

SRV Yhtiöt Oyj

Laaja raportti

27.3.2023 7:00



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Kriisiyhtiöleima näkyy vielä hinnoittelussa

Laskemme SRV:n tavoitehinnan 4,00 euroon (aik. 4,40 euroa), mutta nostamme suosituksemme lisää-tasolle (aik. vähennä). SRV on viime vuosina tervehtänyt liiketoimintaansa eikä ole enää kriisiyhtiö. Kestävään tuloskäanteeseen liittyy vielä markkinahaasteita ja yhtiökohtaisia riskejä, mutta käänteen jatkuessa osakkeessa olisi merkittävää nousuvaraa. Tämä yhdistettynä mielestämme rajattuun osakkeen laskuvaraan nostaa SRV:n riski/tuottosuhteen houkuttelevaksi osakekurssin laskun jälkeen.

Rakentaja ja kehittäjä ilman Venäjä-riskejä

SRV on Suomen suurimpia rakentajia ja johtavia kiinteistökehittäjiä asunto- ja toimitilahankkeissa. Nykyisin yhtiö keskittyy 100 %:sti liiketoimintoihin Suomessa Venäjältä irtautumisen jälkeen. Yhtiö kasvoi vahvasti aina vuoteen 2017 (2017 liikevaihto: 1114 MEUR) asti, mutta on sittemmin taantunut tuloksellisesti että liikevaihdon tasolle (2022 liikevaihto: 770 MEUR). Viimeisten vuosien aikana nykyjohto on saanut yhtiön operatiivisen liiketoiminnan tuloksen kuitenkin kääntymään positiiviseen suuntaan rakentamisen kokemista haasteista huolimatta (2022 oik. EBIT-% 2,5 %). Venäjän riskejä vuoden 2022 alaskirjauksien jälkeen ei enää ole ja riskitaso sekä taloudellinen tilanne on tervehtetty onnistuneilla rahoitusjärjestelyillä. Liiketoiminnan kasvu- sekä tulosajurina lähivuosina toimii alhaiselle tasolle laskeneiden omaperusteisten kuluttaja-asuntojen määrän kasvattaminen. Markkinan nykyinen heikkous tosin jarruttaa lyhyellä aikavälillä strategian toteutusta.

Vuosi 2023 vielä hiljainen

Kuluvalla vuodelle yhtiö ohjeistaa liikevaihdon laskevan ja operatiivisen liikevoiton olevan positiivinen, mutta edellisvuotta matalampi (2022: 18,9 MEUR). Vuodesta 2023 tulee siis vielä tuloksellisesti sekä liikevaihdon tasolle. Asuntorakentamisen valmistumiset ja tilauskanta ovat alhaisella tasolla ja heijastuvat kuluvan vuoden liikevaihtoon sekä tulokseen. Toimitilapuolen 35 %:n kasvussa tilauskanta tukee kuitenkin liiketoimintaa. Vuonna 2023 odotamme liikevaihdon laskevan 7 %:lla (2023e: 720 MEUR) ja oikaistun liikevoiton laskevan 13,1 MEUR:oon. Lähivuosien aikana odotamme asuntorakentamisen lähtevän vahvaan kasvuun ja nostavan sekä liikevaihtoa (2025e: 794 MEUR) sekä oikaistua liiketulosta (2025: 25,5 MEUR) yhdessä mallitilustuvien kustannuspaineiden kanssa. Riskinä on asuntomarkkinan alakulun jatkuminen odotuksiamme pidempään ja yhtiökohtaisten projektihaasteiden jatkuminen.

Osake saa jo tukea arvostuksesta ja omaa merkittävää potentiaalia

SRV:n osakkeen arvostus on halpa toteutuneella tuloksella (2022: oik. EV/EBIT: 7x. P/E: 6x), mutta nousee heikomman tuloksen myötä hieman lähivuosille (23-24e ka. EV/EBIT: 9x, P/E: 11x). Laskeneen osakekurssin myötä osake tarjoaa kuitenkin jo nousuvaraa hyväksyttävän arvostushaarukamme alarajalla (EV/EBIT: 9x, P/E: 10x).. Osinko ei lyhyellä aikavälillä tue osaketta (23e: 0 %), mutta odotamme osinkojen maksun jatkuvan ensi vuonna (24e: 5,9 %). Tulosneutraali EV/S-kerroin on valahtanut kriisitilanteelle (2023e: 0,2x vs. 0,4x historia) ja antaa jo tukea osakkeelle nykytasolla. Kuluvan vuoden heikkoon tulostasoon nähden arvostus on hieman koholla, mutta pidemmälle katsottaessa osakkeelle on mahdollisuudet moninkertaistua (25-26e P/E: 4x). Kestävään tuloskäanteeseen liittyy vielä riskinsä, mutta arvostuksen jo antaman tuen ja potentiaalisen yhdistelmänä riski/tuottosuhte on mielestämme nykytasolla jo houkutteleva.

Suositus

Lisää

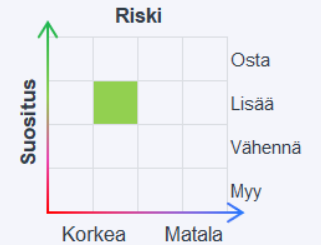
(aik. Vähennä)

4,00 EUR

(aik. 4,40 EUR)

Osakekurssi:

3,50 EUR



Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	770	720	747	794
kasvu-%	-17 %	-7 %	4 %	6 %
EBIT oik.	18,9	13,1	20,0	25,5
EBIT-% oik.	2,5 %	1,8 %	2,7 %	3,2 %
Nettotulos	-85,7	6,6	11,1	15,4
EPS (oik.)	0,54	0,23	0,50	0,75
P/E (oik.)	7,1	15,0	7,0	4,6
P/B (oik.)	0,6	0,5	0,5	0,4
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	4,3 %	5,7 %
EV/EBIT (oik.)	7,7	10,7	6,9	5,5
EV/EBITDA	neg.	7,8	5,3	4,4
EV/Liikevaihto	0,2	0,2	0,2	0,2

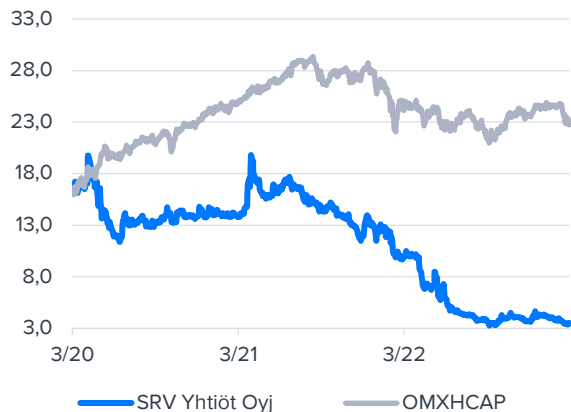
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

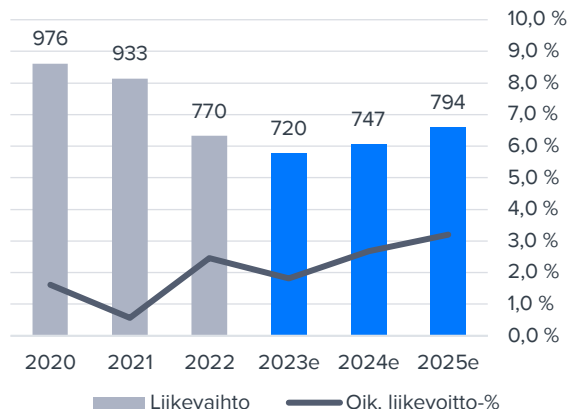
Liikevaihdon arvioidaan laskevan vuoteen 2022 verrattuna. Operatiivisen liikevoiton arvioidaan olevan positiivinen, mutta vuoden 2022 operatiivista liikevoitto on matalampi.

Osakekurssi



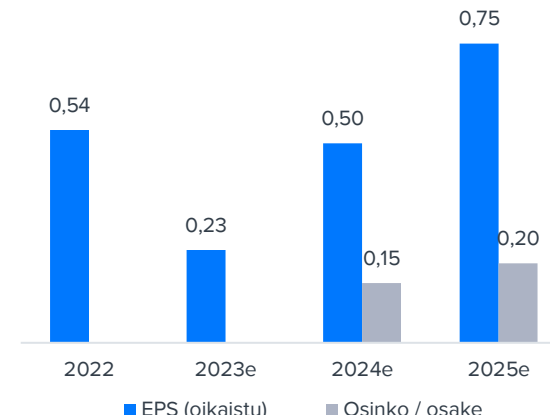
Lähde: Millistream Market Data AB

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
- Venäjän omaisuusserien myynnin tuoma optio



Riskitekijät

- Markkinoiden suhdanneriskit
- Kustannusten hallinnassa epäonnistuminen
- Asuntomarkkinoiden ja yksityisen toimitilamarkkinan pitkäkestoinen heikentyminen
- Projektihaasteiden uusiutuminen
- Epäsuotuisten (riski/tuotto) projektien tarjoaminen
- Rahoituksen hinnan ja saatavuuden muutokset

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	3,50	3,50	3,50
Markkina-arvo	59	59	59
Yritysarvo (EV)	140	138	140
P/E (oik.)	15,0	7,0	4,6
P/B (oik.)	0,5	0,5	0,4
EV/Liikevaihto	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA (oik.)	7,8	5,3	4,4
EV/EBIT (oik.)	10,7	6,9	5,5
Osinko/tulos (%)	0,0 %	29,8 %	26,5 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	4,3 %	5,7 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-13
Strategia	14-16
Markkinat	17-21
Taloudellinen tilanne	22-24
Ennusteet	25-28
Arvonmääritys	29-35
Taulukot	36-37
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	38-40

SRV lyhyesti

SRV on Suomen suurimpia rakennusliikkeitä ja johtavia kiinteistökehittäjiä.

1987/2007

Perustamisvuosi ja listautuminen

770 MEUR

Liikevaihto 2022

18,9 MEUR (2,5 % lvs:sta)

Operatiivinen liikevoitto 2022

-10 %

Sijoitetun pääoman tuotto-% 2022

948

Henkilöstö keskimäärin 2022 lopussa

-8 %

Nettovelkaantumisaste-% 2022 (ilman IFRS-16)

45 %

Omavaraisuusaste-% 2022 (ilman IFRS-16)

SRV:n liikevaihdon ja liikevoiton (raportoitu) kehitys, 2007-2022

2007-2012

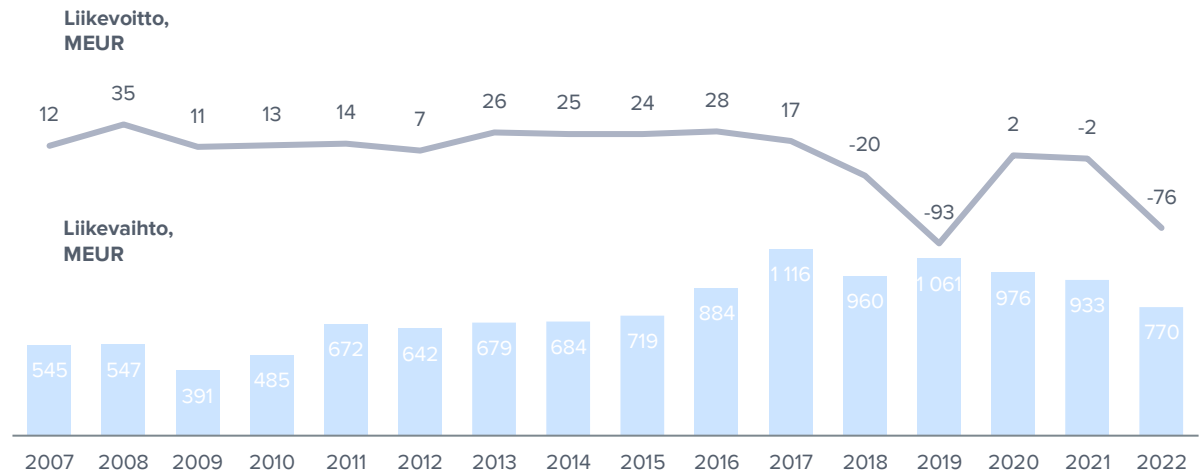
- Listautuminen pörssiin 2007
- Vahva tuloskehitys ennen finanssikriisiä 2006-2008
- 2009 tulos sekä liikevaihto laskevat selvästi
- Asuntojen rakentamisen volyymi kasvaa finanssikriisin jälkeen
- Eurokriisi 2011-2012 kääntää kysynnän laskuun
- 1. kauppakeskushanke alkaa

2013-2019

- Toimitilarakentamisen volyymit ja kannattavuus paranevat
- 2013 liikevaihdosta nosti Okhta Mallin osuuden myynti
- 2015-2017 tilauskanta, liikevaihto ja asuntojen myynti kasvavat
- Kannattavuus pettää isojen projektihaasteiden vuoksi
- 2018 REDIn kauppakeskus valmistuu ja aiheuttaa isot tappiot myös vuodelle 2019
- Tervehdyttämishjelma käyntiin

2019-2022

- Kannattavuuskäänteeseen alkuun, mutta korona sekä yksittäisen hankkeen kustannuslylykset vesittävät parannusta (2021)
- Venäjän hyökkäyssota johtaa merkittäviin alaskirjauksiin vuonna 2022, mutta operatiivinen tulos paranee
- Taloudellinen epävarmuus heikentää asuntovolyymeja 2022-2023
- Venäjältä irtautuminen, tasejärjestely sekä terveempi projektikanta että taloudellinen tilanne mahdollistavat uutta kasvua vuosille 2024-2025



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/6

Yhtiökuvaus

Uuden kaupunkiympäristön luoja

SRV on vuonna 1987 perustettu projektinjohtourakoitsija ja kiinteistöhankkeiden kehittäjä. Maantieteellisesti yhtiön liiketoiminta keskittyy rakentamisen ja kiinteistökehityksen osalta Suomeen. Aikaisempi Venäjän toiminta yhtiöllä on lopetettu sekä omaisuusarvot alaskirjattu. Alaskirjauksien vuoksi yhtiö teki merkittäviä rahoitusjärjestelyjä vuonna 2022, jolla omaa pääomaa vahvistettiin ja velkataakkaa vähennettiin merkittävästi.

SRV:n vuoden 2022 liikevaihto oli 770 MEUR (-17 % v/v) ja yhtiö oli Inderesin tietojen mukaan Suomen neljänneksi suurin rakennusyhtiö. Yli 30 vuotisen historian aikana positiivisena pysynyt tulos ajautui vuonna 2018-2019 rajusti tappiolle mm. projektiongelmien vuoksi. Tulostäänne saatiin hyvin alulle, mutta Venäjän hyökkäyssota, alan kustannuspaineet sekä talouden epävarmuus ovat hidastaneet käännettä. Raportoitujen lukujen ja alaskirjausten alla operatiivinen liiketoiminta Suomessa on kuitenkin kehittynyt parempaan suuntaan.

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 Suomessa ja etenkin vetovoimaisten sekä kasvavien alueiden ja hyvien liikenneyhteyksien varrella. Yhtiöllä on toimintoja pääkaupunkiseudulla sekä mm. Turussa, Tampereella ja Oulussa. SRV:n palveluksessa oli vuoden 2022 lopussa keskimäärin 948 henkilöä ja oman henkilöstön lisäksi yhtiöllä on käytössään erittäin laajan alihankkijaverkoston palvelukset.

Rakentaja ja kehittäjä

Yhtiön liiketoiminta jakaantuu vielä tällä hetkellä kahteen segmenttiin. Yhtiölle tärkeämpi ja kohtuu hyvässä operatiivisessa kunnossa oleva Rakentaminen-segmentti käsittää kaiken rakentamisesta tulevan liikevaihdon sekä omaperusteisen tuotannon sitoutuneen pääoman tontteineen. Sijoittaminen-segmenttiin ovat kuuluneet 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 ajalta. Pidämme todennäköisenä, että segmenttijako muuttuu lähitulevaisuudessa Venäjältä poistumisen ja omaisuuserien myynnin jälkeen. Sijoittaminen ja hankkeiden osaomistaminen ei mielestämme enää ole uuden SRV:n strategian ytimessä.

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 syntynyt sijoitusten omistustajan kassavirroista ja ajan myötä tapahtuvista myyntikatkeista
- Pääomien kierto voi kestää kohteesta riippuen jopa yli 10 vuotta

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/6

Rakentamisen-segmentti

Rakentamisen liikevaihto on jaettu asunto- ja toimitilarakentamiseen. Asuntorakentamisen osuus segmentin liikevaihdosta oli noin 43 % vuonna 2022 ja toimitilarakentamisen noin 57 %. Asuntorakentaminen kasvatti osuuttaan SRV:llä, kun toimitilarakentamisen isot hankkeet (mm. kauppakeskukset) päättyivät ja tilauskanta lähti laskusuuntaan. Nyt asuntorakentaminen kuitenkin vuorostaan vähentyi heikkojen markkinaolosuhteiden ja alhaisten asuntojen aloitusmäärien vuoksi. Toimitilan volyymeja tukee lisääntynyt julkinen rakentaminen (sairaalat), elinkaarihankkeiden kasvanut määrä (esim. koulut) ja teollinen rakentaminen.

