne ei ole hyvä ja voi lykätä yhtiön aloituksia tulevaisuuteen. Likviditeetin puute voi myös ajaa yhtiön epäedullisiin rahoitusratkaisuihin.

Sijoitusprofiili

1.

Kannattavuuden parannus

2.

Suurten hankkeiden painoarvo korkea

3.

Korkea velkavipu ja sitoutunut pääoma

4.

Pääoman vapautuminen ja käytön tehostuminen

5.

Suhdanneherkkyys korkea

Potentiaali



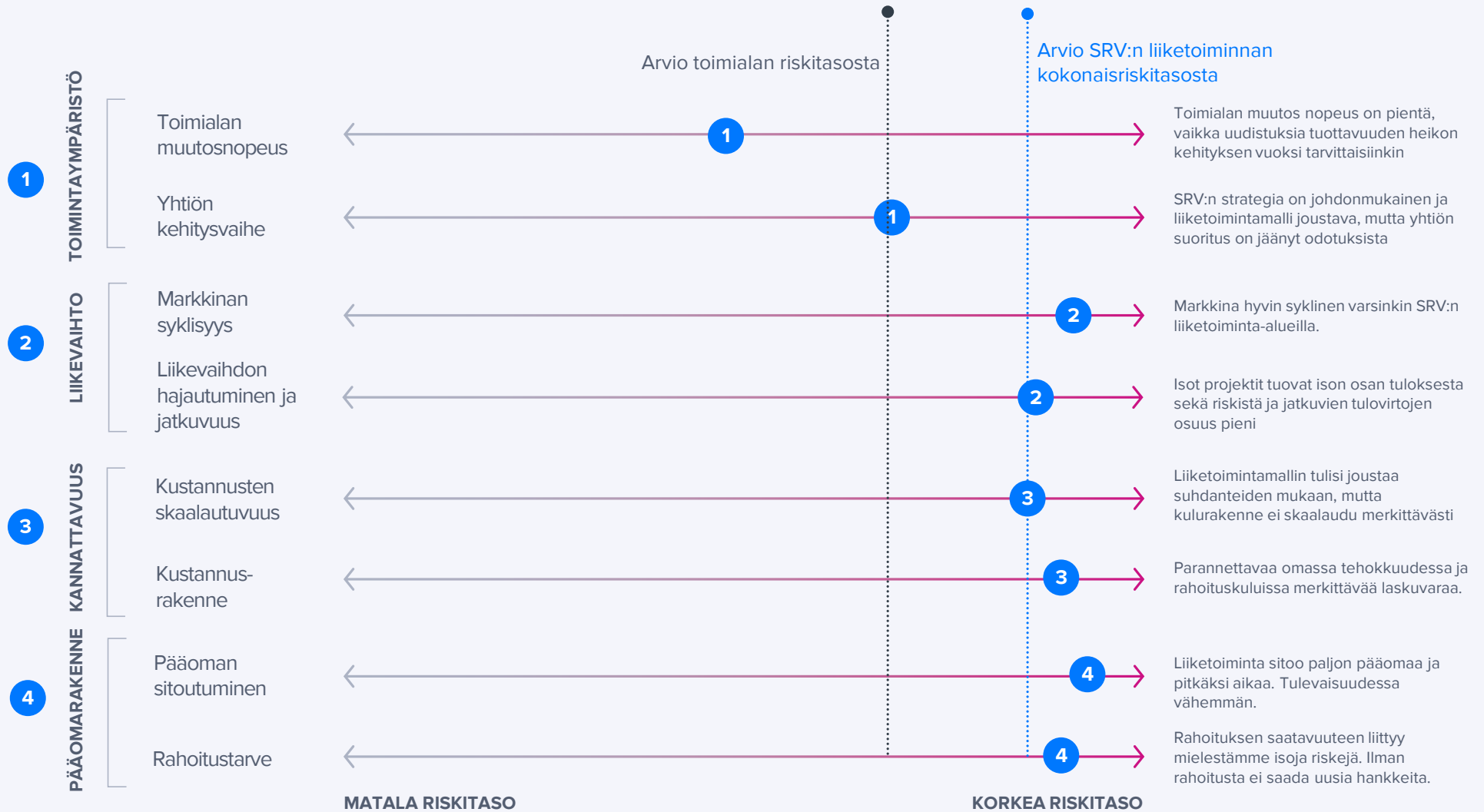
- Rakentamisen kannattavuuden nosto
- Kauppakeskusten vuokra- ja exit-tuotot
- Merkittävä hankekehitysportfolio
- Pääomien vapautus ja vähemmän pääomaa sitovat uudet hankkeet
- Tilauskanta, korkea myyntiaste ja vuokratuotot parantavat näkyvyyttä

Riskit



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

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Markkinat 1/4

Talousohjelma ja luottamus laskusuunnassa

Talousohjelman näkymät Euroopassa ja täten myös Suomessa ovat heikkenemään päin. Suomi innostui muista Euroopan maista hitaammin kasvamaan eurokriisin jälkeen ja omaa nyt vielä paremmat kasvunäkymät kuin muu Euroopan maa. Yleisesti heikkenevän talousohjelman pitäisi arviomme mukaan kuitenkin heikentää lähivuosien rakentamisen kysyntää. Finanssialan Keskusliiton kokoaman viimeisimmän rahoituslaitosten ennusteiden mukaan Suomen BKT:n ennustetaan kasvavan tulevina vuosina 1,2-1,7 % ja ensi vuonna hidastuvan entisestään 0,8-1,3 %:iin.

Rakentamisen kysyntäpuolella kuluttajien ja alan luottamus on vielä korkealla tasolla, mutta tärkeämpänä seurattavana pitämämme trendi on näissä laskusuunnassa. Viime aikoina matalalla tasolla lähes jo vuosikymmenen viipynyt korkotaso on saanut tukea eri talousalueiden keskuspankkien elvytyspuheista eikä koronnotoja ole näköpiirissä, mikä rakentamiseen liittyen tukee etenkin yritysten investointinäkymiä ja kuluttajien asuntolainakysyntää.

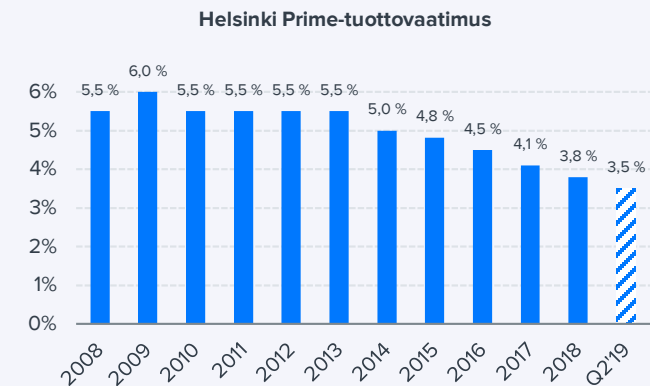
Kysyntä siirtymässä instituutioiden varaan

Yksityissijoittajien kysyntä on asuntomarkkinoilla hiipunut selvästi, joka näkyy paikoittain pienempien asuntojen ylitarjontaa myös pääkaupunkiseudulla. Kuluttajien ostovoiman hyvä taso ja korkojen alhaisuus on piristänyt kuitenkin oman asunnon ostoja. Tämä näkyy mielestämme etenkin piristyneessä vanhojen

asuntojen kaupassa. Uusien asuntojen kauppa näyttää kuitenkin selviä hidastumisen merkkejä. Muun muassa kiinteistövälitysalan keskusliiton mukaan tammi-heinäkuussa uudisasuntojen kauppa väheni 11 %:lla vuoden takaiseen nähden. Samalla esimerkiksi Rakennusteollisuus RT:n asuntotuotantokyselyn mukaan valmiit myynnissä olevat asunnot ovat kasvaneet vuoden 2018 alusta alkaen. Myös rakennusliikkeiden omasta myynnistä kiinteistövälittäjille siirretyt valmiit asuntokohteet kertovat myynnin vaikeudesta tietyille kohteille.

Instituutionaaliset sijoittajat ovat kuitenkin tulleet paikkaamaan kysyntää ja tehneet isojakin transaktioita sekä toimitila- että asuntomarkkinoilla. Suomen kiinteistötransaktiiovolyymit eivät Catellan raportin mukaan yltäneet viime vuonna enää toissavuoden tasolle, mutta ulkomaisten sijoittajien osuus pysyi korkealla noin 65 %:n tasolla. Asuntomarkkinoilla rakennusyhtiöt ovat viimeisen vuoden aikana kunnostautuneet isojen asuntoportfolioiden nippukaupoissa. Sijoittajat ovat olleet sekä kotimaisia että myös ulkomalaisia yhtiöitä. Nippukaupoissa mukaan saadaan yleensä hyvää tuotantoa, mutta myös valmistaa tuotantoa, joka ei välttämättä ole mennyt kaupaksi. Isoille sijoittajille myynti vähentää asunnoista saatavaa hintaa, mutta varmistaa, että asuntoja ei jäisi yhtiöiden taseeseen. Odotamme instituutionaalisten sijoittajien kiinnostuksen olevan vahvaa myös lähitulevaisuudessa, mutta Prime-kohteiden tuottovaatimuksissa on nähty jo alkuvuonna myös Suomessa isoa laskua ja tasaantumista voi lähiaikoina näkyä.

BKT:n muutos	2019e	2020e
S-Pankki	1,3 %	1,0 %
Aktia	1,7 %	1,3 %
Nordea	1,2 %	1,0 %
OP Ryhmä	1,2 %	0,5 %
Handelsbanken	1,5 %	0,9 %
Hypo	1,3 %	1,0 %
Danske Bank	1,2 %	0,8 %



Markkinat 2/4

Kaupungistuminen ja väestön vanheneminen tukee

Isoista trendeistä kaupungistuminen tukee kysyntää etenkin SRV:lle keskeisillä alueilla, mutta pitkällä aikavälillä väestönkasvun heikentyminen tai kääntyminen laskuun rajaa tarvetta toisesta suunnasta.

Väestön ja aluerakenteen muutokset ohjaavat tällä hetkellä asuntomarkkinoiden kehitystä Suomessa, mikä näkyy erityisesti uudisasuntotuotannossa ja asuntomarkkinoiden eriytymisessä. Rakennusyhtiöiden uudet tilasuunnitteluun liittyvät asutokonseptit ja moduulirakentamisen kasvu tekee asumisesta tulevaisuudessa kohtuuhintaisempaa ja tilan tarpeesta ollaan valmiita joustamaan matalampien kustannusten vuoksi. Myös SRV on omassa strategiassaan viitannut etsivänsä uusia keinoja lisätä hankkeiden esirakennettujen moduulien osuutta kokonaisuudesta.

Uudisrakentaminen painottuu hyvin voimakkaasti tällä hetkellä kasvukeskuksiin, kun samalla haasteet kasvavat maakunnissa, missä väestönkehitys on kääntynyt negatiiviseksi. Uusista asunnoista suurin osa rakennetaan isoihin kasvaviin kaupunkeihin ja niiden lähistölle. Suurimpien kaupunkien ja niiden lähistöjen asuntotarve on VTT:n vuoden 2016 ennusteen mukaan vuosittain 25 000–30 000 asuntoa. Rakennusteollisuudella (RT) vastaava luku on lähempänä vuosikymmenen huippulukemia noin 35 000 asunnossa.

Vaikka suurin muuttoliike tapahtuu isoihin

kasvukeskuksiin, myös pienemmät kuntakeskukset tulevat kohtaamaan voimistuvaa kysyntää ikääntyvän väestön muuttaessa reuna-alueilta lähemmäksi tarvittavia palveluita.

Suomen rakennusmarkkinat

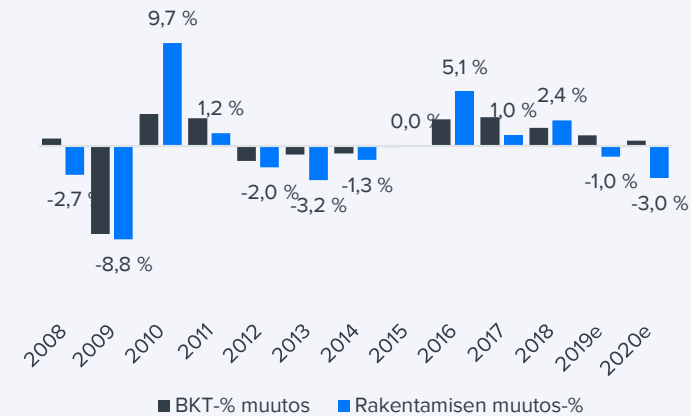
Rakentamisen määrän kasvu on ollut poikkeuksellisen vahvaa viime vuodet, kun se ajoittain on kasvanut jopa kokonaistuotannon määrää nopeammin, mutta nyt vauhti hidastuu selvästi. Rakennusteollisuus (RT) ennusti syksyn suhdannekatsauksessaan vuodelle 2019 noin -1 %:n volyymin laskua ja vuodelle 2020 noin 3 %:n laskua. Foreconin ennuste povaa rakentamisen määrän laskevan jo vuonna 2019 noin 1,9 % ja edelleen vuonna 2020 noin 2,6 %.

Kasvu on rakentamisen segmenteittäin katsottuna heikkoa uudisrakentamisen segmenteissä ja kääntyy jyrkemmin laskuun ensi vuonna. Valopiilkuja ovat korjausrakentaminen, teollisuusrakentaminen ja julkisen puolen hankkeet, jotka korjaavat muuten heikkenevää kysyntää.

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

Myös rakentamisen kehitystä ennakoivat rakennusluvut ovat jatkaneet laskusuuntaansa vuoden 2019 heinäkuuhun saatujen tietojen perusteella. Sielläkin isointa laskua ollaan nähty asunto- ja toimitilamarkkinoilla.

BKT:n ja rakentamisen määrän kehitys (RT:n ennuste)



Kaikki rakennukset, m3 (1000x) (rullaava 12kk)



Markkinat 3/4

Asuntorakentamisen näkymät

Suomen asuntorakentamisen näkymät vuodelle 2019-2020 ovat heikot. Viime vuosien vahvan asuntorakentamisen kauden taustalla on nähdäksemme useiden keskeisten asuntojen kysyntäajureiden pitkään jatkunut positiivinen kehitys sekä useiden vuosien aikana kasvukeskuksiin muodostunut patoutunut tarve asunnoille. Tämä on nyt kuitenkin johtanut osittaiseen ylitarjontaan ja tilanne rauhoittuu tulevina vuosina asuntorakentamisessa maltillisille tasoille.

Volyymit ovat pysyneet valmistumisten myötä vielä hyvällä tasolla, mutta vuodesta 2019 eteenpäin kasvu kääntyy laskun puolelle. Ennustelaitokset (RT, Forecon) odottavat vuoden 2019 asuntojen uudisrakentamisen laskevan Suomessa jopa 5-7 % ja vuonna 2020 12-18 %. Edellisvuosien vahvoin asuintaloihin odotetaan merkittävää laskua myös vuosien 2019-2020 aikana. Vuonna 2018 Suomessa aloitettiin noin 45 000 asuntoa ja aloitusten ennustetaan laskevan tänä vuonna noin 36-38 tuhanteen ja vuonna 2020 noin 30-32 tuhanteen kappaleeseen. Asuntotuotanto on ollut pari vuotta yli pitkän aikavälin tarpeen (25-35 tuhatta) ja muodostanut paikoittain ylitarjontaa. Rajuinta laskua odotetaan kerrostalojen aloituksiin. Kerrostalojen lupakehityksestä oikealla nähtävä kuva kertoo, että pitkän aikavälin keskiarvoihin on nykyisiltäkin tasoilta vielä pitkä matka, ja isoin hidastuminen on vielä volyymeissa edessä.

Toimitilarakentamisen näkymät

Odotamme Suomen toimitilarakentamisen

volyymikasvuun hidastumista vuonna 2019 vahvojen vuosien jälkeen, jota tuki useat suuret liike-, teollisuus- ja julkisen puolen rakennushankkeet. Forecon ennustaa muun kuin asuntorakentamisen uudisrakentamisen kasvun laskevan tänä vuonna 0 %:iin ja ensi vuonna kääntyvän noin 2 %:n laskuun. RT:llä muun uudisrakentamisen odotetaan laskevan kuluva vuonna 0,3 % ja ensi vuonna 3 %.

