

SRV Yhtiöt Oyj

Laaja raportti

9.3.2022 07:00



Olli Koponen
+358 44 274 9560
olli.koponen@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Riskit pitävät paitsiossa

Toistamme SRV:n vähennä-suosituksen ja laskemme tavoitehintamme 0,40 euroon laajan raportin päivityksen yhteydessä. SRV on tappiovuosien jälkeen tervehdyttänyt liiketoimintaansa ja parantanut taloudellista tilannettansa merkittävästi. Prosessi on kuitenkin pitkä ja heikko viime vuosi oli osoitus tuloskäänteen riskitekijöistä. Suorituskyky jää myös tänä vuonna alle potentiaalin, kun omaperusteisia asuntoja valmistuu hyvin vähän. Perustaa tulevien vuosien tulospaarannuksille luodaan tänä vuonna, mutta geopolittiset riskit, Venäjän toiminnan kustannukset, alan kustannuspaineet ja yhtiökohtaiset haasteet nostavat riskitasoa. Arvostus ei mielestämme tarjoa tällä hetkellä riittävää tuotto-odotusta, jotta riskien varjolla voisimme nousta osakkeen kyytiin.

Rakentaja ja kehittäjä

SRV on Suomen suurimpia rakentajia ja johtavia kiinteistökehittäjiä. Yhtiö on kasvanut vahvasti viimeisen vuosikymmenen aikana, mutta tuloskehitys on ollut viime vuodet kuitenkin heikkoa. Rakentamisen kannattavuus on kärsinyt projektien kustannusylityksistä, kun taas Venäjän heikko talouskehitys on rasittanut Sijoittaminen-segmentin tulosta. Vuoden 2019 aikana käynnistetty tervehdyttämisohjelma on kuitenkin parantanut yhtiön taloudellisen tilanteen ja operatiivinen tuloskäännekin näyttäisi olevan hyvin aluillaan. Lähivuosina hiipuvat kustannuspaineet, tilauskannan parantuva katerakenne, myyntimixin parantuminen (omaperusteisten asuntojen määrän kasvu) ja tervehdyttämisohjelman tuomat säästöt sekä kulurakenteen tehostuminen avittavat viemään yhtiön tuloksen uudelle tasolle. Lyhyellä aikavälillä Venäjän geopolittiset riskit, talouden epävarmuus ja kustannuspaineet kuitenkin vielä jarruttavat etenemistä.

Geopolittinen tilanne vaikuttaa yhtiöön

SRV ohjeistaa liikevaihdon olevan 800-950 MEUR välillä ja operatiivisen liikevoiton parantuvan vuonna 2022. Ohjeistuksen antamisen jälkeen geopolittinen tilanne on kiristynyt, millä oli laskeva vaikutus myös meidän ennusteisiimme Sijoittaminen-segmentissä. Muuten ennustemuutoksemme jäivät vähäisiksi, vaikka talouden riskit ovat koholla myös Suomessa. Vuonna 2022 ennustamme liikevaihdon laskevan 6,5 %:lla 872 MEUR:oon tilauskannan laskua ja alhaisia asuntojen valmistumisia heijastellen. Oikaistun liikevoiton ennustamme nousevan 22 MEUR:oon (2021: 5,3 MEUR) ja marginaalin parantuvan 2,5 %:iin (2021: 0,6 %) Rakentamisen parantuvan katerakenteen ansiosta. Sijoittamisen tuloksen odotamme olevan tappiolla. Vuosien 2023-2024 aikana odotamme tuloskäänteen piristävän selvästi omaperusteisten asuntojen kasvavan määrän vuoksi. Ennusteiden isoimmat riskit liittyvät talouden kantokykyyn, kustannuspaineisiin ja geopolittisen tilanteen heikentymiseen.

Arvostus haastavalla tasolla riskeihin nähden

Vuodelle 2022 SRV:n osakkeen arvostus (22e EV/EBIT (oik.): 13x) on mielestämme koholla yhtiön ja markkinan riskeihin nähden. Hyväksyttävään arvostustasoomme (EV/EBIT: 10-12x) nähden osake on yli ylälaidan. Vuodelle 2023 arvostus laskee selvästi, mutta epävarmuustekijöiden vuoksi sinne nojaaminen on mielestämme ennenaikaista. Verrokkeihin nähden SRV on hinnoiteltu preemiolla (+50 %) vuodelle 2022, kun mielestämme yhtiön tulisi normaalitilanteessa olla pienellä alennuksella. Osinkoa yhtiö ei jaa ennusteillamme kuin vasta vuonna 2023, joten siitä ei saa tukea. DCF-laskelmamme selkeästi korkeampi arvo (0,6 euroa) kertoo yhtiön pidemmän aikavälin potentiaalista, mutta se nojaa kestävään ja merkittävästi parempaan tulostasoon. Riskit niin markkinaa kuin yhtiöönkin liittyen ovat mielestämme liian suuria pidemmän aikavälin potentiaaliin nojataksemme.

Suositus

Vähennä

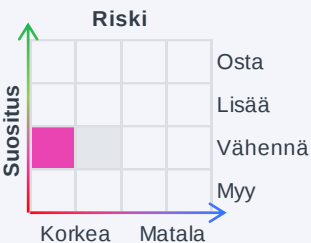
(aik. Vähennä)

0,40 EUR

(aik. 0,50 EUR)

Osakekurssi:

0,40 EUR



Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	933	872	930	964
kasvu-%	-4 %	-6 %	7 %	4 %
EBIT oik.	5,3	22,1	32,5	42,3
EBIT-% oik.	0,6 %	2,5 %	3,5 %	4,4 %
Nettotulos	-19,9	6,9	16,1	24,8
EPS (oik.)	-0,06	0,03	0,06	0,09

P/E (oik.)	neg.	15,1	7,2	4,5
P/B (oik.)	0,9	0,7	0,6	0,6
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	5,0 %	7,5 %
EV/EBIT (oik.)	58,8	13,4	7,6	5,3
EV/EBITDA	67,2	10,3	6,3	4,6
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,3	0,2

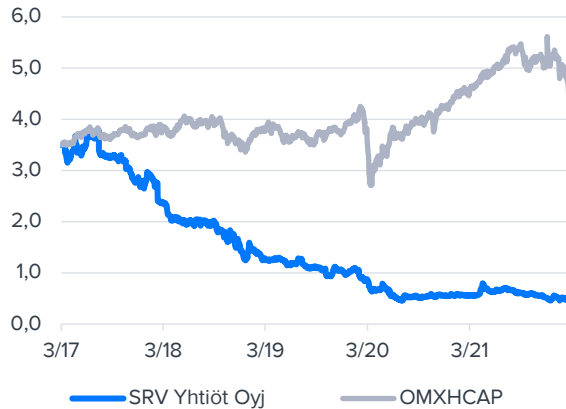
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

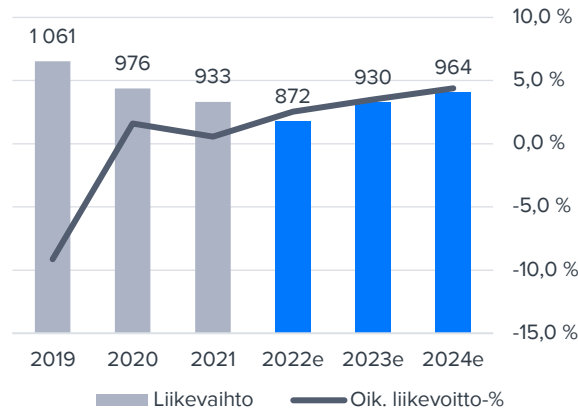
Vuoden 2022 liikevaihdon odotetaan olevan 800-950 MEUR:n välillä ja operatiivisen liikevoiton paranevan.

Osakekurssi



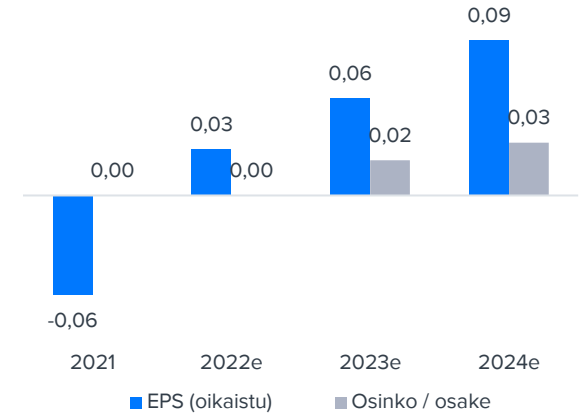
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Kannattavuuden parantuminen omaperusteisten asuntojen ja toimitilarakentamisen katerakenteen parantumisen kautta
- Kustannustehokkuuden parantaminen
- Pääoman käytön tehostuminen ja sen tuoma vipuvaikutus
- Strateginen keskittyminen pääkaupunkiseudulle ja kasvukeskuksiin



Riskitekijät

- Markkinoiden suhdanneriskit
- Kustannuspaineet
- Asuntomarkkinoiden selkeä jäähtyminen
- Projektien kustannusylitysten uusiutuminen
- Venäjän talouden ja kiinteistömarkkinoiden kehitys
- Valuuttakurssit (rupla)
- Rahoituksen hinnan ja saatavuuden muutokset

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	0,40	0,40	0,40
Markkina-arvo	105	105	105
Yritysarvo (EV)	295	248	226
P/E (oik.)	15,1	7,2	4,5
P/B (oik.)	0,7	0,6	0,6
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,2
EV/EBITDA (oik.)	10,3	6,3	4,6
EV/EBIT (oik.)	13,4	7,6	5,3
Osinko/tulos (%)	0,0 %	36,1 %	33,9 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	5,0 %	7,5 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-10
Strategia	11-13
Sijoitusprofiili	14-15
Markkinat	16-17
Taloudellinen tilanne	18-20
Ennusteet	21-24
Arvonmääritys	25-32
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	33-35

SRV lyhyesti

SRV on Suomen suurimpia rakennusliikkeitä ja johtavia kiinteistöhankkeiden kehittäjiä.

1987/2007

Perustamisvuosi ja listautuminen

933 MEUR

Liikevaihto 2021

5,3 MEUR (0,6 % lv:sta)

Operatiivinen liikevoitto 2021

-0,6 %

Sijoitetun pääoman tuotto-% 2021

944

Henkilöstö 2021 lopussa

47 %

Nettovelkaantumisaste-% 2021 (ilman IFRS-16)

33 %

Omavaraisuusaste-% 2021 (ilman IFRS-16)

Lähde: SRV, Inderes

SRV:n liikevaihdon ja liikevoiton (raportoitu) kehitys, 2007-2021

2007-2012

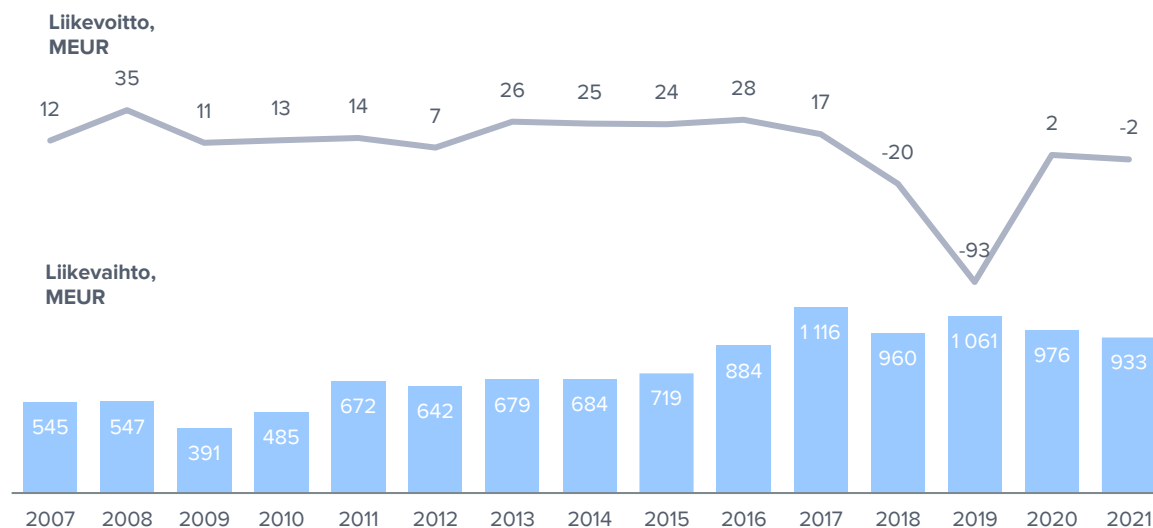
- Listautuminen pörssiin 2007
- Vahva tuloskehitys ennen finanssikriisiä 2006-2008
- Asuntojen rakentamisen volyyymi kasvaa
- Eurokriisi 2011-2012 kääntää kysynnän laskuun
- 1. kauppakeskushanke alkaa

2013-2018

- Toimitilarakentamisen volyymit ja kannattavuus paranevat
- 2013 liiketulosta nosti Okhta Mallin osuuden myynti
- 2015-2017 tilauskanta, liikevaihto ja asuntojen myynti kasvavat
- Kannattavuus pottää isojen projektien haasteiden vuoksi
- 2018 REDIn kauppakeskus valmistuu ja aiheuttaa isot tappiot

2019-2021

- Tervehdyttämishjelma käyntiin
- Isot alaskirjaukset veivät tuloksen tappiolle 2019
- Kannattavuuskäännö alkuun vuonna 2020, mutta korona vesittää parannusta
- 2021 pettymys heikkokatteisten projektien vuoksi
- Kanta nyt terveempi ja projektikanta vähäriskisempi
- Taloudellinen tilanne kunnossa



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/5

Yhtiökuvaus

Uuden kaupunkiympäristön luoja

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

SRV:n vuoden 2021 liikevaihto oli 933 MEUR ja yhtiö oli Inderesin tietojen mukaan Suomen kolmanneksi suurin rakennusyhtiö. Yli 30 vuotisen historian aikana positiivisena pysynyt tulos ajautui vuonna 2018-2019 rajusti tappiolle projektiongelmien vuoksi, mutta viime vuosina tulostäännettä ollaan saatu jo aikaan. Vanhat isot projektit ja alan kustannuspaineet ovat tosin hidastaneet matkaa viime aikoina.