Tuloskäänteen ja yhtiön tulevaisuuden kannalta segmentin merkitys on SRV:lle tärkeä ja arvioimme liiketoiminnan jatkossa keskittyvän pääosin rakentamiseen ja kehittämiseen Suomessa. SRV:n kannalta positiivista on, että segmentti on operatiivisen tuloksen osalta kehittynyt konsernia paremmin. Vuonna 2018 yhtiön operatiivinen tulos oli segmentissä noin 13 MEUR negatiivinen, mutta nousi jo vuoden 2020 aikana 28 MEUR positiiviseksi (EBIT-%: 2,8 %). Vuoden 2021 yksittäisen hankkeen (Tampereen Kansi ja Areena) aiheuttaman heikomman tuloskehityksen (2021 EBIT-%: 1,5 %) jälkeen yhtiö teki vuonna 2022 segmentissä jo parempaa kannattavuutta (2022 EBIT-%: 3,1 %) inflaation ja sodan aiheuttamista haasteista huolimatta.

Asuntorakentaminen

SRV:n asuntorakentaminen keskittyy PK-seudulle

sekä Suomen suuriin kasvukeskuksiin. Tuotanto koostuu pääosin sijoittajahankkeista sekä omaperusteisista asutushankkeista. Vuonna 2022 liikevaihto oli 319 MEUR laskien noin 9 % vuodesta 2021. Asuntojen valmistumiset laskivat selkeästi, kun vertailukautena valmistui mittava Kalasataman tornitalo. Lisäksi markkinatilanteen haastavuus heikensi segmentin suoritusta ja aloituksia kuluvalle vuodelle.

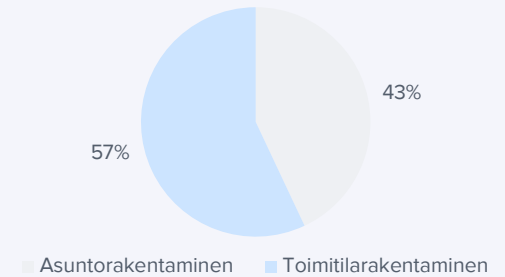
Vuoden 2022 lopussa tilauskanta oli 58 % vertailukauden alapuolella ja odotettavissa on selvää laskua liikevaihtoon tänä vuonna. Omaperusteisia hankkeita ei ole saatu käynnistettyä odotuksiemme mukaisesti viime vuosina ja näiden aloitusmäärien tulisi tänä vuonna nousta, jotta vuosina 2024-2025 päästään paremmalle liikevaihto- että kannattavuustasolle.

Toimitilarakentaminen

SRV:n toimitilarakentamisen liikevaihto oli 2022 lopussa 427 MEUR (-27 % vs. 2021). Toimitilarakentaminen sisältää julkisia sekä kaupallisia hankkeita että myös vähäisemmissä määrin infra- ja korjausrakentamista. Toimitilarakentamisen hankkeet jakautuvat karkeasti yhtiön omakehittäisiin hankkeisiin sekä urakoihin (allianssit ml.). Isojen hankkeiden päättyminen ja talouden epävarmuus on heikentänyt merkittävästi toimitilarakentamisen volyymitasoja, mutta samalla arvioimme mukaan projektikanta on terveempi. Tilauskanta kääntyi myös vuoden lopussa 35 %:n kasvuun, mikä luo pohjaa liikevaihdon kasvattamiselle.

Rakentamisen-segmentti

Liikevaihdon jakauma 2022



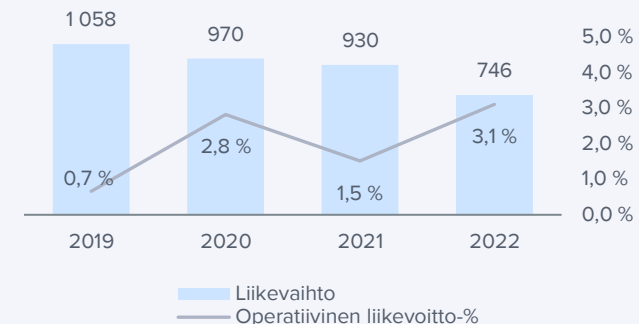
Toimitilarakentaminen

- Toimistot, liiketilat ja hotellit
- Sairaalat, koulut ja muu julkinen rakentaminen
- Korjausrakentaminen
- Infrarakentaminen

Asuntorakentaminen

- Omaperusteiset kuluttajahankkeet
- Sijoittajamyynti
- Neuvottelu-urakointi
- Urakointi

Rakentamisen kannattavuus parantunut volyymien laskusta huolimatta



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/6

Isoimmat käynnissä olevat hankkeet ovat liittyneet viime vuosina julkiseen rakentamiseen. Yhtiö on ollut rakentamassa muun muassa 254 MEUR:n HUS:n Siltasairaala ja aloitti juuri Jorvin sairaalan noin 200 MEUR:n hankkeen sekä tilausputkessa on vielä laaja Laakson sairaalahanke. Muuten SRV:n projektikoko on pienentynyt historiasta ja yhtiö on selvästi panostanut hankkeiden riski/tuottosuhteeseen.

Sijoittamisen-segmentti

Sijoittamisen-segmentti on keskittynyt konsernin kehittämien hankkeiden pitkäaikaiseen omistamiseen, mahdolliseen operointiin, hallintaan ja elinkaaren lopussa myös kohteiden realisointiin Venäjällä ja Suomessa. Venäjän hyökkäyssodan jälkeen yhtiö päätti luopua Venäjän liiketoiminnostaan ja myydä omistuksensa Venäjällä.

Sijoittamisen-segmentin Venäjän liiketoiminnan lopettaminen oli suuntaus jo ennen Venäjän aloittamaa sotaa, mutta aikataulu nopeutui ja myös omaisuuserien arvot romahtivat sodan alkamisen jälkeen. Yhtiö alaskirjasikin (-140 MEUR) vuoden 2022 aikana kaikki Venäjän omaisuuseränsä nollaan (pois lukien osa vaihto-omaisuustonteista).

Yhtiö on myynyt osansa yhdestä taseessa olleista kauppakeskuksista vuoden 2022 aikana, kun Pietarissa sijaitseva Okhta Mall myytiin kyproslaiselle Geomare Investments Limited -kiinteistö-sijoitusyhtiölle. SRV:n osuus kauppakeskuksen myyntihinnasta oli noin 4,3 MEUR. Alkuperäisiin suunnitelmiin ja tavoitteisiin

nähdyn saatu summa on alhainen, mutta Venäjän alaskirjausten jälkeen kaikki siltä saatavat varat ovat positiivista yhtiölle. Tällä tai tulevillakaan kaupoilla ei ole vaikutuksia operatiivisiin ennusteisiimme, mutta saadut varat tukevat hyvin yhtiön taloudellista asemaa sekä liiketoiminnan kehitystä ja toimivat ilmaisenä optiona sijoittajalle.

Okhta Mall -kauppakeskuksen myynnin jälkeen SRV on osaomistajana vielä kahdessa venäläisessä kauppakeskuksessa (Pearl Plaza, 4Daily) ja sen lisäksi SRV:llä on Venäjällä yksi tonttiomistus. SRV jatkaa aktiivisesti neuvotteluja myydäkseen loputkin Venäjällä sijaitsevista omaisuuseristä. Keskusten kauppahintoja on vaikea arvioida, mutta arvioimme SRV:n osuuden jäävän 0-5 MEUR:n välille.

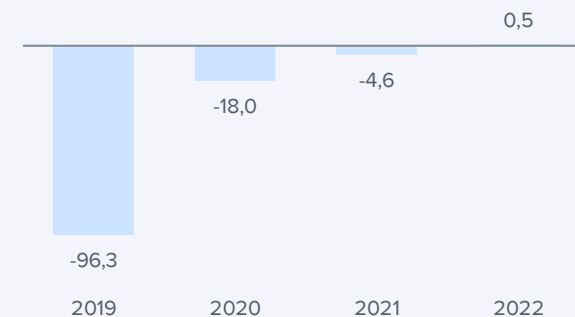
Sijoittamisen liikevaihto oli vuoden 2022 lopussa noin 10 MEUR eli hyvin pieni osa SRV:n noin 770 MEUR:n liikevaihdosta. Operatiivinen liikevoitto parantui selviltä tappioilta noin 0,5 MEUR positiiviseksi. Sijoittamisen-segmentin liikevaihto on vuosien varrella vaihdellut 0-10 MEUR:n välillä, mutta tulos on aina ollut joko isoilla tappioilla tai nollan tuntumassa.

Sijoittamisen-segmentistä ei lopulta tullut missään vaiheessa yhtiölle semmoista kultakaivosta, mitä aikaisemmin odotettiin. Geopoliittiset riskit realisoituivat isolla skaalalla ja nyt toiveena on vain vähäisten rahojen kotiuttaminen, jotta voidaan keskittyä terveeseen ja kannattavaan rakennustoimintaan Suomessa. Mielestämme positiivista on, että hankkeiden alaskirjausriski on Venäjän osalta poistunut ja myynneistä on odotettavissa positiivista kassavirtaa.

Sijoittamisen-segmentti

Sijoitettu pääoma (milj. eur)	31.12. 2022	31.12. 2021
Okhta Mall, kauppakeskus (myyty 11/22)	0,0	69,3
Pearl Plaza, kauppakeskus	0,0	20,0
Muut, Venäjä	3,0	52,1
Fennovoima	0,0	13,3
Tampereen Kansi ja Areena	7,9	10,1
Tontit ja muut omistukset	0,0	2,4
Yhteensä	10,9	167,3

Sijoittamisen-segmentin operatiivinen liikevoitto parantunut rajuista tappioista (MEUR)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/6

Rahoitusjärjestely pelasti toiminnan

SRV toteutti vuoden 2022 ensimmäisellä vuosipuoliskolla rahoituksen kokonaisvaltaisen uudelleenjärjestelyn Venäjän Ukrainassa käynnistämän sodan ja siihen liittyvien taloudellisten pakotteiden aiheuttamien omistuksien arvonalentumisten seurauksena. Arvonalentumisilla oli merkittävän heikentävä vaikutus SRV:n omaan pääomaan ja omavaraisuusasteeseen, jonka vuoksi SRV teki useita järjestelyjä.

Yksi järjestelyistä oli noin 35 MEUR:n merkintäoikeusanti, joka merkittiin täyteen. Toisekseen yhtiö konvertoi onnistuneesti joukkovelkakirjalainojaan oman pääoman ehtoiseksi vaihtovelkakirjalainaksi. Vaihtovelkakirjalaina on nyt merkitty taseeseen oman pääehtoiseksi rahoitukseksi ja sen haltijoilla on oikeus muuttaa velka osakkeiksi ellei yhtiö lunasta lainaa pois ennen vuoden 2026 puoliväliä. Joukkovelkakirjalainoja ostettiin myös onnistuneesti takaisin markkinalta, mikä vähensi niiden määrää. Yhtiö myös leikkasi vanhan hybridilainansa pääomia ja konvertoi loppupääoman osakkeiksi onnistuneesti.

Kokonaisjärjestelyn myötä SRV:stä tuli käytännössä nettovelaton yhtiö (ilman IFRS 16) ja oma pääoma vahvistui merkittävästi. Vahvistunut taseasema antaa hyvät lähtökohdat toteuttaa yhtiön strategiaa.

Osakkeiden lukumäärä nousi järjestelyjen seurauksena merkittävästi, mutta vuoden 2022 aikana yhtiö teki myös käänteisen splitin

osakkeilleen, jonka ansiosta yhtiön osakemääräksi muodostui nyt vuoden 2022 lopussa noin 17,0 miljoonaa kappaletta.

Rahoitusjärjestelyt paransivat taseasemaa

	Q1'22	Q2'22
Korollinen nettovelka*	110 MEUR	-5 MEUR
Omavaraisuusaste	10 %	44 %

Lähde: SRV, Inderes

*ilman IFRS 16

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/6

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 nykyään kahteen osaan, sillä arviomme mukaan hankkeiden omistaminen ja operointi ei ole yhtiölle ydinliiketoimintaa tulevaisuudessa.

Hankekehitys ja myynti

SRV tunnetaan rohkeasta hankekehityksestä, joka on synnyttänyt viime vuosina mm. Helsingin Kalasataman aluekeskuksen REDIn, Niittykummun metrokeskuksen sekä Tampereen Kansi ja Areena -hankkeen. Sijoittajan näkökulmasta SRV:n hankekehitysosaaminen laajentaa ja parantaa yhtiön kasvumahdollisuuksia sekä nostaa hankkeiden kokoa ja lisäarvoa.

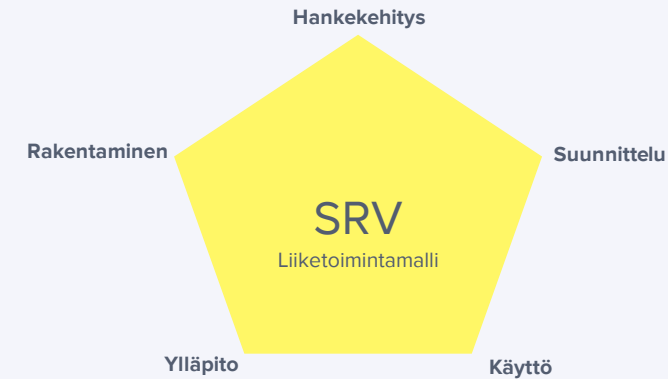
Hankekehityksestä syntyy kuitenkin SRV:lle jatkuvasti kustannuksia (kiinteitä kuluja), joita ei välttämättä saada takaisin onnistuneina hankkeina. Lisäksi hankekehitys on usein suhdannevaihteluiden, rahoituksen saatavuuden ja kaavoitusprosessien vuoksi hidasta, ja voi kestää useita vuosia ennen kuin mittavat hankkeet etenevät toteutukseen.

Onnistuneella hankekehityksellä voidaan kuitenkin luoda merkittävää lisäarvoa. Esimerkiksi toimitilahankkeen tai asuntokohteen kate voi parantua merkittävästi onnistuneen

hankekehityksen seurauksena. Hankekehityksen avulla SRV pystyy myös arvioimaan sopiiko hanke heille itselleen omaperusteiseksi kohteeksi vai kehitetäänkö hanke ja myydään se tilaajalla/sijoittajalle ennen rakentamista. Omaperusteisissa hankkeissa (kuluttaja-asunnot, oman taseen toimitilakohteet) kate on kaikista suurin, mutta niin on myös riskit ja kiinteät kulut. Omakehitteinen, mutta sijoittajalle ennen rakentamista myytävä kohde, on perusurakointia kannattavampaa, mutta jää jälkeen omaperusteisten hankkeiden katteista. Oikealla on nähtävissä havainnollistava taulukko eri hanketyyppien katetasoista.

Nykyisessä ympäristössä SRV:n hankkeet koostuvat projektinjohto- ja yhteisurakoinnista (esim. allianssimalli) toimitilapuolella ja omakehitteisistä sijoittajahankkeista asuntopuolella. Omaperusteiset toimitilahankkeet ovat vähentyneet strategisesti ja omaperusteisia kuluttaja-asuntoja ei heikon markkinatilanteen vuoksi ole rakenteilla nyt merkittävässä määrin. Lähitulevaisuudessa kuluttaja-asuntojen määrää on kuitenkin tarkoitus kasvattaa.

SRV pyrkii hankekehityksen yhteydessä myös myymään hankkeitaan kuluttajille tai sijoittajille. Myyminen jatkuu myös rakentamisen ajalle ja sen jälkeen. Myynnin tärkeät askeleet otetaan kuitenkin jo alkuvaiheessa ennakkovarausten ja –markkinoinnin kautta. Ilman merkittäviä ja selkeitä viitteitä joko kiinnostuksesta tai ennakkovaruksista SRV ei lähde strategiansa mukaisesta hankkeita toteuttamaan. Tämä vähentää hankkeiden myyntiriskiä, mutta myös hidastaa markkinoille tuloa suhdanteen parantuessa.



Hanketyypin vaikutus kannattavuuteen (esim. asuntohanke)*

Tyyppi	Kate	Kiinteät	EBIT-%
Urakointi	3-7%	1-2%	2-5%
Omakehitteinen	10-15%	3-5%	7-10%
Omaperusteinen	20-25%	4-6%	16-19%

Lähde: Inderes

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/6

Hankkeiden toteuttaminen

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 pienemmän henkilöstömäärän ja kiinteät kulut, mikä suojaa yhtiön tulosta nopeilta suhdannevaihteluilta, mutta samalla altistaa yhtiön huonoon neuvotteluasemaan resurssipulan aikaan.