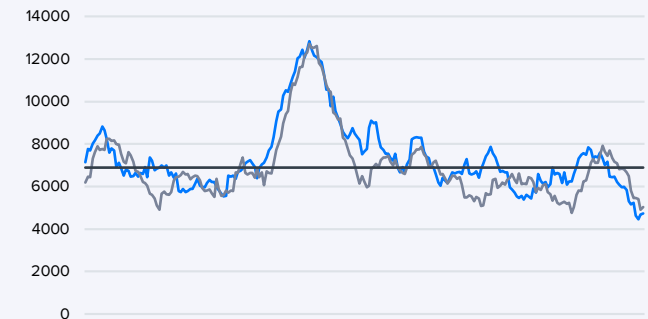
Rakentaminen on keskittynyt suuriin kasvukeskuksiin ja etenkin isot raidehankkeet Tampereella ja Helsingissä ovat siivittäneet kysyntää liike- ja toimistotiloille liikenteen solmukohtissa. Teollisuusrakentaminen on vetänyt hyvin viennin kehityksen ansiosta ja isot sairaalahankkeet ovat lisänneet julkisten tilojen kysyntää, ja pitävät sitä myös yllä lähitulevaisuudessa. Viime vuonna muun kuin asuinrakentamisen aloitukset ylsivät 26 miljoonaan kuutioon ja niiden ennustetaan RT:n mukaan tänä vuonna laskevan 4 %:lla alle 25 miljoonaan kuutioon.

Aloitusten odotetaan laskevan etenkin liike- ja toimistorakentamisessa, mutta nousevan esimerkiksi vahvassa vedossa olleessa julkisissa palvelurakennuksissa ja teollisuuden rakentamisessa. Julkisten palvelurakennusten luvat ovat kasvaneet tänä vuonna todella rajusti mennen muuta uudisrakentamista vastavirtaan. Isot sairaalahankkeet ja koulu- sekä päiväkotimarkkinan selkeä piristyminen hoivakiinteistöjen kohuista huolimatta on pitänyt kyseisen rakentamisen segmentin kysynnän hyvällä tasolla.

Kerrostalot, kpl (rullaava 12kk)



Liike- ja toimistorakentaminen, m3 (1000x) (rullaava 12kk)



Julkiset palvelurakennukset, m3 (1000x) (rullaava 12kk)



Asuntomarkkinoiden yleiskuva

Peruskysyntätekijät		<ul style="list-style-type: none"> - Väestönkasvu - Kaupungistuminen - Asuntokuntien keskikoko - Asuntotuotannon vaje 	   
Kuluttajakysyntä		<ul style="list-style-type: none"> - Ansiotason kehitys - Korkojen kehitys - Kuluttajaluottamus - Rahoitus ja sääntely 	   
Sijoittajakysyntä		<ul style="list-style-type: none"> - Vuokratuotto - Tuottovaatimus - Vajaakäyttöasteet - Rahoitustilanne 	   
Tarjonta-ajurit		<ul style="list-style-type: none"> - Myyntivarastot - Tonttien hinnat ja saatavuus - Rakennuskustannukset - Rahoitus 	   





Arvioiden mukaan tarve 25000-35000 asuntoa vuosittain.

Aikaisempien vuosien tuotantotaso ei kestäväällä pohjalla.

Ansiot kehittyneet hyvin ja oma asunto kiinnostaa. Korkojen kehitys tukee, mutta sääntely voi kiristyä

Yksityissijoittajien kysyntä heikolla tasolla, mutta instituutiokysyntä paikkaa. Tuottovaatimukset laskeneet jo alas.

Uusista asunnoista on paikoin ylitarjontaa ja myyntiajat ovat pidentyneet. Hyvistä tonteista taistellaan ja rahoitus on kiristymään päin.

Nykytila:  = hyvin positiivinen  = positiivinen
 = heikko  = kohtuullinen

Trendi:  = paranee  = vakaa  = heikkenee

Toimitilamarkkinoiden yleiskuva





Peruskysyntätekijät		<ul style="list-style-type: none"> - Väestönkasvu - Kaupungistuminen - Ostovoima - Investoinnit 	   
Vuokramarkkina		<ul style="list-style-type: none"> - Vuokratasot - Vajaakäyttöasteet - Rahoitus ja sääntely - Talouden aktiivisuus 	   
Tuottovaatimus		<ul style="list-style-type: none"> - Tuottovaateet - Korkojen kehitys - KV-sijoittajat - Likviditeetti 	   
Tarjonta-ajurit		<ul style="list-style-type: none"> - Tonttien hinnat ja saatavuus - Rakennuskustannukset - Rahoitus - Kannattavuus 	   

Ostovoiman kasvu ja kaupungistuminen lisää kysyntää hyvien liikenneyhteyksien varrella

Prime-kohteiden vuokriin odotetaan pientä nousua, mutta erot alueittain kasvavat

KV-sijoittajia ilmaantunut markkinoille, mutta tuottovaatimukset laskeneet jo huomattavan alas

Tonttipula ja tonttikustannukset rajoittavat tarjontaa, mutta muut rakentamisen kustannukset alkavat helpottamaan vuonna 2020

Nykytila:  = hyvin positiivinen  = positiivinen
 = heikko  = kohtuullinen

Trendi:  = paranee  = vakaa  = heikkenee

Markkinat 4/4

Venäjän kauppakeskusmarkkinat

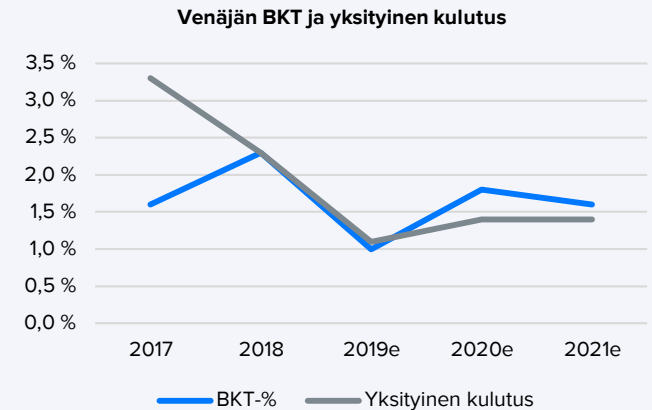
SRV:n Sijoittaminen-segmentti koostuu osin kauppakeskusten vuokraamisesta ja operoinnista Venäjällä. Rakentaminen on saatu Venäjällä loppuun eikä tilauskantaan ole hankittu uusia projekteja, vaikka kehitteillä olevia tontteja Venäjällä onkin. Keskitymme Venäjän liiketoimintojen näkymissä eritoten Venäjän kauppakeskusmarkkinaan.

Kauppakeskusten kysyntä määräytyy pitkällä aikavälillä peruskysyntätekijöiden, kuten ostovoiman kehityksen, kaupanalan rakennemuutosten, väestönkasvun ja muuttoliikkeen perusteella. Lyhyellä aikavälillä kysyntään vaikuttaa lisäksi muutokset kiinteistöjen vajaakäyttöasteissa, vuokratuotossa, rahoituksen saatavuudessa, korkotasossa ja sijoittajien tuottovaatimuksessa. Näemme pitkällä aikavälillä edelleen kysyntää Venäjällä laadukkaille kauppakeskuksille, vaikka geopolittiset paineet ovatkin heikentäneet ulkomaisten sijoittajien kiinnostusta viime aikoina.

Venäjän viime vuonna noin 2,3 %:iin yltänyt kasvu on BOFIT-tutkimuslaitoksen mukaan ollut osin öljyn hinnannousun ja muiden kertaluonteisten tekijöiden vetämää ja nyt globaalin talouden näkymien sekä epävarmuuden myötä kasvun odotetaan hidastuvan. Alkuvuonna Venäjän talouden kasvu on BOFIT:n mukaan hidastunut selvästi ennakoitua nopeammin ja nyt Suomen Pankin siirtymätalouksien tutkimuslaitos ennustaa kuluvan vuoden BKT:n kasvavan noin 1 %:lla tänä

vuonna. Ensi vuonna kasvu olisi taas vahvempaa (2020e: 1,8 %).

Lyhyellä tähtäimellä kauppakeskusten näkymät ovat mielestämme edelleen vaisut eikä Venäjän talous ainakaan anna sille merkittävää vetoapua. Useita vuosia jatkunut vaisu talouskehitys on laskenut huomattavasti venäläisten reaali-palkkoja ja ostovoimaa, minkä vuoksi yksityinen kulutus on pysynyt alhaisena. Lisäksi epävarmat näkymät, geopolittiset jännitteet ja talouspakotteet ovat vähentäneet merkittävästi ulkomaisten sijoittajien kiinnostusta Venäjän kiinteistömarkkinoita kohtaan kuten kiinteistötransaktioiden laskusta näkee. Myös volatiili ruplan kehitys vaikeuttaa ruplaperäistä kassavirtaa tuottavien kohteiden myyntiä ja riskinä on myös Venäjän talouden suuri riippuvuus öljyn hinnan vaihteluille. Tuottovaatimukset kiinteistöille ovat edelleen korkealla tasolla eikä helpotusta lyhyellä aikavälillä sieltäkään suunnasta ole odotuksiemme mukaan tulossa. Nyt tuottovaatimukset ovat nousseet liike- ja toimistotilojen osalta noin 9-10 %:n tasolle, kun ne alimmillaan vuonna 2008 olivat noin 8,0-8,5 %:n tasolla.



Tuottovaatimukset Venäjällä

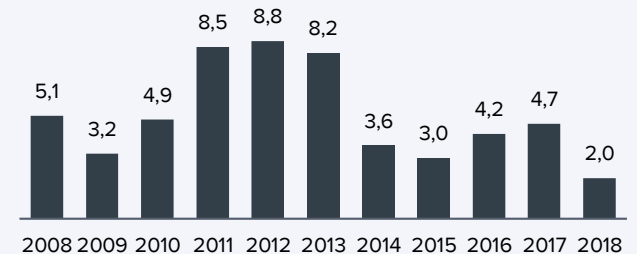
Toimistot ja liiketilat

9-10 %

Teollisuus

11,5-12,5 %

Venäjän kiinteistöjen transaktiiovolyymit 2008-2018



Taloudellinen tilanne 1/4

Odotamme tilauskantaan laskua

SRV:n tilauskanta on noussut viimeisien vuosien aikana uudelle tasolle. Vuoden 2014 noin 860 MEUR:n tasosta vuoden 2018 lopun 1816 MEUR:oon on nousua kertynyt yli 50 %. Tilauskanta laski vuoden 2017 aikana hieman, mutta nousi 17 % ennätystasolleen vuonna 2018. 2Q'19 tilauskanta oli laskenut vuoden lopun tasosta noin 1667 MEUR:oon, mutta on pysynyt hyvällä tasolla vertailukauteen nähden (Q2'18: 1718 MEUR). Tilauskannan tasoa on tukenut tänä vuonna mm. REDIn Loisto tornitalon aloitus ja julkiset palvelurakennukset.

Tilauskanta muodostaa nykyään kokonaan Rakentaminen-segmentistä. Asuntorakentamisen tilauskanta pysyi vertailukauden tasolla nousten Q2'19 lopussa noin 600 MEUR:oon vertailukauden 592 MEUR:sta Loiston aloituksen myötä. Toimitilarakentamisen tilauskanta laski sen sijaan noin 5 %:lla 1066 MEUR:oon isojen kauppakeskushankkeiden valmistuttua (Karuselli, REDI).

Tilauskannan nousuun viime vuosina on vaikuttanut erityisesti tilauskantaan kirjatut suuret hankkeet (REDI, sairaalat, Tampereen Kansi ja Areena, Terminaali 2 Helsinki-Vantaa). Näiden valmistuminen aikanaan tulee vaikuttamaan alentavasti tulevaisuuden kehitykseen, sillä emme näe vastaavan kokoisia hankkeita lähtevän lähitulevaisuudessa liikkeelle. Odotamme tilauskannan laskun näkyvän etenkin toimitiloissa, kun yhtiö keskittyy tilauskannan katerakenteen parantamiseen. Tämä tulee näkymään myös

toimitilan liikevaihdon kehityksessä tulevina vuosina heikkenevästi. Tukea tulee hankeputkessa olevista Kalasataman tornitaloista ja Keilaniemeen suunnitteilla olevista hankkeista, mutta niiden aloitusajankohta on vielä epävarma. Lisäksi hankekehityspotkussa on mm. Lapinmäentie 1 -kohde (yli 200 MEUR) ja Jätkäsaaren Bunkkeri (noin 170-190 MEUR).

Tilauskannan myyntiaste on ollut rakennussuhdanteen heikkenemisestä huolimatta viime vuosina korkea ja kertoo mielestämme SRV:n tarjonnan kysynnästä. Vuoden 2018 lopussa tilauskannasta oli myyty 89 % ja 2Q'19 lopussa 84 %.

Liikevaihdon ja liikevoiton kehitys

SRV:n liikevaihdon kehitys oli vuosina 2010-2015 vuotta 2011 lukuun ottamatta melko vakaata, mutta yhtiön liikevaihto kääntyi voimakkaaseen kasvuun vuosien 2016-2017 aikana. Liikevaihtoa nostivat käynnissä olleet useat suuret projektit sekä kasvaneet asuntorakentamisen volyymit. Vuonna 2018 liikevaihto tosin laski 14 % alhaisempien asuntovalmistumisten myötä. Tänä vuonna liikevaihto oli H1'19 lopussa noin 5 % vertailukautta jäljessä 430 MEUR:ssa (H1'18: 452 MEUR), mutta nousee arviomme mukaan loppuvuonna valmistuvien asuntojen vuoksi kasvuun.

SRV:n kannattavuus parani vuosina 2013-2016 (EBIT-% ka. 3,5 %) selvästi vuosien 2010-2012 (EBIT-% ka. 1,9 %) tasolta. Vuonna 2017 käännettiin kuitenkin laskuun ja vuonna 2018 päädyttiin

raskaasti tappiolle (EBIT-% ka. -0,3 %). H1 2019 yhtiön liikevoitto-% parani 0 %:iin (ilman IFRS 16) viime vuoden vastaavan ajanjakson -3,1 %:sta, mutta on edelleen hyvin heikkoa yksittäisten projektien kateheikkennysten ja Venäjän arvonlennusten viedessä koko vuoden tuloksen myös tänä vuonna tappiolle. Yhtiön kannattavuus on herkkä yksittäisten projektien epäonnistumisille hankkeiden suuren koon vuoksi. SRV:n ei tarvitse epäonnistua monessakaan isomman luokan projektissa, jotta loput 90 % hyvin kannattavien projektien tuloksesta hautautuu tappioiden alle. Tähän yhtiö hakee muutosta yhteistyömallien ja tilauskannan katerakenteen parantamisella.

SRV:n kannattavuus on edelleen vaatimattomalla tasolla yhtiön omiin taloudellisiin tavoitteisiin (8 % 2022 lopussa) ja useimpiin kilpailijoihin suhteutettuna. Tätä selittää mm. se, että SRV:n tilauskannan rakenne painottui aikaisemmin edelleen melko voimakkaasti matalakatteiseen urakointiin ja omaperusteisten hankkeiden sekä vaativien urakoiden osuus liikevaihdosta oli matala. Vaikeiden projektien lisääntyessä, ollaan niiden hallinnassa epäonnistuttu, mikä on vienyt kannattavuuden entistä matalammalle tasolle. Liikevoittoa heikentää myös Venäjän kauppakeskusten operoinnin hidas lähtö. Lisäksi suurhankkeiden hankekehitys ja hankkeiden käynnistyminen on kasvattanut yhtiön kiinteitä kuluja huomattavasti.