SRV:n liiketoiminta kattaa kokonaisvaltaisesti koko rakennushankkeen toteuttamisen ja kaupallistamisen arvoketjun. Yhtiö vastaa hankkeiden sopimusmallista riippuen kohteiden kehityksestä, kaupallistamisesta ja rakentamisesta. Yhtiö on toiminut 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 pääosin Suomessa ja etenkin vetovoimaisten sekä kasvavien alueiden ja hyvien liikenneyhteyksien varrella. Yhtiöllä on toimintoja pääkaupunkiseudulla sekä mm. Turussa, Tampereella ja Oulussa. Venäjällä toiminta keskittyy kauppakeskusten operointiin ja hallintaan.

SRV:n palveluksessa oli vuoden 2021 lopussa 944 henkilöä ja oman henkilöstön lisäksi yhtiöllä on käytössään laajan verkostonsa kautta noin 3600 alihankkijan palvelukset.

Rakentaminen ja Sijoittaminen

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

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



Rakentaminen

Asunto, toimitila, infra- ja korjausrakentaminen

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

Sijoittaminen

Kauppakeskukset ja muut omistukset sekä kehityshankkeet

- Tulos syntyy sijoitusten 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 noin 40 % vuonna 2021 ja toimitilarakentamisen 60 %. Asuntorakentamisen osuus on kasvanut viime vuosina, kun toimitilarakentamisen isot hankkeet ovat vähentyneet ja tilauskanta on ollut laskussa mm. koronan epävarmuuden myötä. Volyymeja on kuitenkin tukenut lisääntynyt julkinen rakentaminen (sairaalat), elinkaarihankkeiden kasvanut määrä (esim. koulut), infrarakentaminen ja teollinen rakentaminen. Asuntorakentamisessa yhtiö on tervehdyttämistoimillaan keskittynyt sijoittajakohhteisiin, mutta suunnittelee nyt uusien omaperusteisten kohteiden käynnistämisiä.

Tuloskäänteen kannalta segmentin merkitys on ollut tärkeää. Vuonna 2018 yhtiön operatiivinen tulos oli segmentissä noin 13 MEUR negatiivinen, mutta nousi jo vuoden 2020 aikana 28 MEUR positiiviseksi (EBIT-%: 2,8 %). Vuonna 2021 operatiivinen tulos kuitenkin jälleen heikkeni (EBIT-%: 1,5 %) mm. Tampereen Kansi ja Areena - hankkeen kustannusylitysten vuoksi, mikä aiheuttaa huolta tuloskäänteen kestävydestä. Areena on kuitenkin ns. vanhan SRV:n hanke ja projektikannan pitäisi olla nyt terveempi.

Asuntorakentaminen

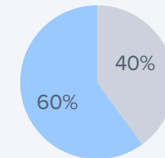
SRV:n asuntorakentaminen keskittyy PK-seudulle sekä Suomen suuriin kasvukeskuksiin, missä rakentamisen aktiviteetti on säilynyt suhdanteen ajoittaisista hiljentyemisistä huolimatta hyvällä tasolla. Tuotanto koostuu pääosin sijoittajahankkeista sekä omaperusteisista asuntohankkeista. Vuonna 2021 liikevaihto oli 349 MEUR ollen noin 20 %:n kasvussa vertailukaudesta mittavan Kalasataman tornitalon valmistuttua. Vuoden 2021 lopussa tilauskanta oli kuitenkin isojen valmistumisten ja vähäisten asuntoaloitusten vuoksi noin 16 % vertailukauden alapuolella ja odotettavissa on laskua volyymeihin tänä vuonna. Omaperusteisia hankkeita ei ole saatu käynnistettyä odotuksiemme mukaisesti, mutta näiden valmistumismäärien pitäisi nousta vuosina 2023-2024 parantaen myös suhteellista kannattavuutta.

Toimitilarakentaminen

SRV:n toimitilarakentamisen liikevaihto oli 2021 lopussa 581 MEUR (-15 % vs. 2020). Toimitilarakentaminen sisältää julkisia sekä kaupallisia hankkeita että myös infra- ja korjausrakentamista. Toimitilarakentamisen hankkeet jakautuvat nykyään yhtiön omakehitteisiin hankkeisiin sekä urakoihin.

Isojen hankkeiden päättymisen ja koronan luoma epävarmuus on heikentänyt merkittävästi toimitilarakentamisen volyymitasoja. Tilauskanta on vielä alhainen, mutta pohjat voi olla käsillä, kun mm. iso Laakson sairaalahanke kirjataan tilauskantaan. Odotammekin jo pientä kasvua liiketoimintaan vuonna 2022.

Rakentaminen



■ Asuntorakentaminen ■ Toimitilarakentaminen

Toimitilarakentaminen

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

Asuntorakentaminen

- Omaperusteiset hankkeet
- Sijoittajamyyni
- Neuvottelu-urakointi
- Urakointi

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/5

Isoimmat käynnissä olevat hankkeet ovat liittyneet viime vuosina julkiseen rakentamiseen. Näistä suurin käynnissä on vielä 254 MEUR:n HUS:n Siltasairaala -hanke. Muuten SRV:n projektikoko on pienentynyt historiasta ja yhtiö on selvästi panostanut hankkeiden riskiarviointiin. Seuraavaksi isoin urakkahanke on nimittäin Espoonlahden metroasema noin 52 MEUR:n arvolla. Muut hankkeet ovat 25-50 MEUR:n väliltä.

Sijoittaminen

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

SRV omistaa osuuksia (19-50 %) kolmesta valmistuneesta kauppakeskuksesta Venäjällä. Merkittävin on vuonna 2016 avattu Okhta Mall Pietarissa (hankinta-arvo noin 200 MEUR), jossa myynnin oli alkuperäisen aikataulun mukaan odotettu tapahtuvan vuodesta 2021 eteenpäin. Koronan luomat haasteet ja nykyinen geopolittinen tilanne ovat lykanneet kaikkien kohteiden suunniteltuja myyntiaikatauluja eteenpäin. Pietarissa sijaitseva Pearl Plaza on toiseksi suurin kauppakeskuksista (hankinta-arvo noin 140 MEUR). Kolmas kauppakeskus on noin 60 MEUR:n arvoinen 4Daily Moskovassa, joka tosin alaskirjattiin vuoden 2021 tilinpäätökseen riittämättömän kehityksen myötä. Lisäksi yhtiö omistaa 50 % Moskovan keskustasta sijaitsevasta Etmia II -toimistokokonaisuudesta ja Tampereen

Areenasta 5 % ja Tampereen Kansi ja Areena -hankkeen muista osista 8,33 %.

Pearl Plazassa vuokrausasteet ovat 100 % ja lähestyvät sitä myös Okhta Mallissa (2021: 95,5 %). Pearl Plazan myynti on ollut hyvin ajankohtainen pitkään ja odotamme sen toteutuvan kuluva vuoden aikana, mikäli geopolittinen tilanne sen sallii. Merkittäviä myyntivoittoja hankkeista on kuitenkin arviomme mukaan turha odottaa nykyisessä ympäristössä. Rakentamisen ajan omistusosuuden mukaisen katteen tuloutuminen voi kuitenkin tuottaa pientä tulosta.

Segmentin liikevaihto muodostuu lähinnä yhtiön osaomistamien kauppakeskusten operoinnista. Segmentin operatiivinen liikevoitto muodostuu kauppakeskusten osakkuusyhtiöiden nettotuloksesta.

Sijoittamisen liikevaihto oli vuoden 2021 lopussa noin 6,8 MEUR. Operatiivinen liikevoitto oli selvästi tappiolla noin -4,6 MEUR:ssa. Korona iski rajusti Venäjän talouteen ja kauppakeskuksiin. Selkeä ja nopea palautuminen on jo nähty, mutta kauppakeskusten tulovirrat ovat kehittyneet aikaisempia odotuksiamme heikommin. Nykyinen geopolittinen tilanne ja ruplan heilunta lisäävät epävarmuutta eikä odotuksemme segmentin lähitulevaisuuden osalta ole kovinkaan suuret. Hankkeiden realisointi hyvin tuloksin nykyisessä toimintaympäristössä vaikuttaa hyvin epätodennäköiseltä ja myös hankkeiden alaskirjausriski on merkittävä tällä hetkellä geopolittisen tilanteen vuoksi.

Sijoittaminen

Sijoittamisen nykyiset pääasialliset tulovirrat

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

Valmiit hankkeet

- Okhta Mall
- Pearl Plaza
- Tampereen Kansi ja Areena
- 4Daily
- Etmia

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/5

Liiketoimintamalli

SRV:n liiketoimintamallin ydin perustuu rakennushankkeiden projektinjohtototeutukseen. SRV vastaa tyypillisesti hankkeen läpiviennistä johtaen projektin eri osa-alueita, mutta itse rakentamisen suorittaa pääosin SRV:n laaja alihankkijaverkosto. Liiketoimintaan olennaisesti liittyy lisäksi hankkeiden kehitys ja kaupallistaminen. 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 Tampereen Kansi ja Areena -hankkeen.

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

2. Operatiivinen liiketoiminta: SRV Malli

SRV:n liiketoiminnan ytimessä on niin kutsuttu SRV Malli, joka yhdistää hankekehityksen projektinjohtototeutukseen. Mallissa SRV kehittää ja johtaa rakennushanketta läheisessä

yhteistoiminnassa tilaajan (asiakkaan) kanssa siten, että hankekehitys, suunnittelu, hankinnat ja rakentaminen limitetään jakamalla rakennustyö useisiin osiin, jotka kilpailutetaan suunnittelun etenemisen myötä. SRV ottaa kokonaisvastuun (pääurakoitsija) hankkeen toteuttamisesta.

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

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

Historiallisesti SRV oli hallinnut rakentamisen riskejä kohtuullisen hyvin, mutta viime vuosina hyvän noususuhdanteen aikaan on ilmennyt merkittäviäkin haasteita. Työvoiman ja nyt myös materiaalin kysyntä sekä hinnat ovat nousseet, mikä on heikentänyt SRV:n mallin toimivuutta. Aliurakoitsijoiden asema on parempi, kun tarjonta heistä on niukkaa ja kysyntää on etenkin PK-seudulla riittämiin. Vaikeiden ja isojen hankkeiden

toteuttamisessa on myös ollut haasteita, mikä on johtanut kustannusylityksiin ja kiireellisiin aikatauluihin. SRV:n Malli onkin kärsinyt merkittävästi ylikuumasta suhdanteesta.

3. Kiinteistöjen operointi

SRV:llä on useimmista kilpailijoista poikkeavaa osaamista kiinteistöjen vuokraamisen, hallinnoinnin ja operoinnin saralla. Liiketoiminta keskittyy tosin nyt Venäjälle, sillä yhtiö myi tähän keskittyneen SRV REAM Oy:n liiketoiminnan vuonna 2020. Näemme, että tulevaisuudessa operointi ja kiinteistöjen hallinta ei tule olemaan yhtiölle keskeinen osa liiketoimintaa. Käsityksemme on, että SRV pyrkii muokkaantumaa entistä enemmän tyypilliseksi rakennusyhtiöksi, jolla on vahva kiinteistökehityksen sekä rakentamisen osaaminen.