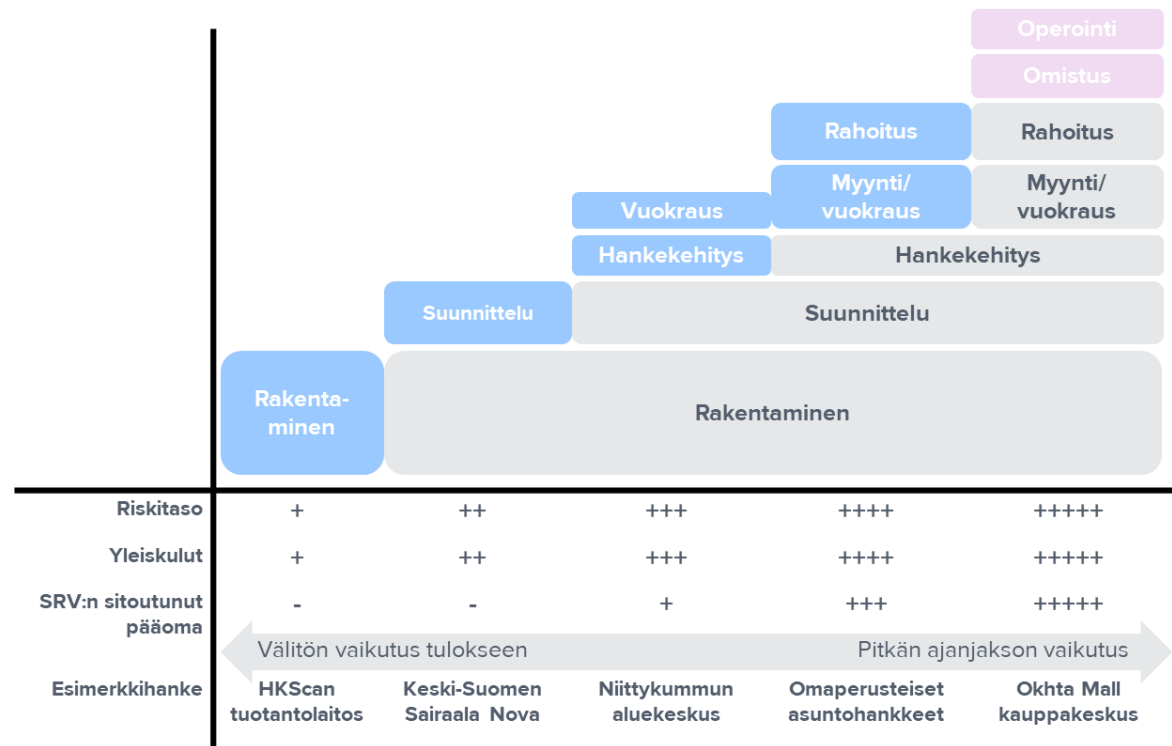
Haasteena näemme mallissa mm. sen, että yhtiö on hyvin riippuvainen suunnittelijoiden ja alihankkijoidensa osaamisesta, ulkopuolisen kapasiteetin saatavuudesta/hinnasta ja alihankkijoiden kyvystä toteuttaa annetut tehtävät ajallaan ja laatuvaatimusten mukaisesti. Tämä voi johtaa tilanteisiin, jossa SRV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

Historiallisesti SRV hallitsi rakentamisen riskejä kohtuullisen hyvin, mutta viimeisen viiden vuoden aikana on ilmennyt merkittäviä haasteita.

Työvoiman ja 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. Näin ollen arvioimme mallin toimivan huonommin kuumemman suhdanteen aikaan. Paras aika SRV:n liiketoimintamallin toimivuudelle on arvioimme mukaan hiipuva tai alkuvaiheen

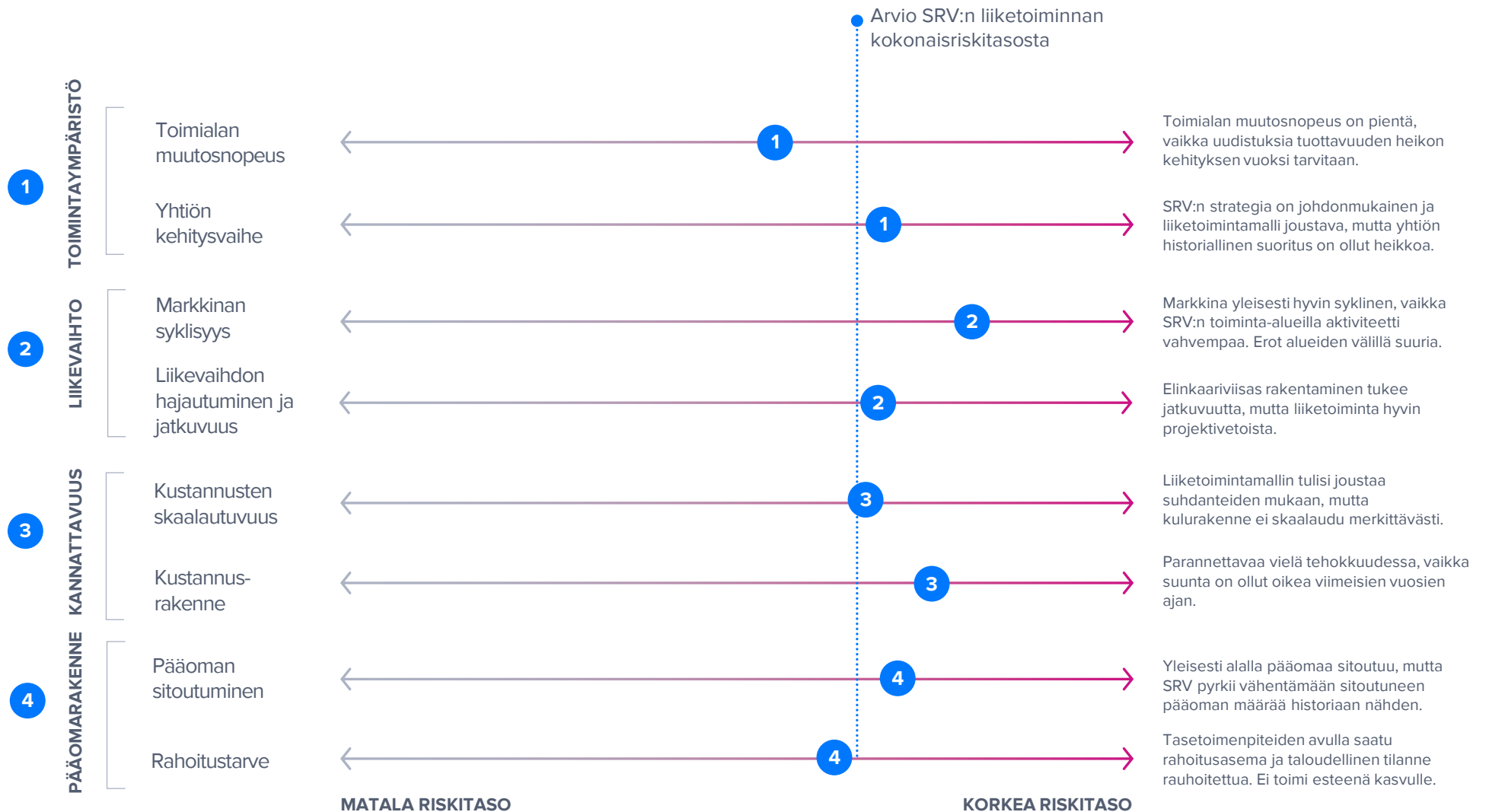
noususuhdanteen aika, jolloin kilpailu resursseista ei ole niin merkittävässä asemassa.

SRV:n liiketoimintamalli



Lähde: Inderes

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Sijoitusprofiili

1.

Kannattavuuden parannus

2.

Keskittyminen kasvaviin ja kaupungistumisen tukemiin alueisiin

3.

Omaperusteisen asuntorakentamisen ja toimitilamarkkina-aseman vahvistaminen

4.

Pääoman vapautuminen, sen 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 keskittyvää strategiaa

Riskit



- Markkinoiden suhdanneriskit
- Kustannusten hallinnassa epäonnistuminen
- Asuntomarkkinoiden ja yksityisen toimitilamarkkinan pitkäkestoinen heikentyminen
- Projektihaasteiden uusiutuminen
- Epäsuotuisten (riski/tuotto) projektien tarjoaminen
- Rahoituksen hinnan ja saatavuuden muutokset

Strategia 1/2

Elinkaariviisas rakentaminen

SRV lanseerasi nykyisen strategiansa vuonna 2021 ja päivitti strategiaansa vuoden 2022 alussa vuosille 2021-2026. Strategian iso linja, arvot sekä megatrendit eivät ole vuosien saatossa merkittävästi muuttuneet, mutta nykyisessä strategiassa pyritään etenkin keskittymään yhtiön vahvuuksiin ja rakentamaan uusia kestäviä liiketoimintamahdollisuuksia etenkin elinkaarihankkeista. Ison linjan mukaisesti SRV näyttäytyy meille edelleen kaupunkien ja vetovoimaisten alueiden kehittäjänä, rakentajana ja mahdollistajana.

SRV:n mukaisesti nykyisen strategian tavoitteet tähtäävät ilmastomuutoksen hillitsemiseen, rakennusten käyttäjien hyvinvointiin, kiinteistöjen kestäviin elinkaariaikaisiin tuottoihin, pitkäjänteyden kilpailuedun varmistamiseen, erinomaiseen asiakaskokemukseen ja kannattavaan kasvuun. Strategisten tavoitteiden saavuttamiseksi yhtiö tavoittelee: 1) Toiminnan tehostamista koko rakentamisen ketjussa, 2) Kannattavuuden kasvua asuntorakentamisessa ja 3) Toimitilamarkkinoiden parasta asiakaskokemusta.

SRV haluaa huomioida koko rakentamisen elinkaaren ja kutsuu tätä termillä ”elinkaariviisuus”. Se tarkoittaa, että SRV pyrkii optimoimaan aina rakennuksen ympäristöjalanjäljen ja kustannukset pitkällä aikavälillä. Arviomme mukaan jatkossa voi 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.

Toiminnan tehostaminen

Keskeisin asia yhtiön strategisessa kehityksessä on tällä hetkellä kannattavuuden parantaminen, jota varten yhtiö on merkittävästi tehostanut toimintojaan. Toimet ovat jo vaikuttaneet Rakentaminen-segmentin kannattavuuteen positiivisesti.

Yksi SRV:n kannattavuutta parantava keino on myös hankeportfolion optimointi ja entistä tarkempi hankkeiden valikointi. SRV:n päämääränä on välttää heikkokatteiset hankkeet kuitenkin pitämällä asemansa projektinjohtourakoinnissa. Samalla yhtiö pyrkii kehittämään sekä hyödyntämään kustannusjoustavia urakkamuotoja, lisätä yhteistyöhankkeita ja keskittyä tulevaisuudessa aiempaa vahvemmin omakehitteisiin ja -perusteisiin asuntohankkeisiin.

Sijoittaminen-segmentissä yhtiö aikoo keskittyä loppuhankkeiden myymiseen, mikä osaltaan tukee toiminnan tehostamista. Yhtiö on sanonut arvioivansa Sijoittaminen-liiketoiminnan uudelleen Venäjän kauppakeskusten myyntien jälkeen. Segmentin muutos tai lopettaminen on ollut selkeä suuntaus ja yhtiön keskittyminen Suomeen on mielestämme liiketoiminnallisesti järkevä ratkaisu.

Kannattavuuden kasvu asuntorakentamisessa

Merkittävä seuraava parannus kannattavuuteen tulee arviomme mukaan omaperusteisten asuntojen kasvavasta määrästä tulevaisuudessa. Yleisesti omaperusteisissa hankkeissa on saavutettavissa urakointia ja omakehitteistä

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.

Toimitilamarkkinoiden paras asiakaskokemus

Yhtiö tavoittelee toimitilamarkkinoiden parasta asiakaskokemusta (aik. Johtava markkina-asema) ja hakee strategiassaan 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 sairaala- sekä elinkaarihankkeet tukevat tilauskantaa lähivuosina.

SRV strategia 2021-2026

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

Kannattavuuden kasvu asuntorakentamisessa



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

Toimitilamarkkinoiden paras asiakaskokemus



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

Arvoa elinkaariviisaalla rakentamisella

- Ilmastonmuutoksen hillitseminen
- Rakennusten käyttäjien hyvinvointi
- Kiinteistöjen kestävät elinkaarituotot
 - Erinomainen asiakaskokemus
- Pitkäjänteisen kilpailuedun varmistaminen ja kannattava kasvu

Strategia 2/2

Taloudelliset tavoitteet

Vuoden 2022 alussa yhtiö päivitti taloudellisia tavoitteitaan merkittävien Venäjän alaskirjausten takia tehtyjen rahoitusjärjestelyjen vuoksi. Oikealla näkyvät strategian taloudelliset tavoitteet panostavat kannattavuuden parantamiseen nyt, kun velkaantuneisuus on saatu laskettua hyvälle tasolle. Lisäksi yhtiö asetti liikevaihdolleen kiinteän tukipisteen vuoteen 2026. Kasvutavoite on mielestämme tässä vaiheessa hyvä olla mukana, sillä tehostamisen ja kuluuuriin tie alkaa olla SRV:n osalta enemmänkin loppusuoralla kuin alussa.

Tavoitteet haasteellisia lähiaikoina

Kasvutavoite vaikuttaa arviomme mukaan vielä hieman haastavalta ottaen huomioon nykyisen markkinatilanteen ja vuonna 2023 laskevan liikevaihdon. Kuluvana vuonna tulisi lähteä useita asuntohankkeita käyntiin, jotta kasvu alkaisi jo vuonna 2024 vahvasti. Toimitilamarkkina arviomme mukaan tukee yhtiön liikevaihdon tasoa, mutta yksityisen markkinan merkittävä piristyminen vaatii myös epävarmuuden hälventymistä rahoitus- (korko) sekä taloustilanteessa. Tämä huomioiden olemme ennusteillamme (2026e: 810 MEUR) vielä vuonna 2026 alle yhtiön tavoitteen.

SRV on myös vielä kaukana asettamistaan kannattavuustavoitteistaan. Yhtiön panostukset kannattavuuden optimointiin ovat tuottaneet jo tuloksia, mutta seuraavaa askelta jarruttaa heikko markkinatilanne. Pidämmekin SRV:n tavoitteita kannattavuuden osalta lyhyellä aikavälillä kunnianhimoisina, vaikka odotammekin rakennusalan merkittävien kustannushaasteiden helpottavan ja antavan tukea yhtiön

liiketoimintamallille.

Tavoitteiden saavuttaminen vaatii yhtiöltä myös liiketoiminnan kasvua ja omaperusteisten asuntojen osuuden kasvattamista lähivuosina. Lisäksi omakehitteiset toimitilahankkeet ja elinkaarihankkeet toimivat yhtenä väylänä parantaa koko liiketoimintaportfolion kannattavuutta.

Vuonna 2023 yhtiön liiketoiminta painottuu vielä toimitilarakentamisen projektinjohto- ja allianssihankkeisiin, jolloin merkittävää parannusta ei vielä vuonna 2023 kannata arviomme mukaan odottaa. Myös laskeva liikevaihto heikentää parannusmahdollisuuksia. Vuosina 2024-2026 näemme liikevaihdon kasvun parantavan kannattavuutta, mutta sen jäävän vielä alle tavoitetason.

Kokonaisuudessaan molempien tavoitteiden saavuttaminen vaatii mielestämme vahvaa asuntomarkkinaa, parantuvaa operatiivista suorittamista, merkittävien projektihaasteiden sekä talousshokkien välttämistä.

Tase ei enää ole parannuksen esteenä

Taloudellinen tilanne ei ole SRV:n tavoitteiden esteenä (nettovelkaantumisaste 2022: -7,5 %). Taseaseman tervehtyminen antaa yhtiölle mahdollisuuden lähteä hakemaan kasvua pääomaa sitovista omaperusteisista hankkeista (hyväkatteisista). Taseen tervehtyttyä alkaa osinkojen jakaminenkin lähestyä. Pidemmällä aikavälillä konservatiivinen 30-50 % tuloksesta on arviomme mukaan hyvä tavoite.

Taloudelliset tavoitteet 2026 loppuun mennessä

Liikevaihto	900 MEUR	2022: 770 MEUR
Kannattavuus	6 %:n Operatiivinen EBIT-marginaali	2022: 2,5 %
Osinko	30-50 % vuosittaisesta tuloksesta	2022: 0 €*

Markkinat 1/3

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 omissa asunnoissa.

Uudisrakentaminen painottuu hyvin voimakkaasti 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) ja nyt tilanne rauhoittuu normaalimmalle tasolle tai ehkä jopa sen alapuolelle. Väliaikaisesti pysähtynyt asuntorakentaminen ja nopeasti viilentynyt markkina voi aiheuttaa myös tarjontapulaa lähivuosina. Markkina lopulta piristyy ja asuntojen rakentamisessa usein kestää aloituksesta noin 1,5 vuotta ennen kuin hanke valmistuu.

Suomen rakennusmarkkinat

Rakentaminen seuraa hyvin pitkälti yleistä taloudellisen tilanteen kehitystä, mutta osin

pienellä viiveellä tilauskirjojen ollessa pitkiä. Sama on huomattavissa nytkin, sillä aktiviteetti ja liikevaihdot pysyivät hyvällä tasolla vuonna 2022, vaikka markkina ja talous jo osoitti heikkenemisen merkkejä. Liikevaihtojen pitäessä pintansa, ovat kuitenkin kustannukset ylittäneet odotukset ja laskeneet tuloksia. Venäjän aloittama hyökkäyssota nosti materiaalien hintoja ja heikensi niiden tarjontaa. Energian hinnan, logistiikan ja muiden kustannusten kokema inflaatio kasvatti kustannustaakkaa vuoden toisella puoliskolla, vaikka materiaalien hintojen piikki osin oltiin jo maailmalla nähty.