Taloudellinen tilanne 2/4

Osakekohtainen tulos ja osinko

SRV:n raportoitu osakekohtainen tulos on ollut vuodesta 2013 lähtien laskusuuntainen. Osakekohtainen tulos vaihteli vuosina 2010-2017 0,02-0,38 euron välillä, mutta vuonna 2018 osakekohtainen tulos laski selvästi tappiolle (-0,56 euroa). Vuosi 2018 oli ensimmäinen tappiollinen vuosi yhtiölle 30 vuoteen ja myös vuodesta 2019 uhkaa myös tulla sellainen. Osakekohtaista tulosta on myös heikentänyt olennaisesti kasvaneet rahoituskulut ja korkosuojauksista aiheutuneet ei-kassavirtavaikuttiset arvonmuutostappiot.

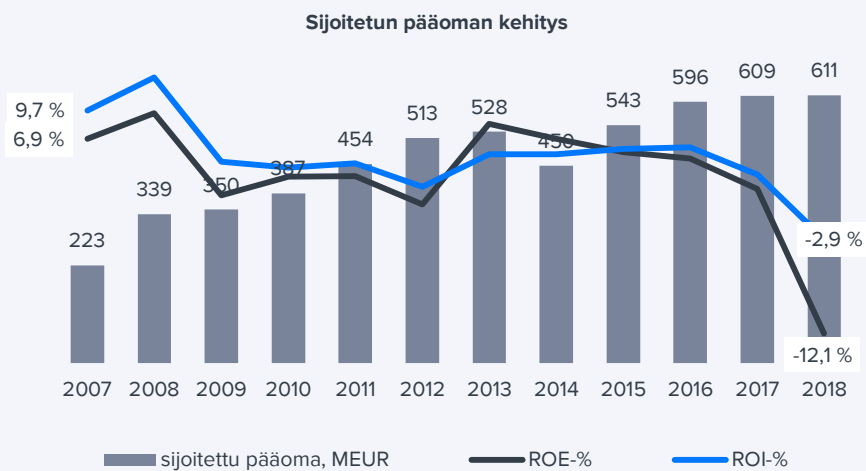
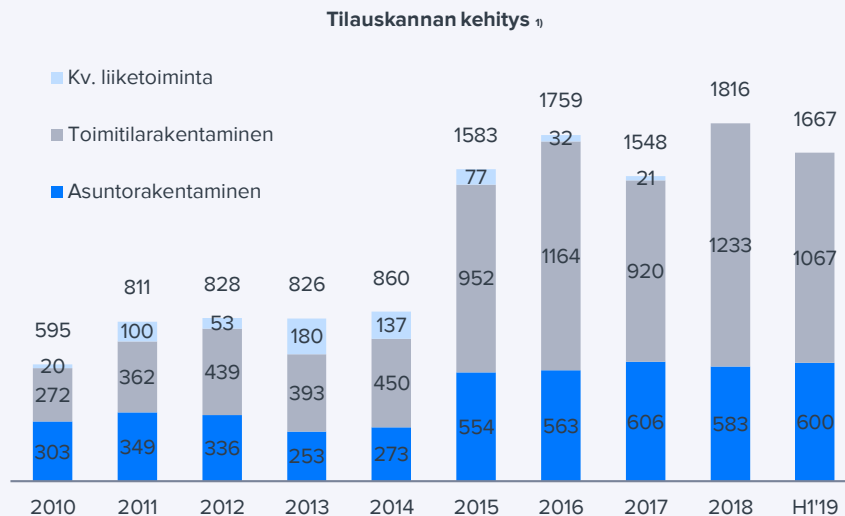
Pääoman tuotto vaatimattomalla tasolla

SRV:n pääoman tuotto on ollut vaatimattomalla tasolla pitkään ja sijoitetun pääoman määrä kasvussa. Vuosina 2010-2018 yhtiön oman pääoman tuotto oli keskimäärin noin 2,5 % ja sijoitetun pääoman tuotto noin 3,2 %. Heikko kehitys on johtunut lähinnä Venäjän liiketoimintojen heikosta kannattavuudesta ja suhteellisen korkeasta sijoitetun pääoman määrästä, joka on sitoutunut tonttiomaisuuteen ja kauppakeskukset omistaviin osakkuusyhtiöihin. Nyt kuitenkin myös Rakentamisen tulos on alkanut vaikuttaa negatiivisesti pääoman tuottoihin. Vuonna 2018 molempien segmenttien sijoitetun pääoman tuotto oli noin 5 % negatiivinen ja H1'19 aikana noussut Rakentamisessa noin 4 % ja Sijoittamisessa noin 2 % plussalle, mutta jäänee loppuvuonna kokonaisuudessaan negatiiviseksi.

SRV:n sijoitetun pääoman määrä on ollut isojen omaperusteisten hankkeiden vuoksi kasvussa ja

nousi H1'19 lopussa 774 MEUR:oon. Sijoittamisen sijoitetun pääoman määrä oli vuoden 2018 lopussa 337 MEUR ja H1'19 lopussa noin 329 MEUR. Odotamme pääoman jatkavan laskuaan, sillä suurin osa taseen omaisuuseristä muodostuu kassavirtaa tuottavista valmiista kauppakesuksista, joiden myyntihetki lähestyy. Esimerkiksi Pearl Plaza kauppakesuksen myynti vapauttaisi noin 30 MEUR sijoitetusta pääomasta. Lisäksi SRV voi jälleenrahoituksella vapauttaa osan hankkeisiin sitoutuneista pääomista. Merkittävimmät vapautukset tapahtuu kuitenkin vasta, kun Okhta Mall (85 MEUR) ja REDI (95 MEUR) myydään 2022-2024. Rakentamisessa tilauskannan kasvu tulee sitomaan arviomme mukaan aiempaa vähemmän SRV:n pääomia, sillä yhtiö tulee jatkossa panostamaan enemmän yhteistyömalleihin, missä SRV toimisi osanomistajana.

Historiallinen kehitys



Lähde: Inderes, SRV

1) Tilaukkan kehitys vuoteen 2018 asti entisellä segmenttirakenteella. Vuoden 2018-2019 tilaukkan muodostuu vain Rakentaminen-segmentistä.

Taloudellinen tilanne 3/4

Taseasema

SRV:n taseen loppusumma oli vuoden 2018 lopussa 947 MEUR (2017: 889 MEUR), jossa kasvu on vastuiden puolella tullut kasvaneesta velkataakasta ja kassasta varojen puolella. H1'19 mennessä tase on kasvanut lisää noin 1086 MEUR:oon, mutta kasvu on syntynyt IFRS 16 -standardin nostaessa korollisia vuokravelkoja ja vaihto-omaisuutta noin 170 MEUR:lla. Tämän vuoksi luvut eivät ole vertailukelpoisia edellisiin tilikausiin nähden. Lisäksi keskeneräisen vuoden taseen katsominen rakennusyhtiöissä voi olla harhaanjohtavaa, sillä taseen sitoutunutta pääomaa vapautuu ja kassavirtaa tuloutuu kausiluonteisesti eniten vuoden lopussa. Tämän vuoksi H1-tase ei ole paras väline yhtiön arviointiin, vaikka yhtiön tasetilanne nykyisellään asettaakin huolia yhtiön taloudellisesta tilanteesta.

Taseen suurin varallisuuserä oli rakennusyhtiöille tyypillisesti vaihto-omaisuus, jonka osuus taseesta oli vuoden 2018 lopussa noin 46 %. Suurin osa vaihto-omaisuudesta on keskeneräisiä töitä ja maa-alueita. Taseen toiseksi suurin varallisuuserä oli 19 %:n osuudella osuudet osakkuusyrityksissä, joihin sisältyy mm. SRV:n omistukset Pearl Plaza, Okhta Mall ja REDI -kauppakeskushankkeista. Nämä ovat laskeneet vuodesta 2017 ja laskevat aina, jos esimerkiksi arviot käyvistä arvosta muuttuvat. Esimerkiksi lokakuussa annetussa tulosvaroituksessa ilmoitetut arvonalennukset koskevat juuri tätä kohtaa taseessa Venäjän tonttien ja maa-alueiden lisäksi.

SRV:n oma pääoma oli vuoden 2018 lopussa 233

MEUR. Oma pääoma sisälsi vuoden 2018 lopussa 45 MEUR:n hybridilainan, jonka määrä kasvoi vuoden 2019 alkuvuoden aikana 83 MEUR:oon yhtiön rahoitusjärjestelyjen seurauksena. SRV:n korolliset velat (ilman hybridejä) olivat vuoden 2018 lopussa 376 MEUR, jossa oli pitkäaikaisen velanosuus on noussut 75 %:iin.

SRV:n omavaraisuusaste (ilman IFRS 16) oli vuoden 2018 lopussa 28 % (2017: 36 %) ja nettovelkaantumisaste 121 % (2017: 105 %). H1'19 lopussa luvut (ilman IFRS 16) ovat parantuneet hybridilainajärjestelyjen myötä rahoittajille edullisempaan suuntaan (H1'19: omavaraisuusaste 35 %, nettovelkaantumisaste 114 %). Tämä helpottaa myös SRV:n kykyä lähteä aloittamaan hankkeita, ja poistaa hieman siihen liittyvää epävarmuutta. Osakkeenomistajan kannalta hybridilaina on velkaa ja niistä oikaistuna luvut näyttävät huolestuttavilta (2018: Omavaraisuus 22%, Nettovelkaantumisaste: 174 %).

Rahoituskulujen vipu merkittävä

H1'19:n lopussa yhtiön velan maturiteettirakenne oli yhtiölle lyhyellä aikavälillä suotuisa, sillä isoimmat erääntymiset ovat vasta vuoden 2021 aikana. Yhtiö maksoi aikaisemmin tänä vuonna ennenaikaisesti takaisin 100 MEUR:n joukkovelkakirjalainaa 37,9 MEUR:lla, ja loput (62 MEUR) siitä erääntyy 23.3.2021. Maksu hoidettiin nostamalla vanhan 45 MEUR:n hybridilainan lisäksi uusi 58,4 MEUR:n hybridilaina. Tätä vanhaa hybridiä maksettiin myös samassa järjestelyssä noin 20,5 MEUR ennenaikaisesti takaisin ja nyt yhtiön hybridilainan kokonaismäärä on 83 MEUR

ja keskiporko näille on noin 11 %. Keskiporko yhtiöllä vieraanpääoman rahoituksessa vuonna 2018 oli 4,5 % ja siihen sekä nykyiseen rahoitusympäristöön nähden hybridilainojen korko on korkea.

Hybridilainan korot eivät kuitenkaan näy yhtiön rahoituskuluissa ja se voi hämätä sijoittajaa. Yhtiön noin 83 MEUR:n hybridilainat aiheuttavat noin 9,2 MEUR korkokustannuksia vuosittain (H1'19: -4,2 MEUR). Efektiivinen vaikutus ei ole näin korkea, koska kulut voidaan vähentää verotuksessa. Vuonna 2020 odottamamme noin 7 MEUR:n korkokulu tarkoittaa noin 0,12 euroa negatiivista vaikutusta osakekohtaiseen tulokseen vuosittain kunnes hybridilainat maksetaan pois.

Samalla, kun yhtiön nettorahoituskulut ovat korkealla tasolla ja vievät ison osan liikevoitosta vuoden 2020 ennusteissamme, vie hybridinkorot vielä oikaistun EPS:n lähelle nolatulosta. Tämä kertoo yhtiön merkittävästä vipuvaikutuksesta alarivillä. Vipuvaikutus on tällä hetkellä negatiivinen yhtiön tapauksessa, mutta voi kääntyä myös toiseen suuntaan nopeasti. Jos yhtiö saa pääomiaan vapautettua kohteista odotetusti, uudelleenrahoitettua/maksettua velkamassansa ja nostettua kannattavuuttaan operatiivisessa liiketoiminnassa paremmalle tasolle, voi nettotulos ja osakekohtainen tulos nousta nopeasti uusille lukemille.

Taloudellinen tilanne 4/4

Rahoitusreservit

Hybridijärjestelyjen lisäksi yhtiö sai pidennettyä 100 MEUR:n luottolimiittiansa vuoden 2021 kesäkuuhun. Tämän myötä SRV:llä oli Q2'19 lopussa 77,6 MEUR:n (Q2'18: 87,6 MEUR) rahoitusreservit, josta 54 MEUR oli käyttämättömiä limiittejä sekä projektilainoja ja loput 24 MEUR kassavaroja. Lisäksi yhtiöllä on 100 MEUR:n maksuvalmiusluotto, jonka käyttöön tosin liittyy koronmaksukyky-kovenantista johtuvia rajoitteita. Tällä kuitenkin voidaan korvata täysimääräisesti tänä vuonna erääntyvät noin 75 MEUR:n yritystodistusvelat.

Yhtiön kovenantit liittyvät koronmaksukykyyn, omavaraisuusasteeseen ja velkaantumisasteeseen. Koronmaksukyvyllä tarkoitetaan konsernin käyttökatteen suhdetta konsernin nettorahoituskuluihin. Koronmaksukyky-kovenantti testataan vain mahdollisen uuden velkarahoituksen nostohetkellä eli se ei estä olemassa olevien lainojen ja muiden rahoituslähteiden uudelleenrahoitusta. Muutenkin rahoituksen kovenanttitasot määräytyvät kunkin lainasopimuksen allekirjoitushetkellä voimassaolleiden laskentaperiaatteiden perusteella eli siten juuri voimaan astuneella IFRS 16 -standardilla ei ole vaikutusta nykyisten lainasopimusten kovenanttien laskentaan.

Kassan riittävyys

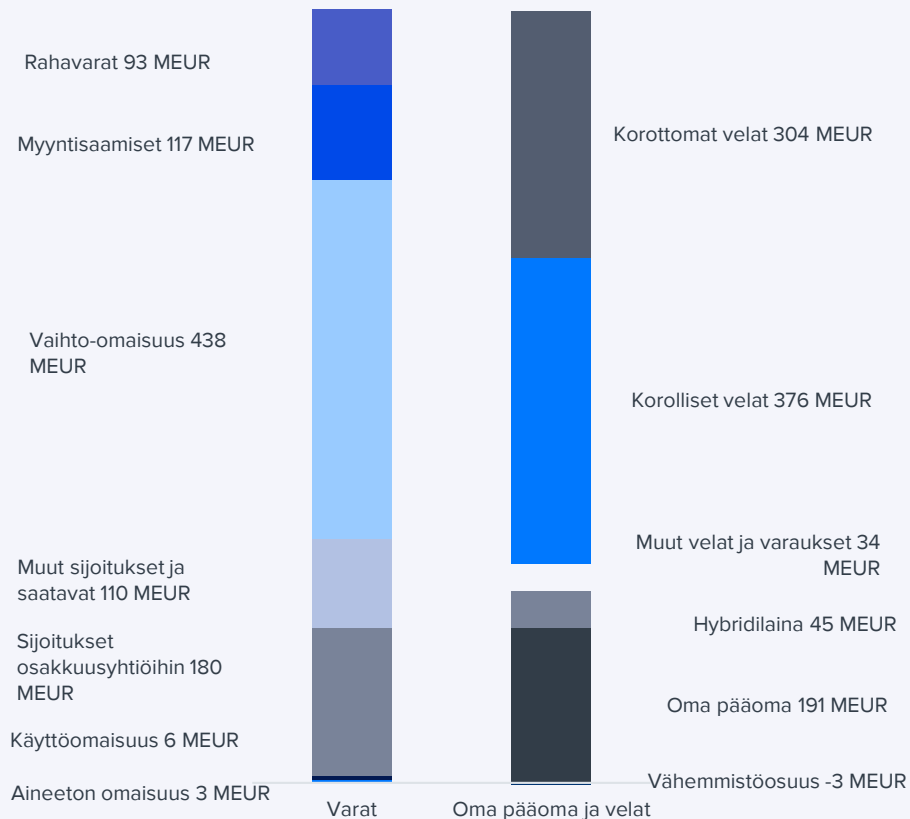
Arviomme, että SRV:lle riittää normaalissa tilanteessa 30-50 MEUR:n rahavarat liiketoiminnan pyörittämiseen. Viime vuonna tappioista

huolimatta yhtiön liiketoiminnan rahavirta oli positiivinen loppuvuoden tuloutusten ansiosta. Odotamme loppuvuodelle yhteensä yli 600:n omaperusteisen asunnon valmistumista, joista suurin, REDIn Majakka, vapauttaa yli 100 MEUR kassavirtaa. Siihen asti näemme yhtiön pärjäävän nykyisillä rahoitusreserveillä etenkin, jos loppuvuoden tappiot ovat pääosin ei-kassavirtavaikuttavia Venäjän arvonalennuksia.

