

SRV Yhtiöt

Yhtiöraportti

9/2018

inde
res.

Vahvat edellytykset tuloskäänteelle

Nostamme SRV:n suosituksen lisää-tasolle (aik. vähennä) ja tavoitehinnan 3,0 euroon (aik. 2,60 euroa). SRV:n viime vuosien tuloskehitys on jäänyt heikoksi erityisesti suurten projektien kustannusylitysten ja Venäjän ruplan heikentymisen vuoksi. Ennustamme SRV:n tuloksen kääntyvän seuraavan 12 kk:n aikana kuitenkin vahvaan kasvuun, kun kauppakeskusten vuokratulovirrat vahvistuvat, urakoinnin katerakenne tervehtyy, sekä SRV:n omakehittaisen asuntotuotannon liikevaihto kääntyy kasvuun. Näemme tulosennusteisiin, oman pääoman kirja-arvoon ja osien summaan nähden osakkeessa nousuvaraa, mutta korkea riskitaso ja orastava suhdannekäänne painavat arvostuskertoimia.

Suurten projektien kustannusylitykset ja Venäjän ruplan heikko kehitys vienyt yhtiön kauas tavoitteista

SRV:n laajasti alihankintaverkostoa sekä yhteistyö- ja rahoituskumppaneita hyödyntävä liiketoimintamalli ja vahva rakentamisen suhdanne ovat mahdollistaneet yhtiölle voimakkaan kasvun viime vuosina ja SRV:llä on ollut yhtäaikaaisesti työn alla kymmeniä suuria projektinjohourakoita. Lisäksi pitkän hankekehitys- ja rakennusvaiheen jälkeen yhtiölle on valmiina 4 suurta kauppakeskushanketta, joista 3 Venäjällä. Kolikon kääntöpuolella yhtiön kannattavuuskehitys on ollut viime vuodet erittäin heikkoa, kun yhtiön suuret projektit (erityisesti REDI) ovat kärsineet merkittävistä kustannusylityksistä ja Venäjän ruplan heikentyminen on hidastanut kauppakeskusten ylösajoa ja rasittanut tulosta. SRV:n tavoitteena on vuoteen 2022 ulottuvalla strategiajaksolla nostaa rakentamisen kannattavuus noin 6 %:iin liikevaihdosta ja kauppakeskusten tulos 2 %:iin liikevaihdosta, sekä parantaa merkittävästi pääoman tuottoa ja kiertoa. Yhtiön tavoitteet ovat viime aikaisen kehityksen ja orastavan suhdannekäänteen valossa erittäin haastavia, mutta jos SRV onnistuu suunnitellusti muokkaamaan myynnin rakennetta kannattavammaksi, välttää uudet suuret projektiriskit, kauppakeskusten vuokraus ja myynnit etenevät suunnitellusti, ja yhtiö tehostaa pääoman kiertoa omaisuuserien myynnin, vähemmän pääomaa sitovien hankkeiden ja uudelleenrahoituksen kautta, näemme yhtiöllä edellytykset saavuttaa pitkällä aikavälillä kokonaisuutena n. 5-6 %:n liikevoittomarginaali (rakentaminen n. 3-4 % ja kauppakeskukset n. 2 %).

Ennustamme merkittävää tuloskäännettä lähivuosille

Odotamme SRV:n tuloksen kasvavan seuraavan 1-3 vuoden aikajänteellä merkittävästi. Tuloskasvua ajaa omaperusteisten asuntojen liikevaihdon voimakas kasvu, kauppakeskusten vuokratulojen kasvu, sekä urakoinnin katerakenteen parantuminen uusien projektien ja raskaasti tappiollisen REDI-kauppakeskuksen rakennusurakan päättymisen myötä. Ennustamme vuodelle 2019 16 %:n liikevaihdon kasvua sekä 4,2 %:n oikaistua liikevoitonmarginaalia (2018e: 0,7 %), josta rakentamisen ja muiden toimintojen kulujen osuus on n. 3 %-yks. ja kauppakeskusten tuloksen n. 1 %. Vuonna 2020-2021 odotamme liikevaihtoon melko vakaata kehitystä, mutta liikevoitto-%:n parantuvan kauppakeskusten kasvavien vuokratulovirtojen myötä noin 5 %:iin liikevaihdosta. Suurimmat ennusteriskit liittyvät rakentamisen kannattavuuden kehitykseen, suhdannekehityksestä osin riippuvaisiin omaperusteisten asuntojen myyntimääriin vuosina 2020-2022, sekä toimitilarakentamisen tilauskertymään. Olemme ennusteissamme olettaneet rakentamisen liikevaihdon kääntyvän markkinan mukana maltilliseen laskuun vuodesta 2020 alkaen. SRV:n vahva tilauskanta takaa vuosille 2019-2020 hyvän näkyvyyden.

