

SRV Yhtiöt Oyj

Laaja raportti

19.3.2024 07:00



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Markkinan käännettä odotellessa

Toistamme SRV:n tavoitehinnan 4,00 eurossa, mutta nostamme suosituksemme lisää-tasolle (aik. vähennä). SRV kärsii tällä hetkellä suhdanteen heikkoudesta, mutta on pystynyt viime vuosien aikana kääntämään liiketoimintansa niin taloudellisesti kuin operatiivisesti paremmalle tasolle. Markkinan lopulta piristyessä, on tulostasolla ja osakkeella mahdollisuudet moninkertaistua. Epävarma markkina pitää kuitenkin tuotto/riski-suhteen vielä lyhyellä aikavälillä maltillisena.

Rakentaja ja kehittäjä Suomessa

SRV on Suomen suurimpia rakentajia ja johtavia kiinteistökehittäjiä asunto- ja toimitilahankkeissa. Yhtiö toimii nykyään Suomen markkinoilla irtauduttuaan Venäjän liiketoiminnoista vuonna 2022. Yhtiö kasvoi vahvasti aina vuoteen 2017 (2017 liikevaihto: 1114 MEUR) asti, mutta on sittemmin taantunut tuloksellisesti sekä liikevaihdollisesti alemmalle tasolle (2023 liikevaihto: 610 MEUR). Viimeisten vuosien aikana nykyjohto on saanut operatiivisen liiketoiminnan tuloksen kuitenkin kääntymään positiiviseen suuntaan, vaikka vuoden 2023 osalta kehitys oli edellisvuotta heikompaa rakentamisen markkinan heikkouksien vuoksi. Venäjän alaskirjauksien jäljiltä taseen sekä taloudellisen tilanteen riskitaso on laskenut merkittävästi ja yhtiöllä on hyvät edellytykset investoida kasvuun jälleen, kun markkina alkaa näyttämään kasvun merkkejä. Liiketoiminnan kasvu- sekä tulosajurina lähivuosina toimii etenkin alhaiselle tasolle laskeneiden omaperusteisten kuluttaja-asuntojen määrän kasvattaminen.

Asuntomarkkina ei vaan vedä vielä hetkeen

Emme tehneet merkittäviä muutoksia ennusteisiimme laajan raportin yhteydessä. Alkuvuonna 2024 markkina uudisrakentamisessa on edelleen heikko ja palautumisen odotetaan tapahtuvan asteittain. Ohjeistuksen mukaisesti odotamme liikevaihdon kuitenkin nousevan tänä vuonna 7,5 % 656 MEUR:oon ja oikaistun liikevoiton nousevan 11,9 MEUR:oon (oik. EBIT-%: 1,8 %). Kasvua tänä vuonna tukee toimitilarakentamisen vahva tilauskanta (+36 %) ja kannattavuutta nousevat volyymit, 4 MEUR:n kustannussäästöt ja projektien hiljalleen parantuva katerakenne (liiketoimintamix). Vuosina 2025-2027 odotamme liikevaihdon kasvun kiihtyvän asuntorakentamisen avulla (27e: 854 MEUR), minkä tulisi parantaa myös suhteellista kannattavuutta (EBIT-% 25-27e ka.: 3,4 %). Ennusteemme ovat selvästi alle yhtiön vuoden 2027 taloudellisten tavoitteiden (liikevaihto > 900 MEUR, oikaistu liikevoitto > 50 MEUR), mutta jo nyt ennusteemme vaativat lähivuosina selvästi piristyvää markkinakuvaa etenkin asuntorakentamisen osalta. Ennusteiden isoimmat riskit liittyvät markkinakehityksen lisäksi etenkin SRV:n historiallisten merkittävien projektiongelmien uusiutumiseen.

Arvostuksessa katsottava jo syklin paremmalle puolelle

SRV:n tulos pohjainen (oikaistu) arvostus on vuoden 2024 ennusteillamme korkealla tasolla (24e: EV/EBIT: 15x, P/E: 53x). Suhdanne kuitenkin paranee väistämättä ja arvostus laskeekin tuloskehityksen myötä vuonna 2025 houkuttelevammalle tasolle (25e: EV/EBIT: 9x, P/E: 8x) ja vuonna 2026 jopa erittäin houkuttelevaksi (26e: EV/EBIT: 6x, P/E: 4x). Verrokkeihin nähden osake on useiden kymmenien prosenttien alennuksella ja DCF-laskelmammekin arvo 4,9 euroa) on nykykurssia korkeammalla. SRV:n käyvän arvon haarukan mukaisesti nykykurssi edustaa enemmän alarajaa kuin potentiaalia, mikä myös mielestämme tukee positiivista suositusta. SRV on hyvässä asemassa hyötymään rakennusmarkkinan palautumisesta, vaikka sen epävarmuus mielestämme rajaakin vielä isompaa kurssinousun potentiaalia.

Suositus

Lisää

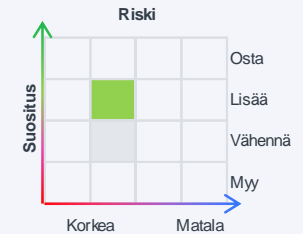
(aik. Vähennä)

4,00 EUR

(aik. 4,00 EUR)

Osakekurssi:

3,71



Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	610	656	717	817
kasvu-%	-21 %	8 %	9 %	14 %
EBIT oik.	1,1	11,9	20,2	28,6
EBIT-% oik.	0,2 %	1,8 %	2,8 %	3,5 %
Nettotulos	-17,3	1,2	7,7	15,6
EPS (oik.)	-0,55	0,07	0,45	0,92
P/E (oik.)	neg.	52,5	8,2	4,0
P/B (oik.)	0,7	0,6	0,6	0,5
Osinkotuotto-%	0,0 %	1,3 %	4,0 %	8,1 %
EV/EBIT (oik.)	>100	15,4	9,1	6,2
EV/EBITDA	neg.	10,4	6,9	5,0
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,3	0,2

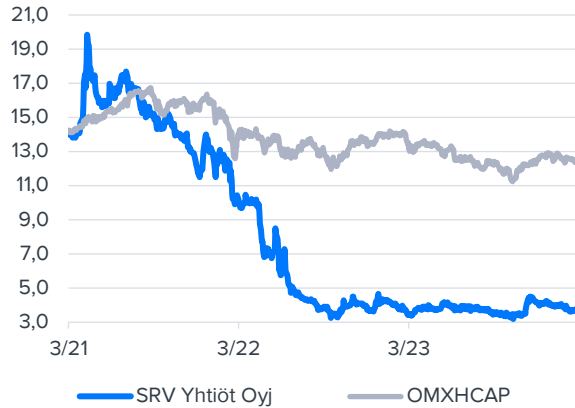
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

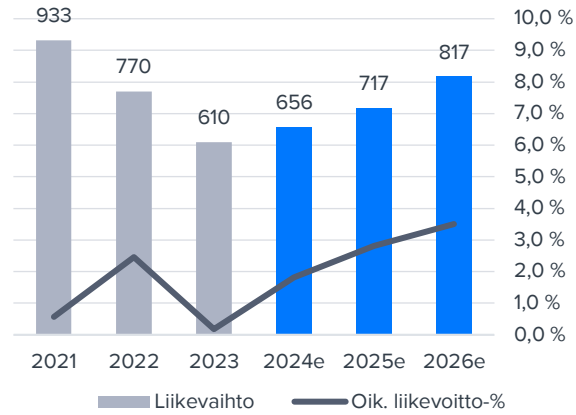
Konsernin vuoden 2024 liikevaihdon arvioidaan kasvavan vuoteen 2023 verrattuna (2023: 610,0 MEUR). Operatiivisen liikevoiton arvioidaan paranevan vuoden 2023 operatiiviseen liikevoittoon verrattuna (2023: 1,1 MEUR).

Osakekurssi



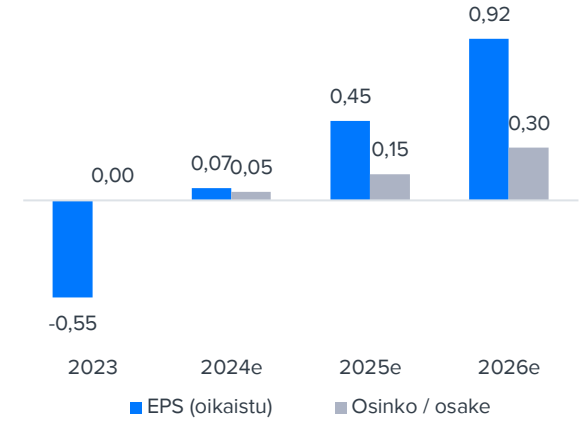
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Tulokasvu omaperusteisten asuntojen volyymikasvun ja toimitilarakentamisen katerakenteen parantumisen myötä
- Projektien hallinnan parantuminen
- Pääoman käytön tehostuminen
- Syklisen markkinan käänne parempaan
- Strateginen keskittyminen pääkaupunkiseudulle ja kasvukeskuksiin



Riskitekijät

- Markkinoiden suhdanneriskit
- Asuntomarkkinoiden ja yksityisen toimitilamarkkinan pitkäkestoinen heikentyminen
- Kustannusten hallinnassa epäonnistuminen
- Projektihaasteiden uusiutuminen
- Rahoituksen hinnan ja saatavuuden muutokset

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	3,71	3,71	3,71
Markkina-arvo	63	63	63
Yritysarvo (EV)	184	183	179
P/E (oik.)	52,5	8,2	4,0
P/B (oik.)	0,6	0,6	0,5
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,2
EV/EBITDA (oik.)	10,4	6,9	5,0
EV/EBIT (oik.)	15,4	9,1	6,2
Osinko/tulos (%)	70,8 %	33,1 %	32,6 %
Osinkotuotto-%	1,3 %	4,0 %	8,1 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-11
Strategia	12-14
Markkinat	15-19
Taloudellinen tilanne	20-21
Ennusteet	22-26
Arvonmääritys	27-33
Taulukot	34-35
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	36-38

SRV lyhyesti

SRV on Suomen suurimpia rakennusliikkeitä ja johtavia kiinteistöhankekehittäjiä.

1987/2007

Perustamisvuosi ja listautuminen

610 MEUR

Liikevaihto 2023

1,1 MEUR (0,2 % lv:sta)

Operatiivinen liikevoitto 2023

-2,6 %

Sijoitetun pääoman tuotto-% 2023

778

Henkilöstö keskimäärin 2023 lopussa

-4,3 %

Nettovelkaantumisaste-% 2023 (ilman IFRS-16)

48 %

Omavaraisuusaste-% 2023 (ilman IFRS-16)

SRV:n liikevaihdon ja liikevoiton (raportoitu) kehitys, 2007-2023

2007-2012

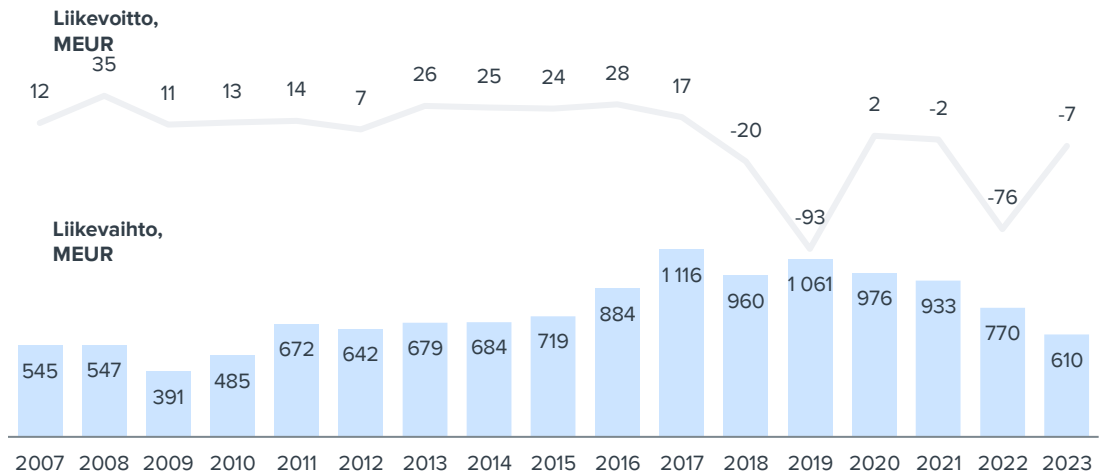
- Listautuminen pörssiin 2007
- Vahva tuloskehitys ennen finanssikriisiä 2006-2008
- 2009 tulos sekä liikevaihto laskevat selvästi
- Asuntojen rakentamisen volyymi kasvaa finanssikriisin jälkeen
- Eurokriisi 2011-2012 kääntää kysynnän laskuun
- 1. kauppakeskushanke alkaa

2013-2019

- Toimitilarakentamisen volyymit ja kannattavuus paranevat
- 2015-2017 tilauskanta, liikevaihto ja asuntojen myynti kasvavat
- Kannattavuus pettää isojen projektihaasteiden vuoksi
- 2018 REDIn kauppakeskus valmistuu ja aiheuttaa isot tappiot myös vuodelle 2019
- Terveystyöntekijäohjelma käyntiin

2019-2023

- Kannattavuuskäänteeseen alkuun, mutta korona sekä yksittäisen hankkeen kustannuslylykset vesittävät parannusta (2021)
- Venäjän hyökkäyssota johtaa merkittäviin alaskirjauksiin vuonna 2022, mutta operatiivinen tulos paranee
- Heikko asuntomarkkina pitää volyymit ja tuloksen alhaisella tasolla 2023
- Terveempi projektikanta ja hyvä taloudellinen tilanne mahdollistavat uutta kasvua vuosille 2024-2025 markkinan piristessä



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/4

Yhtiökuvaus

Uuden kaupunkiympäristön luoja

SRV on vuonna 1987 perustettu projektinjohtourakoitsija ja kiinteistöhankeiden kehittäjä. SRV pyrkii rakentamaan kaupunkiympäristöä heidän itsensä mukaan kestävästi, vastuullisesti, taloudellisesti sekä ympäristön ja ihmisten hyvinvointi huomioiden. Omaa lähestymiskulmaansa he ovat nimittäneet elinkaariviisaudeksi, joka on myös yhtiön strategian pohjana.

SRV:n liiketoiminta kattaa kokonaisvaltaisesti koko rakennushankkeen toteuttamisen ja kaupallistamisen arvoketjun. Yhtiö vastaa hankkeiden sopimusmallista riippuen kohteiden kehityksestä, kaupallistamisesta ja rakentamisesta. SRV:n toteuttamien hankkeiden laajuus vaihtelee noin vuoden mittaisista muutaman miljoonan euron projektinjohtourakoista aina useita vuosia kestäviin miljardiluokan aluekehitys- tai toimitilahankkeisiin.