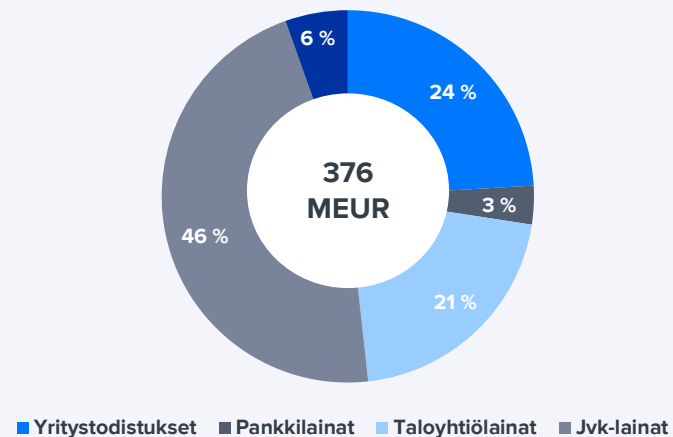
Jos kyseessä on odotuksia isommat tappiot Rakentamisen liiketoiminnassa, voi yhtiön tilanne ajautua vielä ennen loppuvuoden tuloutuksia vaikeampaan tilanteeseen. Odotuksia isompien kassavirtavaikutteisten tappioiden riskin realisoituessa uudet osakkeenomistajalle epäedulliset rahoitusratkaisut voivat olla vielä ajankohtaisia (hybridi tai osakeanti). Vaikka yhtiö selviäisi lyhyellä aikavälillä ilman uutta rahoitusta, eivät loppuvuoden tuloutukset kuitenkaan pelasta seuraavia vuosia vaan yhtiön operatiivisen kannattavuuden on noustava selvästi paremmalle tasolle.

Historiallinen kehitys

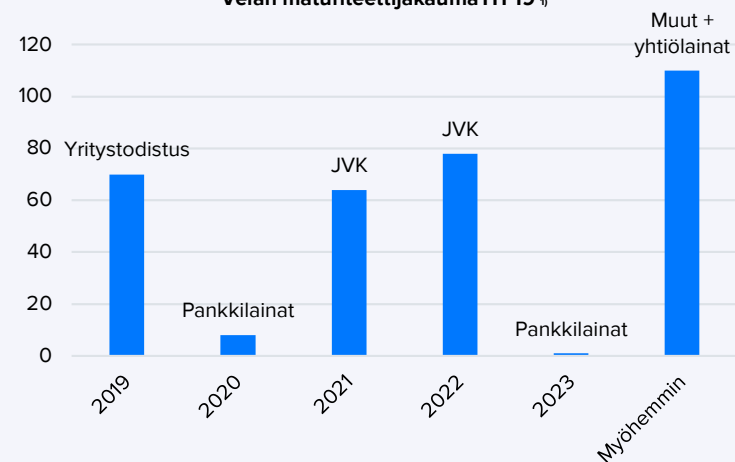
Taserakenne 2018



Velkasalkku 2018



Velan maturiteettijakauma H1'19¹⁾



Lähde: Inderes, SRV
1) Inderes arvio

Ennusteet 1/4

Ennusteiden perustelut

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

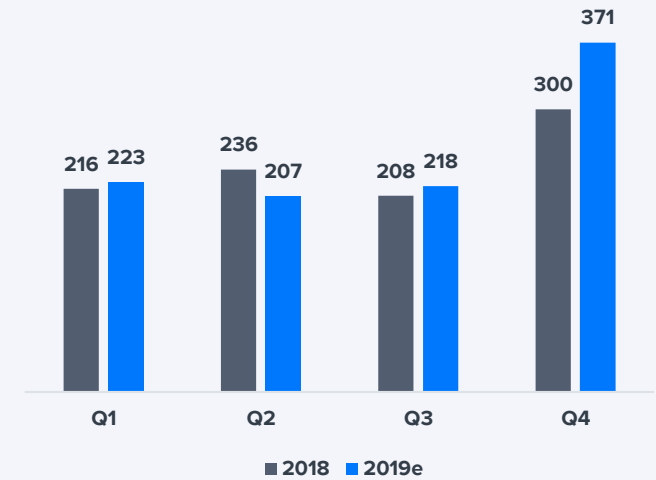
Lyhyen ja pitkän aikavälin kannattavuuden arvioinnissa mallinamme molemmat segmentit erikseen. Rakentamisessa arvioimme yhtiön omaperusteisen tuotannon ja urakoinnin katetasoa, josta vähennämme vielä kiinteät kulut. Sijoittamisessa arvioimme operatiivista liikevoittoa kauppakeskusten osakkuusyhtiöiden tuloslaskelmien kautta, josta jyvitämme SRV:n omistusosuuden mukaisen tuoton SRV:n tuloslaskelmaan. Tässä on lisäksi mukana kauppakeskuskohteista tai muista omistuksista saatavat myyntivoitot, joten olemme siis ennustaneet kauppakeskusten myynnit ennusteisiimme. Pitkän aikavälin ennusteena yhtiölle käytämme pohjana arvioitua markkinakasvua ja SRV:lle arvioimaamme kestävää kannattavuustasoa. Muissa toiminnoissa on esitetty SRV:n hankekehitys ja konsernitoiminnot. Muiden toimintojen ennusteet eivät ole vertailukelpoisia, sillä yhtiö myi vuoden 2019 lopussa siihen kuuluneen kalustoliiketoiminnon.

Vuosi 2019: Toinen tappiovuosi tulossa

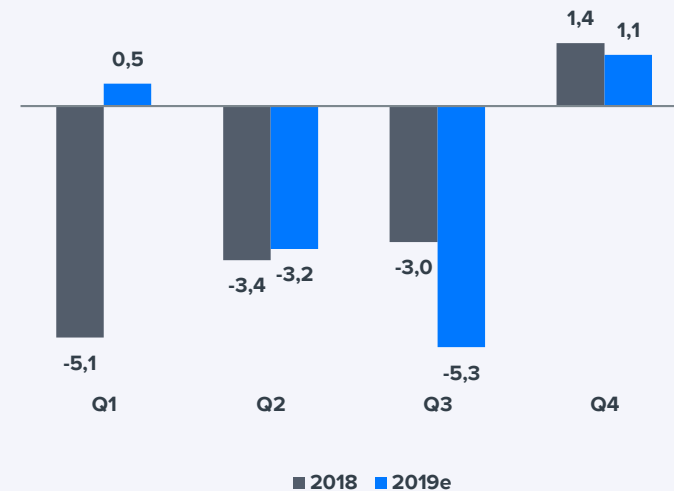
Ennustamme SRV:n vuoden 2019 tuloksen laskevan tappiolle, mutta olevan vertailukautta parempi, koska 1) tänä vuonna yhtiölle valmistuu ja tuloutuu arviolta enemmän omaperusteisia asuntoja (809 ohjeistus 2019 vs. 526 vuonna 2018), 2) yhtiön suuret tappiot tuottanut REDIn kauppakeskus ei rasita tulosta, 3) valuuttakurssitappiot ovat kääntyneet valuuttakurssivoitoiksi sekä muuntoerot positiivisiksi Venäjän ruplan vahvistumisen myötä ja 4) isoimmat kustannuspaineet rakennussuhdanteen ylikuumenemisesta osuivat 2018-H1'19 aikavälille.

Ennustamme SRV:n liikevaihdon nousevan kuluvana vuonna 6 % 1019 MEUR:oon. Nousua ajaa Suomen asuntorakentamisen nousevat valmistumiset/tuloutumiset, mutta hidastaa toimitilarakentamisen aikaisempien suurten projektien päätyminen. Rakentaminen-segmentin liikevaihdon odotamme nousevan 1017 MEUR:oon (2018: 955 MEUR), jossa asuntorakentamisen liikevaihdon odotamme nousevan vuonna 2019 noin 30 % 375 MEUR:oon. Merkittävin osa liikevaihdosta tuloutuu asuntojen valmistuessa viimeisellä kvartaalilla. Toimitilarakentamisessa näemme liikevaihdon laskevan 4 % 642 MEUR:oon tilauskannan laskun ja isojen projektien hitaan käynnistymisen tai viivästymisten vuoksi. Arvioimme mukaan esimerkiksi Tampereen Kansi ja Areena -hankkeen isoin liikevaihtovaikutus on siirtynyt vuodelle 2020, mutta isot sairaalahankkeet ja terminaali 2:n laajennus tukevat volyymeja. Sijoittaminen-segmentin

Liikevaihdon kehitys kvartaaleittain



Liikevoiton kehitys (oik.) kvartaaleittain



Ennusteet 2/4

liikevaihdon odotamme kasvavan noin 24 %:lla 5,7 MEUR:oon kaikkien kauppakeskusten ollessa koko vuoden täydessä operointivaiheessa. Kokonaisuudessaan segmentin liikevaihtovaikutus on pieni (0,6 % konsernista 2019e).

Ennustamme SRV:n vuoden 2019 valuuttakurssi-muutoksilla oikaistun liikevoiton olevan -6,8 MEUR negatiivinen, mutta hieman vertailukautta parempi (2018: -10,1 MEUR). Operatiivinen liikevoitto ajautuu tappiolle tänä vuonna odotuksia suurempien projektien kateheikkennyksien ja Venäjän omistusten alaskirjausten vuoksi.

Yhtiöllä on Rakentamisen segmentissä ollut tänä vuonna kolme tappiollista projektia, jotka ovat Q2-raportin tietojen noin 6,8 MEUR:n kateheikkennysten jälkeen heikentyneet Q3:n aikana lisää. Yksi näistä projekteista on Q4:n aikana valmistuva noin 282 asunnon REDIn Majakka -tornitalo, jonka kannattavuus tulee olemaan heikko rakennusaikaisten haasteiden vuoksi. Alkuvuonna tornitalossa sattuneen vesivahingon vuoksi H1:lle kirjattiin tästä aiheutuvia kuluja ja vaihto-omaisuuden arvonalennuksia noin 3,1 MEUR:lla muiden kateheikkennysten lisäksi. Q3:n aikana kuivattaminen ja vesivahingon muut kulut ovat olleet kuitenkin arviomme mukaan odotuksia isommat. Kaikki kolme projektia päättyivät vuoden 2019 aikana, joten ensi vuonna näiden kustannusvaikutus pitäisi poistua.

Sijoittamisen segmentissä kauppakeskusten vuokratulot eivät ole pystyneet kattamaan kauppakeskusten operoinnista syntyviä kuluja ja

tuloskehitys on ollut odotuksiamme heikompaa. Odotamme kehityksen jatkuvan myös vuoden toisella vuosipuoliskolla. Tämän lisäksi segmentin tappioihin vaikuttaa Q4:n alussa ilmoitetut arvonalennustappiot. Ennustamme segmentin operatiivisen liikevoiton olevan tänä vuonna noin 17 MEUR tappiolla.

Raportoidun liikevoiton odotamme laskevan -4,4 MEUR:oon, eli hieman oikaistua liikevoittoa ylemmäs ruflan positiivisista arvonmuutoksista johtuen. SRV kirjasi H1'19:lle nettona 2,8 MEUR valuuttakurssivoittoja ja myös Q3:lla rupla on kehittynyt suotuisaan suuntaan.

Yhtiön merkittävien ja IFRS 16 -muutoksien myötä nousseiden vieraan pääoman rahoituskulujen, hybridilainojen korkokulujen ja koronvaihtojohdannaisten negatiivisen arvonmuutoksen (H1'19: -3,9 MEUR) myötä odotamme oikaistun osakekohtaisen tuloksen olevan vuonna 2019 0,40 euroa negatiivinen ja raportoidun 0,45 euroa negatiivinen. Oikaisemme osakekohtaisesta tuloksesta hybridilainan korot, mutta nettotuloksessa niitä ei ole oikaistu. Heikosta tuloskehityksestä ja korkeasta velkaisuusasteesta johtuen emme odota yhtiön jakavan osinkoa kuluvalta vuodelta.

Pearl Plazan myynti

SRV on jo pitkään puhunut Pearl Plaza -kauppakeskuksen myynnistä. Olemme ennustaneet nyt myynnin tapahtuvan vuoden 2020 aikana. Merkittävää myyntivoittoa tai tappiota emme odota, sillä arvioimme kaupan

toteutuvan lähelle tasearvoa. Tämän vuoksi olemme ottaneet kohteen huomioon osien summa-laskelmassa osakkuusyhtiön tasearvon mukaisesti (kts. Arvonmääritys-kappale). Yhtiön kaupan toteutuessa aikaisemmin tai myöhemmin on tällä kuitenkin vaikutuksia Sijoittamisen segmentin ennusteisiin. Olemme ennustaneet kaikista kauppakeskuksista erikseen saatavan operointiliikevaihdon, rakentamisen katteen tuloutumisen, kohteiden myyntivoiton ja operatiiviseen liikevoittoon kirjattavan SRV:n osuuden osakkuusyhtiöiden nettotuloksesta.

Jos Pearl Plaza myydään vuoden 2019 puolella, laskee vuoden 2020 ennusteet Sijoittamisen segmentissä lähes 80-90 %:lla. Tämä johtuu siitä, että se ei tuota tällöin enää vuodelle 2020 operointiliikevaihtoa (ennuste 2020 Pearl Plaza: 1,9 MEUR) eikä myöskään operatiivista liikevoittoa (2020e: 2,9 MEUR) SRV:lle. Vastavuoroisesti rakentamisen kate (2020e: noin 3 MEUR) sekä myyntivoitto/tappio siirtyisi vuodelle 2019 (2020e: 0 €) ja nostaisi kuluvan vuoden ennusteita hieman. Pearl Plazan vaikutus Sijoittamisen segmenttiin on näin ollen merkittävä, sillä muissa isoimmista kauppakeskuksissa ollaan vielä ylösajovaiheessa eikä positiivista vaikutusta SRV:n tuloslaskelmaan saada aikaan arviomme mukaan kuin vasta ensi vuonna.

Ennusteet 3/4

Vuodet 2020-2021: Kannattavuus paranee suhdanteen hiljentyessä

Ennustamme SRV:n liikevaihdon kääntyvän merkittävään laskuun vuonna 2020, mutta suhteellisen kannattavuuden parantuvan merkittävästi vertailukaudesta. Heikkoon liikevaihdon kehitykseen johtaa heikko omaperusteisten asuntojen valmistumismäärä, valikoivampi hankkeiden tarjonta tai käynnistäminen tilauskannan katerakenteen parantamiseksi sekä markkinan hidastuminen etenkin uudisrakentamisessa.

Arviomme mukaan SRV:llä tulee valmistumaan vuonna 2020 noin 300 omaperusteista asuntoa, kun niitä arviomme mukaan tänä vuonna valmistuu hieman yli 800 kpl. Tätä ei yhtiön lisääntyvät asuntorakentamisen sijoittaja- tai urakointivolyymit pysty korvaamaan. Toimitiloissa isojen hankkeiden volyymit tukevat liikevaihdon tasoa, mutta markkinan heikot näkymät ja yhtiön tarve parantaa tilauskannan katerakennetta laskevat odotuksiamme liikevaihdon kehityksestä. Kokonaisuutena ennustamme Rakentamisen segmentin liikevaihdon laskevan 10 %:lla noin 918 MEUR:oon vuonna 2020. Sijoittamisen segmentin liikevaihdon odotamme kasvavan noin 10 MEUR:oon Pearl Plaza -kauppakeskuksen myynnin rakentamisen katteen tuloutumisen myötä.