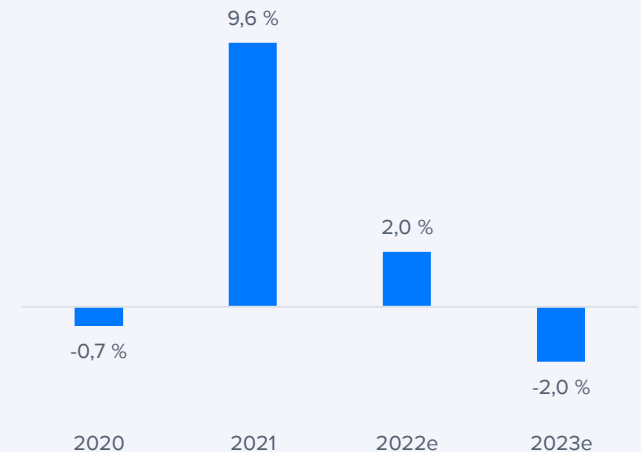
Kuluvana vuonna talouden odotetaan heikentyvän oikealla näkyvän taulukon ennusteiden perusteella. Tosin viime aikoina ennusteita on nostettu, kun talous ei ole heikentynyt syksyn pelkojen mukaisesti. Rakentamisessa asuntorakentaminen tulee heikkenemään jopa odotuksia selvemmin, kun taas muu uudisrakentaminen saa tukea odotuksia paremmasta talouskuvasta. Rakennusteollisuus RT ennustaa syksyisessä katsauksessaan koko rakentamisen määrän nousseen vuonna 2022 noin 2 %:lla, josta se kääntyisi maltilliseen noin 2 %:n laskuun vuonna 2023.

Julkiset investoinnit, teollisuusinvestoinnit sekä infrarakentamisen syklistä uudisrakentamista vakaampi kehitys tasapainottavat rakentamisen kokonaispudotusta arviomme mukaan. Yksityisen puolen investoinnit tosin kärsivät vielä talouden epävarmuudesta ja korkeammista koroista sekä tuottovaateista kiinteistömarkkinalla. Tämä vähentää niin asuntomarkkinan instituutiokysyntää että myös toimitilamarkkinan investointeja.

BKT:n muutos	2022e	2023e
VM	1,9 %	-0,2 %
Euroopan komissio	2,0 %	0,2 %
Nordea	2,5 %	0,0 %
OP Ryhmä	2,0 %	-0,5 %
Handelsbanken	1,9 %	-0,2 %
Hypo	2,0 %	-1,0 %
Danske Bank	1,8 %	-0,7 %
Säästöpankki-ryhmä	1,8 %	-0,7 %
Suomen pankki	1,9 %	-0,5 %

Lähde: Finanssialian ry

Rakentamisen määrän odotetaan laskevan maltillisesti vuonna 2023 (RT-ennuste)



Markkinat 2/3

Asuntomarkkina on heikko

Asuntorakentamisen osalta tilanne näyttää heikoimmalta rakentamisen eri osa-alueista. Vuosikausien vahva asuntorakentamisen määrä laskee selvästi alemmalle tasolle vuonna 2023 ja nousee kohti normaalitasoa vuosien 2024-2025 aikana arviomme mukaan.

RT ennustaa asuntorakentamisen määrän nousseen vielä 7 %:lla vuonna 2022, kun sen vuonna 2023 ennustetaan laskevan 10 %:lla. Talouskasvukuva on parantunut syksyisistä ennusteista, mutta asuntomarkkina on pysynyt odotuksien mukaisesti heikkona tai jopa odotuksia heikompana. Kuluttajien luottamuksen alhainen taso, kuluttajien alhaiset asunnonostoaikeet ja korkealle nousseet asuntolainojen korot ovat laskeneet kauppamääriä merkittävästi sekä laskeneet asuntolainakantaa, kuten seuraavan sivun kuvioista voi nähdä.

Kiinteistövälitysalan keskusliiton tilaston mukaisesti tammikuussa 2023 asuntokauppamäärät laskivat -44 %:lla vuoden takaiseen verrattuna. Rakennusliikkeiden kannalta tärkeämpi uudisasuntojen kauppa laski jopa 80 %:lla 143 kappaleeseen. Asuntokauppa on siis alkuvuonna ollut lähes täysin pysähdyksissä, mikä ei tee hyvää asuntoaloituksille tai myytävien asuntojen varastojen kanssa kamppaileville rakennusyrityksille. Myytävien asuntojen varaston liian suuri määrä voi johtaa heikoissa markkinaoloissa pakkomyynteihin ja isoihin alennuksiin. SRV:llä myymättömien asuntojen määrä on alhainen (Q4'22: 23 kpl), joten tämä riski

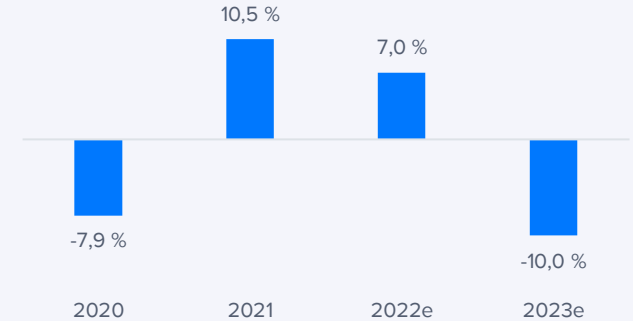
heillä on pieni.

Heikko asuntomarkkina ja nousseet korot sekä tuottovaatimukset ovat myös jo näkyneet asuntojen hinnoissa. Vanhojen asuntojen nimellishinnat laskivat vuonna 2022 noin 4 %:lla PK-seudulla ja niiden odotetaan vielä laskevan 8 %:lla. Tämä heijastuu myös uusien asuntojen hintatasoon rakennusyrityksille.

Markkinatunnelma ei myöskään tue merkittävästi aloittamaan uusien kuluttaja-asuntohankkeita ja kevään aikana markkinan pitäisi piristyä selvästi, jotta ennusteisiin ylletäisiin. Vuonna 2022 asuntoaloituksia oli vielä asuinrakennuksille noin 38 500 kappaletta, kun niitä vuonna 2021 oli lähes 47 000 kappaletta. Pitkän aikavälin 30-35 tuhannen asunnon laskennalliseen vuosittaiseen tarpeeseen nähden asuntoja on valmistunut näin merkittävästi enemmän.

Vuonna 2023 RT ennustaa aloitusmäärien laskevan hieman alle 36 000 kappaleeseen, mutta tätä tahtia näemme ennusteissa laskupaineita. Kuluvaan vuoteen alussa rakennusyrityksien tietoja ja markkinatietoja seuraten aloitusten määrä on ainakin Q1:llä jäämässä arviomme mukaan selvästi vertailukaudesta. Q4 2022 aikana aloitettiin noin 27 % vähemmän asuntoja kuin vertailukautena ja näemme trendin jatkuvan myös alkuvuoden aikana. Arviomme ja laskelmiemme perusteella vuoden 2022 aloitusten realistisempi määrä tulee olemaan lähempänä 30 000 asuntoa.

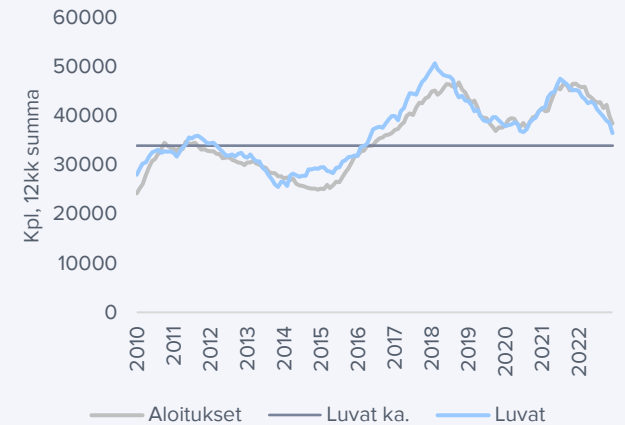
Asuinrakentamisen määrän odotetaan vähentyvän merkittävästi (RT ennuste)



Asuntojen nimellishinnat	2020	2021	2022	2023e	2024e
Koko maa	4 %	3 %	-3 %	-6 %	2 %
PK-seutu	6 %	5 %	-4 %	-8 %	4 %

Lähde: Tilastokeskus, pankit (ennuste)

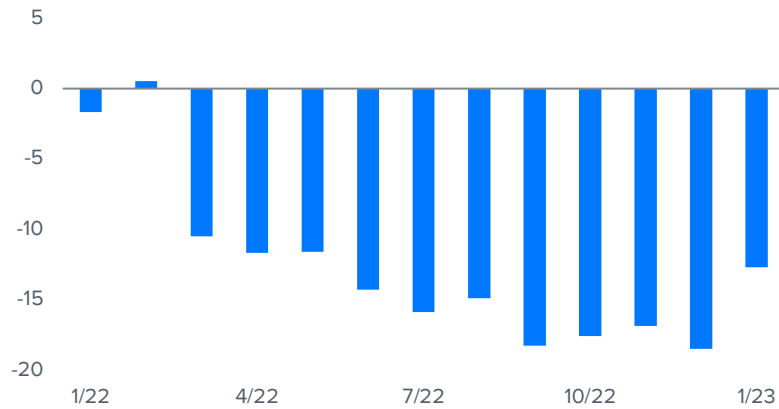
Asuinrakennuksien luvat ja aloitukset kääntyneet selvään laskuun



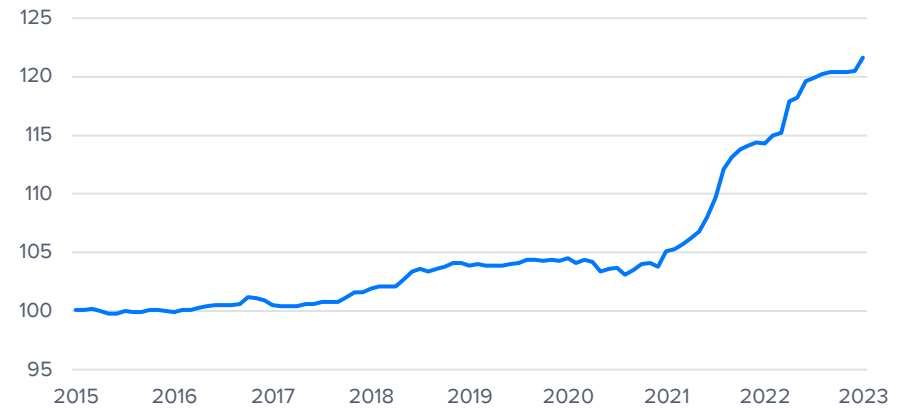
Lähde: RT, Tilastokeskus, Inderes

Markkinat

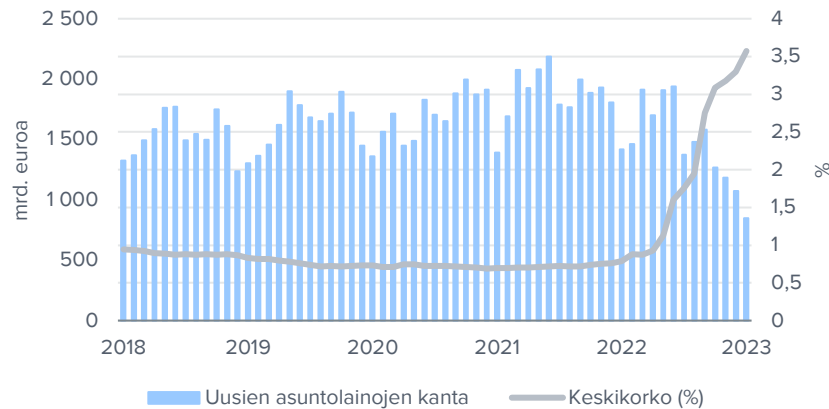
Suomen kuluttajaluottamus pohjalukemissa, mutta pirstymässä



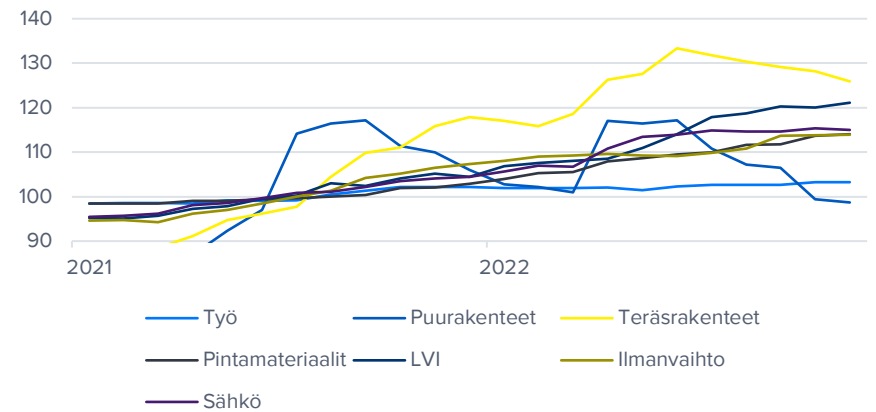
Rakennuskustannukset jatkaneet nousussa vuoden alussa (1/2023, kokonaisindeksi)



Nostetut uudet asuntolainat ja niiden keskiporkko



Hintojen kehitys rakentamisen eri osa-alueissa



Markkinat 3/3

Toimitilarakentamisen näkymät vaihtelevat

Koronan myötä selvästi vuonna 2020 hidastunut toimitilarakentaminen palautui vuosina 2021-2022 jo osin hyvään kasvuun. RT ennustaa toimitilarakentamisen määrän nousseen vuonna 2022 noin 2,5 %:lla, kun se vuonna 2021 oli tilastojen mukaan noin 1 %:n kasvussa. Kuluvana vuonna 2023 toimitilarakentamisen odotetaan muun uudisrakentamisen mukana kääntyvän noin 2 %:n laskuun. Kasvukeskuksissa näkymät ovat muuta markkinaa valoisimmat sijaintikeskeisyyden ja kaupungistumisen myötä. Rakentaminen on keskittynyt suuriin kasvukeskuksiin ja etenkin isot raidehankkeet ovat siivittäneet kysyntää liike- ja toimistotiloille liikenteen solmukohtissa.

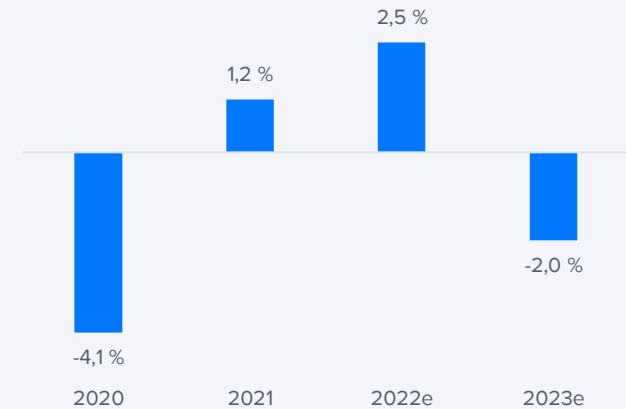
Toimitilamarkkinoilla on ollut haastavia vuosia takana. Ensin korona heikensi liiketilarakentamisen sekä etenkin hotelli- ja majoitusrakentamisen näkymiä, jonka jälkeen sota ja taloudellinen epävarmuus iskivät kaupalliseen kiinteistömarkkinaan. Hankkeiden aloitukset ja rakennuslupien kehitys onkin ollut alamaissa jo usean vuoden ajan, kuten oikealla näkyvästä kuviosta voi nähdä. Merkittävä lasku liike- ja toimistorakentamisen määrässä on mielestämme epätodennäköistä ilman uusia merkittäviä kriisejä tai talouskäänteitä. Pohjilta käännettä onkin jo tapahtunut, vaikka samaan aikaan korot ovat pysyneet korkealla eikä talousnäkymät ole merkittävästi muuttuneet.

Nousseet tuottovaatimukset ympäri maailmaa ovat kuitenkin vähentäneet sijoittajien kiinnostusta kiinteistöjä ja niiden rakentamista kohtaan.

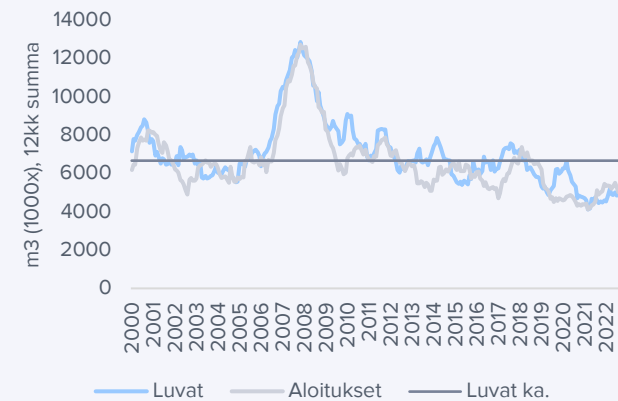
Rahoitusolojen kiristyminen ja korkojen nousu taasen on tehnyt monesta investoinnista toimimattoman, kun se nollakorkoaikana olisi voinut käynnistyä hyvillä odotuksilla. Kiinteistötransaktiovolyymit olivat kuitenkin KTI:n tilastojen perusteella pysyneet vertailukauden tasolla, kuten seuraavan sivun kuviosta näkee. Ilman Q1-transaktiomäärän kasvua tosin määrä olisi ollut selvästi alle vuoden 2022. Transaktioissa ulkomaalaisten sijoittajien osuus pienentyi vuonna 2022, missä Venäjän hyökkäyssodalla ja Suomen maariskeillä voi olla oma vaikutuksensa.

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. Lisäksi valtioiden ja kuntien korjausvelka luo kysyntää julkisen puolen hankkeille myös jatkossa. Pienessä osassa SRV:llä oleva korjausrakentaminen kannattelee koko rakentamista. RT ennustaa korjausrakentamisen määrän kasvavan tasaisesti 2 %:lla vuonna 2023.