SRV eli Suomen rakennusvienti on ollut tunnettu naapurimaihin ulottuvista liiketoimistaan historiassa, mutta nykyään se on täysin keskittynyt Suomen markkinoille, kun Venäjän liiketoiminnot lopetettiin vuonna 2022. Viimeinen kokonaan taseesta alaskirjatuista Venäjän omaisuuseristä (50 % omistus Pearl Plaza -kauppakeskuksesta) on myynnissä.

Yhtiöllä on Suomessa vahva markkina-asema toimitilarakentamisessa sekä asuntorakentamisessa. SRV tekee myös valikoiden

korjausrakentamista ja infrarakentamista. SRV:llä on kyky toteuttaa isoja hankkeita laajan osaamisensa ansiosta, josta esimerkkinä toimii uudis-, korjaus-, infrarakentamista sisältävä Laakson sairaalahanke.

SRV toimii Suomessa etenkin vetovoimaisten sekä kasvavien alueiden ja hyvien liikenneyhteyksien varrella. Yhtiöllä on toimintoja pääkaupunkiseudulla sekä mm. Turussa, Tampereella ja Oulussa. SRV:n palveluksessa oli vuoden 2023 lopussa keskimäärin 778 henkilöä ja oman henkilöstön lisäksi yhtiöllä on käytössään erittäin laajan noin 3300 kumppanin alihankkijaverkoston palvelukset.

SRV:n vuoden 2023 liikevaihto oli 610 MEUR (-21 % v/v) ja yhtiö oli Inderesin tietojen mukaan Suomen viidenneksi suurin rakennusyhtiö. Liikevaihto on ollut laskusuunnassa vuodesta 2019 lähtien, kun yhtiökohtaisten haasteiden jälkeen markkinahaasteet alkoivat.

Yli 30-vuotisen historian aikana positiivisena pysynyt tulos ajautui vuonna 2018-2019 rajusti tappiolle mm. projektiongelmien vuoksi. Tulostähti saatiin hyvin alulle, mutta Venäjän hyökkäyssota, Sijoittaminen-segmentin alaskirjaukset, alan kustannuspaineet ja talouden epävarmuus ovat hidastaneet käännettä.

Raportoitujen lukujen ja alaskirjausten alla operatiivinen liiketoiminta Suomessa on kehittynyt parempaan suuntaan. Vielä selkeämpi ja merkittävämpi tulostason kohentuminen vaatii kuitenkin markkinan vetoapua etenkin asuntorakentamisesta.



Asunto, toimitila, infra- ja korjausrakentaminen

- Liiketoiminta pääosin toimitila- ja asuntorakentamista sekä hankekehitystä näihin liittyen
- SRV:n liikevaihto ja tulos tuloutuvat joko valmiusasteen mukaisesti tai valmistumisen yhteydessä
- Ei enää pitkäaikaisia taseomistuksia Sijoittaminen-segmentin lopetuksen myötä
- Urakointi tuo tasaista liikevaihtoa ja tulosta (esim. toimitilahankkeet)
- Omakehitteiset hankkeet myydään usein ennen rakentamista ja ne tuovat tuloa valmistumisasteen mukana (sijoittaja-asuntohankkeet ja omakehitteiset toimitilahankkeet)
- Omaperusteiset tuloutuvat myyntiasteen mukaisesti valmistuessa (kuluttaja-asunnot)

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/4

Liiketoiminta

SRV:llä on enää yksi segmentti, mutta sen liikevaihto on jaettu asunto- ja toimitilarakentamiseen. Asuntorakentamisen osuus segmentin liikevaihdosta oli vain noin 17 % vuonna 2023 ja toimitilarakentamisen noin 83 %. Normaalisti liikevaihto on jakautunut noin 60/40-suhteella toimitilarakentamisen puolelle, mutta tällä hetkellä asuntorakentaminen puuttuu lähes kokonaan. Asuntorakentaminen vähentyy heikkojen markkinaolosuhteiden ja alhaisten asuntojen aloitusmäärien vuoksi. Toimitilan volyymeja tukee lisääntynyt julkinen rakentaminen (sairaalat), elinkaarihankkeiden kasvanut määrä (esim. koulut) ja teollinen rakentaminen.

Asuntorakentaminen

Tuloskäänteen ja yhtiön tulevaisuuden kannalta asuntorakentamisen merkitys on SRV:lle erittäin tärkeä ja myös yksi selkeimmistä arvo- sekä tulosajureista lähivuosille. Asuntohankkeet ovat yleisesti (ja arviomme mukaan myös SRV:llä) kannattavampia kuin toimitilahankkeet. Etenkin omaan taseeseen tehtävät omaperusteiset asuntohankkeet ovat usein katetasoltaan urakka- tai sijoittajahankkeita parempia.

SRV:n asuntorakentaminen keskittyy PK-seudulle sekä Suomeen suuriin kasvukeskuksiin. Tuotanto koostuu normaalisti pääosin omakehitteisistä sijoittajahankkeista sekä omaperusteisista asuntohankkeista. Vuonna 2023 liikevaihto oli 101 MEUR laskien jopa 68 % vuodesta 2022. Asuntojen valmistumiset laskivat erittäin alhaiselle tasolle jo alhaisesta vuoden 2022 tasosta. Vuonna

2023 valmistui 85 kuluttaja-asuntoa, kun niitä huippuvuosina valmistui yli 800 (2021). Lisäksi sijoittajatuotanto on vähentynyt selvästi.

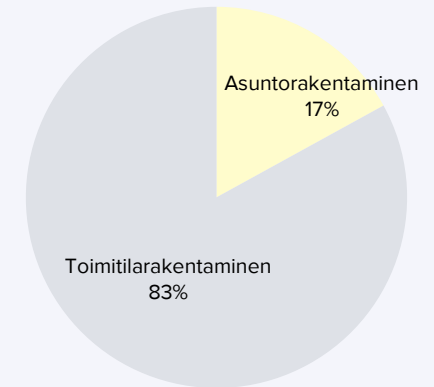
Vuoden 2023 lopussa tilauskanta oli edelleen 20 % vertailukauden alapuolella eikä tänäkään vuonna ole odotettavissa asuntovalmistumisten tulvaa. Sijoittajatuotannon muutamat aloitukset alkuvuonna tukevat liikevaihtoa tänä vuonna ja jatkuessaan voivat avittaa asuntorakentamista jo kasvuun kulumana vuonna. Omaperusteisten kuluttajahankkeiden kasvavia valmistumisia sekä parempia volyymi- että tulostasoja saamme odottaa ensi vuoteen.

Toimitilarakentaminen

SRV:n toimitilarakentamisen liikevaihto oli 2023 lopussa 509 MEUR ja kasvoi jopa 19 %:lla vuodesta 2022. Toimitilarakentaminen sisältää julkisia sekä kaupallisia hankkeita että myös vähäisemmissä määrin infra- ja korjausrakentamista. Toimitilarakentamisen hankkeet jakautuvat karkeasti yhtiön omakehitteisiin hankkeisiin sekä urakoihin (allianssit ml.).

Isojen hankkeiden päättyminen ja talouden epävarmuus on heikentänyt yksityisen toimitilarakentamisen volyymitasoja, mutta julkinen rakentaminen on pitänyt SRV:tä pinnalla. Toimitilarakentaminen tulee kantamaan SRV:n läpi vaikean rakentamisen suhdanteen. Tilauskanta oli Q4:llä vielä 36 %:n kasvussa, mikä luo pohjaa liikevaihdon kasvattamiselle myös vuonna 2024.

SRV:n liikevaihdon jakauma 2023



Toimitilarakentaminen

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

Asuntorakentaminen

- Omaperusteiset kuluttajahankkeet
- Sijoittajamyynti
- Neuvottelu-urakointi
- Urakointi

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/4

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.

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.

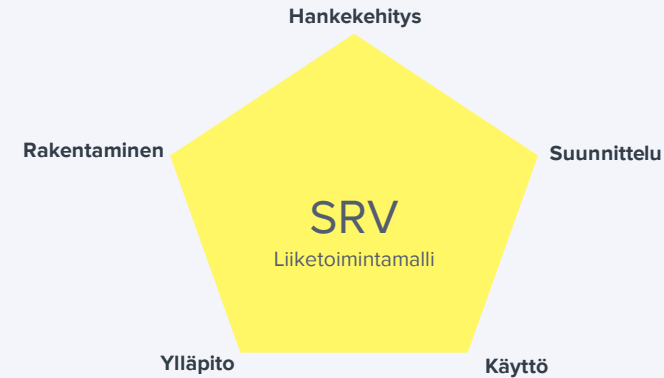
Hankekehityksestä syntyy kuitenkin SRV:lle jatkuvasti kustannuksia (kiinteitä kuluja), joita ei välttämättä saada takaisin onnistuneina hankkeina. Lisäksi hankekehitys on usein suhdannevaihteluiden, rahoituksen saatavuuden ja kaavoitusprosessien vuoksi hidasta, ja voi kestää useita vuosia ennen kuin 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 ovat myös riskit ja kiinteät kulut. Omakehitteinen, mutta sijoittajalle ennen rakentamista myytävä kohde, on perusrakointia kannattavampaa, mutta jää jälkeen omaperusteisten hankkeiden katteista. Oikealla on nähtävissä havainnollistava taulukko eri hanketyyppien katetasoista.

Nykyisessä ympäristössä SRV:n hankkeet koostuvat yhteistoiminnallisista urakoista toimitilapuolella ja omakehitteisistä sijoittajahankkeista asunto- ja toimitilapuolella. Omaperusteisia toimitilahankkeita ei nykyään lähtökohtaisesti tehdä riskienhallinnallisista syistä. Omaperusteisia kuluttaja-asuntoja ei heikon markkinatilanteen vuoksi ole rakenteilla tällä hetkellä, mutta tulevaisuudessa kuluttaja-asuntojen määrää on kuitenkin tarkoitus kasvattaa selvästi.

SRV pyrkii hankekehityksen yhteydessä myös myymään hankkeitaan kuluttajille tai sijoittajille. Myyminen jatkuu mahdollisesti rakentamisen aikana ja valmistumisen 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	15-20%	4-6%	11-14%

Lähde: Inderes

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/4

Hankkeiden toteuttaminen

Toteutusvaiheessa SRV yhdistää hankekehityksen projektinjohtototeutukseen. Hieman urakasta ja hankkeesta riippuen rakennustyö jaetaan yleensä useisiin osiin, jotka kilpailutetaan suunnittelun etenemisen myötä. SRV ottaa kokonaisvastuun (pääurakoitsija) hankkeen toteuttamisesta.

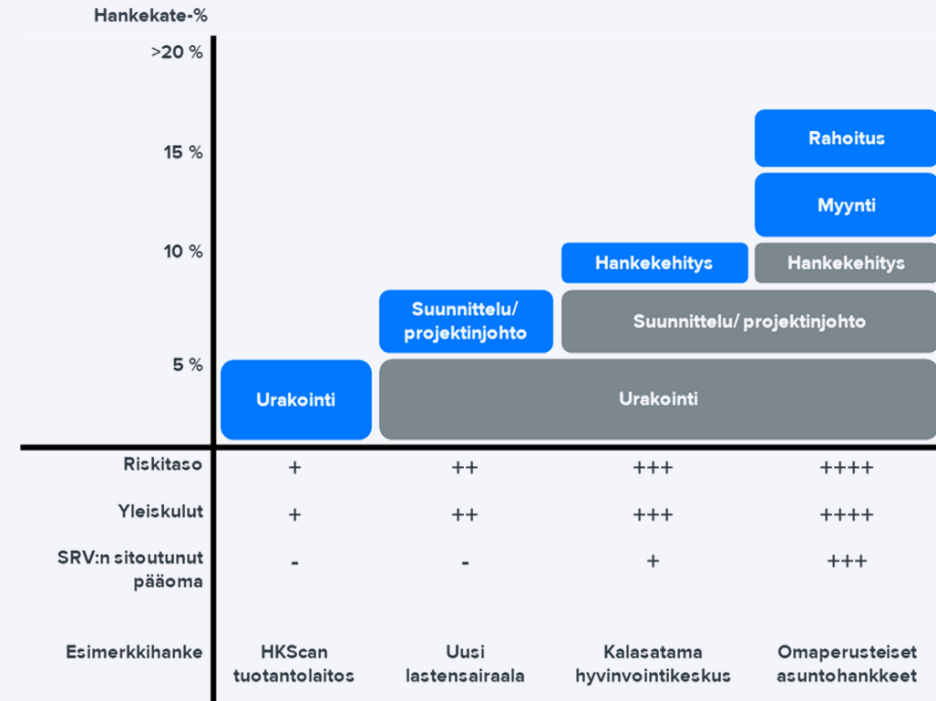
Toimintamallin etuna on, että se mahdollistaa suurtenkin hankkeiden nopean käynnistämisen ja läpiviennin vielä alustavien suunnitelmien pohjalta yhteistyössä tilaajan (asiakkaan) kanssa. Toimintavan tulisi tarjota kustannusrakenteen joustavuutta, sillä se mahdollistaa pienemmän henkilöstömäärän ja kiinteät kulut.

Haasteena näemme mallissa sen, että yhtiö on hyvin riippuvainen 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.

Työvoiman ja materiaalin kysyntä nousivat voimakkaasti kuumen suhdanteen aikaan, mikä on heikentänyt SRV:n mallin toimivuutta.

Aliurakoitsijoiden asema on ollut parempi, kun tarjonta heistä on niukkaa ja kysyntää on etenkin PK-seudulla riittämiin. Arvioimme mallin toimivan paremmin nyt, kun suhdanne on hiipuva tai lähtemässä nousuun, jolloin kilpailu resursseista ei ole niin merkittävässä asemassa.

SRV:n liiketoimintamalli ja hanke-esimerkit



Sijoitusprofiili

1.

Kannattavuuden parannus

2.

Keskittyminen kasvaviin ja kaupungistumisen tukemiin alueisiin

3.

Omaperusteisen asuntorakentamisen ja toimitilamarkkina-aseman vahvistaminen

4.

Pääoman käytön tehostuminen ja liiketoiminnan riskien pienentyminen

5.

Suhdanneherkkyys ja markkinariskit

Potentiaali



- Operatiivisen kannattavuuden nosto niin tehokkuuden kuin volyymien nousun avulla
- Asuntorakentamisen kasvu erittäin alhaisilta tasoilta
- Pääomien vapautustoimet 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

Kestävästi kannattava

SRV lanseerasi uudistetun ja päivitetyn strategiansa vuosille 2024-2027 vuoden 2023 loppupuolella. Kuten strategian otsikostakin huomaa, keskiössä on SRV:n kannattavuuden parannus kestävästi korkeammalle tasolle.