Vuoden 2020 oikaistun liikevoiton ennustamme nousevan 26,8 MEUR:oon ja oikaistun liikevoitto-%:n 2,9 %:iin. Arviomme parantuvasta kannattavuuskehityksestä perustuu 1) uusien

hankkeiden parempaan katerakenteeseen, 2) valmistuvien tappiollisten hankkeiden kustannusrasitteen poistumiseen, 3) kauppakeskusten parantuviin osakkuusyhtiöiden tuloksiin sekä 4) rakennussuhdanteen kustannuspaineiden merkittävään laskuun. Merkittävin osa kannattavuusparannuksesta syntyy Rakentamisen segmentistä, mutta myös Sijoittamisen segmentin vaikutus on iso, sillä ennustamme Pearl Plazan rakentamisen katteen olevan positiivinen ja Okhta Mallin SRV:lle tuloutettavan osuuden osakkuusyhtiön nettotuloksesta kääntyvän positiiviseksi.

Rahoituskuluissa emme odota merkittävää muutosta vuoden 2020 aikana, joka laskee osakekohtaisen tuloksen matalalle tasolle myös vuonna 2020. Ennustamme oikaistun ja raportoidun osakekohtaisen tuloksen nousevan juuri ja juuri nollan yläpuolelle 0,01 euroon ja osingon olevan nollassa myös vuonna 2020.

Vuonna 2021 odotamme SRV:n liikevaihdon nousevan omaperusteisen asuntorakentamisen nousevien valmistumisten ja toimitilarakentamisen pienen liikevaihdon kasvun myötä noin 5 %:lla 973 MEUR:oon. Ennustamme konserniin oikaistun liikevoiton nousevan 31,7 MEUR:oon ja marginaalin 3,3 %:iin, mutta olevan vielä matalalla tasolla Sijoittamisen segmentistä poistuneen Pearl Plazan positiivisen vaikutuksen ja Rakentamisen matalalla tasolla pysyvän kannattavuuden myötä. Ennustamme vuoden 2020 osakekohtaisen tuloksen nousevan 0,07 euroon ja yhtiön maksavan osinkoa 0,04 euroa osakkeelta.

Vuoden 2022 tavoitteet vielä kaukana

Yhtiön on ohjeistanut tavoitteenaan olevan vuoden 2022 lopussa saavuttaa 8 %:n operatiivinen liikevoittomarginaali. Tästä 6 % koostuisi Rakentamisen segmentistä ja 2 % Sijoittamisen segmentin osakkuusyhtiöiden nettotuloksesta. Pidämme tavoitetta nykyisillä ennusteillamme liian optimistisena.

Rakentamisen segmentissä ennustamme vuoden 2020 operatiivisen liikevoittomarginaalin olevan noin 4 % yhtiön liikevaihdosta ja jäävän tavoitteista selvästi. Rakentamisen suhdanne helpottaa ja yhtiö on aloittanut toimenpiteet kannattavuuden parantamiseksi, mutta näyttöjen puuttuessa emme ole valmiita suoraan nojaamaan yhtiön tavoitteisiin.

Sijoittamisen segmentissä noin 1000 MEUR:n liikevaihdolla tavoite tarkoittaisi noin 20 MEUR:n operatiivista liikevoittoa osakkuusyhtiöiden nettotuloksesta. Jotta lukemaan päästäisiin, pitäisi ennustemme vuokrausasteista ja nettovuokrista nousta merkittävästi tai Pearl Plazan jäädä myymättä, jolloin se tuottaisi vielä vuonna 2022 tulovirtaa SRV:lle. Kauppakeskusten osakkuusyhtiöiden yhdistetty SRV:n omistusosuuden mukainen nettotulos jää ennusteillamme nyt vuonna 2022 noin 12,5 MEUR:oon. Jos tähän lisättäisiin hypoteettinen Pearl Plazan osakkuusyhtiön vuonna 2022 SRV:lle tuoma osuus, nousisi luku lähemmäs 16 MEUR, mutta jäisi vielä hieman tavoitteista.

Ennusteet 4/4

Pitkän aikavälin ennusteet

Ennustamme pitkällä aikavälillä (2022-) SRV:n liikevaihdon tasaantuvan hieman yli 1000 MEUR:n tasolle ja kasvaen noin 2 %:lla vuosittain. Odotamme, että SRV tulee säilyttämään jatkossakin vahvan osuuden Suomen asuntorakentamisen ja toimitilarakentamisen markkinoilla. Erityisesti asuntorakentamisen pitkän aikavälin näkymät ovat melko vahvat, sillä kaupungistumisen kehityksen ja demografisten muutosten vuoksi Suomen asuntorakentamisen määrän tulee pysyä 25000-30000 asunnon vuositasolla pitkälle tulevaisuuteen. Asuntoja tarvitaan erityisesti kasvukeskuksissa, mikä tarkoittaa sitä, että ne tulevat koostumaan valtaosin kerrostalorakentamisesta.

Arvioimme, että SRV:n liikevoitto-% tulee laskemaan pitkällä aikavälillä 3,5 %:iin liikevaihdosta. 3,5 %:n tasokin on SRV:lle jo hyvä suoritus viimeaikaisiin suoritukseen nähden, mutta siinä voi olla merkittäväkin nousuvaraa, jos yhtiö onnistuu käänteessään.

Osakkeen ja tuloksen ajurit lähivuosille

Tarkastelemme ennustekappaleen loppuksi, mitkä ovat SRV:n osakkeelle juuri tällä hetkellä tärkeät ajurit.

Hyvinkin lyhyen aikavälin ajuriksi SRV:n kohdalla on nostettava yhtiö korkea velkaantuneisuus, kassavarojen riittävyys ja osakkeenomistajille epäedulliset rahoitusjärjestelyt. Tähän kuuluu muun muassa uuden hybridilainan liikkeellelasku, joka pienentää osakkeenomistajille kuuluvaa

tulosta, tai osakeantia, joka tulisi lisäämään osakemäärää ja pienentämään nykyisille osakkeenomistajille kuuluvaa osuutta yhtiöstä. Hybridilaina jouduttaisiin tekemään jälleen luultavimmin todella korkealla korolla ja pieni osakeanti nykyisillä osakkeen hinnoilla ei toisi yhtiön kassaan kovinkaan suurta helpotusta ja iso toisi suuren laimennusvaikutuksen. Kävimme tarkemmin tilannetta läpi Taloudellinen tilanne -kappaleessa ja sen lopputuloksena pidimme antia tai muuta järjestelyä näillä tiedoilla vielä kuitenkin epätodennäköisenä.

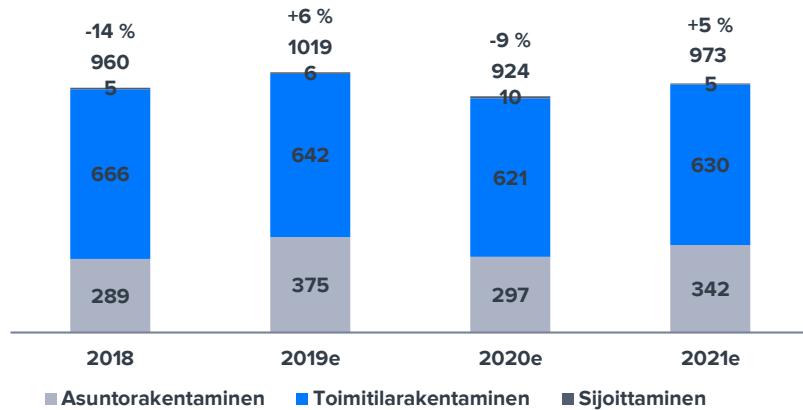
Hieman pidemmän aikavälin ensimmäinen merkittävä arvoajuri SRV:n kohdalla on näkemyksemme mukaan operatiivisen kannattavuuden parantaminen vuosien 2018-2019 tappiovuosien jälkeen. Yhtiö tulee näkemyksemme mukaan panostamaan entistä ankarammin etenkin toimitilarakentamisen tilauskannan katerakenteen parantamiseen valikoimalla projekteja tarkemmin kannattavuuden perusteella. Markkina hidastaa, asuntorakentamisen volyymit painottuvat heikompiin sijoittajatuotantoon, myyntiriskit omaperusteisen tuotannon suhteen kasvavat ja toimitilarakentamisen volyymit laskevat, joten parannus ei tule Rakentamisen segmentin tasolla olemaan helppoa. Yhtiön projektinjohtomallin voimakkaan aliurakoinnin painoarvon vuoksi nousseet kustannukset rakennussuhdanteen kiivaimman vaiheen aikaan tulevat kuitenkin helpottamaan merkittävästi vuonna 2020. Tähän pitää kuitenkin saada yhdistettyä parempi yhtiötason suoritus.

Toinen tärkeä tulosajuri lähivuosille on suurten kauppakeskushankkeiden vuokraamisen eteneminen siten, että yhtiö pääsee seuraavien vuosien aikana ennustamallemme nettovuokratasolle. Tämä on edellytyksenä kauppakeskusten myynnille ja irtautumiselle vuosien 2022-2024 aikana. Jos yhtiön nettovuokratasot jäävät odotuksista, on myös exit-arvoissa laskuvaraa.

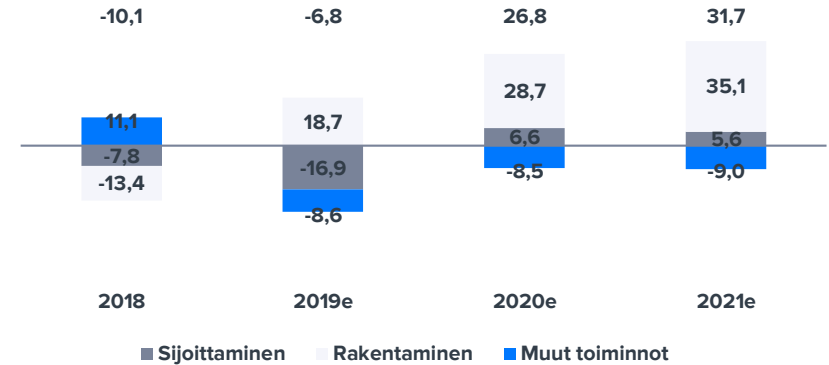
Kolmas tärkeä ajuri on sijoittajien kauppakeskuksille asettaman tuottovaatimuksen kehittyminen seuraavien vuosien aikana. Suomessa ja REDIn kohdalla tuottovaatimukset ovat tulleet vuoden 2019 aikana jälleen alaspäin, kun korot maailmanlaajuisesti ovat laskeneet. Venäjän kiinteistömarkkinoiden tuottovaatimuksissa samanlaista laskua ei olla nähty ja sen tulevaisuuden kehittymiseen liittyy paljon epävarmuutta. Tämän vuoksi Venäjän talouteen, venäläisten kuluttajien ostovoiman kehittymiseen ja talouspakotteisiin liittyvät uutiset tulevat olemaan tärkeä ajuri myös SRV:n osakkeelle.

Ennusteet

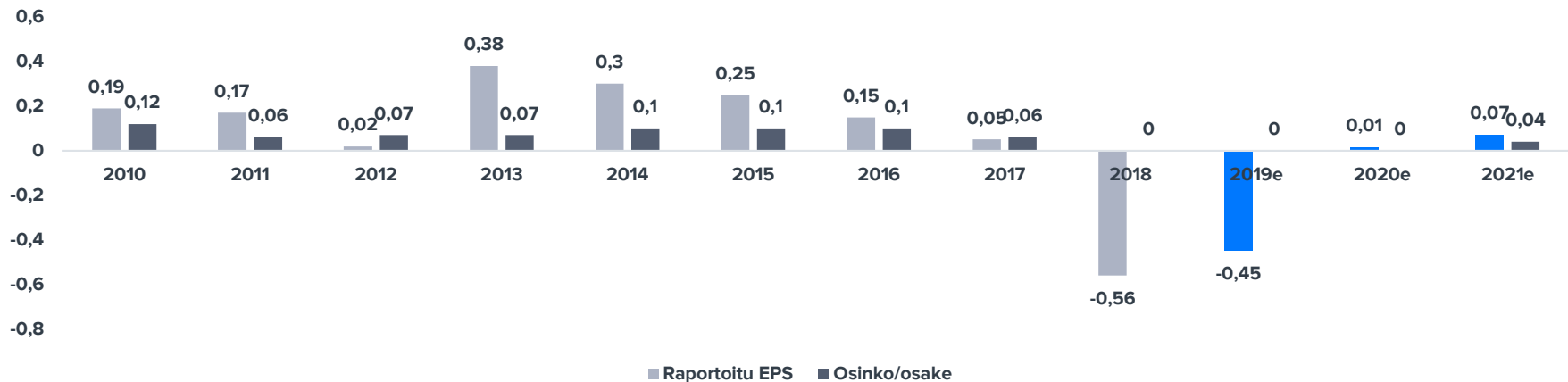
Liikevaihdon ennuste segmenteittäin



Liikevoiton (oik.) ennuste segmenteittäin



Osakekohtainen tulos ja osinko/osake



Lähde: Inderes, SRV

Kvartaaliennusteet

Tuloslaskelma	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	1114	216	236	208	300	960	223	207	218	371	1019	924	973
Rakentaminen	1096	215	235	208	299	955	222	207	218	370	1017	918	972
Sijoittaminen	17,9	1,2	1,2	1,2	1,0	4,6	1,3	1,5	1,5	1,4	5,7	9,8	4,6
Muut Toiminnot & Eliminoinnit	0,0	-0,3	0,1	-0,4	0,3	-0,3	-0,6	-0,8	-1,0	-1,0	-3,4	-4,0	-4,0
Käyttökate	21,0	-7,9	-4,8	-4,7	2,9	-14,6	6,2	-1,1	-3,2	4,6	6,5	36,9	41,4
Poistot ja arvonalennukset	-5,7	-0,9	-0,6	-0,9	-2,9	-5,3	-2,9	-2,1	-2,4	-3,5	-11,0	-10,1	-9,7
Liikevoitto ilman kertaeriä	27,0	-5,1	-3,4	-3,0	1,4	-10,1	0,5	-3,2	-5,3	1,1	-6,8	26,8	31,7
Liikevoitto	15,3	-8,8	-5,4	-5,6	-0,1	-19,9	3,3	-3,3	-5,6	1,1	-4,4	26,8	31,7
Rakentaminen	38,6	-3,2	-1,1	-1,5	-7,6	-13,4	4,8	2,0	4,1	7,8	18,7	28,7	35,1
Sijoittaminen	-6,7	-1,9	-0,8	-1,1	-4,0	-7,8	-2,7	-2,0	-7,5	-4,7	-16,9	6,6	5,6
Muut Toiminnot & Eliminoinnit	-4,8	0,0	-1,5	-0,4	13,0	11,1	-1,6	-3,2	-1,9	-1,9	-8,6	-8,5	-9,0
Nettorahoituskulut	-10,7	-3,4	-4,3	-3,5	-6,3	-17,5	-3,6	-7,7	-5,0	-4,5	-20,8	-18,2	-17,6
Tulos ennen veroja	4,6	-12,2	-9,7	-9,1	-6,4	-37,4	-0,3	-10,9	-10,6	-3,4	-25,2	8,6	14,1
Verot	1,2	1,5	1,3	0,9	2,4	6,1	0,7	2,0	2,0	0,0	4,6	-0,9	-2,1
Vähemmistöosuudet	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	1,1	-0,7	-0,1	0,0	0,0	-0,8	0,0	0,0
Nettotulos	5,9	-10,5	-8,2	-7,9	-3,6	-30,1	-0,4	-9,1	-8,6	-3,4	-21,4	7,7	12,0
EPS (oikaistu)	0,21	-0,13	-0,10	-0,11	-0,03	-0,37	-0,04	-0,14	-0,14	-0,08	-0,40	0,01	0,08
EPS (raportoitu)	0,05	-0,19	-0,15	-0,15	-0,08	-0,57	-0,02	-0,18	-0,17	-0,08	-0,45	0,01	0,08
Tunnusluvut	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e
Liikevaihdon kasvu-%	26,1 %	-3,5 %	-16,9 %	-22,2 %	-11,6 %	-13,9 %	3,2 %	-12,1 %	4,8 %	23,6 %	6,2 %	-9,3 %	5,3 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-6,7 %	-282,1 %	-289,0 %	-135,9 %	-90,0 %	-137,5 %	-109,8 %	-7,4 %	77,4 %	-19,0 %	-32,3 %	-491,4 %	18,4 %
Käyttökate-%	1,9 %	-3,7 %	-2,0 %	-2,3 %	1,0 %	-1,5 %	2,8 %	-0,5 %	-1,5 %	1,3 %	0,6 %	4,0 %	4,3 %
Oikaistu liikevoitto-%	2,4 %	-2,4 %	-1,4 %	-1,4 %	0,5 %	-1,1 %	0,2 %	-1,5 %	-2,4 %	0,3 %	-0,7 %	2,9 %	3,3 %
Nettotulos-%	0,2 %	-5,2 %	-3,8 %	-4,2 %	-1,7 %	-3,5 %	-0,6 %	-5,1 %	-4,6 %	-1,3 %	-2,6 %	0,1 %	0,5 %

Lähde: Inderes

Lähde: Inderes

Huom! Vuosi 2017 eri segmenttirakenne. Ei vertailukelpoinen

Arvonmääritys 1/4

Osien summa antaa arvon liiketoimintojen kokonaisuudesta

Näkemyksemme mukaan SRV:n osakkeen arvostusta on hyvä arvioida osien summa-analyysin kautta, sillä SRV:n markkina-arvosta merkittävä osa muodostuu jatkuvaluonteisen Rakentaminen-segmentin ohella Sijoittaminen-segmentin suurten kiinteistökehityshankkeiden omistusten arvoista.