Näemme arvostuksessa nousuvaraa usealla mittarilla, mutta korkea riskitaso syö nousupotentiaalia

Arvotamme SRV:tä lähivuosien tuloskerroimilla, suhteessa oman pääoman tasearvoon, sekä osien summalla, joka huomioi rakentamisen tuloksen, suurten kiinteistökehityshankkeiden odotetut tuotot, muut tase-erät ja nettovelan. Päivitettyjen ennusteiden ja käyttämiemme arvostusmenetelmien valossa näemme SRV:n osakkeessa selvää nousuvaraa. Osake hinnoitellaan tulos pohjaisesti (FY'19-20 EV/EBIT 8-10x ja P/E 5-6x) maltillisesti suhteessa verokkiryhmään, sekä yli 30 %:n alennuksella oman pääoman tasearvoon ja osien summaan nähden. Viime vuosien heikko kannattavuuskehitys, Venäjän talouden ja ruplan heikkous, yhtiön korkea velkaantumisaste sekä rakentamisen orastava laskukäänne rajaavat kuitenkin edelleen huomattavasti osakkeen nousupotentiaalia.

Analyytikot

Petri Aho

+358 50 340 2986

petri.aho@inderes.fi



Olli Koponen

+358 44 274 9561

olli.koponen@inderes.fi



Suositus ja tavoitehinta

Lisää

Edellinen: Vähennä

3,00 EUR

Edellinen: 2,60 euroa

Osakekurssi: 2,67 EUR

Potentiaali: +12,4 %



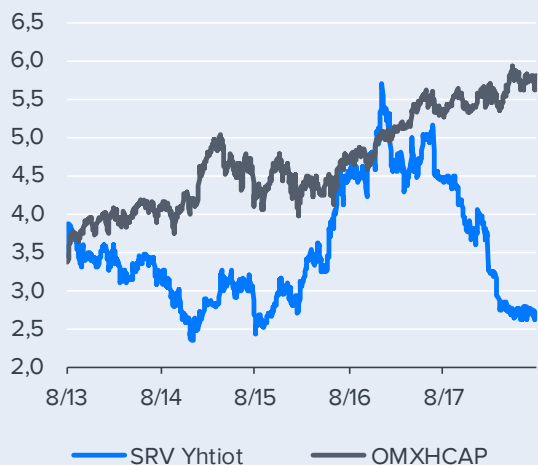
Avainluvut

	2017	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	114	983	1129	1099
- kasvu-%	26 %	-12 %	15 %	-3 %
Liikevoitto oik.	28,0	6,5	46,9	53,3
- Liikevoitto-% oik.	2,5 %	0,7 %	4,2 %	4,8 %
Tulos ennen veroja	4,6	-16,3	33,3	38,3
Nettotulos	5,9	-15,2	28,6	32,9
EPS (oik.)	0,23	-0,15	0,43	0,50
Osinko	0,06	0,00	0,13	0,15
- Osinkosuhde-%	26 %	0 %	30 %	30 %
P/E (oik.)	15,8	neg.	6,1	5,2
P/B (oik.)	0,9	0,7	0,6	0,6
Osinkotuotto-%	1,7 %	0,0 %	4,9 %	5,8 %
EV/EBIT (oik.)	18,2	76,6	9,9	8,3
EV/EBITDA	24,3	>100	9,1	7,7
EV/Liikevaihto	0,5	0,5	0,4	0,4