Strategia nojaa edelleen elinkaariviisaaseen rakentamiseen, jota pyritään toteuttamaan markkinaolosuhteisiin nähden optimoidulla hankeportfoliolla, erinomainen asiakaskokemus luoden, ilmastonmuutosta hilliten ja omistaja-arvoa kasvattaen.

SRV:n vaikeiden vuosien jälkeen tervehtynyt tase, nouseva operatiivinen tulokunto sekä erittäin vahva ja matalariskinen tilauskanta luovat yhtiölle hyvän perustan, mistä lähteä kasvattamaan liiketoimintaa sekä tulosta rakentamisen kysynnän jälleen piristytessä. Tavoitteiden saavuttaminen vaatii kuitenkin mielestämme merkittävästi parempaa markkinatilannetta.

Kohti kestävästi kannattavuutta 2024-2027

Strategiassa on viime vuodet keskitytty entistä enemmän kannattavuuden parantamiseen ja kasvun sijasta pyritty varmistamaan projektien pääoman käytön tehokkuus sekä matalampi riskitaso. Operatiivinen kannattavuus onkin ollut nousussa ja tilauskannan riskitaso on laskenut selvästi, kun hankeportfoliota on muokattu markkinatilanteeseen optimaalisemmaksi. Tämä näkyy mm. siinä, että yhteistoiminnallisten hankkeiden osuus tilauskannassa on noussut selvästi, kun asuntorakentamisen sekä

kaupallisten toimitilahankkeiden kysyntä on ollut heikkoa. Uudistetussa strategiassa tätä hyvää kehitystä pyritään jatkamaan ja osittain varmasti tästä syystä strategian uudistus nojaa pitkälti samoihin teemoihin kuin aikaisemminkin:

Strategiset painopisteet

- Markkinaolosuhteiden ja riskien hallinnan kannalta optimoitu portfolio
- Elinkaariviisas rakentaminen
- Arvoa tuottava asiakastyö
- Tehokkuus ja digitalisaatio
- Yrityskulttuuri, ihmiset ja osaaminen

SRV:lle tärkeässä osassa liiketoiminnassa on kestävä kehitys ja kestävä rakentaminen, jota yhtiö kutsuu sanoilla elinkaariviisas rakentaminen. Tiivistetysti se tarkoittaa, että SRV pyrkii optimoimaan aina rakennuksen ympäristöjalanjäljen ja kustannukset pitkällä aikavälillä.

SRV on keskittynyt osa-alueen parissa omakehitteisiin ja -perusteisiin hankkeisiin, joissa se on erityisesti painottanut ilmastonmuutoksen hillitsemistä ja päästöjen vähentämistä. SRV:n mukaan heidän työmaansa ovat olleet nettopäästöttömiä vuoden 2022 alusta, ja päästömäärät ovat pienentyneet 75 %:lla historiasta.

Strategiset painopistealueet

Elinkaariviisaus

Saavutukset

- Päästöt pienentyneet 75 %
- Ensimmäinen nettopäästötön rakennus
- Preemio nähtävillä elinkaariviisaista ratkaisuista

Seuraavaksi

- Korkean arvon hankekehitys
- Konseptiratkaisut
- Materiaalipäästöjen 20-40 % vähennys

Arvoa tuottava asiakastyö

Saavutukset

- Yhteistoiminnallisuuden kulttuuri
- Vahva tilauskanta ja hankekanta
- Parantunut NPS

Seuraavaksi

- Kasvua elinkaariviisaissa hankekehityshankkeissa
- Omakehitteisten hankkeiden konseptointi

Tehokkuus- ja digitalisaatio

Saavutukset

- Ajantasainen tiedonkulku
- Tahtituotannon kehitys
- Vahvistunut hankinta
- Korkean rakentamisen runkoratkaisu

Seuraavaksi

- Hankinnan kehitys
- Teollinen valmistus rakentamisessa
- Uudet teknologiat

Yrityskulttuuri, ihmiset ja osaaminen

Saavutukset

- Viihtyvyys ja työviire parantunut
- Matala sairauspoissaolo-%

Seuraavaksi

- Kilpailukyvyyn parannus kulttuurin avulla
- Johtaminen ja kehittyminen
- Yhteisöllisyyden ja monimuotoisuuden edistäminen

Strategia 2/2

Kestävän kehityksen ja elinkaariiviisaan rakentamisen vaikutukset näkyvät myös konkreettisesti markkinalla. SRV:n pääomamarkkinapäivän materiaalissa mainittiin, että JLL:n ja CBRE:n selvitysten mukaan elinkaariivisaisten kohteiden vuokrausaste on noin 8 % parempi, ja niiden preemio verrattuna muihin kohteisiin myydessä on noin 8-12 %. Tämä heijastuu myös liiketoimintaan ja SRV toteaaakin, että omakehitteisten hankkeiden kannattavuus on näihin painottamisen myötä parantunut.

Optimaalisella portfoliolla kohti kestävästi parempaa kannattavuutta

SRV pyrkii optimoimaan portfoliotaan markkinaolosuhteiden ja riskienhallinnan kannalta siten, että yhtiö saavuttaa pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteensa vuoteen 2027 mennessä:

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

Aikaisempaan strategiaan nähden taloudellisissa tavoitteissa ei ollut merkittäviä muutoksia, mutta heikon vallitsevan markkinan vuoksi aikajänne hieman piteni ja marginaalitasolle (tavoite oik. EBIT-% noin 5,5 %) muutettuna kannattavuustavoite laski hieman maltillisemmaksi (aik. 6 % oik. EBIT-% tavoite). Tällä hetkellä yhtiön hankeportfolio ja tilauskanta on vahvasti painottunut yhteistoiminnallisiin toimitilaurakoihin, missä arviomme mukaan riskit ovat hallittuja, mutta myös

tuotot jättävät yhtiön alle taloudellisten tavoitteiden. Tavoitteiden saavuttaminen vaatii nykyistä riskisempää ja tuottoisampaa omaan hankekehitykseen perustuvaa asunto- ja toimitilarakentamisen lisäämistä portfolioon.

Tämän SRV aikoo saavuttaa **1)** ylläpitämällä nykyistä johtavaa asemaa yhteistoiminnallisissa allianssi- ja projektinjohtohankkeissa, **2)** nostamalla asuntorakentamisen osuuden liikevaihdosta 30-40 %:n tasolle ja **3)** kasvattamalla omaperusteisten ja -kehitteisten toimitila- ja asutoshankkeiden suhteellista osuutta 30-40 %:iin liikevaihdosta. Ennusteemme ovat kohtalaisen linjassa tavoitteisiin, sillä asuntorakentamisen osuus liikevaihdosta nousee vuonna 2026 lähemmäs 30 %. Noin puolet tavoitekannattavuudesta on tarkoitus saavuttaa volyymien nousulla ja puolet tällä liiketoimintamixin muutoksella (enemmän omakehitteistä ja omaperusteista asunto- ja toimitilarakentamista).

Tavoitteiden saavuttaminen vaatii yhtiöltä liiketoiminnan kasvattamista ja omaperusteisten asuntojen osuuden kasvattamista lähivuosina, mutta yhtiön historiallisten projektiriskien toteutumisen vuoksi olemme kannattavuuden ennusteissamme vielä maltillisia. Lähivuosina kannattavuutta kuitenkin jo parantaa omakehitteisten hankkeiden osuuden nousu portfolioista ja volyymien nousu koko konsernin osalta. Strategiakauden loppupuolella odotamme merkittävin kannattavuus- ja kasvuajuri. Selkeimmät riskit liittyvät markkinoiden palautumisen aikatauluun sekä mahdollisiin projektiriskien uusiutumiseen.

Taloudelliset tavoitteet 2027 loppuun mennessä

Liikevaihto	>900 MEUR	2023: 610 MEUR
Kannattavuus	> 50 MEUR Operatiivinen liikevoitto	2023: 1,1 MEUR
Osinko	30-50 % vuosittaisesta tuloksesta	2023: 0 %

SRV strategia 2023-2027



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. 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, sillä 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 oli huomattavissa nytkin, sillä aktiviteetti ja liikevaihdot pysyivät hyvällä tasolla vielä vuonna 2022, vaikka rakentamisen markkina ja talous

osoitti heikkenemisen merkkejä. Viime vuoden aikana myös liikevaihdot ovat laaja-alaisesti laskeneet ja lasku on jatkunut voimakkaana vuoden 2024 alussa Tilastokeskuksen rakentamisen liikevaihtotilaston mukaan (01/24: -12 % v/v).

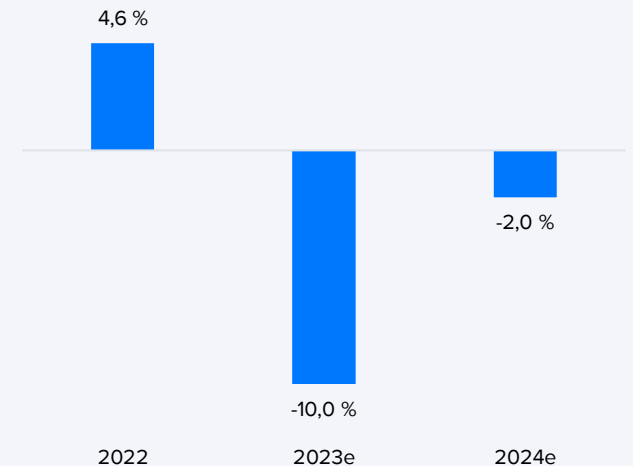
Kannattavuudet ovat olleet laskusuunnassa jo pidempään, kun kustannukset ovat ylittäneet odotukset. Energian hinnan, logistiikan, palkkapaineiden ja muiden kustannusten kokema inflaatio kasvatti kustannustaakkaa vielä vuonna 2023, vaikka materiaalien hintojen osalta piikki onkin osaltaan jo takanapäin. Yleisesti kustannuspaineet ovat alkaneet jo maltillistumaan heikon kysynnän seurauksena.

Heikon vuoden 2023 jälkeen talouden odotetaan pääsevän jo hieman paremmalle uralle. Kasvu kiihtyisi kuitenkin vasta 2025, kuten oikealla olevasta taulukosta huomaa. Rakentamisen osalta alkuvuoden odotetaan edelleen olevan heikko, mutta loppuvuoden aikana niin toimitilarakentamisen kuin asuntorakentamisen tulisi osoittaa asteittaisia elpymisen merkkejä. Rakennusteollisuus RT ennustaa syksyisessä katsauksessaan koko rakentamisen määrän laskeneen vuonna 2023 noin 10 %:lla. Vuonna 2024 lasku jatkuisi vielä noin 2 %:lla. 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	2024e	2025e
VM	0,7 %	2,0 %
Euroopan komissio	0,8 %	1,5 %
Nordea	-1,0 %	2,0 %
OP Ryhmä	0,0 %	1,4 %
Handelsbanken	0,1 %	1,7 %
Hypo	0,0 %	2,0 %
Danske Bank	0,3 %	1,9 %
Säästöpankkiryhmä	0,0 %	1,4 %
Suomen pankki	-0,2 %	1,5 %

Lähde: Finanssialan ry

Rakentamisen määrän odotetaan laskevan edelleen vuonna 2024 (RT-ennuste)



Markkinat 2/3

Asuntomarkkina näyttää heikolta edelleen vuoden 2024 alussa

Asuntorakentamisen osalta tilanne näyttää heikoimmalta rakentamisen eri osa-alueista. Vuosikausien vahva asuntorakentamisen määrä laski selvästi alhaisemmalle tasolle vuonna 2023 ja näillä näkymin aktiviteetti jatkuu myös historiaa alhaisemmalla tasolla vuonna 2024.

Asuntomarkkinan palautuminen ja voimakkaampi piristyminen tapahtunee aikaisintaan vuoden 2025 aikana aloitus- ja lupakehityksen perusteella arvioituna.

RT:n syksyisessä ennusteessa vuoden 2023 asuntorakentamisen määrän odotettiin laskevan jopa 38 %, kun sen vuonna 2024 ennustetaan edelleen laskevan 9 %:lla. Kuva ei ole syksystä merkittävästi muuttunut ainakaan parempaan. Kuluttajien luottamuksen alhainen taso, kuluttajien alhaiset asunnonostoaikeet ja korkealle nousseet asuntolainojen korot ovat laskeneet kauppamääriä ja ostohaluja merkittävästi. Lisäksi talouden alavire, ostovoiman heikentyminen sekä poliittiset lakot heikentävät ilmapiiriä vuoden 2024 alussa.

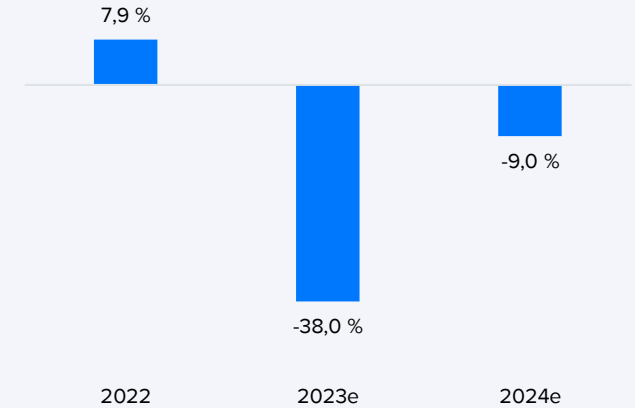
Kiinteistövälitysalan keskusliiton tilaston mukaisesti tammikuussa 2024 asuntokauppamäärät laskivat -11 %:lla vuoden takaiseen verrattuna. Vanhojen asuntojen kauppa jopa hieman piristyi viime vuoden lopussa (varainsiirtoverouudistus), mutta rakennusliikkeiden kannalta tärkeämpi uudisasuntojen kauppa laski edelleen jopa 44 %:lla 83 kappaleeseen. Uusien asuntojen kauppa on edelleen siis ollut lähes täysin pysähdyksissä,

mikä ei tee hyvää asuntoaloituksille tai myytävien asuntojen varastojen kanssa kamppaileville rakennusyriyksille. Myytävien asuntojen varaston liian suuri määrä voi johtaa heikoissa markkinaoloissa pakkomyynteihin ja isoihin alennuksiin. SRV:llä myymättömien asuntojen määrä on kuitenkin alhainen (Q4'23: 99 kpl), joten tämä riski heillä on pieni.