Operointitoiminnolla SRV on kuitenkin pyrkinyt kasvattamaan kiinteistökehityksen lisäarvoa, vaikka tulokset ovat olleet heikkoja. Operoinnilla on pyritty vaikuttamaan kiinteistöjen arvoon etenkin Venäjällä, jossa sillä voidaan nostaa kauppakeskuskohteiden kiinnostavuutta kansainvälisten vuokralaisten ja loppusijoittajien silmissä. Alkuvaiheessa kohteet eivät ole vielä tyypillisesti saavuttaneet täyttä kaupallista potentiaaliaan, johon operoinnilla pyritään. SRV:n tarkoituksena on mahdollistaa kohteiden myynnin ajoittaminen markkinoiden ja kohteen kaupallisen houkuttelevuuden kannalta optimaalisempaan ajankohtaan. Mikään operoitu kauppakeskus ei ole kovin hyvin tosin pärjännyt eikä tulevista myynneistä ole odotettavissa merkittäviä voittoja.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/5

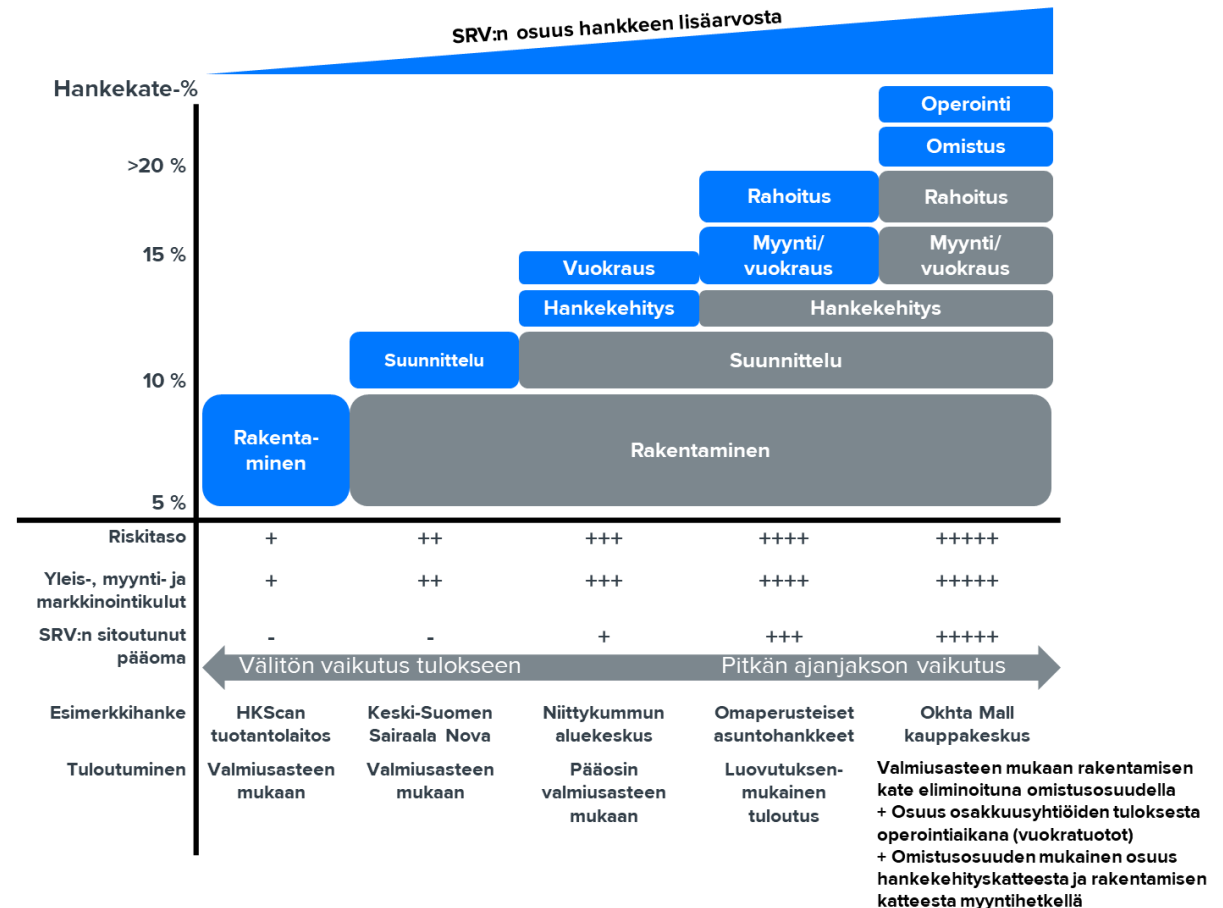
4. Omistaminen

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

Osaomistamisella voidaan luoda merkittävää arvoa, sillä iso osa 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. Tämä on etenkin hyvin näkynyt Venäjällä, missä geopolitiittinen tilanne on vaikuttanut sijoittajien haluun osallistua maan kiinteistömarkkinoille.

Sijoittamisen tai omistamisen rooli on kuitenkin pienentymään päin. Tällä hetkellä strategiansa mukaisesti SRV keskittyy ennen kaikkea taseen keventämiseen eikä lisäomistuksien hankkimiseen. Yhtiö kehittää vielä Venäjän kauppakeskusten operatiivista liiketoimintaa tavoitteenaan kauppakeskusten myynnit kehitysvaiheen ja markkinatilanteen kannalta optimaalisessa vaiheessa. Yhtiö voi vielä strategiajakson aikana toimia osainvestoijana valikoiduissa hankkeissa Suomessa, mutta Venäjällä prioriteetit ovat riskien ja taseen keventämisessä.

SRV:n liiketoimintamalli



Strategia 1/2

Elinkaariviisas rakentaminen

SRV päivitti strategiaansa vuoden 2021 alussa tilinpäätöksensä yhteydessä vuosille 2021-2024. Strategiassa on viime vuodet keskitytty entistä enemmän kannattavuuden parantamiseen ja toimialaa nopeamman kasvun sijasta pyritty ensisijaisesti operatiivisen liikevoiton kasvattamiseen. Strategian uudistus nojaa pitkälti samoihin teemoihin kuin aikaisemminkin, mutta pyrkii etenkin keskittymään yhtiön vahvuuksiin ja rakentamaan uusia kestäviä liiketoimintamahdollisuuksia etenkin elinkaarihankkeista.

SRV:n mukaan nykyinen strategia tähtää pitkäjänteisen kilpailuedun kehittämiseen, erinomaiseen asiakaskokemukseen, elinkaaren aikaisten palvelujen mahdollisuuksien avaamiseen sekä kannattavuuden parantamiseen ja velkaantuneisuuden laskuun.

SRV haluaa huomioida jatkossa koko rakentamisen elinkaaren ja kutsuu tätä termillä ”elinkaariviisuus”. Se tarkoittaa, että SRV pyrkii optimoimaan aina rakennuksen ympäristöjalanjäljen ja kustannukset pitkällä aikavälillä. Jatkossa voi siis nähdä SRV:ltä yhä enemmän elinkaarihankkeita, joissa liiketoiminnan jatkuvuus on normaalia rakennusprojektia parempi. Elinkaarihankkeiden ulkopuolellakin rakennusten muunneltavuus, materiaalivalinnat ja energiaratkaisut parantavat kohteiden elinkaarta ja vastuullisuutta.

Kannattavuuden parantamisen kärkenä asuntorakentaminen

Keskeisin asia yhtiön strategisessa kehityksessä on vielä tällä hetkellä kannattavuuden parantaminen ja toiminnan tehokkuuden parantaminen. Kannattavuuden parantumiseksi ja velkaisuusasteen alentamiseksi yhtiö aikoo: 1) saavuttaa johtavan markkina-aseman toimitilamarkkinoilla, 2) tehostaa toimintaa koko rakentamisen ketjussa ja 3) kehittää asuntorakentamisen kannattavuutta. Sijoittaminen-segmentissä yhtiö aikoo keskittyä edelleen taseen keventämiseen. Yksi SRV:n kannattavuutta parantava keino on myös hankeportfolion optimointi ja entistä tarkempi hankkeiden valikointi. SRV:n päämääränä on vähentää heikkokatteisiin urakoihin osallistumista, kehittää sekä hyödyntää kustannusjoustavia urakkamuotoja, lisätä yhteistyöhankkeita ja keskittyä tulevaisuudessa aiempaa vahvemmin omakehitteisiin ja -perusteisiin asuntohankkeisiin.

Yhtiö kehittää Venäjän kauppakeskusten operatiivista liiketoimintaa tavoitteenaan kauppakeskusten divestoinnit kehitysvaiheen valmistuessa ja markkinatilanteen niin salliessa. Yhtiö kuitenkin sanoo arvioivansa Sijoittaminen-liiketoiminnan fokuksen uudelleen Venäjän kauppakeskusten divestointien jälkeen. Venäjältä poistuminen ei tulisi meille yllätyksenä ja yhtiön keskittyminen Suomeen voisi olla liiketoiminnallisesti järkevää.

Painopistettä omaperusteisiin asuntotuotantoon

Iso parannus kannattavuuteen tulee arviomme mukaan omaperusteisten asuntojen kasvavasta määrästä tulevaisuudessa. Yleisesti omaperusteisissa hankkeissa on saavutettavissa

urakointia ja sijoittajatuotantoa parempi kannattavuus. Korkean kannattavuuden kääntöpuolella on kasvavat rahoitus- ja myyntiriskit sekä urakointia korkeampi sitoutunut pääoma. Korkeiden riskien ja sitoutuneen pääoman myötä yhtiö onkin alkuun keskittynyt omakehitteisiin hankkeisiin (sijoittajatuotanto). Tällä on pyritty vähentämään sijoitetun pääoman määrää ja riskejä verrattuna omaperusteisiin hankkeisiin.

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

Johtava asema toimitilamarkkinoilla

Yhtiö tavoittelee myös johtavaa asemaa toimitilamarkkinalla hakemalla kasvua yksityiseltä sektorilta. Kasvua haetaan elinkaariviisaan rakentamisen kärki edellä lisäten asiakasymmärrystä ja markkina-aktiivisuutta. Arvoa pyritään luomaan yksilöllisen ja vahvan osaamisen omaavan hankekehityksen kautta. Yhtiöllä on jo tällä hetkellä mielestämme hyvin vahva asema Suomen toimitilamarkkinoilla etenkin julkisella puolella. Yksityisen sektorin kasvumahdollisuudet ovat olleet viime vuodet rajatut, mutta koronasta palautuessa hyviä hankkeita tekijöille riittää arviomme mukaan.

SRV strategia 2021-2024

Elinkaariviisas rakentaminen



Toiminnan tehostaminen rakentamisen ketjussa



- Suunnittelun johtamisen, hankintojen valmistelun ja toteutuksen sekä työmaan johtamisen ketjun vahvistaminen sekä tehostaminen
- Suunnitelmien kustannustehokkuuden ja rakennettavuuden parantaminen
- Riskienhallintaosaamisen lisääminen organisaatiossa
- Toteutusketjun johtamisen ja poikkeamiin reagoimisen vahvistaminen

Asuntorakentaminen kannattavuuden kärkenä



- Varmistaa asiakaslähtöinen ja kustannustehokas suunnittelu
- Elinkaariviisaat ratkaisut asuntorakentamiseen
- Toiminnan tehostaminen aktiivisesti
- Korkearakentamisen osaamisen hyödyntäminen
- Digitaaliset ratkaisut asiakaspalveluun

Johtava markkina-asema toimitilamarkkinoilla



- Kasvua yksityiseltä sektorilta kaupallistamalla elinkaariviisasta rakentamista
- Asiakasymmärryksen ja markkina-aktiivisuuden lisääminen
- Arvonluonti vahvalla hankekehitysoaamisella
- Kaksivaiheisen projektinjohtourakointimallin kaupallistaminen yksityiselle sektorille

Arvoa elinkaariviisaalla rakentamisella

- Pitkäjänteisen kilpailuedun kehittäminen
 - Erinomainen asiakaskokemus
- Elinkaaren aikaisten palvelujen mahdollisuuksien avaaminen
- Kannattavuuden parantaminen ja velkaantuneisuuden laskeminen

Strategia 2/2

Taloudelliset tavoitteet

Oikealla näkyvät strategian taloudelliset tavoitteet panostavat kannattavuuden parantamiseen ja velkaantuneisuuden laskemiseen. Näiden saavuttaminen perustuu SRV:n mukaan operatiiviseen tehokkuuteen ja vakaaseen kassavirtaan. Lisäksi se vaatii aseman vahvistamista yksityisen sektorin toimitilamarkkinassa sekä omaperusteisten asuntojen määrän kasvattamista.

Kannattavuustavoite haasteellinen

Viime aikaisen suorituksen ja historian perusteella SRV on vielä kaukana asettamistaan kannattavuustavoitteista. Yhtiön painopiste on muuttunut selkeämmin enemmän kannattavuuden optimointiin kuin kasvuun (kasvua ei enää taloudellisissa tavoitteissa), emmekä näe yhtiöllä olevan merkittäviä kasvuhaluja ainakaan edellisten huipputasojen yläpuolelle (2017: 1116 MEUR).

Pidämme SRV:n tavoitteita kannattavuuden ja pääoman tuoton osalta lyhyellä aikavälillä haastavina, vaikka rakennusalan isoimpien kustannuspaineiden odotetaankin hellittävän ja antavan tukea yhtiön liiketoimintamallille. SRV:n tavoitteen mukaisesta 6 %:n EBIT-marginaalista isoin osa tulee arviomme mukaan yhtiön Rakentaminen-segmentin tuloksesta. Sijoittamisesta odotettiin vielä viime strategiassa 2 %:n liikevoittomarginaalin vaikutusta konsernin tulokseen, mutta näemme sen olevan kestävästi epätodennäköistä. Kertaluonteisesti kauppakeskusten myynnillä ja tuloutumisilla voi olla parantava vaikutus, mutta isompi vaikutus yhtiön arvoon tulee olemaan Rakentamisen kannattavuuden parannuksella.

Vuonna 2020 operatiivinen liikevoitto-% oli 1,6 % ja vuonna 2021 noin 0,6 %, joten tavoitteissa on vielä tekemistä. Rakentamisen kannattavuus oli yksittäisten heikkojen projektien (Tampereen Areena ja Kalasataman Loisto) ja yleisen kustannuskehityksen vuoksi heikkoa vuonna 2021. Vuoden 2020 aikana tilanne oli menossa jo parempaan päin yhtiön tervehdyttämishojelman vaikutuksien näkyessä tuloksessa. Kuluvana vuonna odotuksissamme on heikosta vuodesta parantuvaa kannattavuutta, mutta ennustamme tason olevan kuitenkin vielä alhainen vähäisten asuntovalmistumisten johdosta. Sijoittaminen-segmentin osalta vuokratuotot eivät todennäköisesti tule nostamaan konsernin tulosta, vaan vaikutuksia saataneen vasta kauppakeskusten myyntien yhteydessä rakentamisen katteen tuloutumisen muodossa.