Toimitilarakentamisen odotetaan laskevan vuonna 2023 (RT ennuste)

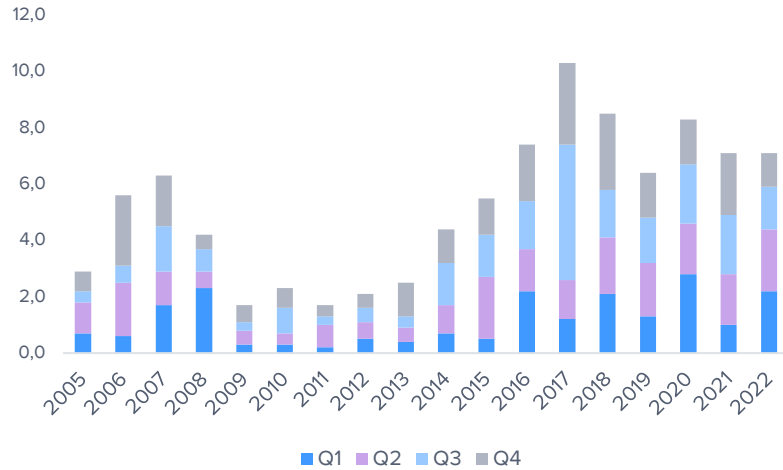


Liike- ja toimistorakentaminen, m3 (1000x) (rullaava 12kk)

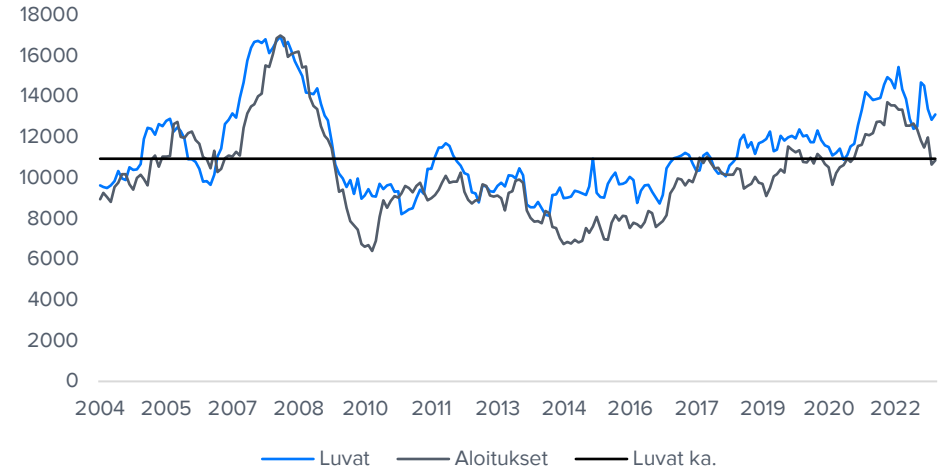


Markkinat

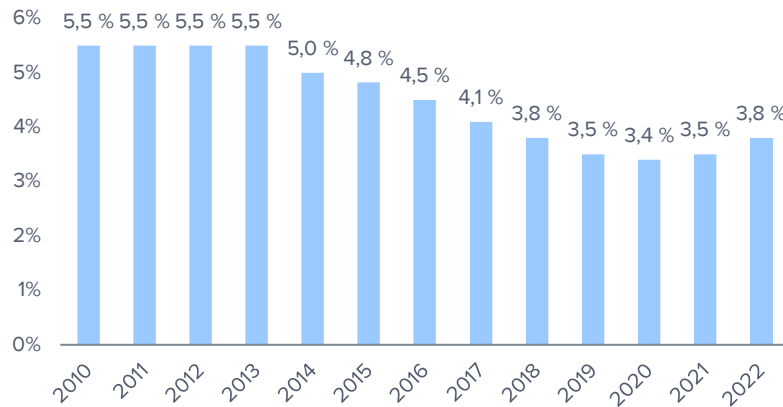
Kiinteistötransaktiivolyymi Suomessa (mrd. EUR)



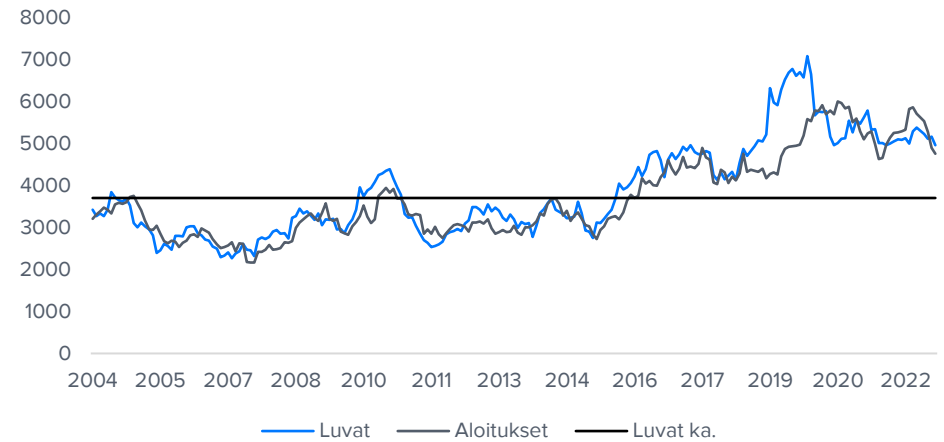
Teollisuusrakentaminen tukenut toimitilamarkkinaa (m3, 1000x)



Tuottovaatimukset nousussa, mutta vielä alhaisella tasolla (Toimisto, Helsinki Prime)



Julkisia palvelurakennuksia rakennetaan historiaa vauhdikkaammin (m3, 1000x)



Lähde: KTI, Catella, Tilastokeskus, Inderes

Taloudellinen tilanne 1/2

Taseasema ja taloudellinen tilanne parantunut merkittävästi

SRV:n taseen loppusumma oli vuoden 2022 lopussa 449 MEUR (2020: 686 MEUR). Yhtiön tase on supistunut viime vuosina merkittävästi tervehdyttämishjelman, sitoutuneen pääoman vähentymisen, velkaantuneisuuden alentumisen sekä varojen alaskirjausten vuoksi.

SRV:n omavaraisuusaste (ilman IFRS 16) oli vuoden 2022 lopussa 48 % (2021: 33 %) ja nettovelkaantumisaste -8 % (2021: 48 %). 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 2022 lopussa noin 45 MEUR (2021: 68 MEUR). Liiketoiminnan rahavirta oli vuonna 2022 10 MEUR negatiivinen, jota rasitti heikko raportoitu tulos, mutta merkittävässä roolissa oli myös koronavuoden 2020 ALV-maksujärjestelyn loppuerien maksu, jolla oli noin 15 MEUR:n negatiivinen vaikutus kassavirtaan. Tämä huomioiden näemme kassavirtaposition paranevan kuluvana vuonna, kun liiketoiminta palaa vielä kohti normaalia Venäjän hyökkäyssodan vaikuttamasta vuodesta 2022. Rahavarojen lisäksi yhtiöllä on 20 MEUR:n nostamaton maksuvalmiuslimiitti ja 1 MEUR:n nostamaton projektirahoitus. Kassan ja näiden avulla yhtiö selviää hyvin liiketoimintansa tarpeista.

Varoista iso osa vaihto-omaisuutta

Taseen suurin varallisuuserä oli omaperusteista rakentamista harjoittavalle yhtiölle tyypillisesti vaihto-omaisuus, jonka osuus taseesta oli vuoden

2022 lopussa noin 53 % (238 MEUR). Varaston arvo on absoluuttisesti tosin pienentynyt, kun kuluttaja-asuntoja ei ole aloitettu tai niitä ei ole käynnissä merkittävässä määrin. Suurin osa vaihto-omaisuudesta on keskeneräisiä töitä ja maa-alueita, mutta iso osa tästä on IFRS 16 käyttöoikeusomaisuuseriä (2022: 75 MEUR). IFRS 16 erät liittyvät SRV:n tapauksessa pääasiassa asuntohankkeiden vuokratontteihin, jotka poistuvat taseesta kohteen edetessä ja valmistuessa.

Taseen toiseksi suurin varallisuuserä oli myyntisaamiset ja muut saamiset noin 20 %:n osuudella. Aikaisemmin ison osan taseesta muodostaneet osuudet osakkuusyrietyksissä ovat nyt noin 2 MEUR (2021: 52 MEUR). Erä muodostaa enää vain murto-osan taseen loppusummasta Venäjän erien alaskirjausten jälkeen. Nyt kuitenkin luvuistakin huomaa, että jäljellä olevista kauppakeskushankkeista tai Venäjän varoissa ei ole merkittäviä alaskirjausriskejä. [Loppuvuoden 2022 Okhta Mallin myynnin](#) jälkeen SRV on osaomistajana kahdessa venäläisessä kauppakeskuksessa ja lisäksi heillä on Venäjällä yksi tonttiomistus. Näiden myyntiponnisteluja jatketaan ja niiden myynnin tulisi hieman parantaa yhtiön kassavirtaa. Tulosvaikutus jää arviolta heikoksi alhaisten myyntihintojen, mutta myös valuuttakursseihin liittyvän negatiivisen muuntoeron kirjaamisen jälkeen.

Vaihtovelkakirjalaina vahvistaa omaa pääomaa

SRV:n oma pääoma oli vuoden 2022 lopussa 146 MEUR. Oma pääoma on vahvistunut tuloskäänteen, tervehdyttämishjelman ja tasetoimenpiteiden seurauksena.

Oma pääoma sisältää tosin myös 34 MEUR:n oman pääoman ehtoisen vaihtovelkakirjalainan. Vaihtovelkakirjalainan haltijoilla on erityinen oikeus muuntaa lainansa osakkeiksi, mikäli yhtiö ei lunasta lainaa takaisin ennen 30.6.2026. Oman pääoman ehtoisuuden nojalla lainalla ei ole takaisinmaksuajankohtaa, eikä se sido SRV:tä virallisen koron maksamiseen. Lainaa käsitellään kuin hybridilainaa ja sen korot vähennetään ennusteissamme osakekohtaisesta tuloksesta. Lainan vuosittainen kuponkikorko on 4,875 %, mikä on verrattain alhainen nykyiseen korkoympäristöön sekä instrumentin luonteeseen nähden.

Lainat on arvostettu taseessa käypään arvoon, joka oli lainaehtojen muutoshetkellä 60 % lainojen nimellisarvosta (57,1 MEUR). Vaihtovelkakirjalaina on mahdollista muuttaa osakkeiksi sovittuun antihintaan (0,10 euroa) käänteisellä splitillä korjattuna (0,10 euroa x 40 = 4,00 euroa). Muunto tapahtuu nimellisarvon perusteella (57,1 MEUR), jolloin osakemäärä voisi mahdollisesti kasvaa noin 14,3 miljoonalla osakkeella. SRV:llä on osakkeita tällä hetkellä noin 17 miljoonaa kappaletta ja vaihtovelkakirjalainan täysi konvertointi kasvattaisi SRV:n osakemäärää 84 %:lla. Tällä olisi erittäin laimentava vaikutus nykyisten osakkeenomistajien omistukseen.

SRV:n tuloksen parantuessa odotetusti ja liikevaihdon noustessa jälleen korkeammalle tasolle vuoden 2026 kesään mennessä, on yhtiöllä mielestämme hyvät mahdollisuudet lunastaa laina ilman osakkeiden konvertointia. Tässä mielessä emme olisi merkittävän huolissaan laimennusvaikutuksesta, mutta tilannetta on sijoittajan hyvä seurata.

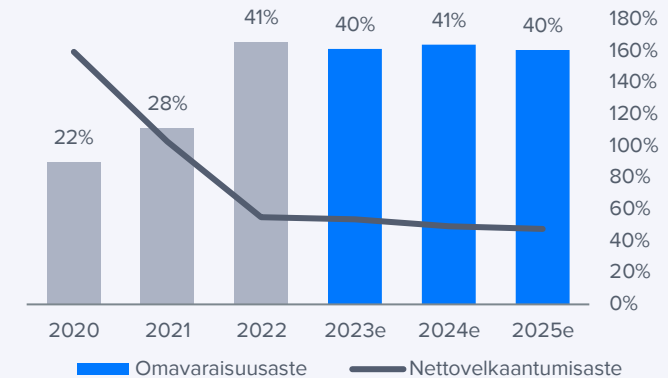
Taloudellinen tilanne 2/2

Korolliset velat laskeneet merkittävästi

Venäjän alaskirjausten vuoksi tehtyjen taseoimenpiteiden ansiosta vieraan pääoman korolliset velat ovat laskeneet merkittävästi. Korolliset velat olivat yhteensä vuoden 2022 lopussa 123 MEUR. Tästä tosin yli 70 % (90 MEUR) oli pitkäaikaista vuokravelkaa (IFRS 16). Ilman näitä vuokravelkoja korollista velkaa oli vain 34 MEUR. 2022 lopussa yhtiön velan maturiteettirakenne oli yhtiölle lyhyellä aikavälillä suotuisa, sillä isoimmat erääntymiset ovat vasta vuoden 2026 aikana ja nekin todennäköisesti ovat uudelleenrahoitettavia eriä. Velkaantuminen tai taseasema sen puolesta ei ole SRV:lle enää liiketoiminnan kehittämisen ja kasvattamisen osalta jarruttava tekijä.

Arviomme mukaan keskipörssi vieraan pääoman rahoituksessa on SRV:lle noin 5-6 %, mutta velkataakan laskun myötä korkokulut ovat kuitenkin laskeneet historiasta merkittävästi. Nykyisin korkokulut eivät vie niin isoa osaa enää tehdystä tuloksesta kuin esimerkiksi vuosina 2020-2021 (nettorahoituskulut ka.: -24 MEUR). Tämä tuo selkeää tulosvipua alariveillä, kun yhtiön tulostaso sekä liikevaihto nousevat lähemmäs tavoitetasoja.

Taseen avainlukujen kehitys

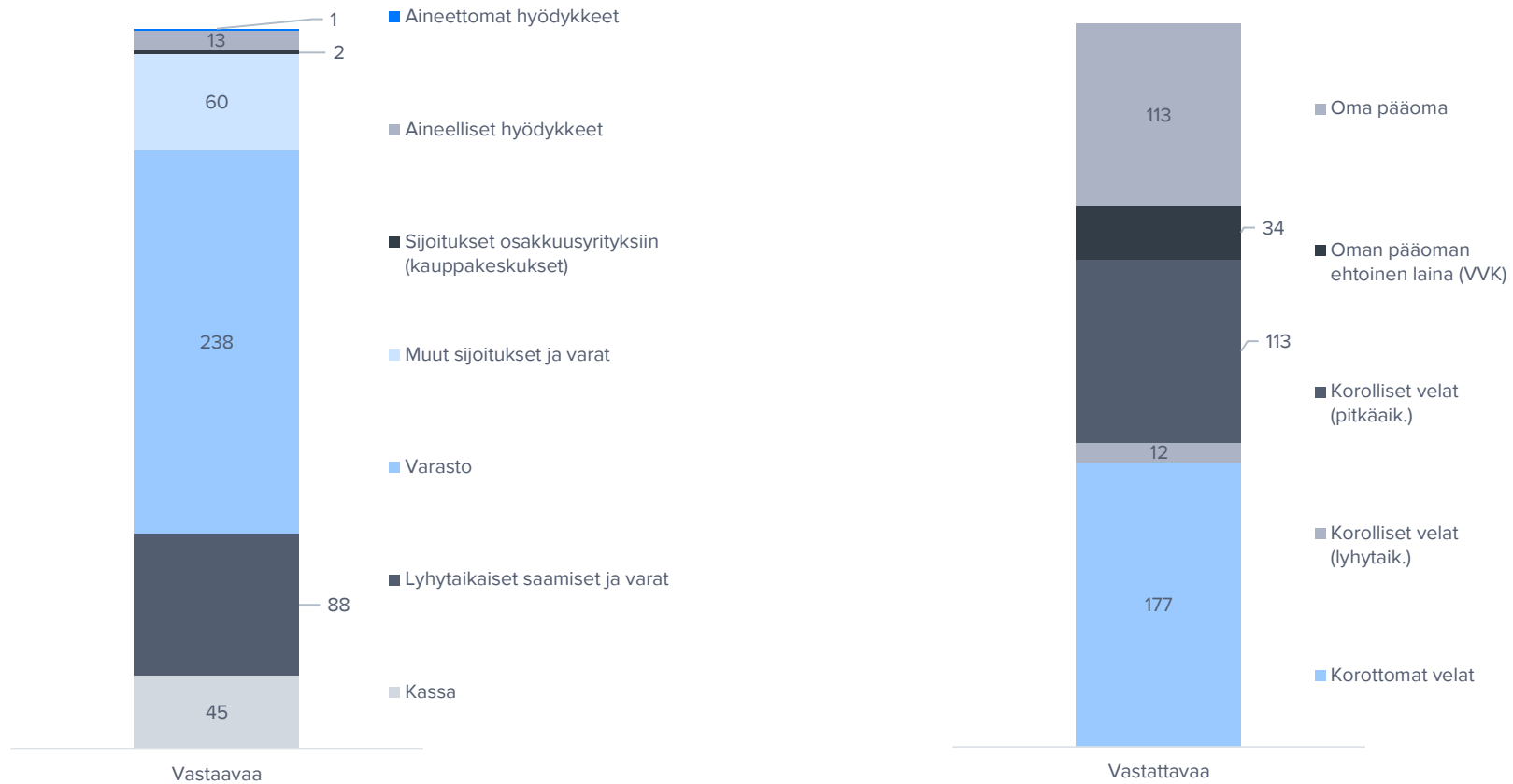


Velan maturiteettijakauma ja pääasiallinen koostumus*



Taloudellinen tilanne

Tase 2022



Ennusteet 1/3

Ennusteiden perustelut

Laskimme laajan raportin yhteydessä ennusteitamme selvästi lähivuosille alkuvuonna nähdyn alhaisen asunto- ja rakennusmarkkinan aktiviteetin vuoksi. Yhtiön tervehtyneen tilan ja vielä selvästi parantuvan tuloskehityksen myötä odotamme nyt kuitenkin osinkoja vuodelta 2024.