Osien summa -analyysin keskeiset elementit ovat:

- Rakentamisen liiketoimintojen ja muiden toimintojen sekä eliminointien vuosien 2020-2021 ennustettu liikevoitto kertaa yhtiölle hyväksymämme EV/EBIT-kerroin (jatkuvat liiketoiminnot)
- SRV:n osaomistamien kiinteistökehityshankkeiden ennustettujen kassavirtojen nykyarvojen summa
- Sijoittamisen omaisuuserät, kuten tontit, maa-alueet, jotka eivät ole arviomme mukaan sitoutuneet tiedossa oleviin tai käynnistyneisiin suuriin kiinteistökehityshankkeisiin tai jatkuviin rakennusliiketoimintoihin
- Ennustetut vuoden 2019 lopun korolliset nettovelat ja hybridilainat

Olemme oikaisseet IFRS 16 vuokrasopimus-standardin vaikutukset osien summa -laskelmastamme vuokrasopimusvelkojen ollessa pääosin ei operatiivisia tonttivuokraelvoja, jotka asuntokohteiden tai hankkeiden valmistuessa siirtyvät pois yhtiön taseesta. Samalla olemme

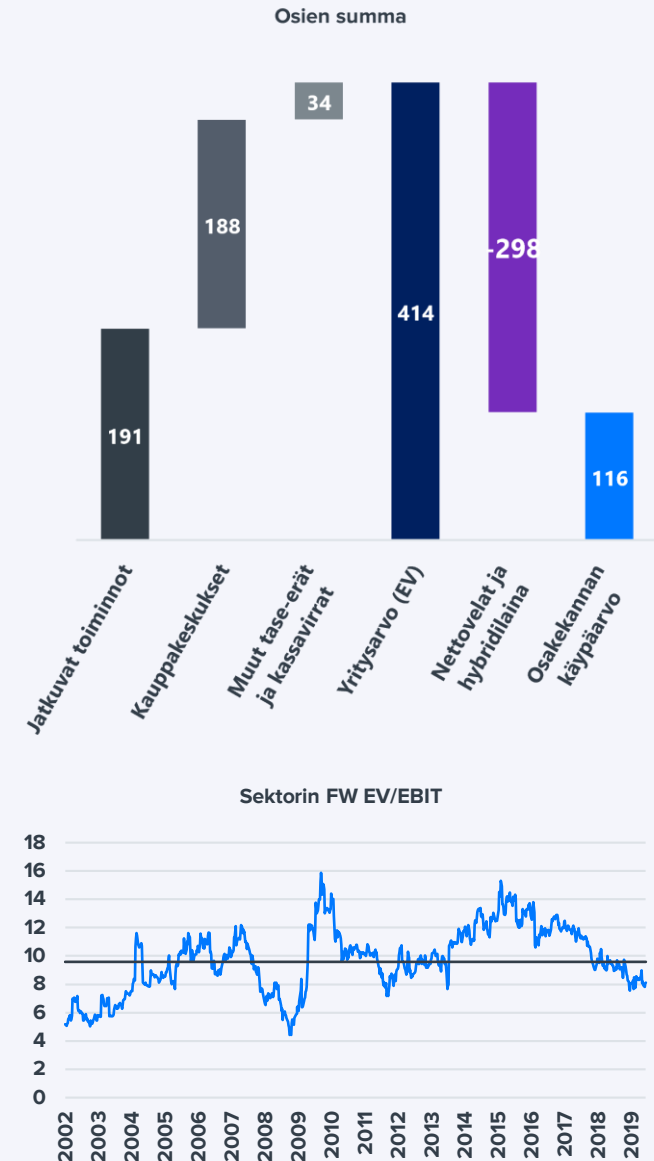
oikaisseet myös ennustamastamme jatkuvien toimintojen liikevoitosta arvioimamme noin 4 MEUR:n positiivisen IFRS 16 -muutoksen.

Näillä oikaisuilla tämän hetkinen arviomme SRV:n osien summan muodostamasta yritysarvosta (EV) on perusskenaariossamme ja tulosennusteillamme yhteensä 414 MEUR ja osakekannan arvosta 116 MEUR, eli 1,9 euroa osakkeelta.

Jatkuvat liiketoiminnot (Rakentaminen + muut toiminnot ja eliminoinnit) on SRV:n osista arviomme mukaan 46 % (191 MEUR) SRV:lle arvioimastamme yritysarvosta. Arvostuskertoimena olemme käyttäneet oikealla nähtävää suomalaisille verrokkiyhtiöille hyväksyttyä pitkän aikavälin EV/EBIT-kerrointa, joka on myös lähellä verrokkien vuoden 2020 mediaania (2020e EV/EBIT: 10,6x).

Arviomme mukaan SRV:n omistusosuuksien mukainen suurten hankkeiden kassavirtojen nykyarvo on yhteensä 188 MEUR, eli myös 46 % koko yritysarvosta. Nämä jakautuvat hankkeiden kesken siten, että Pearl Plazan arvo on 20 MEUR, Okhta Mallin arvo 51 MEUR, Daily'n 6 MEUR, Etmian 3 MEUR, REDIn 92 MEUR sekä Tampereen Kannen ja Areenan noin 17 MEUR.

Arvioimme muiden varallisuuserien arvoksi 34 MEUR (40 % 2018 lopun tasearvoista). Ennustetut nettovelat (-215 MEUR) ja hybridilaina (-83 MEUR) ovat yhteensä 298 MEUR negatiiviset.



Arvonmääritys 2/4

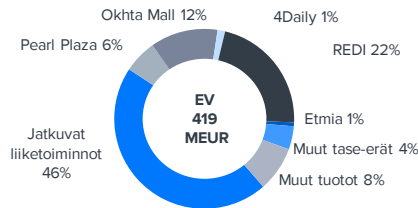
Suurin potentiaali jatkuvien liiketoimintojen kannattavuuden parantumisessa

SRV:n osien tarkasteltaessa suurin potentiaali suhteessa nykyiseen arvoon liittyy näkemyksemme mukaan Rakentamisen liiketoimintojen kannattavuuden parantamiseen. Nykyisellä ennusteellamme vuosi 2020-2021 Rakentaminen-segmentin liikevoitto-% on 3,8 %. Jos tämä saataisiin nostettua yhtiön tavoittelemalle noin 6 %:n tasolle, olisi jatkuvien liiketoimintojen arvostuksessa merkittävää nousuvaraa (+60 %). Jatkuvien projektihaasteiden vuoksi tämä vaikuttaa tällä hetkellä kuitenkin epätodennäköiseltä. Täytyy ottaa huomioon, että myös perusskenaariossamme on mukana vielä epävarmoja tulosparannusodotuksia. Kannattavuusparannuksen jäädessä odotuksistamme, on matala-skenaario lähempänä totuutta.

Myös kauppakeskusten hankinta-arvoon suhteutettujen nettovuokratuottojen nouseminen merkittävästi yli markkinoiden tuottovaateiden vuoden 2021 tienoilla olisi osien summalle positiivista. Olemme laatineet kauppakeskusten kassavirtalaskelmiin mielestämme realistiset odotukset, mutta myös markkinoiden tuottovaateiden muutoksilla on merkittävä vaikutus odotettuihin kassavirtoihin ja myyntivoitto-odotuksiin, kuten nyt esimerkiksi REDIn kohdalla on käynyt. Vastavuoroisesti Venäjän tilanne on mennyt heikompaan suuntaan, ja siellä tuottovaatimukset ovat nousseet, mistä myös ennen Q3-tulosta annettu tulosvaroitus oli viitteenä. Tämän vuoksi pidämme Venäjän kohteiden tuottovaatimuksen vielä korkealla tasolla.

Osien summa -laskelma

Liiketoiminto	Menetelmä	Arvo	Kerroin / exit-tuottovaade-%			Yritysarvo (EV)		
			MEUR	Matala	Normaali	Korkea	Matala	Normaali
Rakentaminen + muut toiminnot EBIT 20-21e	EV/EBIT	19,1	8,0x	10,0x	12,0x	153	191	230
Sijoittaminen								
Pearl Plaza	NPV ennuste	20	12,5 %	11,0 %	9,5 %	12	20	30
Okhta Mall	NPV ennuste	51	12,5 %	11,0 %	9,5 %	42	51	63
4Daily	NPV ennuste	6	12,5 %	11,0 %	9,5 %	5	6	7
REDI	NPV ennuste	92	5,25 %	4,75 %	4,25 %	81	92	105
Etmia	NPV ennuste	3	12,5 %	11,0 %	9,5 %	1	3	6
Kansi ja Areena	NPV ennuste	18	5,50 %	5,00 %	4,50 %	15	18	20
Muut tase-erät	Tasearvo	85	0,3x	0,4x	0,5x	26	34	43



Lähde: Inderes

Yritysarvo yhteensä	334	414	503
- nettovelka 2019e	-215	-215	-215
- hybridilaina 2019e	-83	-83	-83
Osakekannan arvo yhteensä	36	116	205
Osakkeiden määrä, milj. kpl	59,6	59,6	59,6
Osakkeen arvo	0,6	1,9	3,4
Osakekurssi	1,31	1,31	1,31
Potentiaali	-54 %	48 %	162 %

Arvonmääritys 3/4

Tavoitehinta ja suositus

Laskemme SRV:n tavoitehinnan 1,25 euroon (aik. 1,4 euroa) ja toistaen vähennä-suosituksemme. Päivitettyjen ennusteidemme ja käyttämämme arvostusmenetelmien valossa näemme SRV:n osakkeessa selkeää laskuvaraa. Osake hinnoitellaan kuluvalle vuodelle tulospohjaisesti negatiivisesti ja hyvin haastavasti myös lähivuosina (20-21e EV/EBIT (oik.): 18x ja P/E (oik.): 17x). Osinkoa yhtiö ei jaa näkemyksemme mukaan lähivuosina lainkaan ja hybridilainalla oikaistu P/B-lukukaan (P/B (oik.): 0,5x) ei taseeseen liittyvien riskien ja omanpääoman tuottokehityksen myötä anna tukea. Huolet rahoitusriskeistä painavat myös kurssia ja jatkavat kuskin paikalla, kunnes yhtiö saa kannattavuuden todistetusti käännettyä.

Osien summa -laskelma

Edellä esitetyn osien summan kautta saamme SRV:n osakekannan arvoksi perusskenaariossa 116 MEUR eli 1,9 euroa osakkeelta. Mallimme on erityisen herkkä muutoksille jatkuvien liiketoimintojen kannattavuusoletuksessa, EV/EBIT-kertoimessa sekä Sijoittamisen segmentin tuottovaateissa etenkin REDIn ja Okhta Mall -kauppakeskusten kohdalla. Näihin kaikkiin liittyy edelleen suhdannetilanteesta, Venäjäriskeistä ja jatkuvista projektiriskeistä johtuen paljon epävarmuutta, joten painotamme osien summaa hyödyntäessämme negatiivista ja perusskenaariota. Negatiivisen ja perusskenaarion painottamisella saamme yhtiön arvoksi osien summalla 1,3 euroa.

Positiivisena riskinä näemme yhtiön kannattavuuden nousun odotuksia nopeammin,

mikä nostaisi sekä kannattavuusoletuksia, että hyväksytyä arvostustasoa. Myös Venäjän tilanteen parantuminen voisi nostaa ennusteitamme. Negatiivisena riskinä näemme projektiongelmien jatkumisen ja suhdannetilanteen heikkenemisen tai oletuksia heikommän talousympäristön. Kannattavuusparannukseen ei ole tulossa markkinoilta merkittävää apua, sillä vuonna 2020 SRV:lle tärkeiden markkinoiden odotetaan lähtevän kaksinumeroiseen laskuun. Vaikka näemme tilanteen parantuvan jo vuoden 2021 aikana, liittyy suhdannekäänteeseen syvyyteen ja kestoon merkittävää epävarmuutta.

Arvostuskerroinanalyysi

Osien summa on mielestämme suoraviivaisin tapa määrittää SRV:n osakkeen arvoa tällä hetkellä ja jätämme arvostuskertoimien analysoinnin vähemmälle huomiolle. Yhtiön liiketoiminta koostuu jatkuvien toimintojen lisäksi hyvin pitkälle aikavälille ajoittuvista sekä kertaluontoisista kehityskohteiden tuloutuksista. Näin ollen lähivuosien arvostuskertoimien arvot voivat antaa sijoittajalle liian ruusuisen tai liian pessimistisen kuvan yhtiön arvosta. Esittelemme kuitenkin lyhyesti yhtiön nykyisen arvostustason absoluuttisesti sekä suhteellisesti.

SRV:n vuosien 2019 tuloskertoimet ovat tappiollisesta tuloksesta johtuen negatiiviset, joten keskitymme arvostuskerroin analyysissämme vuoden 2020-2021 tuloskertoiimiin. Vuoden 2020-2021 oikaistut EV/EBIT-kertoimet ovat ennusteillamme 15x tasolla ja vastaavat P/E-kertoimet joko yli 100x tai noin 16x tasolla.

Tavoitehinnan muodostuminen



Arvostustaso	2019e	2020e	2021e
Osakekurssi	1,31	1,31	1,31
Osakemäärä, milj. kpl	59,6	59,6	59,6
Markkina-arvo	78	78	78
Yritysarvo (EV)	453	450	445
P/E (oik.)	neg.	>100	16,1
P/E	neg.	>100	16,1
P/Kassavirta	1,1	2,6	2,6
P/B (oik.)	0,5	0,5	0,5
P/S	0,1	0,1	0,1
EV/Liikevaihto	0,4	0,5	0,5
EV/EBITDA (oik.)	69,6	12,2	10,8
EV/EBIT (oik.)	neg.	16,8	14,0
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	49,1 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	3,1 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 4/4

Hybridilainalla oikaistu 0,5x tasolla oleva P/B-luku ei historialliseen tasoon, oman pääoman tuottoon (2010-2018 ka.: 2,5 %), taseen vakavaraisuuteen ja Venäjän tasearvojen epälikvidiin luonteeseen nähden tarjoa mielestämme osakkeelle nousuvaraa. Näemme tasearvostuksessa nousuvaraa, jos yhtiön kannattavuus nousee, jolla yhtiö saa vähennettyä sitoutunutta pääomaansa sekä myös parannettua pääoman tuottolukujansa.