Tase antaa paukkuja parannukseen

Ilahduttavaa on, että usean vuoden tervehdyttämisyksikön jälkeen taloudellinen tilanne on kuitenkin saatu jo kuntoon. Nettovelkaantumisaste oli jo tavoitteessaan vuoden 2021 lopulla noin 48 %:ssa, kun se vuonna 2020 oli 82 %. Taseaseman tervehtyminen antaa yhtiölle myös mahdollisuuden lähteä jälleen hakemaan pääomaa sitovia (hyväkatteisia) omaperusteisia hankkeita, joilla nostaa kannattavuutta korkeammalle tasolle.

Taseen tervehtyttyä alkaa osinkojen maksukin tulla kokoajan lähemmäs. Pidemmällä aikavälillä konservatiivinen 30-50 % tuloksesta kuulostaa mielestämme hyvältä tavoitteelta. Osinkoa tosin jaetaan vasta aikaisintaan vuoden 2023 tilikaudelta.

Taloudelliset tavoitteet

Kannattavuus	Operatiivinen liikevoittomarginaali 6 % strategijakson loppuun mennessä
Velkaantuneisuus	Nettovelkaantumisaste (ilman IFRS 16) 40-60 % jakson loppuun mennessä
Osinko	Pidemmällä aikavälillä 30-50 % tuloksesta, mutta aikaisintaan 2023 tilikaudelta

Sijoitusprofiili

1.

Kannattavuuden parannus

2.

Keskittyminen kasvaviin ja kaupungistumisen tukemiin alueisiin

3.

Omaperusteisen asuntorakentamisen ja toimitilamarkkinan aseman vahvistaminen

4.

Pääoman vapautuminen, käytön tehostuminen ja liiketoiminnan riskien pienentyminen

5.

Suhdanneherkkyys ja markkinariskit

Potentiaali



- Rakentamisen kannattavuuden nosto
- Omaperusteisen asuntorakentamisen kasvu
- Pääomien vapautus ja vähemmän pääomaa sitovat uudet hankkeet
- Tilauskanta ja sen korkea myyntiaste parantavat näkyvyyttä
- Kaupungistuminen tukee yhtiön kasvukeskuksiin keskittävää strategiaa

Riskit



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

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Markkinat 1/2

Kaupungistuminen ja väestön vanheneminen tukevat markkinan pitkän aikavälin kysyntää

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

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

Uudisrakentaminen painottuu hyvin voimakkaasti tällä hetkellä kasvukeskuksiin, kun samalla haasteet kasvavat maakunnissa. VTT:n Asuntotuotantotarve 2020-2040 -tutkimuksen mukaan tuotantotarve on vuosittain noin 30-35 tuhatta asuntoa ja näistä suurin osa keskittyy kasvukeskuksiin, missä myös SRV toimii. Pitkän aikavälin kysyntään nähden viime vuosina on rakennettu paljon (yli 40 tuhatta asuntoa), mutta hyvillä sijainneilla kysyntä on pitänyt pintansa hyvin. Tarjonta uusista asunnoista SRV:n toimipaikoilla on jopa laskemaan päin koronan muutoksista johtuen, mikä tukee uudisasuntojen kysyntää.

Suomen rakennusmarkkinat

Rakentaminen seuraa hyvin pitkälti yleistä taloudellisen tilanteen kehitystä, mutta osin pienellä viiveellä tilauskirjojen ollessa pitkiä. Sama on huomattavissa nytkin, sillä aktiviteetti on rakennusalalla ollut hyvällä tasolla, vaikka talous

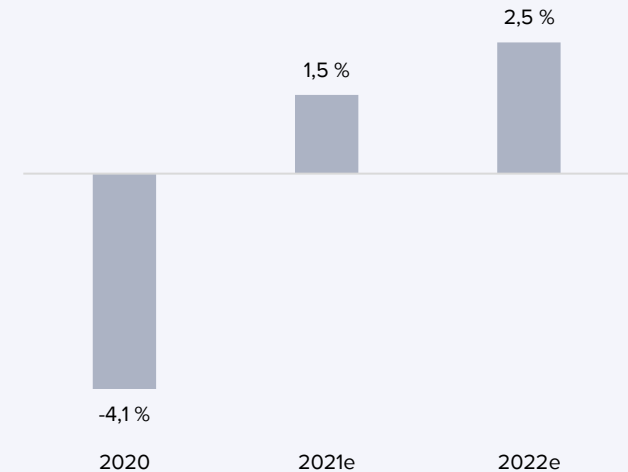
alkaa näyttämään pieniä hidastumisen merkkejä. Asuntoaloituksien määrä oli vuonna 2021 korkealla tasolla, mikä tukee kuluvan vuoden rakentamisen määrää, mutta osaltaan hidastumista on odotettavissa viime vuosien korkeista aloitusmääristä. Määrässä tämä näkyy kuitenkin viiveellä. Toimitilamarkkinoiden palautuminen koronasta tukee myös näkymiä tälle vuodelle, sillä epävarmuus siellä on ollut muuta rakentamista suurempaa. Geopoliittinen tilanne heikentäneen talouden toimintaedellytyksiä ja tällä on myös vaikutusta rakentamiseen. Siinä mielessä ennusteisiin tulee nyt suhtautua varauksella ja näissä voi olla laskunvaraa.

Markkinaennusteet näyttävät vielä hyviltä

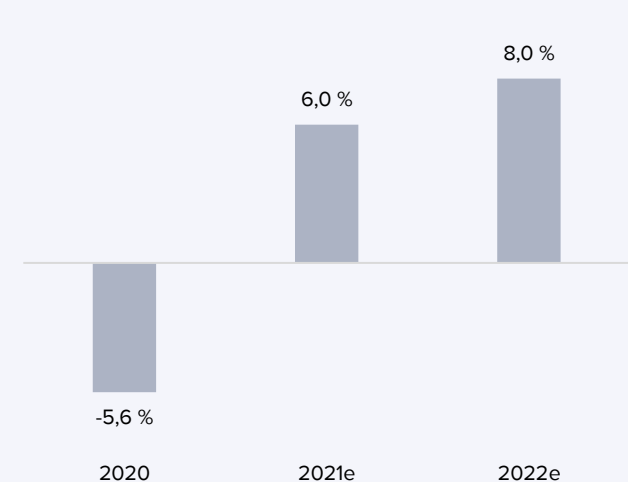
Markkinaennusteet ovat kuluvalle vuodelle oikein hyvät. RT ennustaa koko rakentamisen määrän nousevan vuonna 2022 noin 2,5 %:lla viime vuoden noin 1,5 %:n nousun jälkeen. Kun koronavuonna 2020 rakentaminen hyytyi, on nyt selvää palautumista nähtävissä. Kuumentunut suhdanne on myös tosin näkynyt kustannuspaineina, jotka jarruttavat nyt hieman kehitystä.

Asuntorakentamisen osalta tilanne näyttää oikein hyvältä vielä vuodelle 2022. RT ennustaa asuntorakentamisen määrän nousevan 8 %:lla vuonna 2022, kun sen vuonna 2021 ennustetaan nousseen noin 6 %:lla. Korkeat aloitusmäärät ja koronasta palautuva kysyntä tukevat asuntorakentamista vielä tänä vuonna hyvin, mutta kuluvan vuoden aloituksiin ja tätä myöten vuoden 2023 asuntorakentamisen määrään on odotettavissa hidastumista.

Rakentamisen määrän odotetaan nousevan tänä vuonna (RT-ennuste)



Asuinrakentamisen määrän odotetaan kasvavan merkittävästi (RT-ennuste)



Markkinat 2/2

Vuosittaisten asuntoaloitusten nähdään laskevan noin 40 000 asuntoon vuonna 2022 (RT), mikä on silti yli viime vuosien keskiarvon ja yli 35 000 vuosittaisen laskennallisen tarpeen.

Kysyntää tukee vielä matala korkotaso, kuluttajien ostovoiman hyvä taso, tilantarpeen kasvu sekä asumisen kulutustarve etäilyn ja kotona vietetyn ajan kasvun myötä. Asuntomyynti on ollut voimakasta koronan kuopista lähtien ja usean rakennusyhtiön varastot ovat hyvinkin alhaisella tasolla ja SRV:lläkin tilauskannan myyntiaste on säilynyt hyvin korkealla.

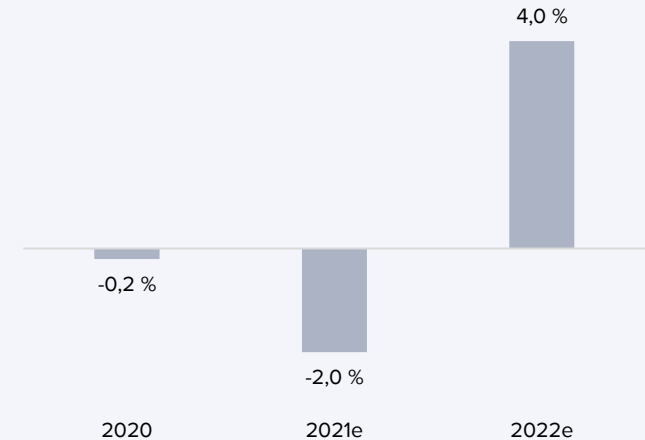
Toimitilarakentamisen näkymät parantuneet

Koronan myötä selvästi vuonna 2020 ja 2021 hidastunut toimitilarakentaminen ennusteiden mukaan palautuu vuonna 2022 jo hyvään kasvuun. RT ennustaa toimitilarakentamisen määrän nousevan vuonna 2022 noin 4 %:lla, kun se vuonna 2021 odotetaan olleen noin 2 %:n laskussa. Korona on heikentänyt liikelähtöisen rakentamisen sekä etenkin hotelli- ja majoitusrakentamisen näkymiä, mutta hiljalleen investoinnit ovat alkaneet piristyä myös näihin kohteisiin. Kasvukeskuksissa näkymät ovat muuta markkinaa valoisammat sijaintikeskeisyyden ja kaupungistumisen myötä.

Rakentaminen on keskittynyt suuriin kasvukeskuksiin ja etenkin isot raidehankkeet ovat siivittäneet kysyntää liike- ja toimistotiloille liikenteen solmukohdissa. Teollisuusrakentaminen on vetänyt suurien hankkeiden ansiosta ja isot sairaalahankkeet ovat lisänneet julkisten tilojen kysyntää, ja pitävät sitä myös yllä

lähitulevaisuudessa. Myös koulu- ja päiväkotirakentaminen on ollut nosteessa, joissa yleistynyt elinkaarimalli (rakentaminen + ylläpito) on tuonut paljon kaivattua jatkuvuutta myös rakentamiseen. Valtion panostukset väylärakentamiseen tai infraan voivat nopeasti piristää rakentamisen näkymiä, jos hankkeita saadaan lähitulevaisuudessa käyntiin. Lisäksi valtioiden ja kuntien korjausvelka luo kysyntää julkisen puolen hankkeille myös jatkossa.

Toimitilarakentamisen odotetaan palautuvan vuonna 2022 (RT ennuste)



Taloudellinen tilanne 1/2

Taseasema ja taloudellinen tilanne parantunut merkittävästi

SRV:n taseen loppusumma oli vuoden 2021 lopussa 686 MEUR (2020: 899 MEUR). Yhtiön tase on supistunut viimeisien vuosien aikana merkittävästi tervehdyttämishankkeiden, sitoutuneen pääoman vähentymisen ja velkaantuneisuuden alentumisen ansiosta.

SRV:n omavaraisuusaste (ilman IFRS 16) oli vuoden 2021 lopussa 33 % (2020: 28 %) ja nettovelkaantumisaste 48 % (2020: 82 %). Hyvät taseen tunnusluvut helpottavat SRV:n kykyä lähteä aloittamaan hankkeita ja kehittämään liiketoimintaa. Tällöin myös rahoituskanavat toimivat usein paremmin ja hinta on matalampi.

Kassassa yhtiöllä oli vuoden 2021 lopussa noin 68 MEUR (2020: 97 MEUR). Yhtiö on maksanut vuoden aikana velkojaan pois, joka on vaikuttanut rahavirtaan negatiivisesti. Toisaalta liiketoiminnan rahavirta on ollut selvästi positiivista, mikä on hyvä merkki terveemmästä liiketoiminnasta. Rahavarojen lisäksi yhtiöllä on 30 MEUR:n nostamaton maksuvalmiuslimiitti ja 2 MEUR:n nostamaton projektirahoitus. Näiden avulla yhtiö selviää hyvin liiketoimintansa tarpeista.

Varoista iso osa vaihto-omaisuutta

Taseen suurin varallisuuserä oli rakennusyhtiöille tyypillisesti vaihto-omaisuus, jonka osuus taseesta oli vuoden 2021 lopussa noin 44 % (300 MEUR). Suurin osa vaihto-omaisuudesta on keskeneräisiä töitä ja maa-alueita, mutta iso osa tästä on IFRS 16 käyttöoikeusomaisuuseriä (2021: 73 MEUR).

Taseen toiseksi suurin varallisuuserä oli myyntisaamiset ja muut saamiset noin 19 %:n osuudella. Aikaisemmin ison osan taseesta muodostaneet osuudet osakkuusyrityksissä ovat nyt noin 52 MEUR ollen noin 8 % taseen loppusummasta. Erään sisältyy mm. SRV:n omistukset kauppakeskushankkeista. Nämä ovat laskeneet jo useiden vuosien ajan ja laskevat aina, jos esimerkiksi arviot käyvästä arvosta muuttuvat. Mielestämme riski kauppakeskusten alaskirjauksille on jälleen geopolittisen tilanteen muuttumisen ja ruplan kurssilaskun myötä kasvanut merkittävästi.