Lähde: Inderes

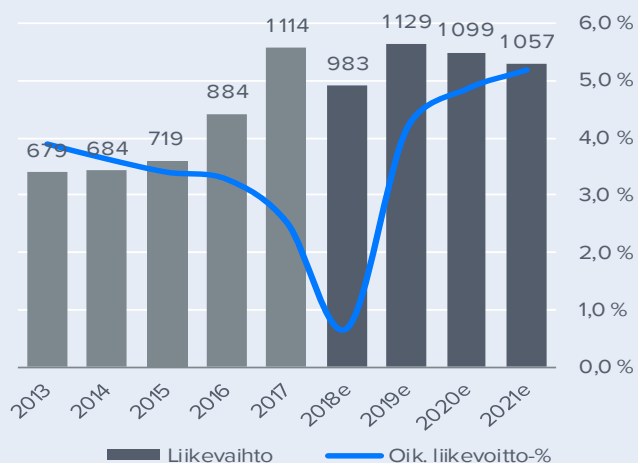
Liikevoitto ja EPS oikaistu valuuttakurssivoitoilla/-tappioilla, ei-kassavirtavaikutteisilla alaskirjauksilla, korkosuojauksen käyvän arvonmuutoksilla ja kertaerillä. Osakekohtaisesta oman pääoman laskelmaa (B) ja EV:tä on oikaistu hybridilainalla.

Kurssikehitys

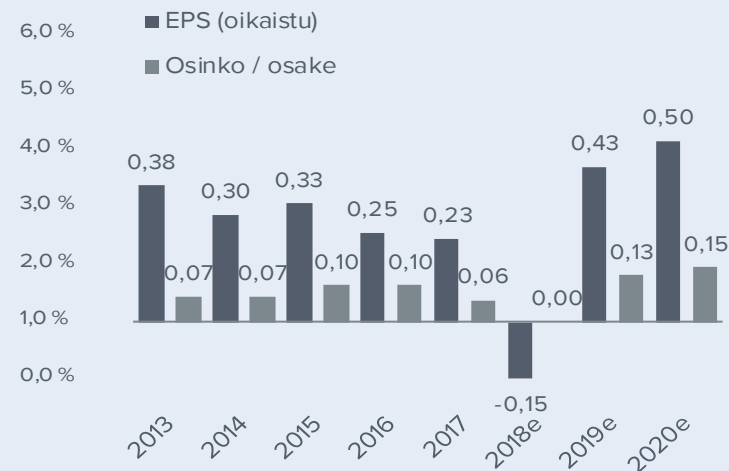


Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Osakekohtainen tulos ja osinko



Arvoajurit

- Kannattavuuden parantuminen omaperusteisten asuntojen ja urakoinnin katteiden parantumisen kautta
- Kauppakeskusten vuokraus- ja exit-tuotot
- Pääoman vapautus ja käytön tehostuminen
- Vahva tilauskanta ja korkea myyntiaste



Riskitekijät

- Rakentamisen orastava suhdannekäännö
- Asuntojen aloitus- ja myyntimäärien heikentyminen
- Suurten hankkeiden kustannusylitykset
- Venäjän talouden, ruplan ja kiinteistömarkkinoiden taantuminen
- Korkea sitoutuneen pääoman määrä ja velanhoitokustannukset



Arvostus

- Heikko track-record viime vuosilta
- 2019e arvostus maltillinen, mutta vaatii merkittävän tuloskäänteen
- Osien summa ja DCF indikoivat nousuvaraa
- Alhainen P/B antaa tukea osakkeelle
- Suhdannekäännö, korkea velkaisuus ja yhtiön riskitaso painavat hyväksyttävää arvostusta

P/E (oik.)