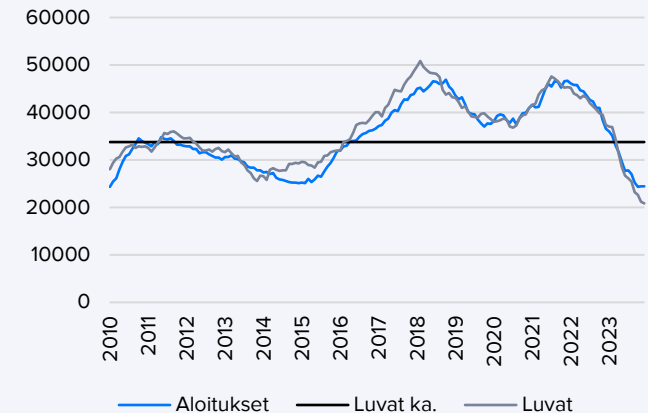
Markkinatunnelma ei tue merkittävästi aloittamaan uusia asuntohankkeita tällä hetkellä. Tunnelmien ja aloitusten tulisi kuitenkin piristyä jo H1:n aikana, jotta vuonna 2025 asuntoja valmistuisi odotuksien mukaan. Vuonna 2022 asuntoaloituksia oli vielä asuinrakennuksille noin 38 500 kappaletta, kun niitä vuonna 2023 tilastokeskuksen mukaan oli vain 24 500 kappaletta. Tämäkin luku vaikuttaa korkealta, kun esimerkiksi isoimpien rakentajien aloitusmääriä seuraa ja tilastoihin voi vielä tulla muutoksia. RT ennusti vuoden loppupuolella aloitusmäärien laskevan jopa 16 000 kappaleeseen vuonna 2023.

Kuluvan vuoden alussa asuntojen rakennuslupien kehityksen kautta arvioituna noin 20 000 asunnon aloitus voisi olla realistinen markkinan käynnistyessä vetämään vuoden toisella puoliskolla. Arviomme mukaan aloitusten määrä voi nousta myös nopeasti korkeammaksi, mikäli markkina nopeasti lähtee vetämään, sillä monet yhtiöt ovat indikoineet valmiuksistaan aloittaa hankkeita, kun markkina jälleen vetää. Siksi suhtaudummekin ennusteisiin ja arvioihin tällä hetkellä hieman varauksella.

Asuntorakentaminen pysyy kuopassa 2024 (RT ennuste)

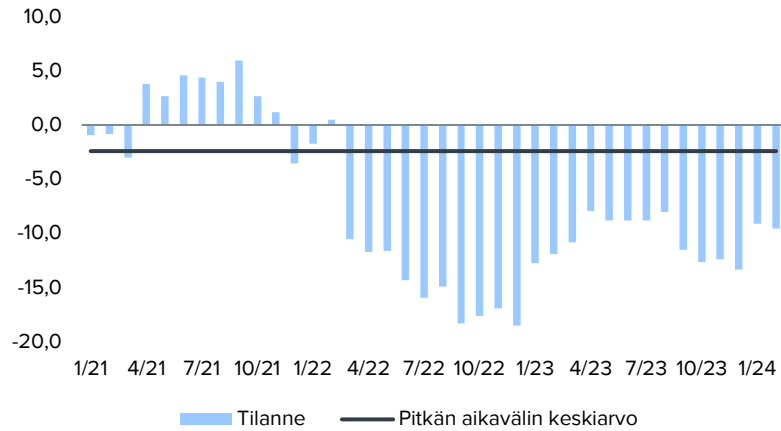


Asuinrakennusten lupa- ja aloituskehityksessä jyrkkä alamäki, kpl (rullaava 12kk)

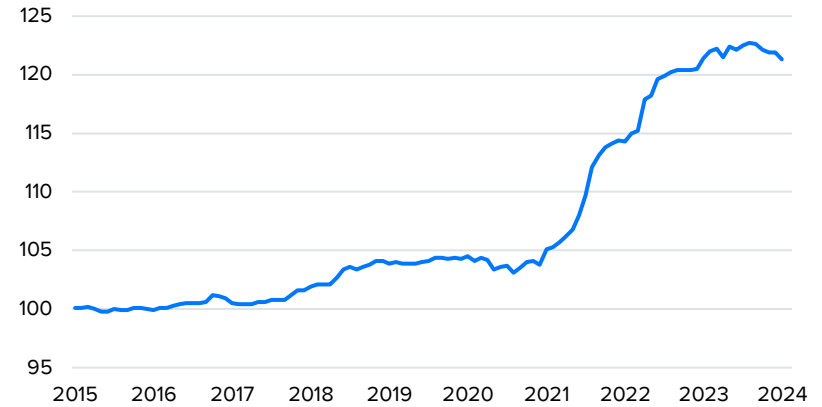


Markkinat

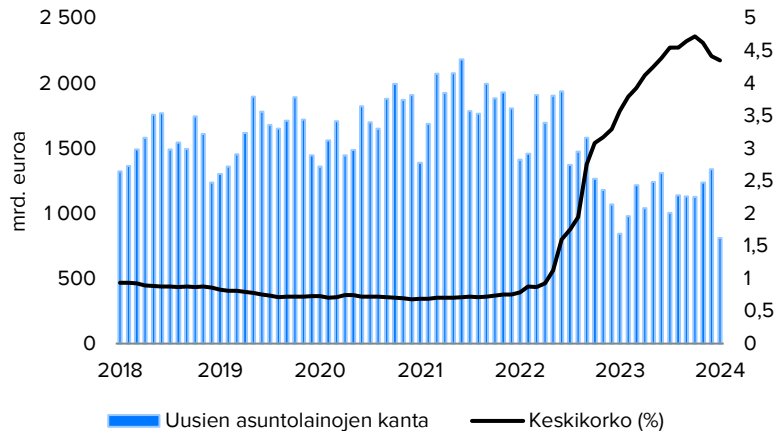
Kuluttajaluottamus alamaissa edelleen



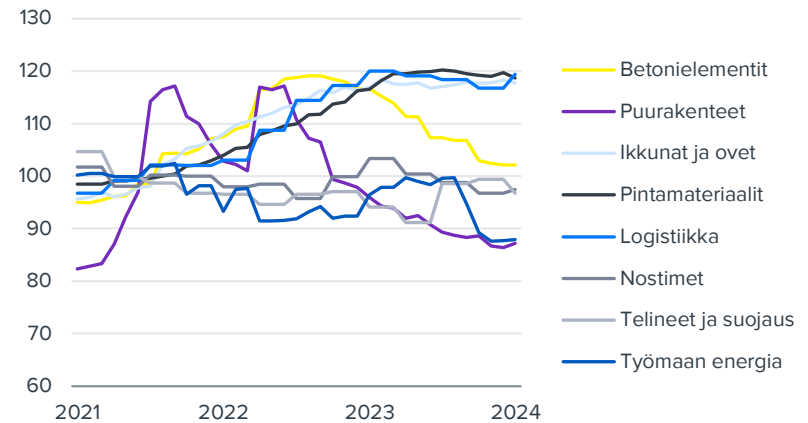
Rakennuskustannuksissa laskun merkkejä (1/2024, kokonaisindeksi)



Nostetut uudet asuntolainat ja niiden keskiporko



Hintojen kehitys rakentamisen eri osa-alueissa



Markkinat 3/3

Toimitilarakentamisen näkymät vaihtelevat

Toimitilarakentamisessa yksityinen kaupallinen markkina on tällä hetkellä heikko, mutta julkinen rakentaminen, teollisuusinvestoinnit sekä korjausrakentaminen tukevat kehitystä. RT ennustaa toimitilarakentamisen määrän laskeneen vuonna 2023 noin 2,0 %:lla, kun se vuonna 2022 oli tilastojen mukaan noin 3 %:n kasvussa. Kuluvana vuonna 2024 toimitilarakentamisen odotetaan kääntyvän kuitenkin jälleen noin 3 %:n kasvuun. 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 solmukohdissa.

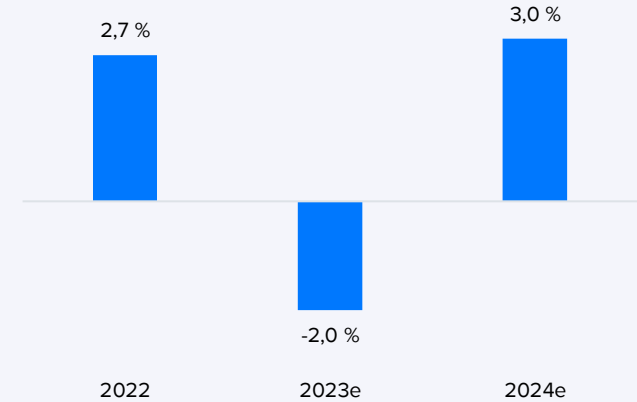
Toimitilamarkkinoilla on ollut haastavia vuosia takana. Ensin korona heikensi liiketilarakentamisen sekä etenkin hotelli- ja majoitusrakentamisen näkymiä, jonka jälkeen sota ja taloudellinen epävarmuus iskivät kaupalliseen kiinteistömarkkinaan. Hankkeiden aloitukset ja rakennuslupien kehitys onkin ollut alamaissa jo usean vuoden ajan, kuten oikealla näkyvästä kuviosta voi nähdä. Merkittävä lasku liike- ja toimistorakentamisen määrässä on jo näiltä tasoilta mielestämme epätodennäköistä, mikäli Suomen tai maailmantalous ei ajaudu merkittävästi suurempaan ja pidempikestoisempaan taantumaa.

Nousseet tuottovaatimukset ympäri maailmaa ovat kuitenkin vähentäneet sijoittajien kiinnostusta kiinteistöjä ja niiden rakentamista kohtaan. Rahoitusolojen kiristyminen ja korkojen nousu

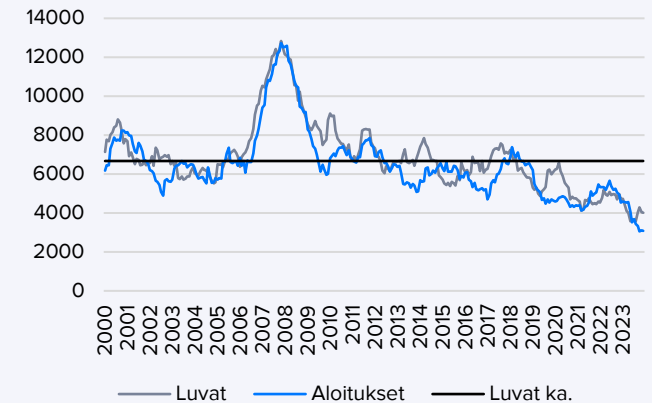
taasen on tehnyt monesta investoinnista toimimattoman, kun se nollakorkoaikana olisi voinut käynnistyä hyvillä tuotto-odotuksilla. Korko-odotukset ja markkinakorot ovat maailmalla tulleet viime aikoina alas, mutta vielä kaupallinen kiinteistömarkkina tuntuu olevan odottavalla kannalla.

Teollisuusrakentaminen on vetänyt suurien hankkeiden ansiosta ja isot sairaalahankkeet ovat lisänneet julkisten tilojen kysyntää. Tämä tukee rakentamista myös lähitulevaisuudessa ja etenkin SRV:llä. Myös koulu- ja päiväkotirakentaminen tai -korjaaminen 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.

Toimitilarakentamisen odotetaan palautuvan vuonna 2024 (RT ennuste)

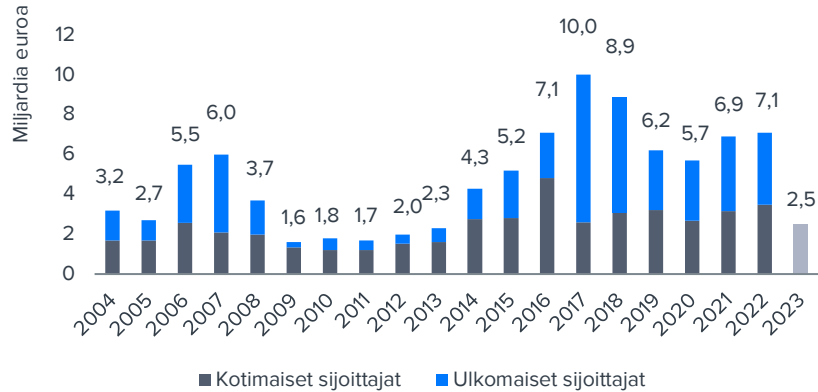


Toimitilamarkkinan lupakehityksessä joitain merkkejä mahdollisesta käänteestä, m3 (1000x) (rullaava 12kk)

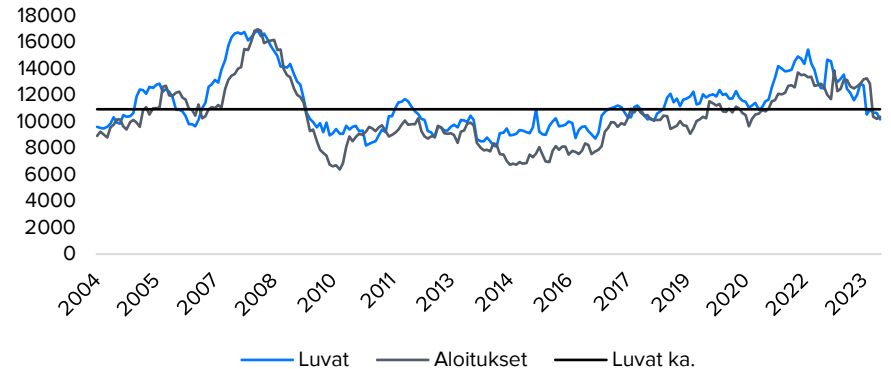


Markkinat

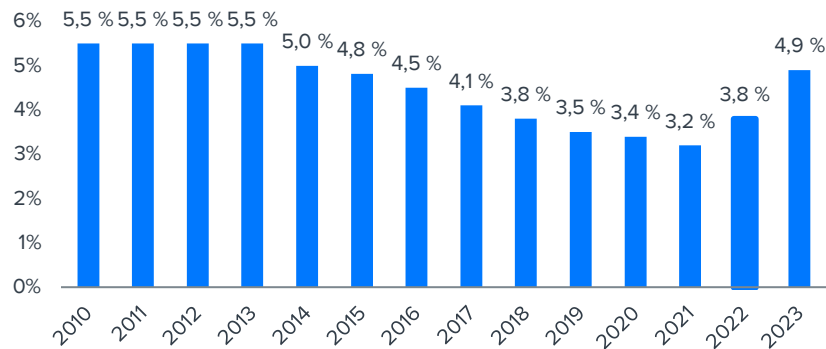
Kiinteistötransaktiivolyymit laskivat jyrkästi vuonna 2023* (Lähde: Catella)



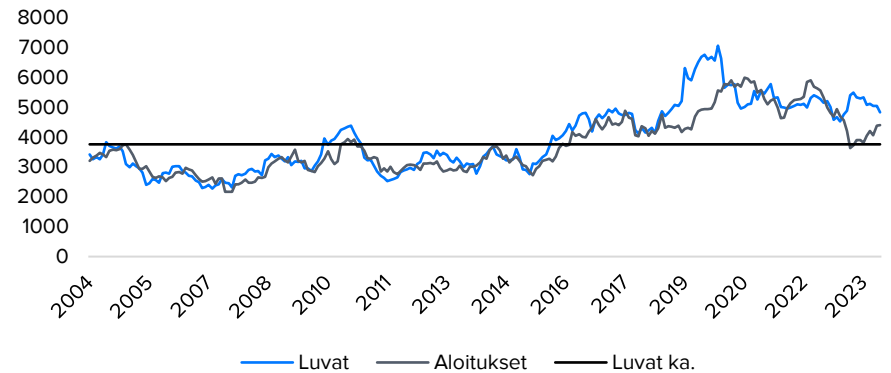
Teollisuusrakennuksien lupakehitys heikkenemään päin, m3 (1000x) (rullaava 12kk)



Tuottovaatimukset selvässä nousussa markkinoilla (Toimistot, Helsinki Prime)



Julkiset palvelurakennukset tukevat tällä hetkellä kysyntää, m3 (1000x) (rullaava 12kk)



Taloudellinen tilanne 1/2

Taloudellinen tilanne vakaa

SRV:n taseen loppusumma oli vuoden 2023 lopussa 439 MEUR (2022: 448 MEUR). Yhtiön tase on supistunut viime vuosina merkittävästi tervehdyttämishojelman, sitoutuneen pääoman vähentymisen, velkaantuneisuuden alentumisen sekä varojen alaskirjausten vuoksi (2020 taseen loppusumma: 899 MEUR).