Osake on tuloskertoimilla arvostettu selkeästi yli verrokkien tasojen ja ainoa diskontto tarjotaan taseluvulla, mutta velkaantuneisuuden ja taserakenteen sekä sen riskien vuoksi siihen ei ole mielekästä vertailla.

Kokonaisuutena näemme yhtiön nykyisen arvostustason hyvinkin haastavana ja hyväksymällämme arvostustasolla (EV/EBIT 8-12x) siinä on selkeää laskuvaraa nykyisiltä tasoilta.

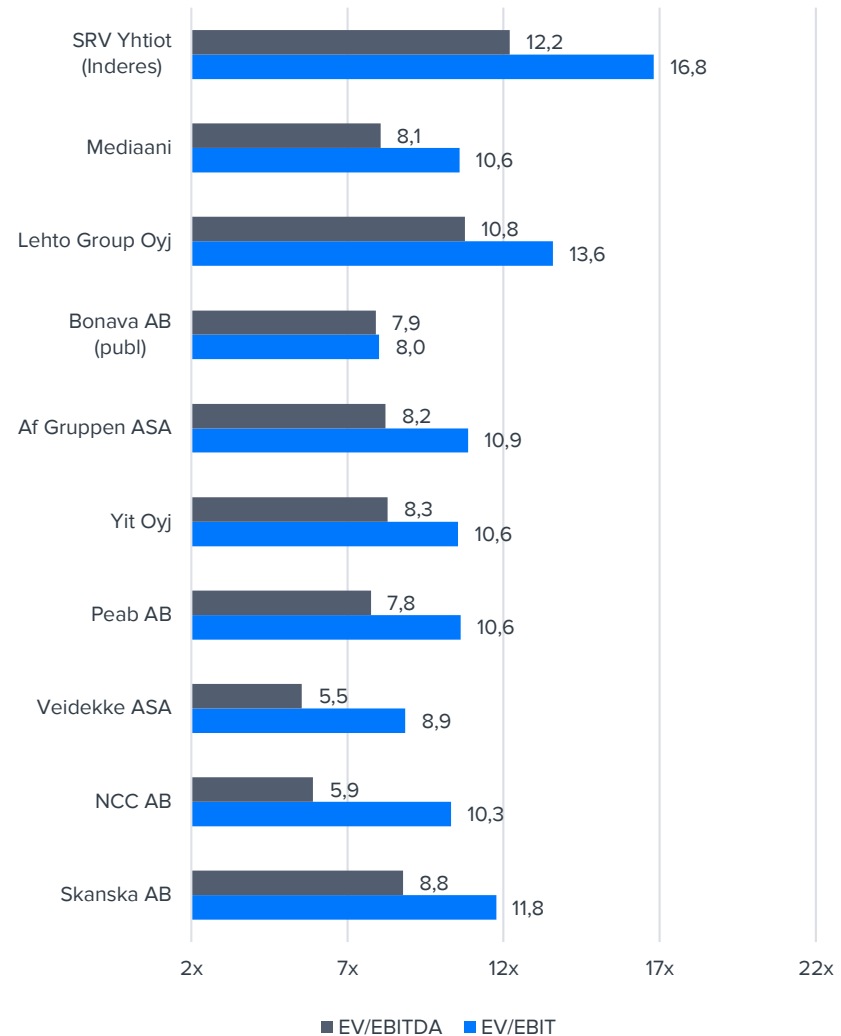
DCF-arvonmääritys

DCF-mallimme mukainen arvo SRV:n osakkeelle on 1,3 euroa tukien suositustamme.

Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu terminaalijaksolla 2 %:n tasolle ja EBIT-marginaali 3,5 %:iin liikevaihdosta, mikä vastaa suunnilleen yhtiön potentiaalista yli syklin kannattavuustasoa tällä hetkellä. Mallissa terminaalijakson painoarvo kassavirtojen nykyarvosta on kohtuullisen maltillinen 40 %, mikä heijastelee yhtiön suurhankkeisiin ja lähivuosien ennustettuun tuloskasvuun liittyviä oletuksia.

Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus on (WACC) on 10 % ja oman pääoman kustannus 13 %. Käytämme samaa 10 %:n WACC-% omistusten kassavirtojen diskonttaamisessa.

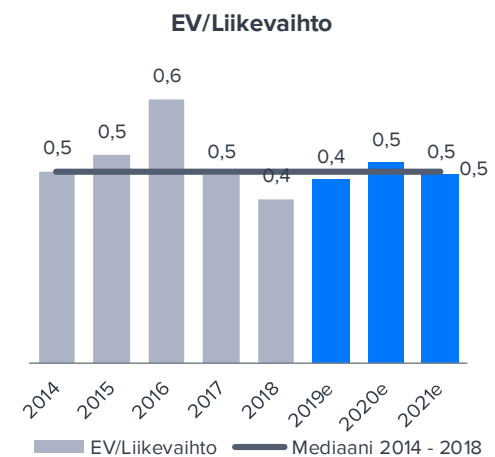
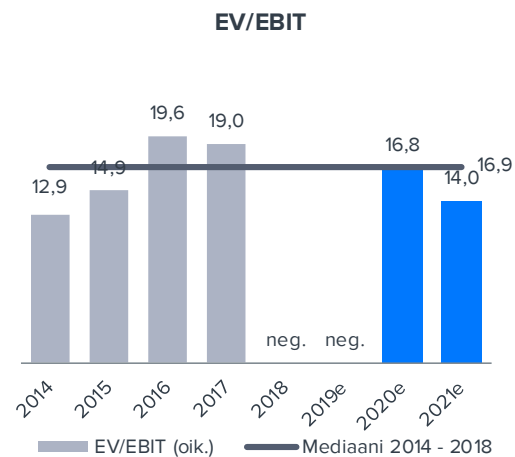
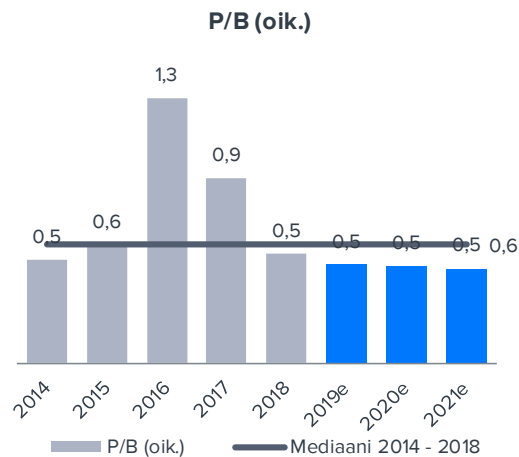
Verrokkiryhmä 2020e



Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Osakekurssi	2,83	3,10	5,43	3,60	1,70	1,31	1,31	1,31
Osakemäärä, milj. kpl	39,8	42,6	59,3	59,6	59,6	59,6	59,6	59,6
Markkina-arvo	113	132	322	214	101	78	78	78
Yritysarvo (EV)	319	363	567	511	383	453	450	445
P/E (oik.)	9,6	9,5	22,0	17,2	neg.	neg.	>100	16,1
P/E	9,6	12,5	36,9	79,0	neg.	neg.	>100	16,1
P/Kassavirta	2,0	2,9	neg.	neg.	3,0	1,1	2,6	2,6
P/B (oik.)	0,5	0,6	1,3	0,9	0,5	0,5	0,5	0,5
P/S	0,2	0,2	0,4	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
EV/Liikevaihto	0,5	0,5	0,6	0,5	0,4	0,4	0,5	0,5
EV/EBITDA (oik.)	11,9	13,0	16,6	24,3	neg.	69,6	12,2	10,8
EV/EBIT (oik.)	12,9	14,9	19,6	19,0	neg.	neg.	16,8	14,0
Osinko/tulos (%)	23,7 %	40,2 %	67,9 %	131,7 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	49,1 %
Osinkotuotto-%	2,5 %	3,2 %	1,8 %	1,7 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	3,1 %

Lähde: Inderes



Verrokkitaulukko

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e
Skanska AB	205,40	7569	8289	11,5	11,8	8,7	8,8	0,5	0,5	14,4	15,3	3,2	3,4	2,6
NCC AB	170,70	1706	2120	15,9	10,3	7,7	5,9	0,3	0,3	18,6	12,6	3,1	3,8	5,5
Veidekke ASA	102,90	1335	1776	11,3	8,9	6,6	5,5	0,4	0,3	13,4	11,1	5,0	5,1	3,0
Peab AB	87,95	2127	2960	10,9	10,6	7,8	7,8	0,5	0,5	11,9	11,1	5,0	5,3	2,1
Yit Oyj	5,19	1146	2150	12,4	10,6	9,2	8,3	0,6	0,5	11,1	10,9	5,2	5,2	1,1
Af Gruppen ASA	171,50	1702	1854	13,0	10,9	9,8	8,2	0,8	0,6	19,0	17,3	4,9	5,1	7,3
Bonava AB (publ)	113,00	1124	1812	11,0	8,0	10,8	7,9	1,1	0,9	10,5	9,3	4,6	4,9	
Lehto Group Oyj	2,11	121	359		13,6		10,8	0,5	0,4		8,5	3,5	6,7	0,9
JM AB	251,30	1637	2040							12,1	12,7	4,6	4,7	2,4
SRV Yhtiöt (Inderes)	1,31	78	453	-66,3	16,8	69,6	12,2	0,4	0,5	-3,3	129,1	0,0	0,0	0,3
Keskiarvo				12,3	10,6	8,7	7,9	0,6	0,5	13,9	12,1	4,4	4,9	3,1
Mediaani				11,5	10,6	8,7	8,1	0,5	0,5	12,8	11,1	4,6	5,1	2,5
Erotus-% vrt. mediaani				-676 %	59 %	698 %	51 %	-13 %	-2 %	-126 %	1061 %	-100 %	-100 %	-88 %

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

DCF-laskelma

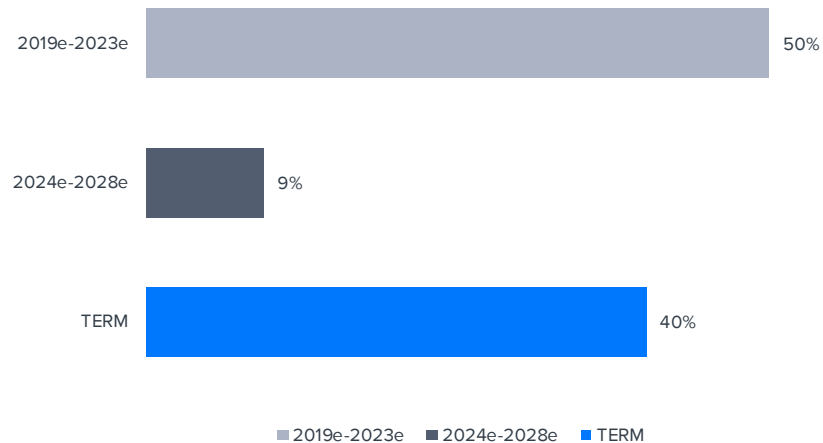
DCF-laskelma	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TERM
Liikevoitto	-19,9	-4,4	26,8	31,7	60,8	81,1	41,1	36,7	37,3	38,0	38,8	
+ Kokonaispoistot	5,3	11,0	10,1	9,7	8,8	8,9	9,1	9,3	9,4	9,6	9,8	
- Maksetut verot	-0,8	14,2	0,1	-1,1	-8,3	-13,5	-5,5	-4,6	-4,8	-4,9	-5,1	
- verot rahoituskuluista	-2,9	-3,8	-1,8	-2,6	-2,7	-2,7	-2,7	-2,7	-2,7	-2,7	-2,7	
+ 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	65,7	-112,0	6,5	10,0	-7,3	-17,3	-5,6	-18,1	-16,6	-35,5	-9,0	
Operatiivinen kassavirta	47,5	-95,1	41,7	47,6	51,3	56,5	36,4	20,5	22,6	4,5	31,8	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-6,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-3,0	-0,2	-4,9	-10,5	3,1	-9,3	-9,4	-9,7	-9,8	-10,1	-4,6	
Vapaa operatiivinen kassavirta	37,7	-95,3	36,8	37,1	54,5	47,2	27,0	10,9	12,8	-5,6	27,3	
+/- Muut	-3,9	165	-7,1	-7,1	-7,1	-5,6	-5,6	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	33,8	69,4	29,7	30,0	47,4	41,6	21,4	10,9	12,8	-5,6	27,3	349
Diskontattu vapaa kassavirta		68,1	26,5	24,4	35,0	27,9	13,0	6,0	6,5	-2,6	11,4	146
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		362	294	268	243	208	180	167	161	155	157	146
Velaton arvo DCF		362										
- Korolliset velat		-375,9										
+ Rahavarat		93,1										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		79,5										
Oman pääoman arvo DCF per osake		1,3										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	35,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,5 %
Yrityksen Beta	1,50
Markkinoiden riski-premio	5,30 %
Likviditeettipremio	2,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	13,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,0 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavana. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat 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 (väliittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (väliittömät 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 sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttieroön. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä 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 arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa-analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaamaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

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

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

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

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
17.9.2018	Vähennä	2,60 €	2,55 €
26.10.2018	Vähennä	2,20 €	2,30 €
20.12.2018	Lisää	2,00 €	1,84 €
14.1.2019	Vähennä	2,00 €	2,00 €
7.2.2019	Vähennä	1,90 €	1,90 €
3.4.2019	Vähennä	1,75 €	1,74 €
24.4.2019	Vähennä	1,75 €	1,73 €
29.4.2019	Vähennä	1,70 €	1,77 €
17.5.2019	Vähennä	1,70 €	1,69 €
18.7.2019	Vähennä	1,60 €	1,69 €
11.10.2019	Vähennä	1,40 €	1,38 €
22.10.2019	Vähennä	1,25 €	1,31 €



Inderes on kaikille osakesijoittajille avoin analyysipalvelu ja yhteisö. Toimintaamme ohjaavat viisi periaatetta: riippumattomuus, laadukas analyysi, intohimo osakemarkkinoita kohtaan, pääomamarkkinoiden avoimuuden parantaminen sekä toiminta yhteisönä yhteisen hyvän edistämiseksi. Tavoittemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja kansankapitalismia. Yhteisöömme kuuluvat sijoittajat oppivat tuntemaan kohdeyhtiöt paremmin, ymmärtävät omistajuuden merkityksen ja voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi. Pörssi-yhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssi-yhtiötä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 20 työntekijän tiimillä intohimosta osakesijoittamiseen.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS
WINNER



2012, 2016, 2017, 2018,
2019

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017, 2019

Suositusarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018,
2019

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018, 2019

Suositusarkkuus



2015, 2018

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017, 2019

Suositusarkkuus



2017

Suositusarkkuus



2018

Ennustetarkkuus



2019

Suositusarkkuus

**Analyysi kuuluu
kaikille.**

Liite 1: SRV:n osaomisteiset kiinteistökehityshankkeet 1/3

SRV:n suurten kiinteistökehityshankkeiden yhteenveto

SRV:llä on valmiina 5 kiinteistökehityskohdetta, joissa on SRV:n ulkopuolisia sijoittajia, ja jotka yhdistellään SRV:n tilinpäätökseen pääomaosuusmenetelmällä. Viiden valmiin hankkeen kokonaisinvestointien arvo on yhteensä noin 920 MEUR, josta noin 52 % Helsingin Kalasataman REDIn kauppakeskukseen, noin 23 % kesällä 2016 valmistuneeseen Okhta Mall kauppakeskushankkeeseen Pietarissa, 15 % vuonna 2013 Pietariin valmistuneeseen Pearl Plaza -kauppakeskushankkeeseen, noin 7 % vuonna 2017 Moskovan alueelle valmistuneeseen 4Daily kauppakeskushankkeeseen ja loput noin 3 % vuonna 2009 valmistuneeseen Moskovassa sijaitsevaan Etmia II toimistohankkeeseen.