6x

2019e

EV/EBIT

10x

2019e

P/B

0,7x

2018e

Osinko-%

0,0

2018e

Sisällysluettelo

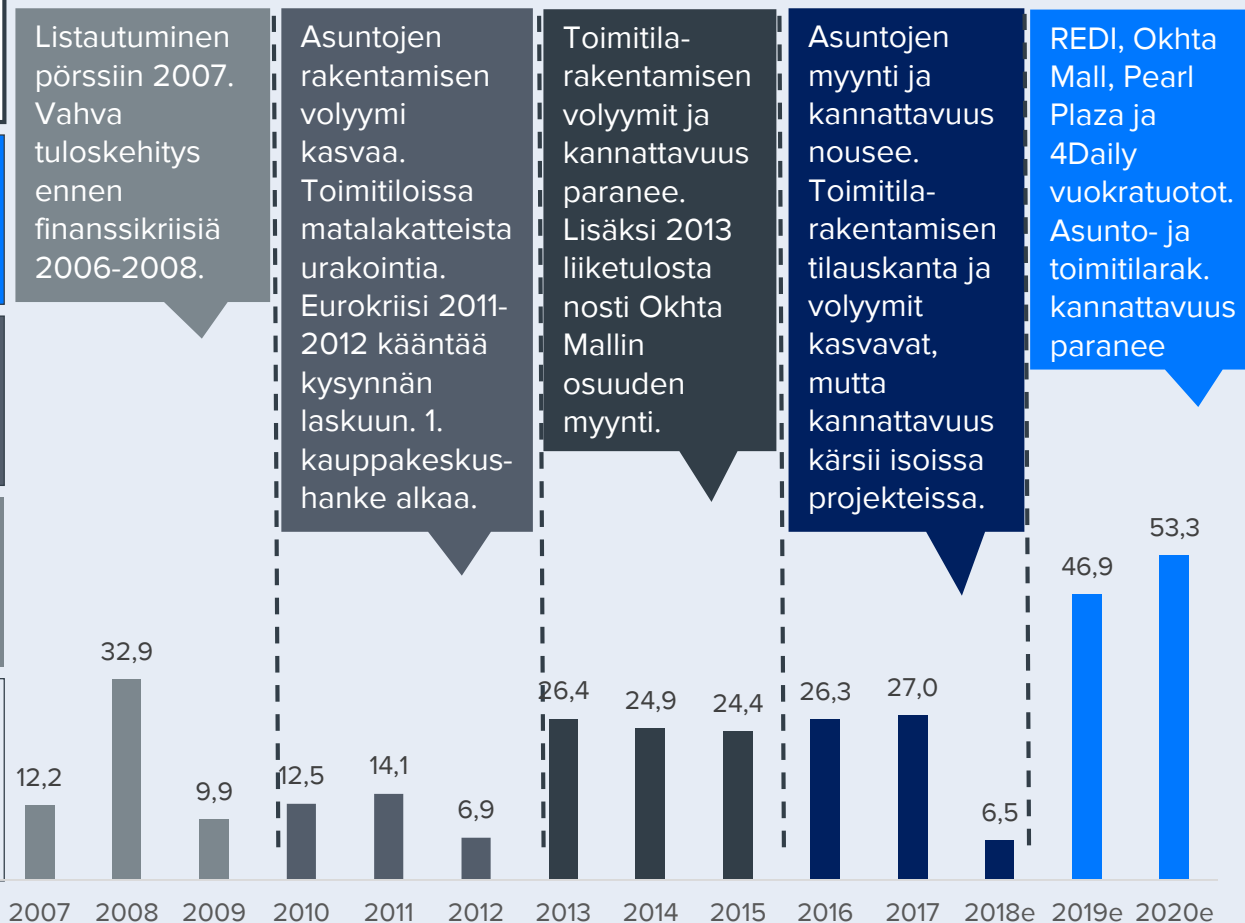
Yhtiökuvaus ja liiketoimintarakenne	s. 5-8
Sijoitusprofiili	s. 9-12
Liiketoimintamalli ja strategia	s. 13-18
Toimialakatsaus	s. 19-26
Taloudellinen kehitys	s. 27-30
Ennusteet	s. 31-34
Arvonmääritys	s. 35-38
Taulukot	s. 39-42
Suuret kiinteistökehityshankkeet	s. 43-48
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	s. 49

SRV Yhtiöt lyhyesti

SRV on Suomen 3. suurin rakennusliike ja johtava kiinteistöhankekehittäjä. Yhtiö kehittää ja rakentaa toimitiloja, asuntoja, ja infrarakennuskohteita sekä yritys- ja asuinalueita Suomessa sekä Venäjällä.