SRV:n omavaraisuusaste (ilman IFRS 16) oli vuoden 2023 lopussa 48 % (2022: 48 %) ja nettovelkaantumisaste -4 % (2022: -8 %). Hyvät taseen tunnusluvut helpottavat SRV:n kykyä lähteä aloittamaan hankkeita ja kehittämään liiketoimintaa. Tällöin myös rahoituskanavat toimivat usein paremmin ja hinta on matalampi.

Rahavaroja yhtiöllä oli vuoden 2023 lopussa noin 40 MEUR. Liiketoiminnan rahavirta oli vuonna 2023 1,6 MEUR positiivinen ja parani merkittävästi vuoden 2022 -10 MEUR:sta. Rahavarojen lisäksi yhtiöllä on 29 MEUR:n nostamaton maksuvalmiuslimiitti ja 10 MEUR:n nostamaton tililimiitti. Yhteensä 79 MEUR:n rahoitusreserveillä 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 56 % (246 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 (2023: 88 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 19 %:n osuudella. Aikaisemmin ison osan taseesta muodostaneet osuudet osakkuusyriyksissä ovat nyt noin 4 MEUR. Erä muodostaa enää vain murto-osan taseen loppusummasta Venäjän erien alaskirjausten jälkeen. Erä sisältää nyt vain Suomeen liittyviä omistuksia. SRV on enää osaomistajana yhdessä kauppakeskuksessa (Pearl Plaza) Venäjällä, jonka arvo taseessa on siis alaskirjattu kokonaan. Kohteen myyntiponnisteluja jatketaan ja niiden myynnin tulisi hieman parantaa yhtiön kassavirtaa. Tulosvaikutus jää arviolta pieneksi alhaisten myyntihintojen, mutta myös valuuttakursseihin liittyvän negatiivisen muuntoeron kirjaamisen jälkeen.

Vaihtovelkakirjalaina vahvistaa omaa pääomaa

SRV:n oma pääoma oli vuoden 2023 lopussa 139 MEUR. Oma pääoma on vahvistunut tulostakäanteen, tervehdyttämishojelman 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 tuloslaskelmassa, vaikka yhtiö ei sitä itse näin raportoi. 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 miljoonaan kappaletta ja vaihtovelkakirjalainan täysi konvertointi kasvattaisi SRV:n osakemäärää 84 %:lla. Tällä olisi laimentava vaikutus nykyisten osakkeenomistajien omistukseen, mikä sijoittajien on hyvä huomioida.

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

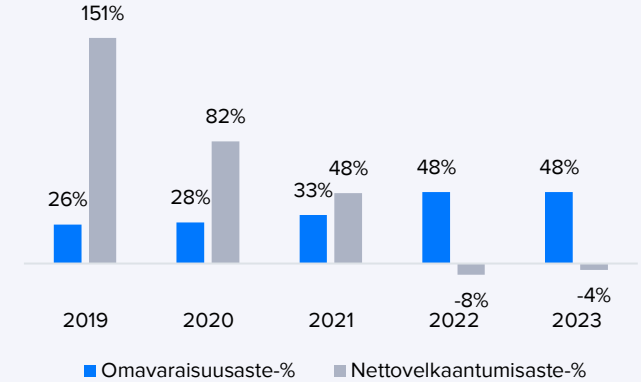
Korolliset velat laskeneet merkittävästi

Viime vuosina tehtyjen taseoimenpiteiden ansiosta vieraan pääoman korolliset velat ovat laskeneet merkittävästi. Korolliset velat olivat yhteensä vuoden 2023 lopussa 139 MEUR. Tästä tosin yli 75 % (106 MEUR) oli kuitenkin vuokravelkaa (IFRS 16). Ilman näitä vuokravelkoja korollista velkaa oli vain 33 MEUR.

2023 lopussa yhtiön velan maturiteettirakenne oli yhtiölle lyhyellä aikavälillä suotuisa, sillä isoimmat erääntymiset ovat vasta vuoden 2027 jälkeen ja nekin ovat yhtiölainoja ja muita velkoja. Suurin osa lähivuosina erääntyvistä veloista vuosi 2024 pois lukien on myynnissä olevien asuntojen yhtiölainoja, jotka poistuu SRV:n taseesta, kun asunto myydään eteenpäin. Velkaantuminen tai taseasema sen puolesta ei ole SRV:lle enää liiketoiminnan kehittämisen ja kasvattamisen osalta jarruttava tekijä.

Arviomme mukaan keskiporkko 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 tehdystä tuloksesta kuin esimerkiksi vuosina 2020-2021 (nettorahoituskulut ka.: -24 MEUR). Tämä tuo selkeää tulosvipua alariveillä, kun yhtiön tulostaso sekä liikevaihto nousevat lähemmäs tavoitetasoja.

SRV:n taseen tunnusluvut parantuneet selvästi (ilman IFRS 16)



Velan maturiteettijakauma ja pääasiallinen koostumus



Ennusteet 1/4

Ennusteiden perustelut

Emme tehneet merkittäviä muutoksia ennusteisiimme laajan raportin yhteydessä. Summaten SRV:n vuosi 2024 jää vielä tuloksellisesti heikoksi ja rakentamisen markkinan tulee piristyä lähiaikoina selvästi, jotta vuosien 2025-2026 ennusteisiimme ylletään.

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

Asuntomarkkinan käännettä odotellessa

Vuosi 2023 oli edelleen jatkuvien markkinahaasteiden sävyttämä. Volyymit asuntorakentamisessa jäivät SRV:llä erittäin alhaisiksi, mikä laski operatiivisen tuloksen alhaiselle tasolle (oik. EBIT 2023: 1,1 MEUR). Liiketoiminnan kasvua ajatellen yhtiö tarvitseekin etenkin asuntomarkkinalta vetoapua. Alkuvuosi vielä vuonna 2024 näyttää varsin heikolta, mutta vuoden edetessä asuntoaloituksia tulisi enenevissä määrin tulla, jotta lähivuosien tuloskasvuennusteisiimme ylletäisiin.

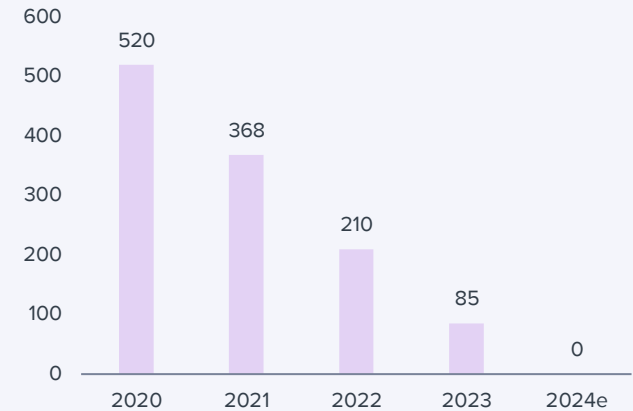
Pieniä positiivisia merkkejä on jo nähty sijoittaja- ja

instituutioasuntoaloitusten muodossa. SRV tiedotti vuoden alussa 128 asunnon rakentamisesta Varmalle ja 125 asunnon toteuttamisesta Helsingin kaupungin Asuntotuotantopalveluille. Vuoden lopussa rakenteilla oleviin asuntoihin nähden (239 kpl) tämä on jo hyvä alku.

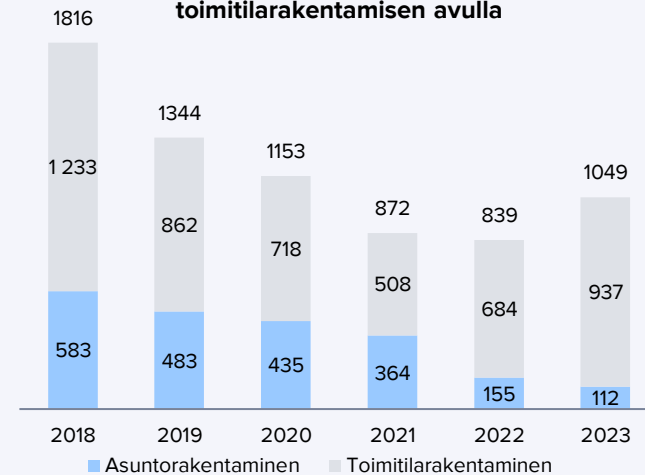
Arvioimmekin, että juuri omakehitteinen (sijoittajatuotanto) ja urakoinnin tuotanto lähtevät ensimmäisinä tukemaan volyymikehitystä asuntorakentamisen puolella, kun taas omaperusteisia ei valmistu lähivuosina ennusteissamme lainkaan (24e: 0 kpl vs. 5 vuoden keskiarvo per vuosi: 398 kpl). Jotta vuodelle 2025 voitaisiin odottaa valmistuvia omaperusteisia asuntoja, tulisi hankkeiden käynnistyä mieluusti jo kevään/kesän 2024 aikana.

Ennusteemme nojaavatkin enemmän omakehitteisen asuntotuotannon virkoamiseen, sillä se ja toimitilarakentaminen tuovat liikevaihtoa ja tulosta valmiusasteen mukaisesti nopeastikin. SRV:llä on kuitenkin valmiuksia niin taloudellisen asemansa kuin hyvien sijaintien ja tonttien puolesta aloittaa myös omaperusteisia hankkeita, mikäli markkinalta saadaan tarpeeksi ennakkovarauksia ja kiinnostusta hankkeita kohtaan.

Omaperusteisten asuntojen valmistumiset laskevat nolllille ennusteissamme vuonna 2024



SRV:n tilauskanta kääntynyt kasvuun toimitilarakentamisen avulla



Ennusteet 2/4

Vuosi 2024 on vielä haastava

Vuodelle 2024 SRV ohjeistaa liikevaihdon kasvavan vuoteen 2023 verrattuna (2023: 610,0 MEUR). Operatiivisen liikevoiton arvioidaan paranevan vuoden 2023 operatiiviseen liikevoittoon verrattuna (2023: 1,1 MEUR).

Ohjeistuksen, tilauskannan kehityksen sekä edellä mainittujen asuntomarkkinoiden ajureiden perusteella odotamme liikevaihdon nousevan SRV:llä vuonna 2024 7,5 %:lla 656 MEUR:oon. Tilauskanta oli SRV:llä vuoden 2023 lopussa jopa 25 % vertailukauden yläpuolella 1048,6 MEUR:ssa. Pitää kuitenkin ottaa huomioon, että kasvu on täysin toimitilarakentamisen ansiosta ja isot tilauskanta nostattavat hankkeet (Laakso) ovat monelle vuodelle ajoittuvia. Toimitilarakentamisen tilauskanta olikin 37 % kasvussa, mutta heikon asuntomarkkinan vuoksi asuntorakentamisen tilauskanta oli 28 % vertailukauden alapuolella.

Toimitilarakentamisen odotamme jatkavan tänä vuonna liikevaihdon kasvuaan noin 10 %:lla 561 MEUR:oon. Asuntorakentamisen osalta odotamme liikevaihdon laskevan 6 %:lla 95 MEUR:oon. Sijoittajatuotannon ja omakehittaisen tuotannon tulisi tukea liikevaihtoa, mutta alkuvuoden matalan rakenteilla olevien asuntojen määrän vuoksi volyymit jäävät kuitenkin viime vuodesta arviomme mukaan. Pienen asuntovaraston (99 asuntoa) osittaisen myynnin (60 kpl) tulisi avittaa arviomme mukaan liikevaihtoa hieman.

Tulosparannukseen ei paljoa vaadita

Kustannuspaineiden hälventymisen, projektitehokkuuden nousun ja säästötoimien

avulla odotamme operatiivisen liikevoiton paranevan heikosta vertailukaudesta. Heikompikatteisen urakoinnin osuus työkannasta on kuitenkin vielä korkea eikä merkittävää tuloskasvua kannata mielestämme odottaa. Odotamme oikaistun liikevoiton nousevan 11,9 MEUR:oon ja marginaalin olevan 1,8 % (2023: 0,2 %).

Alariveillä odotamme rahoituskulujen laskevan vertailukauden kertaluonteisten kulujen ansiosta. Tuloksen ennen veroja ja raportoidun tuloksen odotamme nousevan merkittävästi, sillä vertailukaudelle osui poikkeuseriä Venäjän omaisuuserien myynteihin liittyen. Oikaistun osakekohtaisen tuloksen odotamme olevan 0,07 euroa per osake. Osinkoa odotamme 5 senttiä per osake, mutta liiketoiminnan muut tarpeet sekä hyvän taseaseman säilyttäminen ovat mielestämme tässä hetkessä tärkeämpiä.