Oma pääoma vahvistunut

SRV:n oma pääoma oli vuoden 2021 lopussa 165 MEUR. Oma pääoma sisältää vielä 15 MEUR:n hybridilainan. Oma pääoma on selvästi vahvistunut paremman tulospäänteen ja tervehdyttämishankkeiden seurauksena.

Korolliset velat ovat myös tervehdyttämishankkeiden myötä laskeneet. SRV:n korolliset velat olivat yhteensä vuoden 2021 lopussa 238 MEUR. Tästä isoin osa oli pitkäaikaista velkaa. Korollista velkaa nostaa myös IFRS 16 mukaiset vuokratvelat. Ne olivat yhteensä 89 MEUR eli noin 37 % koko velasta. 2021 lopussa yhtiön velan maturiteettirakenne oli yhtiölle lyhyellä aikavälillä hyvinkin suotuisa, sillä isoimmat erääntymiset ovat vasta vuoden 2025 aikana.

Rahoituskulujen vipu merkittävä

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

tuloksen kehitystä. Laskelmiemme mukaan yhtiön jäljellä olevan hybridin korko on hieman yli 13 %:ssa, mikä on nykyiseen markkinaympäristöön korkea, mutta yhtiön historian taloudellinen tilanne tietäen ymmärrettävä. Osakkeenomistajan kannalta parasta olisi, että yhtiö pystyisi korvaamaan hybridin velalla tai maksamaan sen pois.

Arviomme mukaan keskiporkko yhtiölle muussa vieraanpääoman rahoituksessa on ollut viime vuosina noin 4-5 %, mikä ei ole äärimmäisen korkea, mutta ei pörssin halvimasta päästä. Näemme, että tässäkin on saatu viime vuoden rahoitusjärjestelyillä aikaan merkittäviä muutoksia parempaan.

SRV:n nettorahoituskulut ovat olleet viime vuodet korkealla tasolla ja vieneet ison osan tehdystä tuloksesta. Esimerkiksi vuonna 2021 rahoituskulut (netto) olivat 19 MEUR ja vuonna 2020 ja 2019 noin 29 MEUR. Aikaisempien vuosien eriin sisältyy ruplan kurssikehityksestä sekä korkojen muutoksesta tulleita ei-kassavirtavaikutteisia muutoksia, mutta suunta on silti selkeästi parempaan päin.

Taseen tervehdyttämisen jälkeen yhtiön alarivillä onkin ollut selkeää tulospäivä ylöspäin ja näemme sen vielä jatkuvan lähivuosien ajan, vaikka vipuvaikutus pieneneekin.

Taloudellinen tilanne 2/2

Venäjä aiheuttaa riskejä taloudelliselle tilanteelle

Venäjän geopoliittisen tilanteen eskaloitumisen seurauksena SRV:n Venäjä-riskit ovat olleet viime päivinä kasvussa. SRV:llä ei ole merkittävää liikevaihtoa tuottavaa toimintaa enää Venäjällä, mutta merkittäviin omistuksiin kohdistuu nyt selkeitä alaskirjausriskejä ruplan kurssiheilunnan ja mahdollisten pakotteiden johdosta.

SRV:n liiketoiminnasta Sijoittaminen-segmentti toimii Venäjällä. Varsinaista rakentamista SRV:llä ei Venäjällä enää ole, kun isot kauppakeskushankkeet ovat valmistuneet. Venäjältä pääosin tulevan Sijoittaminen-segmentin liikevaihto ja myös tulosvaikutus on ollut viimeisien vuosien aikana hyvin pieni. Arviomme mukaan Venäjän liiketoiminta ei ole enää SRV:n kannalta ydinliiketoimintaa tulevaisuudessa ja yhtiö on myös kommentoinut, että Venäjän kauppakeskusten myyntien jälkeen segmentin tulevaisuutta arvioidaan uudelleen.

Omistuksiin tilanteella tulee kuitenkin olemaan vaikutuksia. Yhtiön Sijoittaminen-segmentin sijoitettu pääoma oli vuoden 2021 lopussa 167 MEUR, josta Venäjän kauppakeskuksiin on sijoitettuna noin 89 MEUR (Pearl Plaza ja Okhta Mall). Lisäksi yhtiöllä on tontti ja muut omistus -erässä (2021: 68 MEUR) mm. Venäjän kauppakeskuksiin liitoksissa olevia tonttiomistuksia sekä Etmia-toimistokiinteistön omistus. Erä tosin sisältää myös Suomessa sijaitsevia omistuksia, jolloin kokonaisvaikutukset mahdollisille muutoksille eivät ole aivan erän suuruisia.

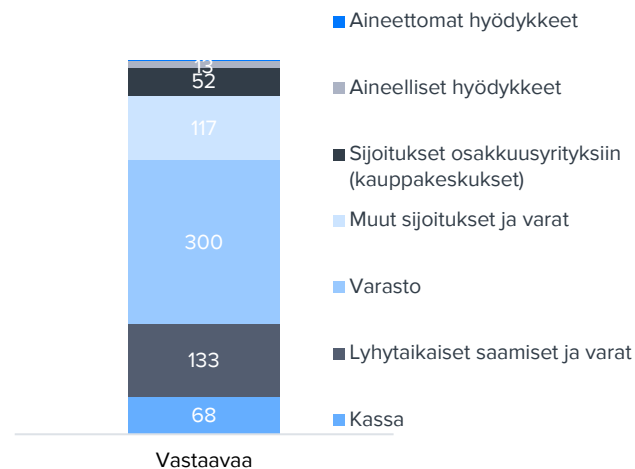
Merkittävin nähtävä vaikutus on jo nyt ollut Venäjän ruplan arvon heikentymisellä. Rupla on heikentynyt viime vuoden lopusta merkittävästi euroon nähden ja sillä on suora vaikutus Venäjän omistuksiin. Isompi pidemmän aikavälin muutos tulee olemaan varojen mahdollinen arvonalasku tuottovaatimusten nousun johdosta. Arviomme mukaan kohteista ei saa enää samaa hintaa kuin vuoden 2021 lopussa, jolloin alaskirjauksille olisi tarve tilanteen jatkuessa samankaltaisena. Pahimmassa mahdollisessa skenaariossa varoja ulkomaille rekisteröidyistä yhtiöistä jäädytettäisiin tai jopa varoja tai omistuksia takavarikoitaisiin pakotteiden johdosta, jolloin niiden arvo luonnollisesti romahtaisi.

Pahimmassa mahdollisessa skenaariossa vaikutukset olisivat isoja ja aiheuttaisivat yhtiölle isoja haasteita. Suurimmat vaikutukset ovat ei-kassavirtavaikutteisia ja likviditeettitilanne yhtiöllä on hyvällä tolalla, mutta yhtiön omaan pääomaan nähden mahdolliset pahimman skenaarion alaskirjaukset (arviolta 100-140 MEUR) vaikuttaisivat merkittävästi, sillä omaa pääomaa yhtiöllä vuoden 2021 lopussa oli 165 MEUR. Taseasema heikkenisi näin pahimmassa skenaariossa merkittävästi.

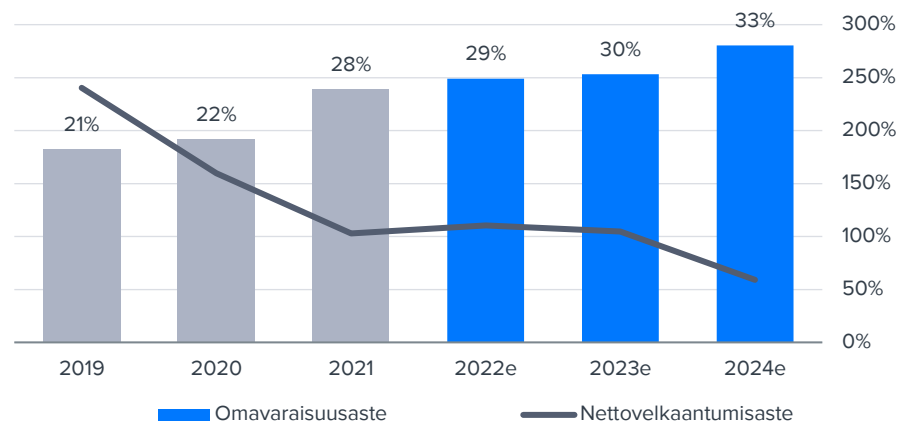
Tilanne muuttuu jatkuvasti eikä pahin mahdollinen skenario ole mielestämme lähtökohta. Todennäköistä nyt kuitenkin on, että suunnitellut kauppakeskusten myynnit viivästyvät, ruplan lasku laskee omistusten arvoja ja tuottovaatimukset nousevat Venäjällä.

Taloudellinen tilanne

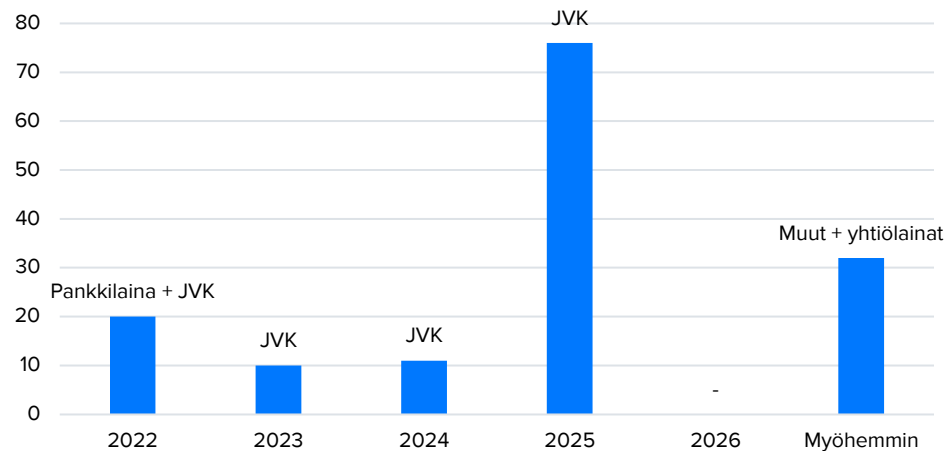
Tase 2021



Taseen avainlukujen kehitys (ml. IFRS 16)



Velan maturiteettijakauma ja pääasiallinen koostumus*



Ennusteet 1/3

Ennusteiden perustelut

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

Lyhyen aikavälin kannattavuuden arvioinnissa mallinamme molemmat segmentit erikseen. Rakentamisessa arvioimme yhtiön omaperusteisen tuotannon ja urakoinnin katetasoa, josta vähennämme vielä kiinteät kulut. Sijoittamisessa olemme arvioineet operatiivista liikevoittoa kauppakeskusten osakkuusyhtiöiden tuloslaskelmien kautta.

Geopoliittisen tilanteen eskaloitumisen myötä olemme kuitenkin laskeneet ennusteitamme selvästi Sijoittamisen osalta, kun liiketoiminnan pyörittäminen Venäjällä on lähes mahdotonta. Tämä selittää myös tulosennusteidemme selkeää laskua (-20 %) tälle vuodelle.

Pitkän aikavälin ennusteena yhtiölle käytämme pohjana arvioitua markkinakasvua ja SRV:lle arvioimaamme kestävästä kannattavuustasoa. Muissa toiminnoissa on esitetty SRV:n hankekehitys ja konsernitoiminnot.

Vuosi 2022: kasvun perustan vuosi

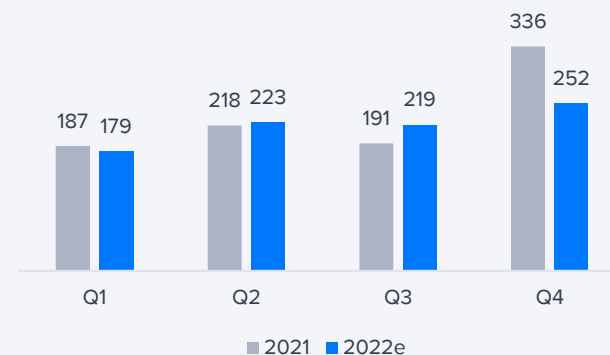
Ennustamme SRV:n vuoden 2022 tuloksen

parantuvan viime vuoden heikosta tasosta merkittävästi. Vuosi 2022 on kuitenkin SRV:lle vielä seuraavan kasvu- ja kannattavuusvaiheen perustan rakentamista, kun asuntoja ja hankkeita aloitetaan. Strategian ja tervehdyttämisohjelman hedelmiä päästäneen keräämään sitten vuosien 2023-2024 aikana.

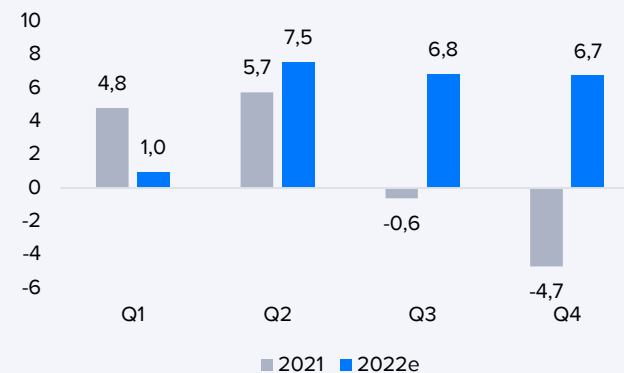
Odotamme yhtiön liikevaihdon laskevan vuonna 2022 noin 6,5 %:lla 872 MEUR:oon. Liikevaihdon laskua ajaa yhtiön urakoinnissa käyttämä valikoivampi lähestymistapa projekteihin, tilauskannan lasku ja omaperusteisten asuntojen alhaisemmat valmistumiset. Yhtiö ohjeistaa liikevaihdon olevan 800-950 MEUR vuonna 2022.