Arvioimme SRV:n omistusosuuksien ja kohteiden vuokratuottojen kassavirtojen nykyarvoksi tällä hetkellä yhteensä hieman yli 194 MEUR (aik. 160 MEUR), mikä on lähes puolet kokonaisuutena SRV:lle arvioimastamme yritysarvosta (EV). Valtaosa suurhankkeiden arvosta tuloutuu SRV:lle vasta kohteiden myyntien yhteydessä, joista isoimpien arvioimme tapahtuvan pääosin vuoden 2022-2024 aikana. Lisäksi SRV saa suurhankkeista tuloa rakentamisen katteen, operointipalkkioiden ja omistusten tuottaman vuokratassavirran muodossa. Olemme ennustaneet kaikki Sijoittaminen-segmentin lukuihin.

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

REDIn kauppakeskus ja parkkihalli

Sijainti ja liikeidea

Keväällä 2015 rakennusvaiheeseen edennyt REDIn kauppakeskus ja parkkihalli on I-vaihe kokonaisuutena yli 1 mrd. euron arvoisesta Helsingin Kalasataman aluekehityshankkeesta. Kauppakeskus ja parkkihalli valmistui syksyllä 2018 ja on ollut toiminnassa nyt noin vuoden verran. Kauppakeskus sijaitsee Helsingin Itäväylän varrella ja metrolinja kulkee kauppakeskuksen läpi. Kauppakeskuksen vuokrattava tila on noin 64 000 neliötä ja sen yhteyteen on rakennuttu yhteensä noin 2000 paikkaa käsittävä pysäköintilaitos. Kauppakeskus on lähtenyt rakennusvaiheessa luotuihin odotuksiin nähden hapuillen liikkeelle ja sitä on mm. syytetty sokkelomaiseksi eikä asiakkaiden määrä ole yltänyt yrittäjien odotuksiin. Kauppakeskusten ylösajovaihe kestää kuitenkin useita vuosia ja Kalasataman alue on varsin keskeneräinen. Lisäksi Triplan ja useiden muiden kauppakeskusten avaus samanaikaisesti tuo lyhytaikaisesti vuokralaisille sekä asiakkaille enemmän tarjontaa kuin kysyntää olisi. Kohteesta oli kesäkuun lopussa vuokrattuna noin 89 %.

Omistusrakenne, rahoitus ja vuokratuotto

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

SRV ei ole julkistanut REDIn tavoiteltua nettovuokratuottotasoa. Olemme arvioineet vastaavien kauppakeskuskohteiden perusteella REDIn nettovuokratuotoksi täyteen vuokrattuna yli 30 MEUR vuodessa vuoden 2023 lopussa.

Nykyarvolaskelma

Arvioimme REDIn kassavirtojen nykyarvoksi perusskenaariossamme 454 MEUR ja exit-arvoksi noin 625 MEUR vuonna 2023. Exit-hintaan sisältyy parkkihalli ja kauppakeskus. Muita keskeisiä oletuksia ovat 30 MEUR nettovuokratuotto vuonna 2023, 4,75 %:n sijoittajien tuottovaatimus exit-hetkellä vuonna 2023 ja WACC 10 %. SRV:n 40 %:n omistuksen nykyarvo olisi siten perusskenaariossa 92 MEUR. Jos tuottovaatimusta lasketaan 4,25 %:iin nousee SRV:n omistusten nykyarvo 105 MEUR:oon. Edelleen 5,25 %:n tuottovaatimuksella omistuksen nykyarvo olisi 81 MEUR. Ennustamme nykyarvolle ja exit-hinnalle ovat hieman nousseet alentuneen tuottovaatimuksen ja nousseiden vuokratuottoennusteiden myötä. Hitaasta alusta huolimatta, näemme keskuksen olevan SRV:n omistuksista tällä hetkellä selvästi arvokkain.

Okhta Mall -kauppakeskus

Sijainti ja liikeidea

Loppukesällä 2016 valmistunut Okhta Mall -kauppakeskushanke sijaitsee hieman Pietarin keskustasta itään SRV:n omistaman 8,5 hehtaarin kokoisen Okhta City -korttelin alueella. Hankkeen rakentaminen aloitettiin vuonna 2013 ja se avasi ovensa asiakkaille elokuussa 2016.

SRV:n osaomisteiset kiinteistökehityshankkeet 2/3

Okhta Mall on ensimmäinen ydinkeskustan lähellä oleva kauppakeskus, jossa on hypermarket. Lisäksi kauppakeskuksessa on elokuvateatterikompleksi, ravintolamaailma, kuntosali, erikoisliikkeitä sekä erilaisia muoti- ja urheiluliikkeitä. Kohteen vuokrausaste oli vuoden 2019 puolessa välissä noin 97 %. Kohteen vuokrapinta-ala on noin 68 000 m².

Omistusrakenne, rahoitus ja vuokratuotto

SRV omistaa Okhta Mall -hankkeesta suoraan 45 % ja lisäksi noin 15 %:n osuuden hankkeesta 55 % omistavan Russia Invest -sijoitusyhtiön kautta eli yhteensä noin 53 %. Russia Investin muita osakkaita ovat Ilmarinen, Etera, Sponda ja Onvest.

Kauppakeskuksen kokonaisinvestointi on arvoltaan noin 200 MEUR, ja se on rahoitettu noin 90 MEUR:n projektilainasopimuksella ja noin 115 MEUR:n oman pääoman sijoituksilla. Kauppakeskuksen pitkän aikavälin tavoiteltu nettovuokratuotto on noin 30 MEUR vuodessa. SRV:n REAM-tiimi on vastuussa kohteen vuokrauksesta ja operoinnista.

Nykyarvolaskelma

Arvioimme Okhta Mallin kassavirtojen nykyarvoksi perusskenaariossamme 181 MEUR ja exit-arvoksi noin 236 MEUR vuonna 2022. Muita keskeisiä oletuksia ovat 27 MEUR nettovuokratuotto vuonna 2022, 11,0 %:n sijoittajien tuottovaatimus exit-hetkellä vuonna 2022 ja kassavirtojen tuottovaatimus 10 %. SRV:n omistusten nykyarvo olisi siten perusskenaariossa 51 MEUR. Jos tuottovaatimusta lasketaan 9,5 %:iin nousee SRV:n

omistusten nykyarvo 63 MEUR:oon. Edelleen 12,5 %:n tuotto-vaatimuksella omistuksen nykyarvo on 42 MEUR.

Tampereen kansi ja areena -hanke

Sijainti ja liikeidea

Tampereen Kansi ja Areena -hankkeessa on kyse Tampereen rautatieaseman päälle rakennettavasta hybridihankkeesta, jossa rakennetaan kannot rautateiden päälle jakautuen eri aikaan tehtäville etelä- ja pohjoispuolen kansille. Työt alkoivat syksyllä 2017 eteläpuolen kannen perustustöillä ja ensimmäisessä vaiheessa eteläkannen päälle rakentuu monitoimiareena, harjoitushalli, hotelli ja 2 tornitaloa, joihin valmistuu 250 asuntoa. Eteläpuolen kannen on tarkoitus valmistua 2020 ja niihin kuuluvat tornit sekä areena vuoden 2021 loppupuolella. Pohjoispuolen kannen rakentaminen oli tarkoitus aloittaa vuonna 2020, mutta se luultavimmin hieman viivästyy. Toinen kansi sisältää 3 tornitaloa, joihin valmistuu noin 750 asuntoa ja liiketiloja. Toimisto- ja liiketilaa kohteisiin valmistuu yhteensä noin 13 000 neliometriä.

Omistusrakenne

SRV omistaa hankkeen areenasta 20 % ja muista kohteista kolmanneksen. Hankkeen sijoittajina toimii yhtä suurilla osuuksilla SRV, Lähitapiola ja OP-ryhmän vakuutus- ja eläkeyhteisöjen yksityinen sijoittajaryhmä. Tampereen kaupunki on hankkeessa vähemmistöosakkaana ja on sijoittanut hankkeeseen 60 MEUR. Sijoittajaryhmä ja Tampereen kaupunki muodostavat

areenakonsortion, joka rakennuttaa monitoimiareenan ja harjoitushallin. Lisäksi sijoittajaryhmä rakennuttaa hankkeen muut osat eli asuintornit, hotellin, toimisto- ja liiketilat sekä pysäköintihallin. Kokonaisuuteen kuuluu myös kuuden asuinkerrostalon rakennuttaminen Ranta-Tampellaan.

Tuloutuminen

SRV on tehnyt erikseen kohteiden rakentamisesta urakkasopimuksen rakennuttamisesta vastaavan sijoittajaryhmän kanssa. Kaikki tulovirta kohteesta kohdistuu tällä hetkellä Rakentamisen segmenttiin. Liikevaihtoa kohteesta kertyy vuosien 2017-2025 aikana ja hankkeen kokonaisarvo on arviolta 550 MEUR. Liikevaihdon jakautuminen kohdistuu nyt aikaisemmasta poiketen selvemmin vuoden 2020 puolelle Areenan ja asuintalotornien rakentamisen lähtiessä käyntiin. Hanke tulee arviolta valmistumaan vuoden 2025 aikana lopullisesti ja hankkeen tulevaisuuden kassavirtojen arvioiminen on vielä hyvin haastavaa. Olemme kuitenkin arvioineet yhtiön kohteesta saatavia vuokratuottoja ja kassavirtoja olettaen, että omistusosuuden myynti tapahtuisi vuoden 2026 aikana. Asunnot eivät kuulu tähän sillä ne myydään jo rakentamisaikana ja niiden tuloutus tapahtuu kohteiden valmistuessa. Olemme saaneet kassavirtojen nykyarvoksi nykyiseen hetkeen 10 %:n WACC:lla diskontattuna noin 18 MEUR. Kohteen omistuksen osuus yhtiön arvosta on näin ollen vielä hyvinkin pieni. Suurin osa arvosta näiden lähivuosien aikana tehdään kuitenkin kannen päälle rakennettavilla asunnoilla ja muusta urakoinnista tulevalla tulovirralla.

SRV:n osaomisteiset kiinteistökehityshankkeet 3/3

Pearl Plaza -kauppakeskus

Sijainti ja liikeidea

Pearl Plaza -kauppakeskus sijaitsee Pietarin lounaisosassa kiinalaisten kehittämän Baltic Pearl nimisen aluekehityskohteen alueella. Vuonna 2013 elokuussa avatun kauppakeskuksen vaikutusalueella on noin 800 000 asukasta. Kauppakeskuksen I-vaiheen kokonaispinta-ala on 96 000 m² ja vuokrattava pinta-ala 48 000 m². Kauppakeskuksessa on 1300 parkkipaikkaa. Kauppakeskus on tällä hetkellä täyteen vuokrattu. SRV jatkaa neuvotteluja kauppakeskuksen myynnistä.

Omistusrakenne, rahoitus ja vuokratuotto

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

Kauppakeskuksen tavoiteltu nettovuokratuotto on 18 MEUR vuodessa. SRV ei ole julkistanut Pearl Plazan nettovuokratuottoja, mutta tilinpäätöksessä ilmoitetun liikevaihdon perusteella arvioimme tämän hetken nettovuokratasoksi noin 14 MEUR. Kohde on täyteen vuokrattu ja myynti on kasvanut viimeisen vuoden aikana ruplamääräisesti hyvin.

Nykyarvolaskelma

Ennustettujen operatiivisten tulovirtojen,

myyntihinnan ja oletetun ajankohdan (2020) perusteella arvioimme Pearl Plaza -kauppakeskushankkeen nykyarvoksi perusskenaariossamme 130 MEUR ja exit-hinnaksi 131 MEUR vuonna 2020. Muita keskeisiä oletuksia ovat 15 MEUR nettovuokratuotto vuonna 2020, 11 %:n sijoittajien tuottovaatimus exit-hetkellä vuonna 2020 ja WACC 10 %. SRV:n 50 %:n omistuksen nykyarvo olisi siten perusskenaariossa 20 MEUR. Jos tuottovaatimusta lasketaan 9,5 %:iin nousee SRV:n omistusten nykyarvo 32 MEUR:oon. Edelleen 12,5 %:n tuottovaatimuksella SRV:n omistuksen nykyarvo olisi 13 MEUR.

4Daily -kauppakeskus

Sijainti ja liikeidea

4Daily -kauppakeskushankkeen I-vaihe sijaitsee Moskovan alueella Mitishissä. Kauppakeskuksen rakentaminen aloitettiin vuonna 2014 ja se avattiin huhtikuussa 2017. Kauppakeskuksen vaikutusalueella on noin 180 000 asukasta. Kohteen vuokrapinta-ala on noin 26 000 m². Kohteesta on noin 80 % %:n osalta varsinaiset tai alustavat vuokrasopimukset.

Omistusrakenne, rahoitus ja vuokratuotto

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

Kauppakeskuksen ensimmäisen vaiheen kokonaisinvestointi on arvoltaan noin 60 MEUR ja se rahoitetaan oman pääoman sijoituksilla ja noin 30 MEUR:n projektilainalla. SRV:n osuus

sijoituksesta on noin 7 MEUR. Kauppakeskuksen tavoiteltu nettovuokratuotto on noin 10 MEUR vuodessa. SRV:n REAM-tiimi on vastuussa kohteen vuokrauksesta.

Nykyarvolaskelma

Ennustettujen operatiivisten tulovirtojen, myyntihinnan ja oletetun ajankohdan perusteella arvioimme 4Daily -kauppakeskushankkeen nykyarvoksi perusskenaariossa 58 MEUR ja exit-hinnaksi 72 MEUR vuonna 2022. Muita keskeisiä oletuksia ovat 8 MEUR nettovuokratuotto vuonna 2022, 11 %:n sijoittajien tuottovaatimus exit-hetkellä vuonna 2022 ja WACC 10 %. SRV:n 20 %:n omistuksen nykyarvo olisi siten perusskenaariossa 6 MEUR. Jos tuottovaatimusta lasketaan 9,5 %:iin nousee hankkeen SRV:n omistusten nykyarvo 7 MEUR:oon. Edelleen 12,5 %:n tuottovaatimuksella SRV:n omistuksen nykyarvo 5 MEUR.

Etmia -toimistokiinteistö

Kohteen kuvaus ja nykyarvo

SRV omistaa 50 % vuonna 2009 valmistuneesta Moskovan ydinkeskustassa sijaitsevasta Etmia II toimisto- ja parkkitaloprojektista. Kohde oli 2019 kesäkuun lopussa vuokrattu noin 80 %:sti ja sen vuosivuokratuotto on täyteen vuokrattuna noin 3-4 MEUR.

SRV:n sitoutuneen pääoman määrä kohteessa on arvioimme mukaan noin 3 MEUR. Arvioimme, että SRV:n Etmia-omistuksen nykyarvo vastaa suunnitellen SRV:n tekemän sijoituksen määrää, eli noin 3 MEUR.

SRV:n valmiit kiinteistökehityshankkeet

	Pearl Plaza	Etmia II	Okhta Mall	4Daily	REDI
Sijainti	Pietari	Moskova	Pietari	Moskovan alue	Helsinki
Aloitusvuosi-valmistumisvuosi	2011-2013	2006-2008	2013-2016	2014-2017	2015-2018
Vuokrattava pinta-ala, m²	48000	6500	68000	26000	64000
Inderesin ennuste vuokratuotolle exit-vuonna MEUR/vuosi	15 MEUR	4 MEUR	27 MEUR	8 MEUR	30 MEUR
Investoinnin arvo	140 MEUR	-	>200 MEUR	60 MEUR	480 MEUR
Projektilaina/rahoitus	95 MEUR	33 MEUR	90 MEUR	30 MEUR	225 MEUR
SRV:n omistusosuus	50 %	50 %	45 % + 15 %	20 %	40 %
Hankkeen exit-valuation (Inderes ennuste)	131 MEUR	36 MEUR	236 MEUR	72 MEUR	625 MEUR
SRV:n omistusosuuden mukainen kassavirtojen nykyarvo (Inderes ennuste)	20 MEUR	3 MEUR	51 MEUR	6 MEUR	92 MEUR
Arvioitu irtautumisvuosi (Inderes ennuste)	2020	2020	2022	2022	2023