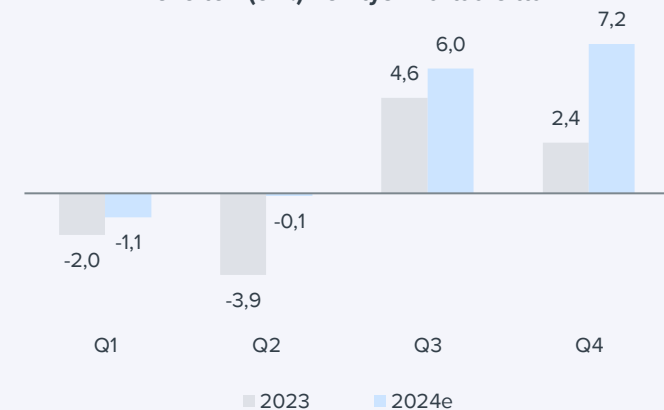
Vuodet 2025-2027

Ennustamme SRV:n liikevaihdon sekä tuloksen lähtevän voimakkaampaan kasvuun vuosien 2025-2027 aikana. Liikevaihdon kasvun ajurina toimii molempien markkinoiden piristynvä kysyntä, mutta etenkin asuntorakentamisen osalta. Toimitilamarkkinassa odotamme yksityisen kysynnän piristyvän vuoden 2024 loppua kohti, minkä tulisi tukea tilauskannan nykyistä hyvää tasoa. Asuntorakentamisen aloituksen odotamme kasvavan vuonna 2024 etenkin omakehittisten asuntojen osalta, minkä tulisi kasvattaa rakenteilla olevien asuntojen määrää vuodelle 2025. Lopulta myös kuluttaja-asuntojen valmistumiset tukevat kehitystä, mutta vahvemmin vuoden 2026 puolella.

Liikevaihdon ja oikaistun liikevoitto-% (oikea) kehitys kvartaaleittain



Liikevoiton (oik.) kehitys kvartaaleittain



Ennusteet 3/4

Ennustamme liikevaihdon nousevan vuonna 2025 noin 9 %:lla 717 MEUR:oon ja vuonna 2026 vahvemmin 14 %:lla 817 MEUR:oon. Vuonna 2027 ennustamme yhtiön liikevaihdon kasvun jatkuvan edelleen (+5 %) erittäin alhaisille tasoille laskeneiden asuntovolyymien jatkaessa palautumistaan ja liikevaihdon asettuvan 854 MEUR:oon.

SRV:n vuoden 2027 tavoite on saavuttaa tällöin yli 900 MEUR:n liikevaihto, mutta arviomme mukaan yhtiö tarvitsee jo merkittävästi vahvistuvaa tilauskantaa sekä asuntomarkkinaa, jotta meidän hieman maltillisempiinkin ennusteisiimme ylletäisiin kasvun osalta. Yhtiön kannalta tässä vaiheessa kasvun sijaan olisi kuitenkin tärkeää saavuttaa hyvä sekä kestävä tulostaso terveellä projektikannalla. Liikevaihtoaikin kuitenkin tarvitaan, jotta tulostasoa voidaan ylipäätönsä nostaa.

Vuoden 2025 oikaistun liikevoiton ennustamme nousevan 20,2 MEUR:oon ja oikaistun liikevoitto-%:n 2,8 %:iin. Seuraavana vuonna tuloskasvu jatkuu ennusteissamme vahvana ja oikaistu liikevoitto nousee 28,6 MEUR:oon ja marginaali 3,5 %:iin. Lopulta vuonna 2027 ennustamme oikaistun liikevoiton nousevan 33,3 MEUR:oon (EBIT-%: 3,9 %).

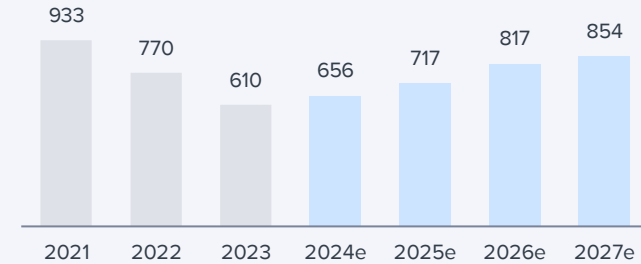
Ennuste parantuvasta kannattavuuskehityksestä perustuu 1) uusien hankkeiden parempaan katerakenteeseen (vrt. nykytilanteeseen), 2) parempikatteisten omaperusteisten asuntojen kasvavaan määrään, 3) liikevaihdon kasvuun ja 4) rakentamisen kustannuspaineiden helpottamiseen. Yhtiö on asuntomarkkinoilla

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.

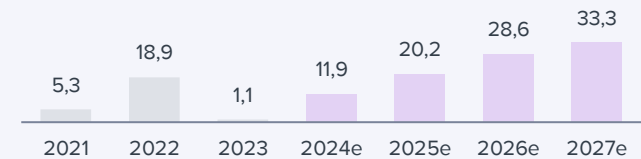
Vaikka odotamme selkeää parannusta tulokseen, olemme selvästi alle SRV:n vuoden 2027 yli 50 MEUR:n operatiivisen liikevoiton tavoitteen suhteen. SRV:n tulee mielestämme todistaa liiketoimintamallinsa kannattavuus asteittain urakoinnista, omakehitteisiin ja omaperusteisiin hankkeisiin toimitiloissa ja asunnoissa, jotta näkisimme 5,5 %:n liikevoittomarginaalin (tavoitetasolla marginaalitaso) mahdollisena.

Ennusteidemme luoma skenaariokaan ei ole kuitenkaan helppo rakennusalan tilanne ja ominaisuudet huomioiden. Isoimmat lähivuosien riskit liittyvät taloudelliseen kehitykseen, projektiriskeihin, asuntomarkkinan kysynnän pirstymisen ja toimitilamarkkinan yksityisen kysynnän palautumisen aikatauluun, kustannuspaineiden odotettuun maltillistumiseen ja lopulta kestävästä tulostasosta onnistumiseen.

Liikevaihdon kehitys vuosittain



Oikaistu (operatiivinen) liikevoitto



Oikaistu (operatiivinen) liikevoitto-%



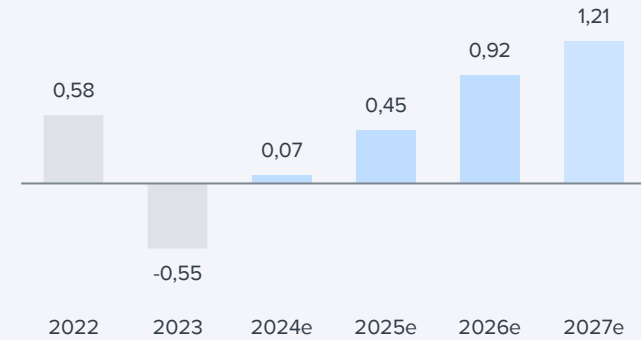
Ennusteet 4/4

Pidemmän aikavälin ennusteet

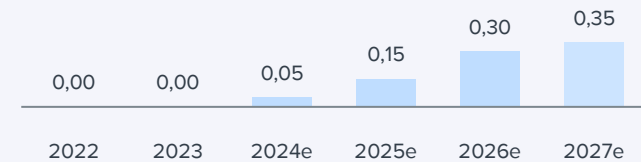
Ennustamme keskipitkällä aikavälillä SRV:n liikevaihdon kasvun olevan noin 2-3 % vuosittain ja taantuvan pitkällä aikavälillä noin 1 %:iin. Odotamme, että SRV tulee säilyttämään jatkossakin vahvan osuuden Suomen asuntorakentamisen ja toimitilarakentamisen markkinoilla. Erityisesti asuntorakentamisen pitkän aikavälin näkymät ovat melko vahvat, sillä kaupungistumisen kehityksen ja demografisten muutosten vuoksi Suomen asuntorakentamisen määrän tulisi pysyä 30000-35000 asunnon vuositasolla pitkälle tulevaisuuteen.

Arvioimme, 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 operoiville rakennusyhtiöille on pitkällä aikavälillä suhteellisen hyvä arvio kestävästä tulostasosta ja olemme tällä hetkellä sen alalaidassa.

Osakekohtaisen tuloksen (oikaistu) kehitys



Osingon (euroa per osake) kehitys



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2021	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24e	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	933	770	138	143	147	182	610	143	154	163	196	656	717	817	854
Käyttökate	4,7	-71,3	-0,6	-1,6	-3,5	4,6	-1,1	0,2	1,2	7,4	8,7	17,6	26,6	35,7	40,9
Poistot ja arvonalennukset	-6,3	-5,1	-1,4	-1,4	-1,4	-1,5	-5,7	-1,4	-1,4	-1,4	-1,6	-5,7	-6,4	-7,1	-7,5
Liikevoitto ilman kertaeriä	5,3	18,9	-2,0	-3,9	4,6	2,4	1,1	-1,1	-0,1	6,0	7,2	11,9	20,2	28,6	33,3
Liikevoitto	-1,7	-76,4	-2,0	-3,0	-4,9	3,1	-6,8	-1,1	-0,1	6,0	7,2	11,9	20,2	28,6	33,3
Nettorahoituskulut	-18,6	-2,7	-2,5	-2,5	-1,6	-2,5	-9,0	-2,0	-2,0	-1,5	-1,5	-7,0	-7,4	-8,0	-8,2
Tulos ennen veroja	-20,3	-79,1	-4,4	-5,5	-6,5	0,7	-15,7	-3,1	-2,1	4,5	5,7	4,9	12,7	20,6	25,1
Verot	0,5	-6,6	1,3	0,8	-0,1	-1,4	0,6	0,5	0,3	-0,7	-0,9	-0,7	-2,0	-3,5	-4,5
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	-21,9	-87,7	-3,1	-6,0	-7,8	-0,4	-17,3	-3,4	-2,5	3,1	4,1	1,2	7,7	15,6	20,6
EPS (oikaistu)	-2,28	0,58	-0,18	-0,41	0,10	-0,07	-0,55	-0,20	-0,15	0,18	0,24	0,07	0,45	0,92	1,21
EPS (raportoitu)	-3,34	-6,71	-0,18	-0,35	-0,46	-0,02	-1,02	-0,20	-0,15	0,18	0,24	0,07	0,45	0,92	1,21

Tunnusluvut	2021	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24e	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	-4,4 %	-17,4 %	-27,5 %	-32,3 %	-21,4 %	0,4 %	-20,8 %	3,2 %	7,8 %	10,9 %	8,0 %	7,5 %	9,3 %	13,9 %	4,6 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		256,4 %	-140,4 %	-140,0 %	15,0 %	1184,2 %	-94,0 %	-42,6 %	-97,0 %	30,7 %	194,3 %	947,4 %	68,8 %	42,0 %	16,5 %
Käyttökate-%	0,5 %	-9,3 %	-0,4 %	-1,1 %	-2,4 %	2,6 %	-0,2 %	0,1 %	0,8 %	4,5 %	4,5 %	2,7 %	3,7 %	4,4 %	4,8 %
Oikaistu liikevoitto-%	0,6 %	2,5 %	-1,4 %	-2,7 %	3,1 %	1,3 %	0,2 %	-0,8 %	-0,1 %	3,7 %	3,7 %	1,8 %	2,8 %	3,5 %	3,9 %
Nettotulos-%	-2,3 %	-11,4 %	-2,2 %	-4,2 %	-5,3 %	-0,2 %	-2,8 %	-2,4 %	-1,7 %	1,9 %	2,1 %	0,2 %	1,1 %	1,9 %	2,4 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	656	656	0 %	717	717	0 %	817	817	0 %
Käyttökate	17,7	17,6	0 %	26,5	26,6	0 %	35,7	35,7	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	12,0	11,9	0 %	20,1	20,2	0 %	28,6	28,6	0 %
Liikevoitto	12,0	11,9	0 %	20,1	20,2	0 %	28,6	28,6	0 %
Tulos ennen veroja	5,0	4,9	-1 %	12,7	12,7	1 %	20,6	20,6	0 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,07	0,07	-3 %	0,45	0,45	1 %	0,92	0,92	0 %
Osakekohtainen osinko	0,05	0,05	0 %	0,15	0,15	0 %	0,30	0,30	0 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 1/4

Arvostuksen perustelut

Käytämme SRV:n arvonmäärityksessä ensisijaisesti hyödyksi absoluuttisia arvostuskertoimia. Näistä suosimme etenkin EV/EBIT- ja P/E-kertoimia ja seuraamme näistä oikaistuja versioita. Tarkastelemme raportissa myös tulosneutraaleja kertoimia (P/B, EV/S), mutta ne toimivat lähinnä muun arvostuksen tukena. Lisäksi seuraamme verrokkeihin nähden suhteellista arvostusta sekä olemme laatineet DCF-laskelman, joka kuvaa myös paremmin pitkän aikavälin potentiaalia.

SRV:n osaketta on viimeiset vuodet hinnoiteltu käännetyntavoin, missä lyhyen aikavälin kertoimet ovat olleet korkeita, mutta pidemmälle katsottuna näyttäneet halvoilta. Sama tilanne on tällä hetkellä, mutta syynä tällä hetkellä on ennemmin alan syklinen luonne sekä erittäin heikko nykymarkkina. Markkina tulee jossain vaiheessa piristymään, mutta arvostuksessa on otettava huomioon, että matka voi osoittautua odotuksia pidemmäksi ja SRV:n operatiiviseen tuloskäänteeseen sekä kestävään yli syklin tulostasoon liittyy vielä selkeitä riskejä etenkin historiallisten projektihaasteiden vuoksi.

Hyväksyttävä taso nojaa sektorin pitkän aikavälin tasoon

SRV:n ja yleisesti syklisen 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

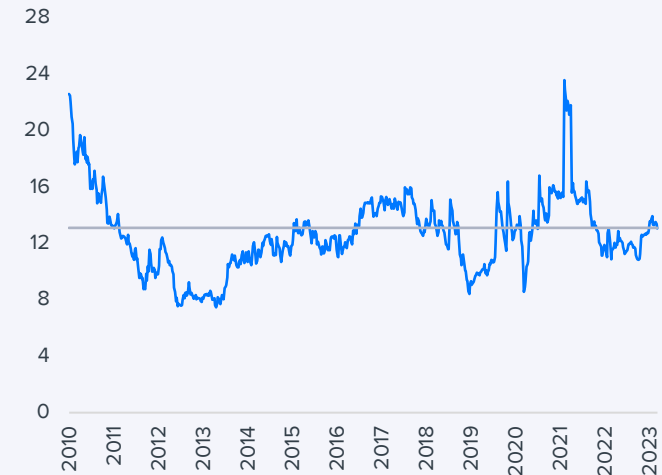
eteenpäin katsoviin kertoiimiin.

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 arvonluonnin näkökulmasta tarkasteltuna perusteltua. Sektorin keskimääräinen arvostus 10 vuoden ajalta on myös mielestämme hieman liian korkea nykorkooympäristössä. Mielestämme näin nykyisin sopiva kertoiimien taso sektorilla on lähempänä 11-12x tasoja kuin 13x-tasolla.