Ennustamme SRV:n liikevaihdon kehitystä 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.

Lyhyen aikavälin kannattavuuden arvioinnissa arvioimme yhtiön omaperusteisen tuotannon ja urakoinnin katetasoa Rakentaminen-segmentissä, josta vähennämme vielä kiinteät kulut. Sijoittamisessa olemme arvioineet operatiivista liikevoittoa kauppakeskusten osakkuusyhtiöiden tuloslaskelmien kautta.

Pitkän aikavälin ennusteena yhtiölle käytämme pohjana arvioitua markkinakasvua ja SRV:lle arvioimaamme kestäväää kannattavuustasoa. Kahden operatiivisen segmentin lisäksi muissa toiminnoissa on esitetty SRV:n hankekehitys ja konsernitoiminnot, jotka vaikuttavat hieman lukuihin.

Asuntomarkkina määrää lähivuosien suuntaa

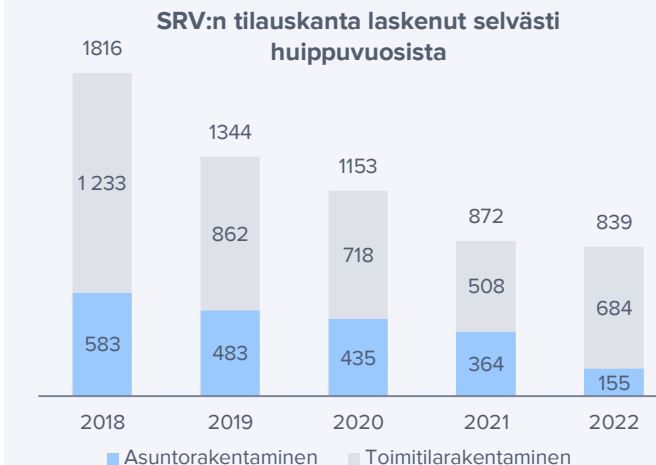
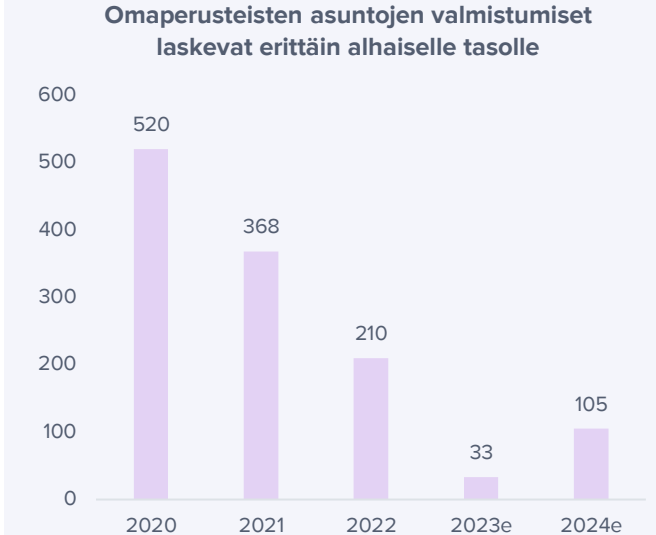
Vuosi 2022 oli markkinahaasteiden sävyttämä, mutta SRV pystyi parantamaan operatiivista

tulostaan (oik. EBIT 2022: 18,9 MEUR). Seuraavan askeleen ottamiseen yhtiö kuitenkin tarvitsee markkinalta vetoapua. Kuten Markkinat-osiossa nostimme esiin, asuntomarkkina on vuonna 2023 heikko ja alkuvuoden osalta tilanne ei näytä parantuneen merkittävästi. SRV tarvitsee kuitenkin liikevaihdon kasvua ja tuloskasvua ajatellen omaperusteisten asuntojen aloitusten että sitä myötä valmistumisten kasvua.

Kuluvana vuonna omaperusteisia kuluttaja-asuntoja valmistuu SRV:lle erittäin vähän arvioimme mukaan (2023e: 33 kpl vs. 5 vuoden keskiarvo per vuosi: 490 kpl). Asuntojen aloitusten tulisi myös nousta kevään aikana 2023, jotta odottamaamme liikevaihdon ja asuntovalmistumisten kasvuun (2024e: 105 kpl) voitaisiin realistisesti päästä vuonna 2024. Toimitilarakentaminen ja omakehitteinen asuntotuotanto tuovat liikevaihtoa ja tulosta valmiusasteen mukaisesti nopeastikin, mutta hyväkätteisten omaperusteisten asuntojen valmistumiseen ja sitä kautta tuloutumiseen menee keskimäärin 14-18 kuukautta. SRV:llä on kuitenkin valmiuksia niin taloudellisen asemansa kuin hyvien sijaintien ja tonttien puolesta aloittaa hankkeita, mikäli markkinalta saadaan tarpeeksi ennakkovarauksia ja kiinnostusta hankkeita kohtaan.

Vuosi 2023 on vielä haastava

Kuluvalla vuodelle yhtiö ohjeistaa liikevaihdon laskevan (2022: 770 MEUR) ja operatiivisen liikevoiton olevan positiivinen, mutta edellisvuotta matalampi (2022: 18,9 MEUR).



Ennusteet 2/3

Yhtiö on myös todennut, että tilauskanta painottuu vuoden alussa matalakatteisempaan urakointiin, mistä johtuen vuoden 2023 tulos tehdään loppuvuonna.

Vuonna 2023 odotamme liikevaihdon laskevan noin 7 %:lla 720 MEUR:oon. Tilauskanta oli SRV:llä vuoden 2022 lopussa vertailukauden tasolla 839 MEUR:ssa (-4 % v/v), mutta hankkeet ovat monelle vuodelle ajoittuvia ja käynnistyvät hitaasti. Toimitilarakentamisen tilauskanta oli 35 % kasvussa, mutta heikon asuntomarkkinan vuoksi asuntorakentamisen tilauskanta oli 58 % vertailukauden alapuolella. Toimitilarakentamisen odotammekin kääntyvän tänä vuonna jo 15 %:n kasvuun tilauskannan mukana.

Asuntorakentamisen osalta odotamme liikevaihdon laskevan lähes 30 %:lla edellä mainittujen kuluttaja-asuntojen valmistumisen alhaisen määrän johdosta. Sijoittajatuotannon ja omakehitteisen tuotannon tulisi tukea liikevaihtoa, mutta myös tämän liikevaihdon odotamme jäävän selvästi vertailukauden alapuolelle. Korkeiden nousu ja epävarma taloustilanne on heikentänyt myös sijoittajien kysyntää.

Tulos heikkenee vuonna 2023 odotuksissamme

Kustannuspaineiden hälventymisen, projektitehokkuuden nousun ja säästötoimien avulla odotamme liikevoiton pysyvän positiivisena, mutta heikompiakatteisen urakoinnin osuuden määrän kasvun laskevan sen edellisvuoden tason alapuolelle noin 13,1 MEUR:oon ja marginaalin olevan 1,8 % (2022: 2,5 %). Markkinahaasteista huolimatta yhtiön kannattavuus on parantunut eikä ainakaan projektiongelmia tai -haasteita

tunnu enää merkittävässä määrin olevan, mikä pitää liikevoiton kohtuullisella tasolla vuonna 2023.

Alariveillä odotamme rahoituskulujen hieman nousevan isoja poikkeuseriä sisältäneestä vertailukaudesta. Tuloksen ennen veroja ja raportoidun tuloksen odotamme nousevan merkittävästi, sillä vertailukaudelle osui merkittäviä alaskirjauksia. Oikaistun osakekohtaisen tuloksen odotamme olevan 0,17 euroa per osake (2022: 0,54 euroa per osake). Osinkoa emme odota yhtiön jakavan vielä vuonna 2023, kun keskiössä ovat liiketoiminnan kasvuinvestoinnit ja edelleen vielä taseaseman parantaminen.

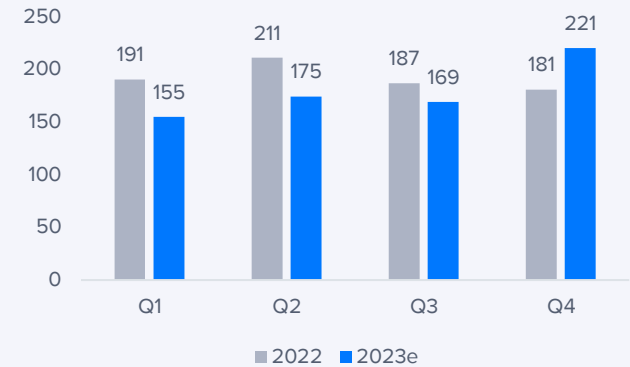
Vuodet 2024-2026: Tulokasvua asuntorakentamisen avulla

Ennustamme SRV:n liikevaihdon lähtevän kasvuun vuosien 2024-2025 aikana. Liikevaihdon kasvun ajurina toimii molempien markkinoiden piristytävä kysyntä. Tilauskannan odotamme vahvistuvan molempien liiketoimintojen osalta vuonna 2023, minkä tulisi tukea kasvua vuodelle 2024.

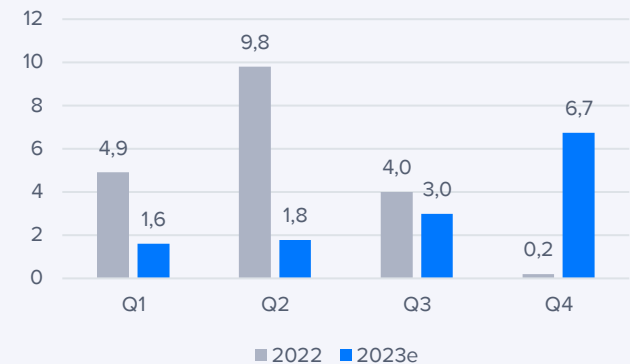
Toimitilamarkkinassa odotamme yksityisen kysynnän piristyvän vuoden 2023 loppua kohti. Asuntorakentamisen aloituksen odotamme kasvavan vuonna 2023 niin omakehitteisten kuin omaperusteistenkin asuntojen osalta, mikä kasvattaa valmistumisia vuosille 2024-2025.

Ennustamme liikevaihdon nousevan vuonna 2024 noin 4 %:lla 747 MEUR:oon ja vuonna 2025 vahvemmin noin 6 %:lla 794 MEUR:oon. Vuonna 2026 ennustamme yhtiön liikevaihdon kasvun jo hieman maltillistuvan (+2 %) ja liikevaihdon asettuvan 810 MEUR:oon.

Liikevaihdon kehitys kvartaaleittain



Oikaistun liikevoiton kehitys kvartaaleittain



Ennusteet 3/3

Tämä on selvästi alle yhtiön 900 MEUR:n tavoitteen, mutta arviomme mukaan yhtiö tarvitsee jo merkittävästi vahvistuvaa tilauskantaa sekä asuntomarkkinaa, jotta meidän maltillisempiinkin ennusteisiimme yllettäisiin kasvun osalta. Liikevaihtotavoitteen sijaan kuitenkin tärkeämpää on saavuttaa terve tulostaso.

Arviomme mukaan SRV:llä tulee valmistumaan vuosina 2024-2025 merkittävästi enemmän omaperusteisia asuntoja. Yhtiö on pitkälti nojannut sijoittajatuotantoon viimeisten vuosien aikana, missä kannattavuus laskee riskitason laskun vastapainoksi. Taseen 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.

Vuoden 2024 oikaistun liikevoiton ennustamme nousevan 20,0 MEUR:oon ja oikaistun liikevoitto-%:n 2,7 %:iin. Seuraavana vuonna tuloskasvu jatkuu ennusteissamme vahvana ja oikaistu liikevoitto nousee 25,5 MEUR:oon ja marginaali 3,2 %:iin. Ennuste parantuvasta kannattavuuskehityksestä perustuu 1) uusien hankkeiden parempaan katerakenteeseen, 2) vanhojen heikompiakatteisten hankkeiden kustannusrasitteen poistumiseen, 3) parempikatteisien omaperusteisten asuntojen kasvavaan määrään ja 4) rakennussuhdanteen kustannuspaineiden helpottamiseen.

Ennusteidemme isoimmat lähivuosien riskit

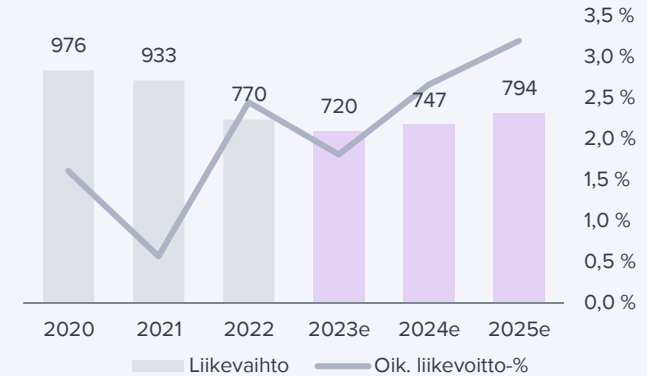
liittyvät taloudelliseen kehitykseen, vanhoihin projekteihin, asuntomarkkinan kysynnän pirstymiseen, toimitilamarkkinan yksityisen kysynnän palautumiseen, kustannuspaineiden maltillistumiseen ja kestävän tuloskäänteen onnistumiseen.

Pidemmän aikavälin ennusteet

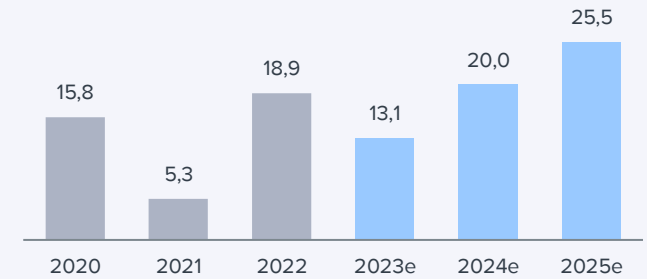
Ennustamme keskipitkällä aikavälillä SRV:n liikevaihdon kasvun olevan noin 2 % vuosittain ja taantuvan pitkällä aikavälillä noin 1 %:iin. Odotamme, että SRV tulee säilyttämään jatkossakin vahvan osuuden Suomen asuntorakentamisen ja toimitilarakentamisen markkinoilla. Erityisesti asuntorakentamisen pitkän 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 3,0 %:ssa. 3,0 %:n tasokin on SRV:lle jo hyvä suoritus historiaan nähden, mutta siinä voi olla merkittävää nousuvaraa, jos yhtiö onnistuu käänteessään ja vakuuttaa meidät pysyvästi korkeamman kannattavuuden tasosta. Tyypillisesti noin 3-5 %:n liikevoittomarginaali SRV:n liiketoimintapainoilla operoivalle rakennusyhtiöille on pitkällä aikavälillä suhteellisen hyvä arvio kestävästä tulostasosta ja olemme tällä hetkellä sen alalaidassa.