Vertailukautta alhaisempi tilauskanta (2021: -24 % v/v) pitää liikevaihdon kasvunäkymät heikkoina kuluvalle vuodelle. Liikevaihdon osalta hankkeita pitää kuluvan vuoden aikana saada, jotta meidän ennusteisiin päästään, sillä nykyinen tilauskanta ei siihen riitä. Yhtiöllä on kuitenkin hyvä hankekehitysportfolio ja muutama hanke myös kirjaamatta tilauskantaan, jotka tukevat ennustettamme. Omaperusteisia asuntoja valmistuu ennusteidemme mukaan tänä vuonna alle 300 kappaletta, mikä on jopa heikkoa vuotta 2021 alhaisempi määrä (2021: 368 asuntoa). Asuntorakentamista tukee kuitenkin vahva sijoittajatuotanto ja rakenteilla olevien asuntojen määrä. Liikevaihto tulee ennusteissamme lähes kokonaan Rakentaminen-segmentistä (2022e: 871 MEUR), sillä Sijoittaminen-segmentissä (2022e: 1 MEUR) liikevaihdon kertyminen on hyvin pientä.

Liikevaihdon kehitys kvartaaleittain



Oikaistun liikevoiton kehitys kvartaaleittain



Ennusteet 2/3

Ennustamme oikaistun eli operatiivisen liikevoiton parantuvan noin 22,1 MEUR:oon viime vuoden 5,3 MEUR:sta. Operatiivisen liikevoittomarginaalin odotamme nousevan noin 2,5 %:iin vertailukauden 0,6 %:sta. Viime vuonna Tampereen Kansi ja Areena aiheutti isot tappiot, minkä poistuminen pitäisi auttaa parannusta. Suorituskykyä haittaavia hankkeita kuitenkin jatkuu kuluvaan vuoden aikana, joten tulostasoon liittyy paljon epävarmuutta. Lisäksi rakennusalan kustannuspaineet aiheuttavat tulokseen paineita. Hyvään kannattavuuteen vaadittavia omaperusteisia asuntoja valmistuu myös hyvin vähän, joten merkittäviä suorituksia vuodelta 2022 ei kannata sijoittajien odottaa. Kannattavuuden parannukseen vaikuttaa kuitenkin yhtiön tekemät säästötoimet ja Rakentamisen kannattavuuden parantuminen tilauskannan paremman katerakenteen kautta.

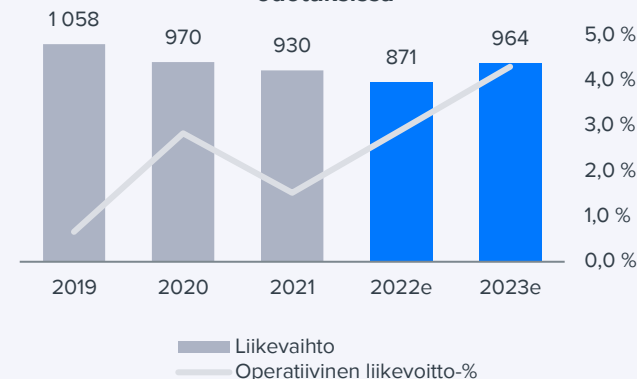
Rakentaminen-segmentissä tulos kerkesi parantumaan jo seitsemän kvartaalia putkeen, kunnes ongelmat projekteissa veivät tuloksen Q4'21-kvartaalilla pakkaselle. Isoin vaikutus on kuitenkin ollut yksittäisellä projektilla (Kansi ja Areena), jonka valmistumisen tulisi parantaa kannattavuutta tänä vuonna. Lisäksi kustannuspaineiden tulisi hellittää etenkin loppuvuonna ja projektiportfolio on yhtiön mukaan muuten hyvässä kunnossa. Kääntein aikaansaanti tässä segmentissä on tärkeä mittari sijoittajalle seurattavaksi, sillä Sijoittamiselta ei voi kummoisia odottaa. Näemme liikevaihdon olevan Rakentamisessa noin 6 % alle vertailukauden 871 MEUR:ssa. Operatiivisen liikevoitto-%:n odotamme nousevan 2,9 %:iin viime vuoden 1,5 %:sta.

Sijoittamisen segmentissä kauppakeskusten vuokratulot eivät ole pystyneet kattamaan kuluja ja tuloskehitys on ollut pitkään odotuksiamme heikompaa. Nyt geopolitiittinen tilanne arviomme mukaan laittaa kokolailla segmentin toiminnan jäihin. Kauppakeskusten myynnit todennäköisesti viivästyvät ja ruplan kurssin lasku vaikuttaa tuottoihin ja arvoihin negatiivisesti. Alaskirjaukset eivät vaikuta segmentin operatiiviseen tulokseen, mutta konsernin raportoituihin lukuihin kylläkin. Odotamme segmentin operatiivisen liikevoiton olevan noin 3 MEUR tappiolla talouden heikentymisen vaikuttaessa kauppakeskusten tuottoihin.

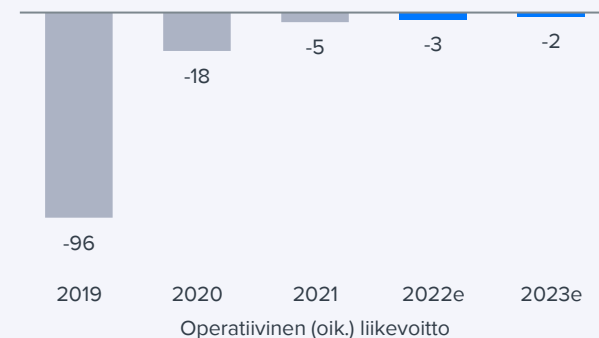
SRV on jo pitkään puhunut Pearl Plaza -kauppakeskuksen myynnistä, mutta tämä siirtyi vuoden lopussa tähän vuoteen. Geopolitiittinen tilanne ei kuitenkaan helpota yhtiön myyntimahdollisuuksia. Emme ole ennustaneet Venäjän varoille mahdollisia alaskirjauksia niiden vaikean ennustettavuuden vuoksi, mutta korostamme, että riski näille on hyvin merkittävä tänä vuonna. Alaskirjaukset voisivat viedä koko konsernin tuloksen heikolle tasolle.

Alariveillä odotamme rahoituskulujen taakan laskevan edelleen yhtiön velkalastin pienennyntyä. Tuloksen ennen veroja ja raportoidun tuloksen odotamme näin nousevan selvästi vertailukaudesta. Raportoidun osakekohtaisen tuloksen odotamme olevan 0,03 euroa per osake (2021: -0,08 euroa per osake). Yhtiön fokuksen ollessa liiketoiminnan tervehdyttämisessä, emme odota yhtiön jakavan osinkoa lähivuosina. Yhtiö on myös strategian tavoitteessaan todennut, että osinkoa jaettaneen aikaisintaan vuodelta 2023.

Rakentaminen-segmentti: selvä parannus odotuksissa



Sijoittaminen-segmentti: merkittävä epävarmuus painaa



Ennusteet 3/3

Vuodet 2023-2024: kannattavuus paranee asuntorakentamisen kautta

Ennustamme SRV:n liikevaihdon lähtevän kasvuun vuosien 2023-2024 aikana, kun tilauskanta vahvistuu, toimitilamarkkina piristyy ja omaperusteisia asuntoja aloitetaan vuoden 2022 aikana. Ennustamme liikevaihdon nousevan vuonna 2023 noin 7 %:lla 930 MEUR:oon ja edelleen vuonna 2024 noin 4 %:lla 964 MEUR:oon.

Arviomme mukaan SRV:llä tulee valmistumaan vuosina 2023-2024 merkittävästi enemmän omaperusteisia asuntoja. Yhtiö on pitkälti nojannut sijoittajatuotantoon viimeisten vuosien aikana, missä kannattavuus laskee riskitason laskun vastapainoksi. Nyt tervehdyttämisen jälkeen yhtiöllä on jälleen paukkuja lähteä lisäämään volyymeja myös parempikatteisessa omaperusteisessa asuntorakentamisessa. Tämä tulee parantamaan myös kannattavuutta ennusteissamme merkittävästi, ja on yksi yhtiön tärkeimmistä kannattavuusajureista. Toimitiloissa odotamme pitkän koronan hiljaiselon jälkeen vuonna 2022 investointipäätöksiä, jotka johtavat markkinan piristymiseen vuosina 2023-2024. Tämä myös johtaa SRV:n toimitilarakentamisen volyymien kasvuun alhaisilta tasoilta.

Vuoden 2023 oikaistun liikevoiton ennustamme nousevan 33 MEUR:oon ja oikaistun liikevoitto-%:n 3,5 %:iin. Isompi parannus tulee kuitenkin vuonna 2024, kun oikaistu EBIT-% nousee 4,4 %:iin. Arviomme parantuvasta kannattavuuskehityksestä perustuu 1) uusien hankkeiden parempaan katerakenteeseen, 2) vanhojen heikompi

katteisten hankkeiden kustannusrasitteen poistumiseen, 3) omaperusteisten asuntojen kasvavaan määrään ja 4) rakennussuhdanteen kustannuspaineiden laskuun.

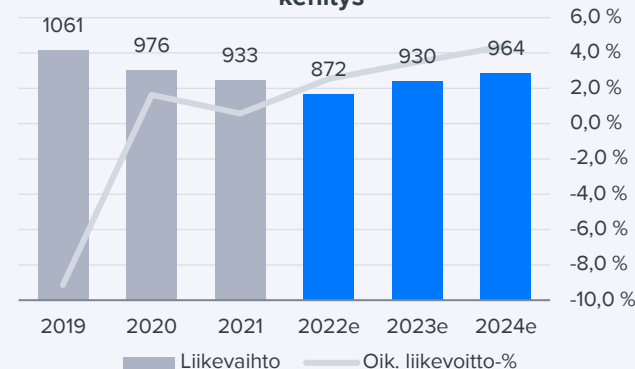
Ennusteidemme isoimmat lähivuosien riskit liittyvät geopolittisiin riskeihin, vanhoihin projekteihin, asuntomarkkinan katoon, toimitilamarkkinan palautumiseen, kustannuspaineiden nousuun ja kestävän tulokäänteen onnistumiseen.

Pitkän aikavälin ennusteet

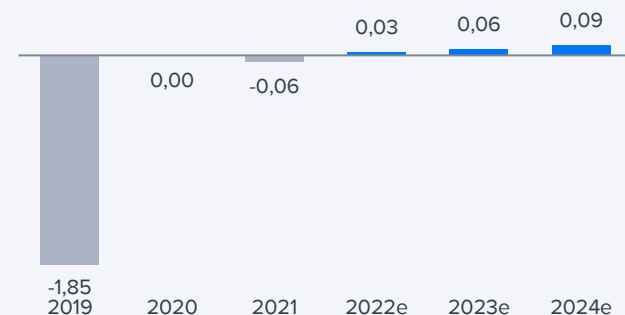
Ennustamme keskipitkällä aikavälillä SRV:n liikevaihdon kasvun olevan noin 2 % vuosittain ja taantuvan pitkällä aikavälillä noin 1 %:iin. Odotamme, että SRV tulee säilyttämään jatkossakin vahvan osuuden Suomen asuntorakentamisen ja toimitilarakentamisen markkinoilla. Erityisesti asuntorakentamisen pitkän aikavälin näkymät ovat melko vahvat, sillä kaupungistumisen kehityksen ja demografisten muutosten vuoksi Suomen asuntorakentamisen määrän tulisi pysyä 30000-35000 asunnon vuositasolla pitkälle tulevaisuuteen.