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

1987/2007 PERUSTAMISVUOSI/ LISTAUTUMINEN	53 % Kokkilan perheen omistusosuus
#3 markkina-osuus SUOMEN RAKENNUSLIIKKEET <small>* Liikevaihto 2017</small>	
1114 MEUR (+26 % vs. 2016) LIIKEVAIHTO 2017	
27,0 MEUR (2,4 % lv:sta) OPERATIIVINEN LIIKEVOITTO 2017	
1735 MEUR TILAUSKANTA Q2'18 LOPUSSA (+9 % v/v)	4 KAUPPAKESKUS- HANKETTA (RU/FI)



Listautuminen pörssiin 2007. Vahva tuloskehitys ennen finanssikriisiä 2006-2008.

Asuntojen rakentamisen volyymi kasvaa. Toimitiloissa matalakatteista urakointia. Eurokriisi 2011-2012 kääntää kysynnän laskuun. 1. kauppakeskus-hanke alkaa.

Toimitilarakentamisen volyymit ja kannattavuus paranee. Lisäksi 2013 liiketulosta nosti Okhta Mallin osuuden myynti.

Asuntojen myynti ja kannattavuus nousee. Toimitilarakentamisen tilauskanta ja volyymit kasvavat, mutta kannattavuus kärsii isoissa projekteissa.

REDI, Okhta Mall, Pearl Plaza ja 4Daily vuokratuotot. Asunto- ja toimitilarak. kannattavuus paranee

Lähde: Inderes, SRV Yhtiöt, Rakennuslehti

Yhtiökuvaus ja liiketoimintarakenne 1/2

SRV lyhyesti

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

SRV:n vuoden 2017 liikevaihto oli 1114 MEUR, millä mitattuna yhtiö oli Inderesin tietojen mukaan Suomen kolmanneksi suurin rakennusyhtiö. Viimeisen vuosikymmenen aikana SRV:n liikevaihto on kasvanut noin 50 % ja liikevoitto on ollut keskimäärin noin 3 % liikevaihdosta. SRV ei ole toistaiseksi raportoinut 30 vuotisen historiansa aikana tappiollista tilinpäätöstä, mikä on yhtiön osin joustavan liiketoimintamallin ansiota.

SRV:n liiketoiminta kattaa kokonaisvaltaisesti koko rakennushankkeen toteuttamisen ja kaupallistamisen arvoketjun. Yhtiö vastaa hankkeiden sopimusmallista riippuen kohteiden kehityksestä, kaupallistamisesta, rakentamisesta sekä toimii usein suuremmissa kiinteistökehityshankkeissa myös sijoittajan roolissa 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 Helsingin metropolialueella, sekä kasvukeskuksissa Turussa, Tampereella, Oulussa, Jyväskylässä ja Joensuussa. Suomen lisäksi SRV toimii Venäjällä Pietarissa ja Moskovassa sekä Virossa. Suomen liiketoimintojen osuus SRV:n liikevaihdosta oli 98 % vuonna 2017. SRV:n palveluksessa oli vuonna 2017 1134 henkilöä (2016: 1089), joista

noin 72 % työskenteli Suomen liiketoiminnoissa. Oman henkilöstön lisäksi yhtiöllä on n. 4000 alihankkijan verkosto.

Suurhankkeiden toteuttaja

SRV on toteuttanut historiansa aikana useita isoja ja vaativia rakennushankkeita, joista toistaiseksi tunnetuin on Helsinkiin vuonna 2005 valmistunut Kampin keskus. Vuoden 2007 listautumisen jälkeen SRV teki investointeja suuriin kiinteistö- ja aluekehityshankkeisiin Suomessa ja Venäjällä. Monet hankkeet ovat edenneet mm. kaavoituksen, valitusten ja suhdanteiden vuoksi selvästi suunniteltua hitaammin, mutta ovat nyt rakenteilla tai valmiina, ja tuottavat yhtiölle tulovirtaa.