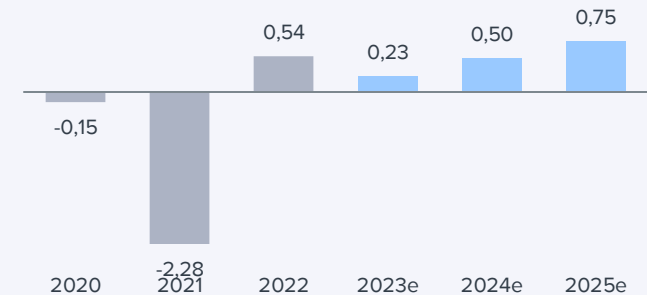
Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Oikaistu (operatiivinen) liikevoitto



EPS (oikaistu)



Ennusteet

Tuloslaskelma	2020	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23e	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	976	933	191	211	187	181	770	155	175	169	221	720	747	794	810
Rakentaminen	970	930	175	207	184	180	746	156	175	170	221	722	749	796	812
Sijoittaminen	5	7	1	5	3	1	10	1	1	1	1	2	0	0	0
Käyttökate	20,4	4,7	-84,4	11,4	6,8	-5,1	-71,3	2,9	2,9	4,3	8,0	18,1	25,8	32,1	33,5
Poistot ja arvonalennukset	-18,9	-6,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,2	-5,1	-1,3	-1,2	-1,4	-1,3	-5,0	-5,8	-6,6	-7,1
Liikevoitto ilman kertaeriä	15,8	5,3	4,9	9,8	4,0	0,2	18,9	1,6	1,8	3,0	6,7	13,1	20,0	25,5	26,4
Liikevoitto	1,5	-1,7	-85,7	10,1	5,5	-6,3	-76,4	1,6	1,8	3,0	6,7	13,1	20,0	25,5	26,4
Rakentaminen	25,1	14,1	6,3	9,9	4,8	2,2	23,2	2,8	3,0	4,2	7,9	17,9	24,0	29,5	30,4
Sijoittaminen	-5,7	-4,6	-0,2	1,1	0,4	-0,8	0,5	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,8	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-29,4	-18,6	-42,8	43,6	0,3	-3,7	-2,7	-1,3	-1,3	-1,4	-1,4	-5,4	-6,9	-7,1	-7,6
Tulos ennen veroja	-28,0	-20,3	-128,5	53,7	5,8	-10,0	-79,1	0,3	0,5	1,6	5,3	7,7	13,1	18,3	18,7
Verot	2,9	0,5	-4,8	-2,4	-0,5	1,1	-6,6	0,0	-0,1	-0,2	-0,8	-1,2	-2,0	-2,9	-3,2
Vähemmistöosuudet	2,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	-20,4	-19,8	-133,3	51,2	5,3	-8,9	-85,7	0,3	0,4	1,3	4,5	6,6	11,1	15,4	15,6
EPS (oikaistu)	-0,15	-2,28	-3,71	5,33	0,27	-0,32	1,57	-0,02	-0,01	0,04	0,23	0,23	0,50	0,75	0,84
EPS (raportoitu)	-3,88	-3,34	-11,54	5,36	0,39	-0,82	-6,62	-0,02	-0,01	0,04	0,23	0,23	0,50	0,75	0,84

Tunnusluvut	2020	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23e	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	-8,1 %	-4,4 %	1,9 %	-3,0 %	-2,2 %	-46,2 %	-17,4 %	-18,7 %	-17,5 %	-9,4 %	22,0 %	-6,6 %	3,8 %	6,3 %	2,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		-66,4 %	2,1 %	70,7 %	-766,7 %	-104,1 %	256,4 %	-67,3 %	-82,0 %	-25,5 %	3444,7 %	-30,8 %	52,7 %	27,4 %	3,6 %
Käyttökate-%	2,1 %	0,5 %	-44,3 %	5,4 %	3,6 %	-2,8 %	-9,3 %	1,8 %	1,7 %	2,6 %	3,6 %	2,5 %	3,5 %	4,0 %	4,1 %
Oikaistu liikevoitto-%	1,6 %	0,6 %	2,6 %	4,6 %	2,1 %	0,1 %	2,5 %	1,0 %	1,0 %	1,8 %	3,1 %	1,8 %	2,7 %	3,2 %	3,3 %
Nettotulos-%	-1,7 %	-2,3 %	-70,0 %	24,1 %	2,7 %	-5,9 %	-11,5 %	-0,3 %	-0,1 %	0,4 %	1,8 %	0,6 %	1,1 %	1,6 %	1,8 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	720	720	0 %	791	747	-6 %	835	794	-5 %
Käyttökate	20,9	18,1	-14 %	31,2	25,8	-17 %	37,8	32,1	-15 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	15,9	13,1	-18 %	25,4	20,0	-21 %	31,1	25,5	-18 %
Liikevoitto	15,9	13,1	-18 %	25,4	20,0	-21 %	31,1	25,5	-18 %
Tulos ennen veroja	10,6	7,7	-27 %	18,5	13,1	-29 %	24,4	18,3	-25 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,40	0,23	-42 %	0,78	0,50	-35 %	1,05	0,75	-28 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,00	0,15		0,45	0,20	-56 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 1/4

Arvostuksen perustelut

Käytämme SRV:n arvonmäärityksessä ensisijaisesti hyödyksi absoluuttisia arvostuskertoimia. Näistä suosimme etenkin EV/EBIT- ja P/E-kertoimia. Lisäksi seuraamme verrokkeja sekä olemme laatineet DCF-laskelman, joka kuvaa myös paremmin pitkän aikavälin potentiaalia.

SRV:n osaketta on viimeiset vuodet hinnoiteltu potentiaalisen käänneyhtiön 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, vaikka käänne operatiivisissa segmenteissä (Rakentaminen) onkin edennyt hyvään suuntaan.

Hyväksyttävä taso nojaa sektorin pitkän aikavälin tasoon

SRV:n ja yleisesti syklisten yhtiöiden osalta tulisi arvostuksen mielestämme nojata pitkän aikavälin yli syklin tasoihin. Lyhyellä aikavälillä arvostus voi heitellä rajustikin, minkä vuoksi pyrimme arvioimaan arvostusta usean vuoden ajalta. SRV:n hyväksyttävä arvostustaso perustuu pitkälti sektorin oikealla näkyviin pitkän aikavälin eteenpäin katsoviin kertoiimiin.

Kuten oikealla olevista kuvioista näkee, sektorin P/E- ja EV/EBIT-kerroin on ollut viimeisen vuosikymmenen noin 13x-tasolla. Tämä on laskelmiemme mukaan ollut alle yleisen Helsingin pörssin tason (14-15x), mikä on sektorin arvonnluonnin näkökulmasta tarkasteltuna

perusteltua.

SRV:lle hyväksyttävä taso perustuu pitkälti sektorin kertoiimiin, mutta on mielestämme hyvä vielä pitää alennuksella keskiarvoon nähden. Yhtiön historiallinen heikko suoritus, syklisen asuntorakentamisen suuri paino tuloskäänteessä ja liiketoiminnan yleisesti korkeampi riskitaso (painopiste syklisessä uudisrakentamisessa) rajaavat kertoiimien tasoa.

Mielestämme yhtiölle hyväksyttävän arvostuksen tulisi olla noin 9-13x EV/EBIT tasolla ja 10-14x P/E tasolla. Nojaamme tällä hetkellä haarukan alalaitaan tuottovaatimuksien nousun ja markkinariskien vuoksi. Yhtiön saavuttaessa kestävästi korkeamman tulostason ja markkinatilanteen parantuessa, voi arvostustaso mielestämme nousta haarukan sisällä.

Nykyinen tulostaso huomioiden arvostus on alhainen

SRV:n osakkeen arvostus on halpa toteutuneella tuloksella (2022: oikaistu EV/EBIT: 7x, oikaistu P/E: 6x), mutta arvostus nousee selvästi nyt ennustamamme heikomman tuloksen myötä vuonna 2023 (EV/EBIT: 11x, P/E: 15x). Arvostus kuluvalle vuodelle on hyväksymämme arvostushaarukan sisällä ollen kohtuullisen neutraali, kun ottaa huomioon, että SRV:n liikevaihdon ja tuloksen taso tulee olemaan normaalia alhaisempi vähäisten kuluttaja-asuntojen valmistumisen johdosta vuonna 2023. Vuodelle 2024 arvostus laskee merkittävästi ja kertoo paremmin yhtiön potentiaalista (EV/EBIT: 7x, P/E: 7x) tuloskäänteen edetessä odotuksiemme mukaisesti.

Sektorin FW P/E



Sektorin FW EV/EBIT



Arvonmääritys 2/4

Markkinan riskit ovat vielä koholla ja näkyvyys heikko, minkä vuoksi emme nojaa täysin arvostuksessa katsettamme vielä pidemmälle. Mielestämme on kuitenkin yhtiön tulostasanteen perusteella antaa painoarvoa jo vuoden 2024 tulostasolle.

Vuoden 2023 arvostus on arvostushaarukkaamme nähden koholla tai sen sisäpuolella, kun taas vuodelle 2024 arvostus tarjoaa merkittävää nousuvaraa. Vuoden 2023 heikon tuloksen vuoksi kertoimet tulevat olemaan normaalia korkeammat, kun taas vuodelle 2024 nojaamme arvostushaarukkamme alalaitaan ((EV/EBIT: 9x, P/E: 10x). Vuodelle 2023 arvostus olisi haarukkamme perusteella kohtuu neutraali ja omaavan selkeää nousuvaraa ensi vuoden tulostasoon nähden.

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 (23-24) tulostaso ei mielestämme vielä aivan täysin kuvaa. Yhtiön keskipitkän aikavälin 850 MEUR:n liikevaihto ja noin 3,0 %:n liikevoittomarginaali on mielestämme suhteellisen lähellä tätä, jota myös vuosien 2025 ja 2026 tulostaso sekä arvostus kuvastavat kohtuu hyvin (25-26e ka. P/E: 4x). Osakkeella on näin lähivuosien aikana potentiaalia tuplaantua tai jopa kolminkertaistua, jos yhtiön liiketoiminta etenee suunnitellusti.

Tulosneutraalit kertoimet valahtaneet kriisitasoille

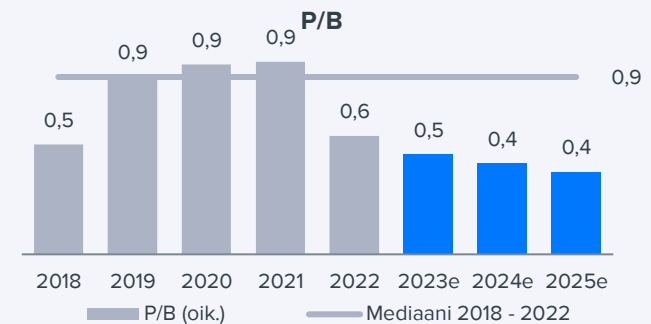
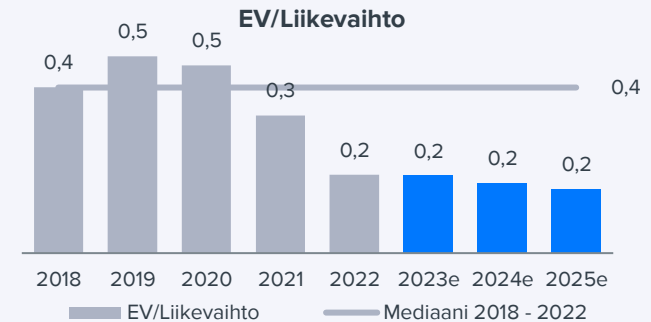
EV/Liikevaihto-kerroin on SRV:llä historiallisesti 2010-luvulla vaihdellut noin 0,4-0,6x tasolla. Nykyisellä tasolla (2023e: 0,2x) yhtiö on laskenut jo selvästi historiallisten kriisitasojenkin alapuolelle. Ottaen huomioon vielä SRV:n alhaisen liikevaihdon tason, on kerroin hyvinkin maltillinen.

Selkeää ajuria liikevaihtokertoimen nousulle kohti historiallisia tasoja ei kuitenkaan ole ennen kuin markkinatilanne selkeytyy ja SRV:n tulostaso osoittaa kestävästi kykynsä. Kerroin alkaa kuitenkin tukea jo nykyisellä tasolla SRV:n osaketta ja peilattuna historialliseen 0,4x-tasoon olisi arvostuksessa merkittävää nousuvaraa.

Taseeseen nojaava P/B-luku on noin 0,4x tasolla ja kerroin on laskenut selvästi historiallisista tasoistaan. Luottamus markkinoilla yhtiön kykyyn luoda arvoa pääomillaan on kokenut kolauksen yhtiön isojen alaskirjausten ja tappioiden jälkeen. SRV:lle tulevaisuudessa tasepohjainen kerroin sopii arvonnäilykseen mielestämme hieman heikommin, sillä liiketoiminta tulee painottamaan vähemmän isoja kehityshankkeita, joiden arvoa pyrittäisiin pitkäaikaisen omistamisen ja kehittämisen avulla nostamaan mahdollista myyntiä varten. Tulevaisuudessa tase muodostuu arviomme mukaan pitkälti omaperusteisten ja -kehitteisten asuntojen sekä toimitilojen vaatimista pääomista, eikä niinkään pitkän ajan omistusta vaativista sijoitushankkeista.

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	3,37	3,37	3,37
Markkina-arvo	57	57	57
Yritysarvo (EV)	134	128	129
P/E (oik.)	9,2	4,8	3,3
P/B (oik.)	0,5	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA (oik.)	6,4	4,2	3,4
EV/EBIT (oik.)	8,5	5,3	4,1
Osinko/tulos (%)	0,0 %	28,7 %	34,8 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	5,9 %	10,4 %

Lähde: Inderes



Lähde: Inderes

Arvonmääritys 3/4

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. Venäjän liiketoimintojen poistuma arviomme mukaan vielä parantaa vertailtavuutta. SRV:n käänneyhtiöprofiili ja selkeästi lähivuosina laskevat kertoimet kuitenkin heikentävät verrokkiarvostuksen käyttökelpoisuutta hieman.

Nyt SRV on suhteellisesti verrokkeihin (mediaani 2023-2024e: P/E: 9x ja EV/EBIT: 11x) nähden lähivuosille linjaan hinnoiteltu (0 %). Verrokkien arvostustaso on vuoden 2022 laskun jälkeen noussut normaalimmalle tasolle ollen mielestämme kohtuu neutraali lähivuosille. SRV:n heikko historiallinen suoritus ja tuloskehityksen epävarmuudet huomioon ottaen tulisi yhtiölle normaalitilanteessa mielestämme hyväksyä alennus verrokkeihin nähden.

Käytämme arvonmäärityksessämme noin 10 % alennusta verrokkeihin nähden. Verrokkiarvostuksen perusteella osakkeessa olisi näin maltillista laskuvaraa. Verrokkiarvostus kärsii tällä hetkellä epävarmoista markkinaolosuhteista rakentamisen yhtiöille, mikä voi heijastua isoina eroina yhtiöiden tulos- ja arvostustasoissa. Sen vuoksi verrokkien painoarvo on normaalia alhaisempi arvonmäärityksessämme.

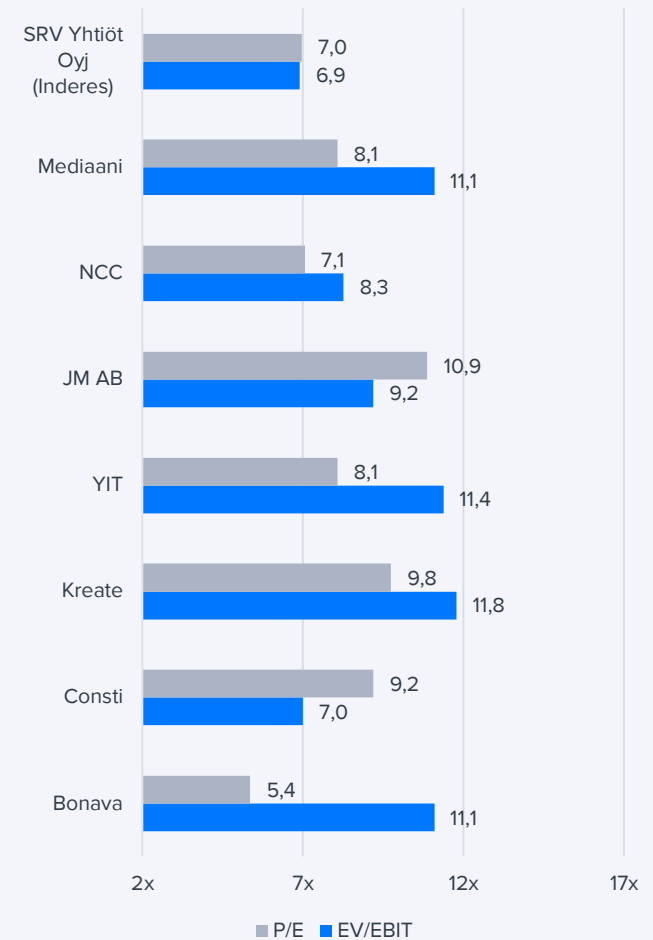
DCF-arvonmääritys

DCF-mallimme mukainen arvo SRV:n osakkeelle on 5,9 euroa ollen selvästi nykyistä osakekurssia korkeammalla. Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu terminaaliyksiköllä 1 %:n tasolle ja EBIT-marginaali 3,0 %:iin liikevaihdosta (aik. 4,0 %). Laskimme kannattavuuden maltillisemmaksi perustuen yhtiön historialliseen suoritukseen, mikä laski myös DCF-laskelman arvoa.

Kannattavuusennusteemme ikuisuuteen on kuitenkin jo selvästi lähihistoriaa korkeammalla eikä yhtiö ole kestävästi pystynyt vielä ylläpitämään kyseistä kannattavuutta kestävästi. Samalla kannattavuustaso on kuitenkin mielestämme yhtiön liiketoimintaprofiili huomioiden mahdollinen kertoen pitkän aikavälin potentiaalista kestävästä tuloskäänteen toteutuessa. Luku on myös selvästi alle yhtiön 6 %:n liikevoittomarginaalitavoitteen ja mielestämme kannattavuusoletuksemme ovat tässä kohtaa maltillisen puolella.

Mallissa terminaaliyksikön painoarvo kassavirtojen nykyarvosta on kohtuullisen normaali 50 % ja myös lähivuosien tuloskäänteellä on selkeä merkitys DCF-laskelman arvolle. Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus on (WACC) on noin 9,7 % ja oman pääoman kustannus noin 12,1 %. Pääoman kustannuksessa ei ole mielestämme muutosvaraa ennen kuin yhtiön liiketoiminta lähtee selkeästi kestävämmiin oikeaan suuntaan. Isoin parannusvara DCF-laskelmassa tulee syntyä mielestämme yhtiön kassavirtojen kautta.