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

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



EPS (oikaistu)



Kvartaaliennusteet

Tuloslaskelma	2019	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22e	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	1061	976	187	218	191	336	933	179	223	219	252	872	930	964
Rakentaminen	1058	970	188	219	188	336	930	178	223	219	252	871	933	966
Sijoittaminen	6	5	1	1	4	1	7	1	0	0	0	1	0	0
Käyttökate	-3,0	20,4	6,7	7,8	-0,2	-9,7	4,6	2,4	9,0	8,4	8,8	28,7	39,4	49,4
Poistot ja arvonalennukset	-90,0	-18,9	-1,5	-1,5	-1,4	-1,9	-6,3	-1,5	-1,5	-1,6	-2,1	-6,6	-6,9	-7,1
Liikevoitto ilman kertaeriä	-96,8	15,8	4,8	5,7	-0,6	-4,7	5,3	1,0	7,5	6,8	6,7	22,1	32,5	42,3
Liikevoitto	-93,0	1,5	5,2	6,3	-1,6	-11,6	-1,7	1,0	7,5	6,8	6,7	22,1	32,5	42,3
Rakentaminen	7,0	25,1	6,9	7,0	1,5	-1,3	14,1	1,4	8,4	7,8	7,7	25,4	40,5	48,3
Sijoittaminen	-96,3	-5,7	-0,8	-0,4	-1,6	-1,8	-4,6	-0,4	-0,9	-1,0	-1,0	-3,3	-2,0	0,0
Nettorahoituskulut	-29,3	-29,4	-4,1	-3,6	-2,9	-8,0	-18,6	-3,6	-3,3	-3,2	-3,3	-13,4	-13,5	-12,4
Tulos ennen veroja	-122,4	-28,0	1,1	2,6	-4,4	-19,6	-20,3	-2,6	4,2	3,6	3,4	8,7	19,0	29,9
Verot	18,7	2,9	0,5	-0,5	0,4	0,1	0,5	0,5	-0,8	-0,7	-0,7	-1,7	-2,8	-5,1
Vähemmistöosuudet	-0,7	2,3	-0,1	-0,1	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	-108,8	-22,9	1,5	2,0	-4,0	-19,3	-19,9	-2,1	3,4	2,9	2,7	6,9	16,1	24,8
EPS (oikaistu)	-1,85	0,00	0,00	0,00	-0,01	-0,05	-0,06	-0,01	0,01	0,01	0,01	0,03	0,06	0,09
EPS (raportoitu)	-1,85	-0,10	0,00	0,01	-0,01	-0,07	-0,08	-0,01	0,01	0,01	0,01	0,03	0,06	0,09

Tunnusluvut	2019	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22e	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihdon kasvu-%	10,5 %	-8,1%	-10,1%	-17,7 %	-8,9 %	15,0 %	-4,4 %	-4,2 %	2,1%	14,5 %	-25,2 %	-6,5 %	6,6 %	3,6 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		-116,3 %	12,7 %	856,7 %	-110,7 %	-188,2 %	-66,7 %	-79,9 %	31,2 %	-1237,7 %	-243,6 %	320,1%	47,2 %	30,2 %
Käyttökate-%	-0,3 %	2,1%	3,6 %	3,6 %	-0,1 %	-2,9 %	0,5 %	1,4 %	4,0 %	3,8 %	3,5 %	3,3 %	4,2 %	5,1%
Oikaistu liikevoitto-%	-9,1%	1,6 %	2,6 %	2,6 %	-0,3 %	-1,4 %	0,6 %	0,5 %	3,4 %	3,1 %	2,7 %	2,5 %	3,5 %	4,4 %
Nettotulos-%	-10,4 %	-1,7 %	-0,4 %	0,7 %	-1,8 %	-5,8 %	-2,3 %	-1,2 %	1,5 %	1,3 %	1,1 %	0,8 %	1,6 %	2,4 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 1/3

Arvostuksessa laskuvaraa

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

SRV:n osaketta on viimeiset vuodet hinnoiteltu potentiaalisen käännetyhtiön tavoin, missä lyhyen aikavälin kertoimet ovat olleet korkeita, mutta pidemmälle katsottuna näyttäneet halvoilta. Huomioonotettavaa on, että tuloskäänteeseen ja tulevaan kestävään tulostasoon liittyy vielä merkittäviä riskejä, joista vuoden 2021 tulostason lasku on oiva esimerkki. Pitkälle tulevaisuuteen on näin mielestämme vielä huono nojata ja tukea on haettava lähivuosien arvostuksesta.

Mielestämme yhtiölle hyväksyttävä arvostuksen tulisi olla normaalitilanteessa noin 10-12x EV/EBIT-tasolla. Tämä on lähellä oikealla näkyvän verrokkiyhtiöiden pitkän aikavälin arvostusta Helsingin pörssissä. Tuluskäänteen onnistuessa voimme nähdä hyväksyttävien kertoimien nousevan 12-14x tasolle. Lyhyellä aikavälillä kertoimet voivat tuloskäänneprofiliin myötä nousta tätä korkeammaksi.

Vuodelle 2022 osakkeen arvostus on mielestämme koholla (2022e EV/EBIT (oik.): 13x, P/E (oik.): 15x) ottaen huomioon tulosparannukseen liittyvät epävarmuustekijät ja hyväksyttävän arvostustasomme. Hyväksymämme arvostushaarukan ylälaitaan nähden osakkeessa olisi laskuvaraa. Vuodelle 2023 arvostus laskee jo selkeästi houkuttelevammalle tasolle, mutta yhtiön liiketoiminnan ja markkinan sisältämien riskien

vuoksi emme pysty vielä nojaamaan vuoteen 2023. Esimerkiksi Venäjän varojen alaskirjaukset voivat heikentää yhtiön taseasemaa merkittävästi, jolloin katseita ei voi mielestämme vielä siirtää pidemmälle.

Suorituskyvyn näyttäessä parantumista, voi hinnoittelu kuitenkin siirtyä eteenpäin mahdolliseen potentiaaliin, mikä sijoittajan on hyvä huomioida. Tällöin arvostusta tulisi suhteuttaa normalisoituun yli syklin tulokseen, jota lähivuosien tulostaso ei mielestämme vielä kuvaa. Yhtiön keskipitkän aikavälin 1000 MEUR:n liikevaihto ja noin 4 %:n liikevoittomarginaali on mielestämme suhteellisen lähellä tätä. Vuosien 2023 ja 2024 tulostaso ja arvostus kuvaa tätä kohtuu hyvin (23-24e ka. EV/EBIT: 7x) ja omaisi selkeää nousuvaraa. Osakkeen potentiaali on näin korkeammalla, mutta riskitekijät painavat lyhyttä aikaväliä.

EV/Liikevaihto-kerroin on SRV:llä historiallisesti 2010-luvulla vaihdellut noin 0,4-0,6x tasolla. Nykyisellä tasollaan (2022e: 0,3x) yhtiö on vaihteluvälin alalaidassa. EV/S-kertoimessa ei kuitenkaan ole mielestämme selkeämpää nousuvaraa nykyisestä vaihteluvälistään, kunnes yhtiön tuloskäänneprofiliin osoittaa selkeämpiä merkkejä potentiaalistaan.

Taseeseen nojaava P/B-luku on noin 0,7x tasolla, mutta ei ole mielestämme relevantti mittari osakkeelle yhtiön kehitysvaihe huomioon ottaen. Yhtiö pyrkii tietoisesti vähentämään taseeseen sitoutuneen pääoman määrää ja myös tasearvoihin sisältyy nyt geopolitiittisen tilanteen vuoksi merkittäviä alaskirjausriskejä.

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	0,40	0,40	0,40
Markkina-arvo	105	105	105
Yritysarvo (EV)	295	248	226
P/E (oik.)	15,1	7,2	4,5
P/B (oik.)	0,7	0,6	0,6
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,2
EV/EBITDA (oik.)	10,3	6,3	4,6
EV/EBIT (oik.)	13,4	7,6	5,3
Osinko/tulos (%)	0,0 %	36,1 %	33,9 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	5,0 %	7,5 %

Lähde: Inderes

Sektorin FW EV/EBIT



Arvonmääritys 2/3

Verrokkiarvostus

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

Lisäksi verrokkianalyysin käyttökelpoisuus on osakkeen käänneyhtiöprofiiliin myötä mielestämme normaalia heikompi. Yhtiön tulotaso ei ole normaalilla tasolla ja sen vertaaminen alhaisemmilla kertoimilla oleviin verrokkeihin voi olla harhaanjohtavaa. Verrokkien arvostustasosta saa kuitenkin hyviä viitteitä, mihin tasoon SRV:n hyväksyttävää arvostusta tulisi peilata.

Nyt SRV on suhteellisesti verrokkeihin (mediaani 2022e: P/E: 9x ja EV/EBIT: 10x) nähden selvällä preemiolla hinnoiteltu (+50 %) vuodelle 2022. Verrokkien arvostustaso on nyt kuitenkin laskenut merkittävästi eikä sille voi antaa kovinkaan suurta painoarvoa, kun olettavasti vielä verrokkien tulosennusteissa voi olla laskunvaraa. Vuodelle 2023 (verrokkit mediaani: P/E: 8x ja EV/EBIT: 9x) yhtiö on jo kuitenkin hinnoiteltu verrokkien alapuolelle ja arvostus vaikuttaa järkevämmältä. Yhtiön heikko historiallinen suoritus ja epävarmuudet huomioon ottaen tulisi yhtiölle normaalitilanteessa mielestämme

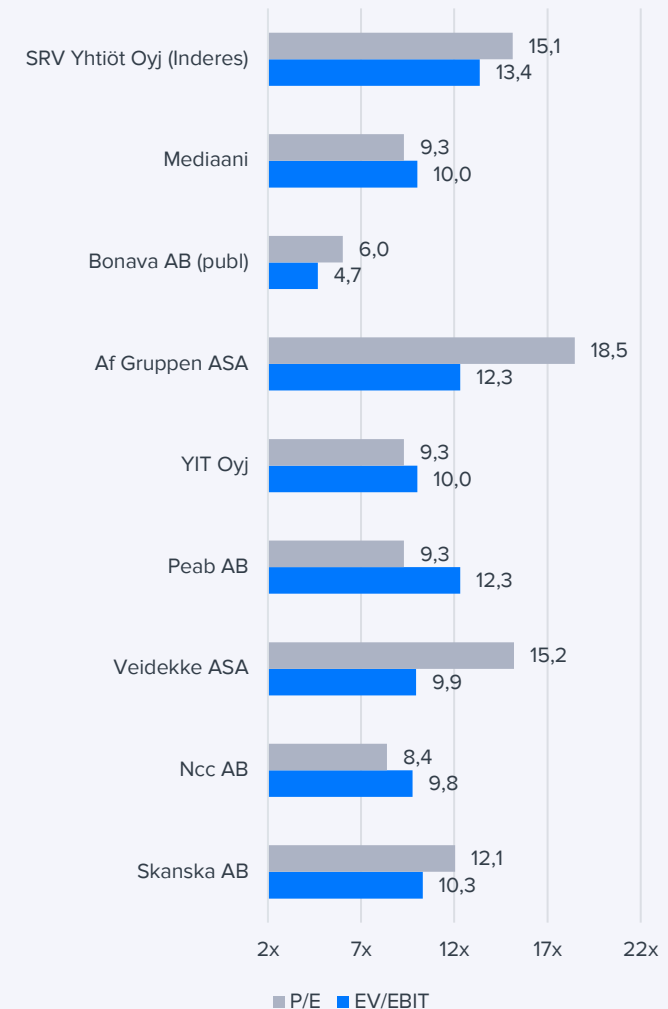
hyväksyä diskontto verrokkeihin nähden. Käytämme arvonmäärityksessämme noin 10 % alennusta verrokkeihin nähden, mutta korostamme verrokkiarvostuksen nyt kärsivän merkittävästi laskeneista arvostuksista ja osin liian korkeista tulosodotuksista.

DCF-arvonmääritys

DCF-mallimme mukainen arvo SRV:n osakkeelle on 0,6 euroa ollen selvästi nykyistä osakekurssia korkeammalla. Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu terminaalijaksolla 1 %:n tasolle ja EBIT-marginaali 4 %:iin liikevaihdosta. Mallissa terminaalijaksos painoarvo kassavirtojen nykyarvosta on kohtuullisen normaali 60 %, mutta lähivuosien tulostähteilläkin on selkeä merkitys.

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

Verrokkiryhmä 2022e



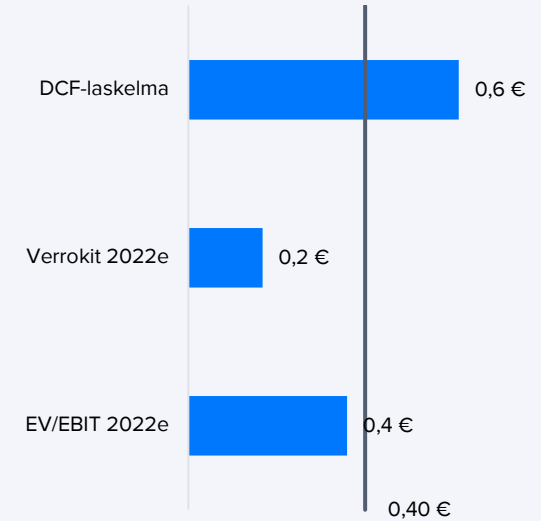
Arvonmääritys 3/3

Tavoitehinta ja suositus

Toistamme SRV:n vähennä-suosituksemme, mutta laskemme tavoitehintaamme 0,40 euroon (aik. 0,50 euroa). SRV on keskellä tuloskäännettä ja omaa selkeää potentiaalia, jos käänne jatkaa edistymistään. Vuodelle 2022 osakkeen arvostus on kuitenkin hyväksymiimme tasoihin nähden koholla. Venäjän geopolittiset riskit, alan kustannuspaineet, riskihankkeet ja markkinan kantokyky lähivuosille pitävät riskitason korkeana. Lähivuosille arvostus laskee hyvinkin alhaiselle tasolle, mutta siihen nojaaminen on vielä mielestämme riskitekijät huomioiden ennenaikaista.

SRV:n osakkeen sijoitusprofiili vastaa tällä hetkellä hyvin pitkälti käänneyhtiön tunnusmerkkejä. Muutos on meneillään, mutta selkeämmin pidemmän aikavälin potentiaaliin nojaaminen vaatii vielä aikaa ja yhtiöltä lisänäyttöjä, sillä osakkeeseen sisältyy merkittäviä epävarmuustekijöitä lyhyellä aikavälillä. Tervehdyttämistoimien luoma perusta antaa kuitenkin mahdollisuuksia kestäväälle tuloskäänteelle.