SRV:lle hyväksyttävä taso perustuu pitkälti sektorin pitkän aikavälin kertoiimiin, mutta on mielestämme oikeutettua pitää alennuksella tähän nähden. Yhtiön historiallinen heikko suoritus, syklisen asuntorakentamisen suuri paino tuloskäänteessä, negatiivinen sijoitetun pääoman tuotto (5v ajalta) ja liiketoiminnan yleisesti korkeampi riskitaso (painopiste syklisessä uudisrakentamisessa) eivät oikeuta mielestämme kovinkaan korkeita kertoiimien tasoja.

Mielestämme yhtiölle hyväksyttävän arvostuksen tulisi olla noin 9-13x EV/EBIT tasolla ja 10-14x P/E tasolla. Mielestämme yhtiön riskien ja edellä mainittujen ominaisuuksien sekä rakentamisen markkinan heikon nykytilanteen vuoksi alarajan kertoimet heijastavat nyt parhaiten yhtiön arvoa. Markkinatilanteen parantuessa (pääoma- sekä rakennusmarkkinoilla) ja yhtiön todistaessa tulospotentiaalinsa olevan kestävästi lähempänä yhtiön tavoitteita, voi arvostustaso mielestämme nousta haarukan sisällä.

Sektorin FW P/E



Sektorin FW EV/EBIT



Arvonmääritys 2/4

Moninkertaistumisen mahdollisuus

SRV:n tulos pohjainen (oikaistu) arvostus on vuoden 2024 ennusteillamme korkealla tasolla (24e: EV/EBIT: 15x, P/E: 53x). Lyhyellä aikavälillä osake ei saa myöskään tukea osingosta (2023 ehdotus: 0 €), mutta odotamme osinkojen maksun jatkuvan ensi vuoden aikana (2024e: 4 %). Osinko on kuitenkin riippuvainen tuloksesta sekä kassavirran kehityksestä.

Suhdanne kuitenkin paranee väistämättä, johon myös osakkeen arvostusta tulee mielestämme suhteuttaa. Osakkeen arvostus laskeekin positiivisen tuloskehityksen myötä vuonna 2025 houkuttelevammalle tasolle (25e: EV/EBIT: 9x, P/E: 8x) ja vuonna 2026 jopa erittäin houkuttelevaksi (26e: EV/EBIT: 6x, P/E: 4x).

Hyväksymällämme arvostustasolla (EV/EBIT: 9x, P/E: 10x) ja vuoteen 2025 suhteutettuna nousuvaraa osakkeessa olisi noin 5 %. Vuodelle 2026 nousuvara nousee kuitenkin yli 50 %:iin hyväksytyjen kertomien pysyessä samana. Vaikka SRV on hyvässä asemassa hyötymään rakennusmarkkinan palautumisesta, emme tässä vaiheessa kuitenkaan täysin pysty nojaamaan vuoden 2026 epävarmaan tulostasoon. Näin emme etenkään lyhyellä aikavälillä näe merkittäviä ajureita selkeään useiden kymmenien prosenttien kertomien nousuvaraan.

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 (24-25) tulostaso ei mielestämme vielä kuvaa. Yhtiön keskipitkän aikavälin noin 850

MEUR:n liikevaihto ja hieman alle 4,0 %:n liikevoittomarginaali on mielestämme suhteellisen lähellä tätä. Tätä tasoa kuvastaa kohtuullisen hyvin mielestämme vuosien 2027 ja 2028 tulostaso sekä arvostus (27-28e ka. EV/EBIT 4x). Osakkeella on näin lähivuosien aikana potentiaalia tuplaantua tai jopa kolminkertaistua, jos yhtiön liiketoiminta etenee suunnitellusti.

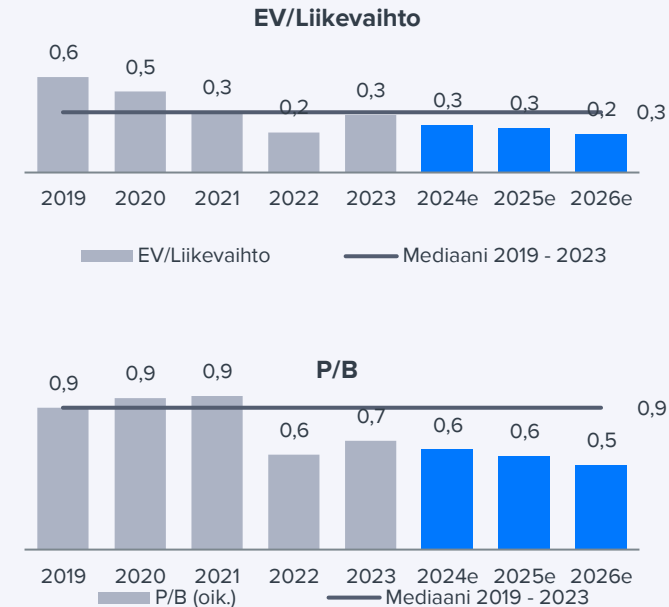
Tulosneutraalit kertoimet alhaiset oikeutetusti

EV/Liikevaihto-kerroin on SRV:llä historiallisesti 2010-luvulla vaihdellut noin 0,4-0,6x tasolla, mutta on sittemmin laskenut selvästi alhaisemmalle tasolle. Nykyisellä tasolla (24e: 0,3x) yhtiö on mielestämme kohtuullisen maltillisesti hinnoiteltu ottaen huomioon vielä SRV:n alhaisen liikevaihdon tason. Selkeää ajuria liikevaihtokertoimen nousulle kohti historiallisia tasoja ei kuitenkaan ole ennen kuin markkinatilanne selkeytyy ja SRV:n tuloskunto osoittaa selkeää parantumista.

Taseeseen nojaava P/B-luku on noin 0,6x tasolla ja kerroin on laskenut myös historiallisista tasoistaan (19-23: 0,9x). Luottamus markkinoilla yhtiön kykyyn luoda arvoa pääomillaan on kokenut kolauksen yhtiön isojen alaskirjausten ja tappioiden jälkeen. Yhtiön viime aikaisen suorituksen (ROIC-% 5v ajan negatiivinen) perusteella ei tasepohjaiselle arvostukselle tulisi mielestämme hyväksyäkään korkeaa arvoa. Tulevaisuudessa arvioimme kuitenkin, että pääoman tuottoluvut paranevat taseen keventymisen (alaskirjaukset, ei pitkiä omistus/kehityshankkeita) ja kannattavuuden parantumisen myötä. Tällöin myös korkeampi P/B-luku olisi oikeutettu.

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	3,71	3,71	3,71
Markkina-arvo	63	63	63
Yritysarvo (EV)	184	183	179
P/E (oik.)	52,5	8,2	4,0
P/B (oik.)	0,6	0,6	0,5
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,2
EV/EBITDA (oik.)	10,4	6,9	5,0
EV/EBIT (oik.)	15,4	9,1	6,2
Osinko/tulos (%)	70,8 %	33,1 %	32,6 %
Osinkotuotto-%	1,3 %	4,0 %	8,1 %

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 arvonnäilytykseen. Markkinatilanteen heikkoudet ja eroavaisuudet eri toimialoilla (esim. infra vs. asunto) heikentävät kuitenkin juuri nyt verrokkiarvostuksen käyttökelpoisuutta. Lisäksi lähes kaikilla yhtiöillä tulostaso lyhyellä aikavälillä on heikentynyt, mikä heijastuu lyhyen aikavälin kertoimiin niiden korkeana tasona.

Seuraamme jo vuotta 2025 verrokkien kertomissa, sillä etenkin vuosi 2024 on monella hyvin heikko. Verrokkien tulokertoimet ovat vuodelle 2025 (mediaani: P/E: 11x ja EV/EBIT: 13x) mielestämme neutraalit heikko tulostaso ja sykli huomioiden. SRV on verrokkeihin nähden selvällä alennuksella hinnoiteltu (25e: -30 %).

SRV:n heikko historiallinen suoritus ja tuloskehityksen epävarmuudet huomioon ottaen tulisi yhtiölle mielestämme hyväksyä alennus verrokkeihin nähden. Käytämmekin arvonnäilytyksessämme 10 % alennusta verrokkeihin nähden.

Verrokkiarvostuksen perusteella osakkeessa olisi näin selkeää nousuvaraa. Kuitenkin verrokkiarvostus kärsii tällä hetkellä epävarmoista markkinaolosuhteista rakentamisen yhtiöille, mikä voi heijastua isoina eroina yhtiöiden tulos- ja

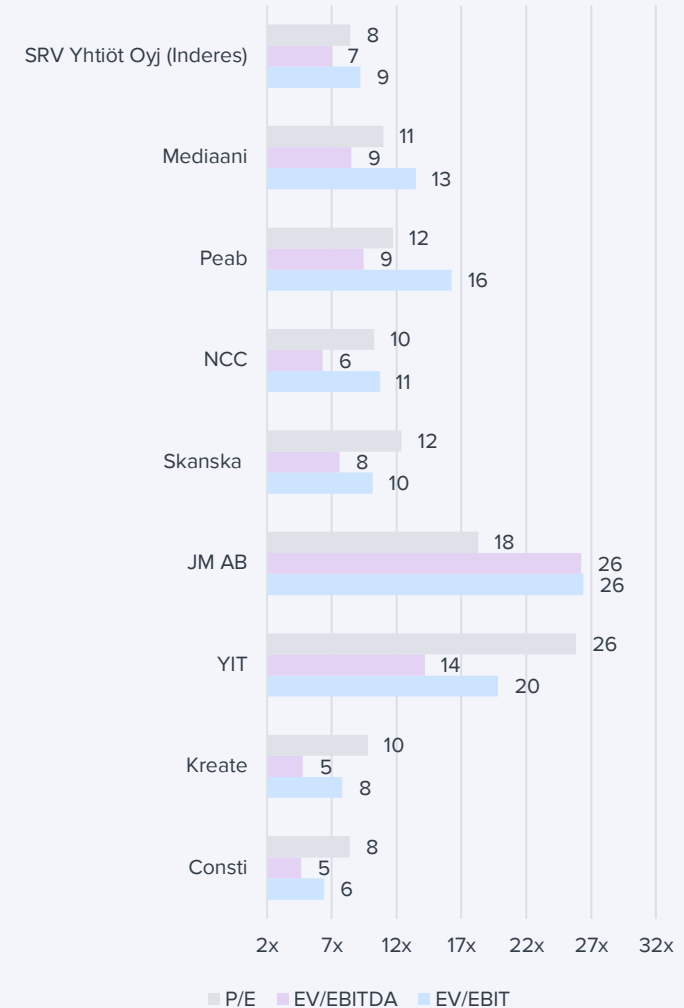
arvostustasoissa. Sen vuoksi verrokkien painoarvo on normaalia alhaisempi arvonnäilytyksessämme.

DCF-arvonnäilyty

DCF-mallimme mukainen arvo SRV:n osakkeelle on 4,9 euroa ollen selvästi nykyistä osakekurssia korkeammalla. Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu terminaaliyksiköllä 1 %:n tasolle ja EBIT-marginaali 3,0 %:iin liikevaihdosta. Kannattavuusennusteemme ikuisuuteen on selvästi lähistoriaa korkeammalla eikä yhtiö ole pystynyt vielä ylläpitämään kyseistä kannattavuutta kestävästi. Samalla kannattavuustaso on kuitenkin mielestämme yhtiön liiketoimintaprofiili huomioiden mahdollinen kertoen pitkän aikavälin potentiaalista kestävä tuloskäänteen toteutuessa. Luku on myös selvästi alle yhtiön noin 5,5 %:n liikevoittomarginaalitavoitteen (laskettuna tavoitetasoista) ja mielestämme kannattavuusoletuksemme ovat tässä kohtaa maltillisen puolella.

Mallissa terminaaliyksikön painoarvo kassavirtojen nykyarvosta on kohtuullisen normaali 50 % ja myös lähivuosien tuloskäännteellä on selkeä merkitys DCF-laskelman arvolle. Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus on (WACC) 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 (2025e)



Arvonmääritys 4/4

Sijoitusnäkemys ja käypä arvo

Toistamme SRV:n 4,00 euron tavoitehinnan, mutta nostamme suosituksemme Lisää-puolelle (aik. Vähennä). Mielestämme SRV:n osakkeella on potentiaali moninkertaistua seuraavien vuosien aikana, vaikka lyhyen aikavälin (12kk) tuotto-odotusta jarruttaa markkinan heikkous ja epävarmuus sen palautumisen aikataulusta.

Osakkeen absoluuttiset tulos pohjaiset kertoimet ovat lähivuosille keskimäärin maltillisia, vaikka myös lähivuosien tulostaso on vielä normaalia alhaisempi. Verrokkeihin nähden yhtiö on mielestämme liian suurella alennuksella ja myös DCF-laskelmassa on selvää nousuvaraa. Arvostus laskee vielä keskipitkällä aikavälillä merkittävästi kertoen yhtiössä olevan merkittävää nousupotentiaalia, jos liiketoiminta etenee suunnitelmien mukaisesti. Lisäksi SRV ei ole enää kriisissä yhtiön tervehdyttämistoimien jälkeen, mikä myös rajaa näiltä tasoilta laskuvaraa.

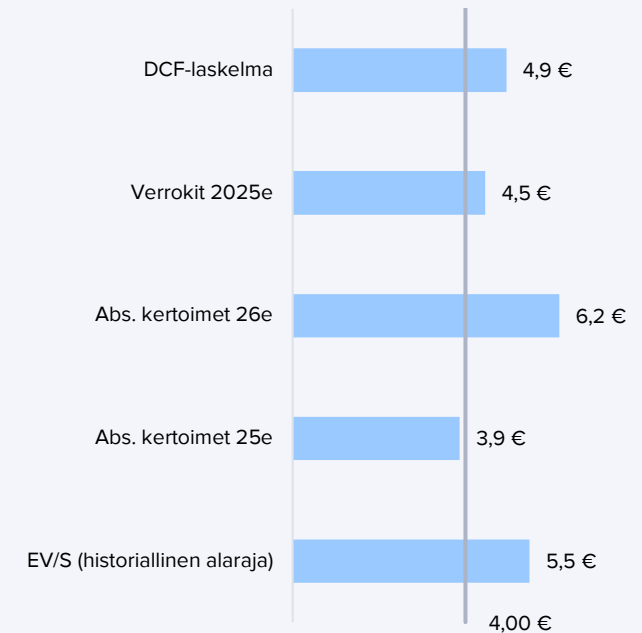
Riskinä on, että markkinan alakulo jatkuu odotuksia pidempään, missä liiketoiminnan kestävä tuloskäännöksen pitkeyden tai tuloskehitys jää odotuksista jälkeen yhtiökohtaisten haasteiden uusiutuessa. Nykyjohdon alaisuudessa käänne on kuitenkin osoittanut jo hyvin kestävyttä haastavissa markkinaolosuhteissa,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

Arviomme SRV:n osakkeen käyvästä arvosta tässä vaiheessa on 4-8 euroa, mikä pohjautuu soveltamiimme hyväksyttäviin absoluuttisiin

arvostuskertoimiin, yli syklin tulostasoon, kassavirtamalliin sekä suhteelliseen arvostukseen. Nykykurssin ollessa lähellä käyvän arvon haarukan alalaitaa puoltaa se mielestämme myös positiivista suhtautumista osakkeeseen.