Verrokkiryhmä* (2024e)



Arvonmääritys 4/4

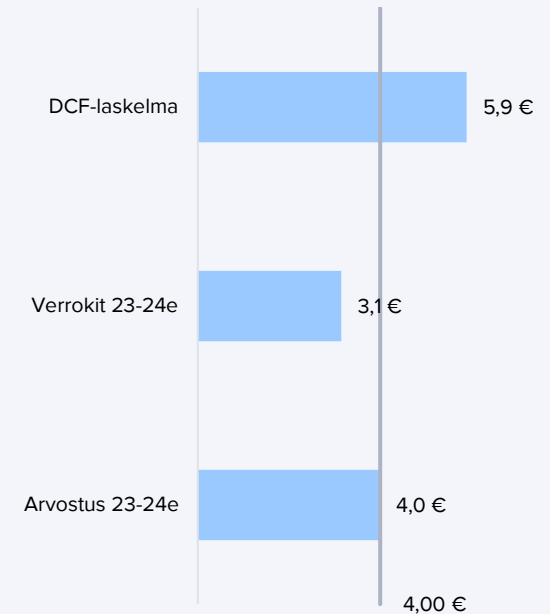
Tavoitehinta ja suositus

Nostamme SRV:n suosituksen lisää-puolelle, mutta laskemme tavoitehintaamme 4,00 euroon (aik. 4,40 euroa). Tavoitehintamme laski markkinan heikkouden vuoksi laskeneiden ennusteiden ja laskeneen DCF-laskelman arvon perusteella. Laskeneen osakekurssin myötä näemme kuitenkin tuotto-odotuksen nyt houkuttelevana.

SRV:n osake on erinäisten yhtiö- ja markkinahaasteiden vuoksi nuijittu alas. Tulosneutraalit kertoimet ovat kriisisitasolla ja tulosperusteiset kertoimet maltilliset, vaikka myös lähivuosien tulostaso on vielä normaalia alhaisempi. Tulevina vuosina arvostus laskee merkittävästi kertoen yhtiössä olevan merkittävää nousupotentiaalia, jos liiketoiminta etenee suunnitelmien mukaisesti. SRV ei ole enää kriisissä yhtiön tervehdyttämistoimien jälkeen, mikä myös rajaa näiltä tasoilta laskuvaraa. Tämä nostaa SRV:n osakkeen tuotto-riskisuhteen mielestämme houkuttelevaksi.

Riskinä on kuitenkin, että markkinan alakulo jatkuu odotuksia pidempään, missä liiketoiminnan kestävä tuloskäännöksi pitkäaikainen tai tuloskehitys jää odotuksista jälkeen yhtiökohtaisten haasteiden uusiutuessa. Nykyjohton alaisuudessa käänne on kuitenkin osoittanut jo hyvin kestävyyttä haastavissa markkinaolosuhteissa, mikä mielestämme rajaa merkittävien riskien uusiutumista. Riskitekijät kuitenkin vielä hieman rajoittavat suurempaan nousupotentiaaliin nojaamista.

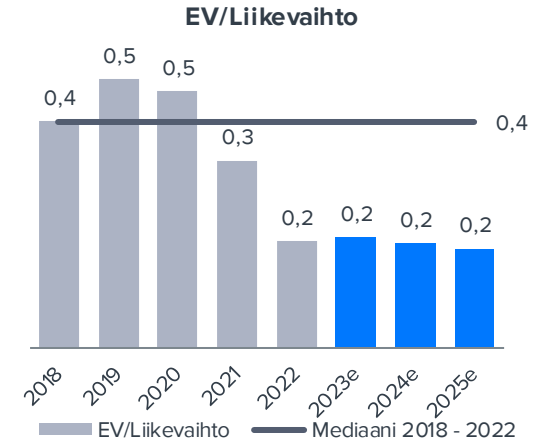
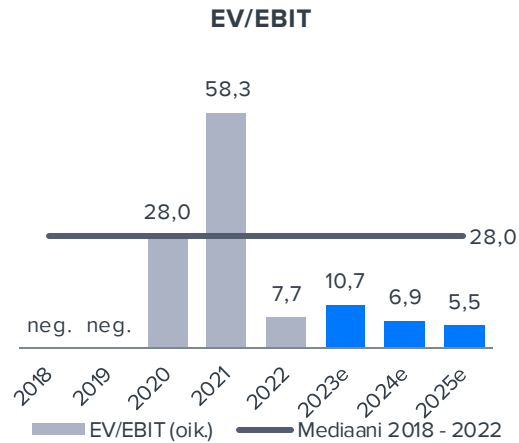
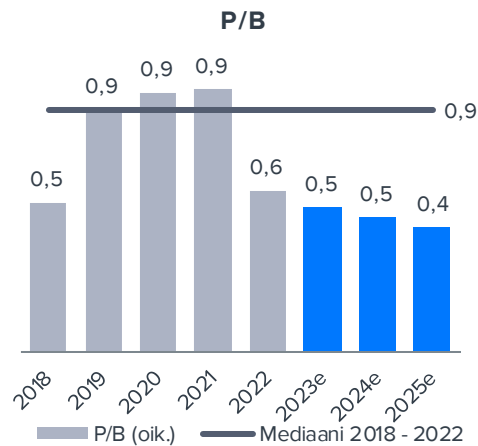
Tavoitehinnan muodostuminen



Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	68,0	54,4	23,6	21,2	3,80	3,50	3,50	3,50	3,50
Markkina-arvo	101	81	155	139	65	59	59	59	59
Yritysarvo (EV)	383	502	441	309	145	140	138	140	173
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	7,1	15,0	7,0	4,6	4,2
P/B (oik.)	0,5	0,9	0,9	0,9	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,4	0,5	0,5	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA (oik.)	neg.	neg.	21,7	66,4	neg.	7,8	5,3	4,4	5,2
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	28,0	58,3	7,7	10,7	6,9	5,5	6,6
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	29,8 %	26,5 %	35,7 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	4,3 %	5,7 %	8,6 %

Lähde: Inderes



Verrokkitaulukko

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e
Lehto	116	115,5	19,3	0,4	0,4		7,4			0,3
Bonava	838	7,6	11,1	0,7	0,9	3,5	5,4	15,6	8,9	0,3
Consti	93	7,7	7,0	0,3	0,3	10,3	9,2	5,4	5,8	2,2
Kreate	111	10,6	11,8	0,4	0,4	10,6	9,8	5,5	5,7	1,7
YIT	1237	13,6	11,4	0,5	0,5	9,8	8,1	7,4	7,8	0,6
JM AB	1229	9,4	9,2	1,0	1,0	11,1	10,9	6,2	6,8	1,3
NCC	1190	9,3	8,3	0,2	0,2	8,0	7,1	7,1	7,9	1,2
Peab	3006	13,7	13,2	0,5	0,5	7,8	7,5	8,1	8,5	1,0
SRV Yhtiöt Oyj (Inderes)	140	10,7	6,9	0,2	0,2	15,0	7,0	0,0	4,3	0,4
Keskiarvo		22,0	11,2	0,5	0,5	9,2	8,6	7,4	7,0	1,1
Mediaani		10,5	11,1	0,4	0,4	10,1	8,1	6,6	7,3	1,2
Erotus-% vrt. mediaani		2 %	-38 %	-56 %	-57 %	49 %	-14 %	-100 %	-41 %	-66 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

DCF-laskelma

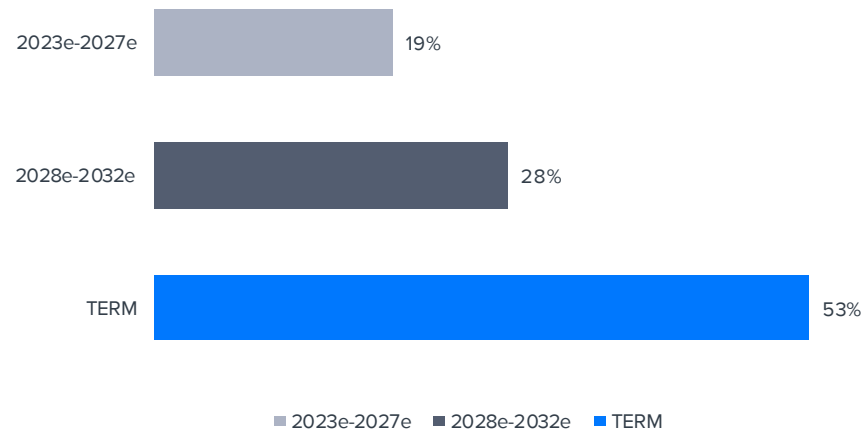
DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-17,4 %	-6,6 %	3,8 %	6,3 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	1,0 %	1,0 %
Liikevoitto-%	-9,9 %	1,8 %	2,7 %	3,2 %	3,3 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %
Liikevoitto	-76,4	13,1	20,0	25,5	26,4	28,9	29,5	30,1	26,3	27,2	27,5	
+ Kokonaispoistot	5,1	5,0	5,8	6,6	7,1	7,5	7,7	7,8	7,9	8,0	8,0	
- Maksetut verot	-1,8	-0,8	-1,0	-1,9	-1,2	-1,8	-1,3	-0,4	-1,7	-1,8	-3,9	
- verot rahoituskuluista	0,2	-0,8	-1,0	-1,1	-1,3	-1,4	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6	
+ 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	9,7	-1,6	-6,9	-11,7	-12,1	-4,2	-4,3	-4,4	-4,5	-4,6	-2,3	
Operatiivinen kassavirta	-63,1	14,9	16,9	17,3	19,0	29,0	30,0	31,5	26,5	27,2	27,7	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-9,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	48,2	-8,1	-8,1	-8,1	-8,1	-8,1	-8,1	-8,1	-8,1	-8,1	-7,6	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-24,2	6,8	8,8	9,2	10,9	20,9	21,9	23,4	18,4	19,1	20,1	
+/- Muut	2,4	-2,6	-2,6	-2,6	-1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-21,8	4,2	6,2	6,6	9,6	20,9	21,9	23,4	18,4	19,1	20,1	233
Diskontattu vapaa kassavirta		3,9	5,2	5,1	6,7	13,4	12,8	12,5	9,0	8,5	8,1	94,5
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		180	176	171	166	159	145	133	120	111	103	94,5
Velaton arvo DCF		180										
- Korolliset velat		-125,7										
+ Rahavarat		45,3										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		99,5										
Oman pääoman arvo DCF per osake		5,9										

Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	30,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,50
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	2,50 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	12,1 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,7 %

Lähde: Inderes

Rahavirranjakauma jaksoittain



Tase-ennusteet

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Pysyvät vastaavat	185	76,9	79,5	78,7	79,2
Liikearvo	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
Aineettomat hyödykkeet	0,9	0,7	0,6	0,5	0,5
Käyttöomaisuus	13,1	12,9	16,1	18,5	20,0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	51,9	2,1	2,1	0,0	0,0
Muut sijoitukset	24,7	7,8	7,8	7,8	7,8
Muut pitkäaikaiset varat	50,2	14,2	14,2	14,2	14,2
Laskennalliset verosaamiset	42,2	37,5	37,0	36,0	35,0
Vaihtuvat vastaavat	502	372	390	408	443
Vaihto-omaisuus	300	238	237	254	270
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	133	88,3	93,5	97,1	103
Likvidit varat	68,0	45,3	59,2	56,7	69,7
Taseen loppusumma	686	448	470	487	522

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Oma pääoma	165	146	150	159	169
Osakepääoma	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1
Kertyneet voittovarot	-99,9	-179,0	-175,0	-166,5	-156,2
Oman pääoman ehtoiset lainat	15,4	33,5	33,5	33,5	33,5
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	247	289	289	289	289
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	244	133	140	140	150
Laskennalliset verovelat	1,0	1,1	1,0	1,0	1,0
Varaukset	13,0	12,2	12,2	12,2	12,2
Lainat rahoituslaitoksilta	216	113	120	120	130
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	14,8	6,3	6,3	6,3	6,3
Lyhytaikaiset velat	277	169	180	188	204
Lainat rahoituslaitoksilta	22,5	12,4	20,0	15,0	20,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	243	148	151	164	175
Muut lyhytaikaiset velat	11,3	8,9	8,9	8,9	8,9
Taseen loppusumma	686	449	470	487	522

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	975,5	932,6	770,0	719,6	747,2	EPS (raportoitu)	-3,88	-3,34	-6,75	0,23	0,50
Käyttökate	20,4	4,7	-71,3	18,1	25,8	EPS (oikaistu)	-0,15	-2,28	0,54	0,23	0,50
Liikevoitto	1,5	-1,7	-76,4	13,1	20,0	Operat. kassavirta / osake	31,24	22,32	-4,83	0,88	0,99
Voitto ennen veroja	-28,0	-20,3	-79,1	7,7	13,1	Vapaa kassavirta / osake	39,24	20,64	-1,67	0,25	0,36
Nettovoitto	-16,9	-21,9	-88,3	4,0	8,5	Omapääoma / osake	42,55	25,19	11,19	8,85	9,35
Kertaluontoiset erät	-14,3	-7,0	-95,3	0,0	0,0	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,15
Tase	2020	2021	2022	2023e	2024e	Kasvu ja kannattavuus	2020	2021	2022	2023e	2024e
Taseen loppusumma	898,9	686,3	448,5	469,7	486,6	Liikevaihdon kasvu-%	-8 %	-4 %	-17 %	-7 %	4 %
Oma pääoma	181,0	165,1	146,3	150,2	158,8	Käyttökateen kasvu-%	-776 %	-77 %	-1634 %	-125 %	43 %
Liikearvo	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	Liikevoiton oik. kasvu-%	-116 %	-66 %	256 %	-31 %	53 %
Nettovelat	289,1	170,0	80,4	80,8	78,3	EPS oik. kasvu-%	-100 %	1447 %	-124 %	-56 %	115 %
Kassavirta	2020	2021	2022	2023e	2024e	Käyttökate-%	2,1 %	0,5 %	-9,3 %	2,5 %	3,5 %
Käyttökate	20,4	4,7	-71,3	18,1	25,8	Oik. Liikevoitto-%	1,6 %	0,6 %	2,5 %	1,8 %	2,7 %
Nettokäyttöpääoman muutos	120,9	143,6	9,7	-1,6	-6,9	Liikevoitto-%	0,1 %	-0,2 %	-9,9 %	1,8 %	2,7 %
Operatiivinen kassavirta	135,8	146,3	-63,1	14,9	16,9	ROE-%	-9,3 %	-12,5 %	-56,7 %	2,7 %	5,5 %
Investoinnit	-19,8	-3,6	48,2	-8,1	-8,1	ROI-%	0,2 %	-0,3 %	-22,6 %	4,7 %	6,8 %
Vapaa kassavirta	170,6	135,3	-21,8	4,2	6,2	Omavaraisuusaste	22,4 %	27,9 %	41,4 %	40,4 %	41,0 %
						Nettovelkaantumisasaste	159,7 %	102,9 %	55,0 %	53,8 %	49,3 %
Arvostuskertoimet	2020	2021	2022	2023e	2024e						
EV/Liikevaihto	0,5	0,3	0,2	0,2	0,2						
EV/EBITDA (oik.)	21,7	66,4	neg.	7,8	5,3						
EV/EBIT (oik.)	28,0	58,3	7,7	10,7	6,9						
P/E (oik.)	neg.	neg.	7,1	15,0	7,0						
P/B	0,8	0,8	0,4	0,4	0,4						
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	4,3 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Suositushistoria (>12 kk)

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 neuvonantaja. 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 suosituskin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämissä menetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämissä menetelmät 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 yhtiökohtaisia 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 sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiössä. 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 Inderesin, 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 liikkeeseenlaskijoille 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 liikkeeseenlaskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
14.1.2019	Vähennä	80,00 €	80,00 €
7.2.2019	Vähennä	76,00 €	76,00 €
3.4.2019	Vähennä	70,00 €	69,60 €
24.4.2019	Vähennä	70,00 €	69,20 €
29.4.2019	Vähennä	68,00 €	70,80 €
17.5.2019	Vähennä	68,00 €	67,60 €
18.7.2019	Vähennä	64,00 €	67,60 €
11.10.2019	Vähennä	56,00 €	55,20 €
18.10.2019	Vähennä	50,00 €	52,00 €
1.11.2019	Vähennä	50,00 €	52,40 €
7.2.2020	Vähennä	50,00 €	52,00 €
7.4.2020	Vähennä	34,00 €	35,28 €
30.4.2020	Vähennä	42,00 €	43,20 €
25.5.2020	Vähennä	26,00 €	32,40 €
22.7.2020	Lisää	24,00 €	21,60 €
30.10.2020	Vähennä	23,20 €	22,08 €
16.11.2020	Vähennä	23,20 €	22,80 €
5.2.2021	Vähennä	23,20 €	22,40 €
30.4.2021	Vähennä	28,00 €	28,00 €
22.7.2021	Vähennä	28,00 €	26,80 €
6.10.2021	Lisää	25,20 €	23,20 €
29.10.2021	Vähennä	22,00 €	22,80 €
14.12.2021	Vähennä	20,00 €	20,00 €
4.2.2022	Vähennä	20,00 €	20,00 €
9.3.2022	Vähennä	16,00 €	16,00 €
29.4.2022	Vähennä	14,00 €	15,20 €
1.6.2022	Vähennä	8,40 €	11,60 €
22.7.2022	Lisää	5,30 €	4,77 €
28.10.2022	Lisää	4,60 €	4,03 €
31.1.2023	Lisää	4,60 €	4,20 €
3.2.2023	Vähennä	4,40 €	4,20 €
27.3.2023	Lisää	4,00 €	3,50 €

Osakesplittikorjattu

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 Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa [inderes.fi](https://www.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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**