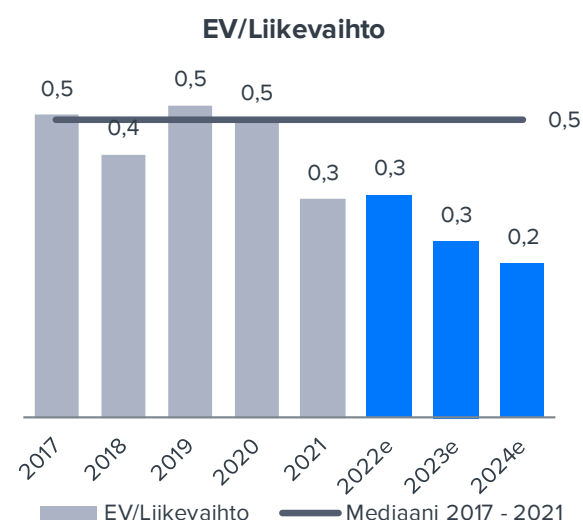
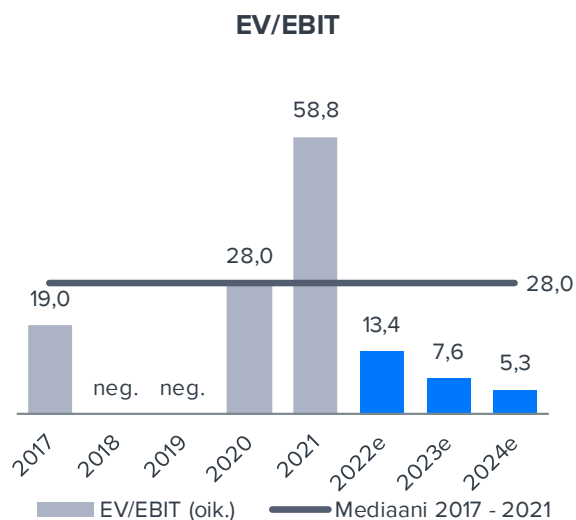
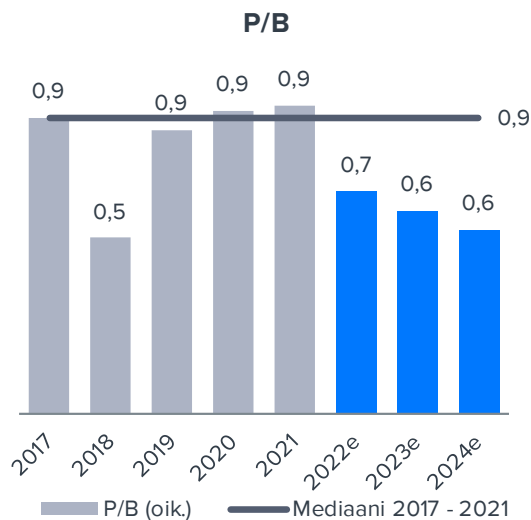
Tavoitehinnan muodostuminen



Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	3,60	1,70	1,36	0,59	0,53	0,40	0,40	0,40
Markkina-arvo	214	101	81	155	139	105	105	105
Yritysarvo (EV)	511	383	502	441	309	295	248	226
P/E (oik.)	17,2	neg.	neg.	neg.	neg.	15,1	7,2	4,5
P/B (oik.)	0,9	0,5	0,9	0,9	0,9	0,7	0,6	0,6
EV/Liikevaihto	0,5	0,4	0,5	0,5	0,3	0,3	0,3	0,2
EV/EBITDA (oik.)	24,3	neg.	neg.	21,7	67,2	10,3	6,3	4,6
EV/EBIT (oik.)	19,0	neg.	neg.	28,0	58,8	13,4	7,6	5,3
Osinko/tulos (%)	131,7 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	36,1 %	33,9 %
Osinkotuotto-%	1,7 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	5,0 %	7,5 %

Lähde: Inderes



Verrokkitaulukko

Verrokkiryhmän arvostus	Osakekurssi	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		P/B
Yhtiö		MEUR	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e
Skanska AB	200,70	6063	10,3	9,6	8,4	7,3	0,6	0,5	12,1	11,3	1,7
Ncc AB	122,90	1341	9,8	8,0	5,8	5,3	0,4	0,3	8,4	7,7	2,0
Veidekke ASA	123,40	1333	9,9	9,2	6,0	5,7	0,4	0,4	15,2	14,2	5,4
Peab AB	83,60	3131	12,3	11,1	8,7	8,0	0,6	0,6	9,3	8,5	1,7
YIT Oyj	3,37	1076	10,0	8,3	7,7	6,9	0,5	0,4	9,3	7,6	0,7
Af Gruppen ASA	220,00	2246	12,3	11,3	9,2	8,6	0,7	0,7	18,5	17,0	7,1
Bonava AB (publ)	58,00	886	4,7	4,1	4,8	4,1	0,5	0,4	6,0	5,0	0,7
Lehto Group Oyj	0,46	129		18,3	38,8	9,3	0,4	0,4		7,7	0,5
SRV Yhtiöt Oyj (Inderes)	0,40	295	13,4	7,6	10,3	6,3	0,3	0,3	15,1	7,2	0,6
Keskiarvo			9,9	10,0	11,2	6,9	0,5	0,5	11,2	9,9	2,5
Mediaani			10,0	9,4	8,1	7,1	0,5	0,4	9,3	8,1	1,7
Erotus-% vrt. mediaani			33 %	-18 %	28 %	-11 %	-26 %	-38 %	63 %	-11 %	-64 %

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

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevoitto	-1,7	22,1	32,5	42,3	51,4	50,3	41,1	41,9	42,7	43,6	44,0	
+ Kokonaispoistot	6,3	6,6	6,9	7,1	7,6	7,8	7,9	8,0	8,0	8,1	8,1	
- Maksetut verot	-1,6	0,5	2,2	-0,1	-2,2	-7,8	-6,0	-6,1	-6,3	-6,5	-6,6	
- verot rahoituskuluista	-0,4	-2,7	-2,0	-2,1	-2,0	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	144	-27,7	-23,7	0,9	-15,7	-15,2	-5,4	-5,5	-5,7	-5,8	-2,9	
Operatiivinen kassavirta	146	-1,3	15,8	48,1	39,0	32,9	35,3	36,0	36,6	37,2	40,4	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-5,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-3,6	-8,1	-8,1	-8,1	-8,1	-8,1	-8,1	-8,1	-8,1	-8,1	-7,9	
Vapaa operatiivinen kassavirta	137	-9,4	7,7	40,0	30,9	24,8	27,2	27,9	28,5	29,1	32,4	
+/- Muut	-2,0	0,0	-1,6	-1,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	135	-9,4	6,1	38,4	30,9	24,8	27,2	27,9	28,5	29,1	32,4	427
Diskontattu vapaa kassavirta		-8,8	5,2	30,4	22,5	16,6	16,8	15,8	14,9	14,0	14,3	189
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		330	339	334	303	281	264	248	232	217	203	189
Velaton arvo DCF		330										
- Korolliset velat		-238,0										
+ Rahavarat		68,0										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		160										
Oman pääoman arvo DCF per osake		0,6										

Rahavirran jakauma jaksoittain

2022e-2026e 20%

2027e-2031e 23%

TERM 57%

■ 2022e-2026e ■ 2027e-2031e ■ TERM

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

Lähde: Inderes

Tase-ennusteet

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Pysyvät vastaavat	183	185	184	180	124
Liikearvo	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
Aineettomat hyödykkeet	1,2	0,9	0,7	0,6	0,5
Käyttöomaisuus	14,5	13,1	14,8	16,1	17,2
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	48,1	51,9	51,9	51,9	0,0
Muut sijoitukset	22,2	24,7	24,7	24,7	24,7
Muut pitkäaikaiset varat	53,7	50,2	50,2	50,2	50,2
Laskennalliset verosaamiset	41,6	42,2	40,0	35,0	30,0
Vaihtuvat vastaavat	716	502	504	549	600
Vaihto-omaisuus	474	300	340	381	395
Muut lyhytaikaiset varat	1,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	144	133	113	121	125
Likvidit varat	96,7	68,0	49,9	46,5	79,3
Taseen loppusumma	899	686	688	729	724

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Oma pääoma	181	165	172	187	204
Osakepääoma	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1
Kertyneet voittovarot	-78,2	-99,9	-93,0	-78,5	-60,5
Oman pääoman ehtoiset lainat	15,4	15,4	15,4	15,4	15,4
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	245	247	247	247	247
Vähemmistöosuus	-4,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	404	244	244	243	179
Laskennalliset verovelat	2,4	1,0	1,0	1,0	1,0
Varaukset	12,4	13,0	13,0	13,0	13,0
Lainat rahoituslaitoksilta	368	216	215	214	150
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	20,8	14,8	14,8	14,8	14,8
Lyhytaikaiset velat	314	277	272	299	341
Lainat rahoituslaitoksilta	17,4	22,5	25,0	27,7	50,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	284	243	236	260	279
Muut lyhytaikaiset velat	12,1	11,3	11,3	11,3	11,3
Taseen loppusumma	899	686	688	729	724

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	1060,9	975,5	932,6	872,4	930,0	EPS (raportoitu)	-1,85	-0,10	-0,08	0,03	0,06
Käyttökate	-3,0	20,4	4,6	28,7	39,4	EPS (oikaistu)	-1,85	0,00	-0,06	0,03	0,06
Liikevoitto	-93,0	1,5	-1,7	22,1	32,5	Operat. kassavirta / osake	-3,46	0,78	0,56	0,00	0,06
Voitto ennen veroja	-122,4	-28,0	-20,3	8,7	19,0	Vapaa kassavirta / osake	-1,96	0,98	0,52	-0,04	0,02
Nettovoitto	-110,2	-16,9	-21,9	6,9	14,5	Omapääoma / osake	2,98	1,06	0,63	0,66	0,71
Kertaluontoiset erät	3,8	-14,3	-7,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,02
Tase	2019	2020	2021	2022e	2023e	Kasvu ja kannattavuus	2019	2020	2021	2022e	2023e
Taseen loppusumma	913,3	898,9	686,3	687,6	728,9	Liikevaihdon kasvu-%	11 %	-8 %	-4 %	-6 %	7 %
Oma pääoma	175,6	181,0	165,1	172,0	186,5	Käyttökateen kasvu-%	-79 %	-776 %	-77 %	523 %	37 %
Liikearvo	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	Liikevoiton oik. kasvu-%	866 %	-116 %	-67 %	320 %	47 %
Nettovelat	422,2	289,1	170,0	190,1	195,5	EPS oik. kasvu-%	402 %	-100 %	1449 %	-146 %	110 %
Kassavirta	2019	2020	2021	2022e	2023e	Käyttökate-%	-0,3 %	2,1 %	0,5 %	3,3 %	4,2 %
Käyttökate	-3,0	20,4	4,6	28,7	39,4	Oik. Liikevoitto-%	-9,1 %	1,6 %	0,6 %	2,5 %	3,5 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-196,8	120,9	143,6	-27,7	-23,7	Liikevoitto-%	-8,8 %	0,1 %	-0,2 %	2,5 %	3,5 %
Operatiivinen kassavirta	-206,0	135,8	146,2	-1,3	15,8	ROE-%	-53,2 %	-9,3 %	-12,5 %	4,1 %	8,1 %
Investoinnit	-86,9	-19,8	-3,6	-8,1	-8,1	ROI-%	-15,1 %	0,2 %	-0,4 %	5,4 %	7,7 %
Vapaa kassavirta	-116,6	170,6	135,3	-9,4	6,1	Omavaraisuusaste	21,3 %	22,4 %	27,9 %	29,0 %	29,5 %
						Nettovelkaantumisaste	240,5 %	159,7 %	102,9 %	110,5 %	104,8 %
Arvostuskertoimet	2019	2020	2021	2022e	2023e						
EV/Liikevaihto	0,5	0,5	0,3	0,3	0,3						
EV/EBITDA (oik.)	neg.	21,7	67,2	10,3	6,3						
EV/EBIT (oik.)	neg.	28,0	58,8	13,4	7,6						
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	15,1	7,2						
P/B	0,5	0,8	0,8	0,6	0,6						
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	5,0 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
14.1.2019	Vähennä	2,00 €	2,00 €
7.2.2019	Vähennä	1,90 €	1,90 €
3.4.2019	Vähennä	1,75 €	1,74 €
24.4.2019	Vähennä	1,75 €	1,73 €
29.4.2019	Vähennä	1,70 €	1,77 €
17.5.2019	Vähennä	1,70 €	1,69 €
18.7.2019	Vähennä	1,60 €	1,69 €
11.10.2019	Vähennä	1,40 €	1,38 €
18.10.2019	Vähennä	1,25 €	1,30 €
1.11.2019	Vähennä	1,25 €	1,31 €
7.2.2020	Vähennä	1,25 €	1,30 €
7.4.2020	Vähennä	0,85 €	0,88 €
30.4.2020	Vähennä	1,05 €	1,08 €
25.5.2020	Vähennä	0,65 €	0,81 €
22.7.2020	Lisää	0,60 €	0,54 €
30.10.2020	Vähennä	0,58 €	0,55 €
16.11.2020	Vähennä	0,58 €	0,57 €
5.2.2021	Vähennä	0,58 €	0,56 €
30.4.2021	Vähennä	0,70 €	0,70 €
22.7.2021	Vähennä	0,70 €	0,67 €
6.10.2021	Lisää	0,63 €	0,58 €
29.10.2021	Vähennä	0,55 €	0,57 €
14.12.2021	Vähennä	0,50 €	0,50 €
4.2.2022	Vähennä	0,50 €	0,50 €
9.3.2022	Vähennä	0,40 €	0,40 €

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

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

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

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

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa inderes.fi



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**