Keskeisenä käyvän arvon mahdollisina ajureina pidämme markkinan piristymistä sekä osittain sen kautta muodostuvaa tuloskasvun kulmakerrointa. Tulokasvun toteutuminen vaikuttaisi myös osakkeen riskitasoon laskevasti, mikä näkemyksemme mukaan ohjaa myös osakkeen tuottovaatimusta ja sitä kautta hyväksyttäviä kertoimia.

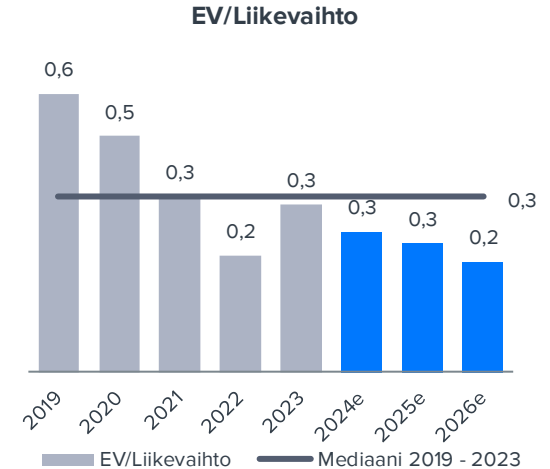
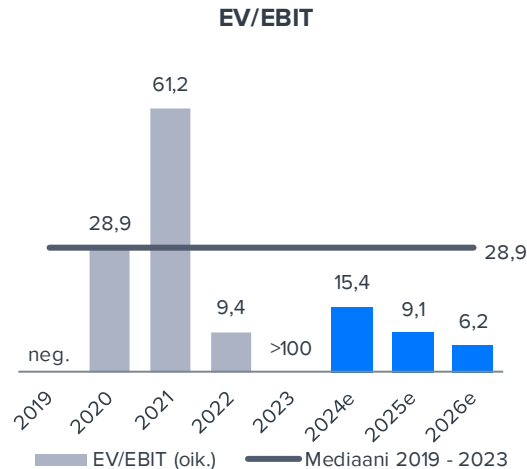
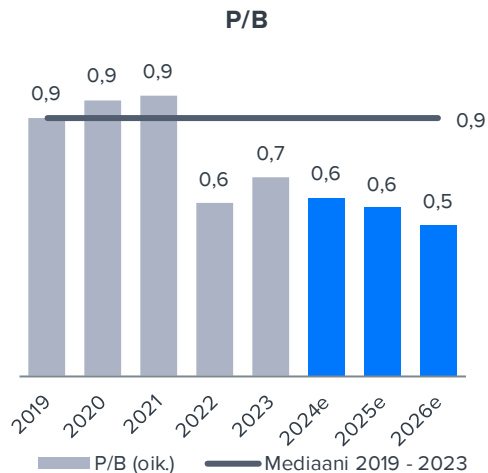
Eri arvonmääritysmenetelmien heijastamat arvot osakkeelle



Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	54,4	23,6	21,2	3,80	4,08	3,71	3,71	3,71	3,71
Markkina-arvo	81	155	139	65	69	63	63	63	63
Yritysarvo (EV)	585	456	324	178	202	184	183	179	171
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	6,5	neg.	52,5	8,2	4,0	3,1
P/B (oik.)	0,9	0,9	0,9	0,6	0,7	0,6	0,6	0,5	0,4
EV/Liikevaihto	0,6	0,5	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2
EV/EBITDA (oik.)	neg.	22,4	69,7	neg.	neg.	10,4	6,9	5,0	4,2
EV/EBIT (oik.)	neg.	28,9	61,2	9,4	>100	15,4	9,1	6,2	5,1
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	70,8 %	33,1 %	32,6 %	28,9 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,3 %	4,0 %	8,1 %	9,4 %

Lähde: Inderes



Verrokkitaulukko

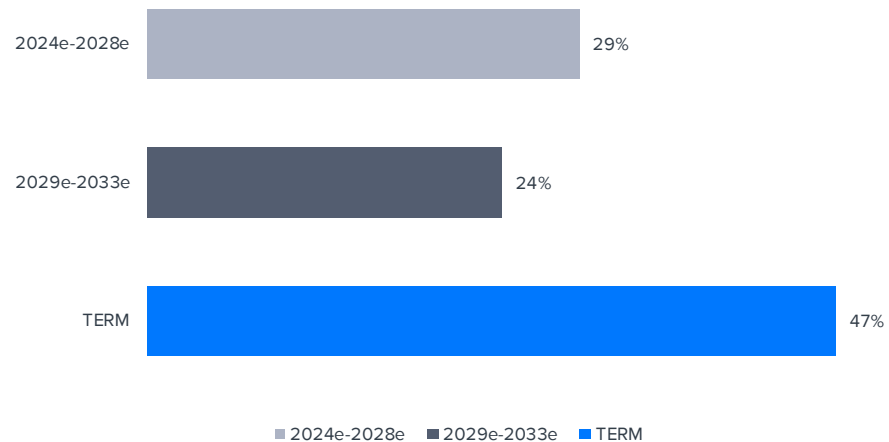
Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e
Bonava	245	749	26,5	19,5	1,1	1,1		9,5			0,2
Consti	80	77	7,3	6,4	0,3	0,2	10,1	8,4	6,5	7,1	1,8
Kreate	69	86	8,6	7,8	0,3	0,3	12,3	9,8	6,4	6,5	1,6
YIT	360	1329	33,2	19,8	0,7	0,7		25,8			0,5
JM AB	1049	2332	36,7	26,4	2,4	2,2	24,4	18,3	3,7	4,6	1,4
Skanska	7406	6930	11,3	10,2	0,5	0,5	13,6	12,4	3,7	4,1	1,4
NCC	1293	1658	10,7	10,7	0,3	0,3	10,2	10,3	5,0	5,2	1,7
Peab	1541	3075	17,0	16,2	0,6	0,6	12,8	11,7	3,9	4,9	1,1
SRV Yhtiöt Oyj (Inderes)	63	184	15,4	9,1	0,3	0,3	52,5	8,2	1,3	4,0	0,5
Keskiarvo			18,9	14,6	0,8	0,7	13,9	13,3	4,9	5,4	1,2
Mediaani			14,1	13,5	0,6	0,5	12,5	11,0	4,4	5,0	1,4
Erotus-% vrt. mediaani			9 %	-33 %	-49 %	-52 %	319 %	-26 %	-70 %	-20 %	-68 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-20,8 %	7,5 %	9,3 %	13,9 %	4,6 %	4,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	1,0 %	1,0 %
Liikevoitto-%	-1,1%	1,8 %	2,8 %	3,5 %	3,9 %	3,6 %	3,5 %	3,3 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %
Liikevoitto	-6,8	11,9	20,2	28,6	33,3	32,0	32,0	30,3	28,9	29,5	29,8	
+ Kokonaispoistot	5,7	5,7	6,4	7,1	7,5	7,7	7,9	8,0	8,0	8,1	8,1	
- Maksetut verot	0,4	0,1	-1,0	-1,5	-2,5	-1,7	-0,7	-2,4	-2,1	-4,2	-4,3	
- verot rahoituskuluista	-0,3	-1,1	-1,2	-1,4	-1,5	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-11,6	9,0	-6,0	-9,6	-9,0	-8,2	-6,4	-4,4	-4,5	-4,6	-2,3	
Operatiivinen kassavirta	-12,6	25,6	18,4	23,2	27,9	28,1	31,1	29,8	28,7	27,1	29,6	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-5,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	1,3	-8,1	-8,1	-8,1	-8,1	-8,1	-8,1	-8,1	-8,1	-8,1	-8,1	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-16,3	17,5	10,3	15,1	19,8	20,0	23,0	21,7	20,6	19,0	21,5	
+/- Muut	10,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-6,3	17,5	10,3	15,1	19,8	20,0	23,0	21,7	20,6	19,0	21,5	250
Diskontattu vapaa kassavirta		16,3	8,7	11,7	13,9	12,9	13,5	11,6	10,0	8,4	8,7	101
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		217	201	192	180	166	153	140	128	118	110	101
Velaton arvo DCF		217										
- Korolliset velat		-172,5										
+ Rahavarat		39,6										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		84,0										
Oman pääoman arvo DCF per osake		4,9										
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 %										

Rahavirran jakauma jaksoittain



Tase-ennusteet

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Pysyvät vastaavat	76,9	70,9	68,8	69,4	68,4
Liikearvo	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
Aineettomat hyödykkeet	0,7	0,7	0,6	0,5	0,5
Käyttöomaisuus	12,9	13,1	15,7	17,4	18,4
Sijoitukset osakkuusyhtiöihin	2,1	3,8	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8
Muut pitkäaikaiset varat	14,2	7,0	7,0	7,0	7,0
Laskennalliset verosaamiset	37,5	36,8	36,0	35,0	33,0
Vaihtuvat vastaavat	372	368	393	429	441
Vaihto-omaisuus	238	246	259	272	294
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,3	0,3	0,3	0,3
Myyntisaamiset	88,3	82,0	85,3	93,2	106
Likvidit varat	45,3	39,6	48,0	63,2	40,8
Taseen loppusumma	448	439	461	498	510

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Oma pääoma	146	139	140	147	126
Osakepääoma	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1
Kertyneet voittovarot	-179,0	-196,5	-195,3	-188,4	-175,4
Oman pääoman ehtoiset lainat	33,5	33,5	33,5	33,5	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	289	299	299	299	299
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	133	148	134	144	150
Laskennalliset verovelat	1,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Varaukset	12,2	10,4	10,4	10,4	10,4
Korolliset velat	113	135	120	130	137
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	6,3	3,1	3,1	3,1	3,1
Lyhytaikaiset velat	169	152	188	208	233
Korolliset velat	12,4	4,5	15,0	20,0	20,1
Lyhytaikaiset korottomat velat	148	138	164	179	204
Muut lyhytaikaiset velat	8,9	8,8	8,8	8,8	8,8
Taseen loppusumma	449	439	461	498	510

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2021	2022	2023	2024e	2025e	Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	932,6	770,0	610,0	656,0	716,9	EPS (raportoitu)	-3,34	-6,71	-1,02	0,07	0,45
Käyttökate	4,7	-71,3	-1,1	17,6	26,6	EPS (oikaistu)	-2,28	0,58	-0,55	0,07	0,45
Liikevoitto	-1,7	-76,4	-6,8	11,9	20,2	Operat. kassavirta / osake	22,32	-4,83	-0,74	1,51	1,08
Voitto ennen veroja	-20,3	-79,1	-15,7	4,9	12,7	Vapaa kassavirta / osake	20,95	-1,47	-0,37	1,03	0,60
Nettovoitto	-21,9	-87,7	-17,3	1,2	7,7	Omapääoma / osake	25,19	11,19	8,17	8,24	8,65
Kertaluontoiset erät	-7,0	-95,3	-7,9	0,0	0,0	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,05	0,15
Tase	2021	2022	2023	2024e	2025e	Kasvu ja kannattavuus	2021	2022	2023	2024e	2025e
Taseen loppusumma	686,3	448,5	438,6	461,4	498,5	Liikevaihdon kasvu-%	-4 %	-17 %	-21 %	8 %	9 %
Oma pääoma	165,1	146,3	138,8	140,0	146,8	Käyttökateen kasvu-%	-77 %	-1634 %	-99 %	-1759 %	51 %
Liikearvo	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	Liikevoiton oik. kasvu-%	-66 %	256 %	-94 %	947 %	69 %
Nettovelat	170,0	80,4	99,5	87,0	86,8	EPS oik. kasvu-%	1447 %	-126 %	-195 %	-113 %	542 %
Kassavirta	2021	2022	2023	2024e	2025e	Käyttökate-%	0,5 %	-9,3 %	-0,2 %	2,7 %	3,7 %
Käyttökate	4,7	-71,3	-1,1	17,6	26,6	Oik. Liikevoitto-%	0,6 %	2,5 %	0,2 %	1,8 %	2,8 %
Nettokäyttöpääoman muutos	143,6	9,7	-11,6	9,0	-6,0	Liikevoitto-%	-0,2 %	-9,9 %	-1,1 %	1,8 %	2,8 %
Operatiivinen kassavirta	146,3	-63,1	-12,6	25,6	18,4	ROE-%	-12,5 %	-56,3 %	-12,1 %	0,9 %	5,4 %
Investoinnit	-3,6	48,2	1,3	-8,1	-8,1	ROI-%	-0,3 %	-22,6 %	-2,5 %	4,3 %	7,0 %
Vapaa kassavirta	137,3	-19,2	-6,3	17,5	10,3	Omavaraisuusaste	27,9 %	41,4 %	40,7 %	38,7 %	37,0 %
						Nettovelkaantumisaste	102,9 %	55,0 %	71,7 %	62,2 %	59,2 %
Arvostuskertoimet	2021	2022	2023	2024e	2025e						
EV/Liikevaihto	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3						
EV/EBITDA (oik.)	69,7	neg.	neg.	10,4	6,9						
EV/EBIT (oik.)	61,2	9,4	>100	15,4	9,1						
P/E (oik.)	neg.	6,5	neg.	52,5	8,2						
P/B	0,8	0,4	0,5	0,5	0,4						
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,3 %	4,0 %						

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 mainittuihin valtioiden kansalaisille. Myös muiden valtioiden lainsäädännössä voi olla tämän raportin tietojen jakeluun liittyviä rajoituksia ja henkilöiden, joita mainitut rajoitukset voivat koskea, tulee ottaa huomioon mainitut rajoitukset.

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

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa 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 investointipankkiliketoimintaa.

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	Osaakekurssi
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 €
28.4.2023	Vähennä	4,00 €	3,90 €
21.7.2023	Vähennä	4,00 €	3,85 €
20.10.2023	Vähennä	3,20 €	3,30 €
27.10.2023	Lisää	3,70 €	3,33 €
22.11.2023	Lisää	4,00 €	3,70 €
2.2.2024	Vähennä	4,00 €	3,99 €
19.3.2024	Lisää	4,00 €	3,71 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisöömme tarpeisiin.

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

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

Jo yli 100 suomalaista pörssiyritystä 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.**