Yhtiön suurimpia käynnissä olevia hankkeita ovat Helsingin Kalasatamaan rakenteilla oleva, yhteensä yli miljardin euron arvoinen, REDI-kauppa- ja aluekeskus, syksyllä 2017 aloitettu noin 550 MEUR:n Tampereen Kansi ja Areena -hanke, noin 290 MEUR:n Keski-Suomen Sairaala Nova, noin 243 MEUR:n HUS Siltasairaala, yli 170 MEUR:n TAYS etupiha projektinjohtourakat, yli 100 MEUR:n Tapiolan kaupunkikeskus -projektinjohtourakka ja yli 100 MEUR:n arvoinen REDIn Majakka asuintornitalo. SRV omistaa lisäksi osuuksia (20-60 %) valmiina ja operointivaiheessa olevista vuosina 2013-2018 valmistuneista kauppakeskuksista: 1) Hankinta-arvoltaan noin 480 MEUR:n arvoinen REDI-kauppakeskus, noin 200 MEUR:n arvoinen Okhta Mall Pietarissa, 2) noin 140 MEUR:n arvoinen Pearl Plaza Pietarissa sekä 3) noin 60 MEUR:n arvoinen 4Daily Moskovassa.

Suurista hankkeista on vielä hankekehitysvaiheessa, neuvotteluissa tai lähellä aloitusvalmiutta mm. Jätkäsaaren Bunkkeri -hanke (n. 170-190 MEUR), Hanhikivi-1

ydinvoimalan projektinjohtosopimus, Terminaali 2-hanke, ja neljän 32-40 kerroksisen asuintornitalon hanke Espoon Keilaniemessä.

Lisäksi REDI-kauppakeskuksen yhteyteen ja Kalasataman alueelle tulee rakentumaan jo rakenteilla olevan Majakka-asuintornitalon lisäksi seuraavan vuosikymmenen aikana yhteensä vielä seitsemän 20-35 kerroksista tornitaloa, joista viisi on suunniteltu asuinnoiksi. Seuraavaksi on tarkoitus aloittaa REDIn Loisto -asuintornitalo ennakkomarkkinoinnin tuloksen varmistuessa. Kaiken kaikkiaan arvioimme SRV:n valmiin, rakenteilla olevan tai seuraavan 2-3 vuoden kuluessa todennäköisesti rakenteille tulevan hankekehitysportfolion arvoksi yli 3 miljardia euroa.

Tilauskanta vahva ja myyntiriski matala

SRV:n tilauskanta nousi vuonna 2016 suurten kehityshankkeiden käynnistymisen ja merkittävästi kasvaneen omakehitteisen asuntorakentamisen aloitusmäärien myötä korkealle tasolle noin 1759 MEUR:oon. Ennätystasolla ollut tilauskanta lähti kuitenkin laskemaan vuonna 2017 ja laski 12 % noin 1550 MEUR:oon. Q2'18 tilauskanta nousi kuitenkin jälleen uusien merkittävien tilausten myötä korkealle tasolle (1735 MEUR).

Tilaukannasta oli myyty Q2'18-lopussa noin 86 %. Myymätön osuus kohdistui pääasiassa Suomen asuntorakentamiseen ja siellä erityisesti REDIn asuintornien jalustoihin (noin 100 MEUR). Valtaosa tilaukannasta muodostuu tällä hetkellä Suomen liiketoiminnoista (99 %), sillä kansainvälisen liiketoiminnan suuret hankkeet ovat pääosin valmiit ja SRV keskittyy Venäjän liiketoiminnassaan kauppakeskusten vuokrauksen ylösajoon ja operointiin, mikä ei kerrytä tilaukannaa.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintarakenne 2/2

SRV:llä on kaksi liiketoiminta-aluetta

SRV on jakanut liiketoimintansa tällä hetkellä kahteen liiketoiminta-alueeseen, Suomen liiketoimintaan ja kansainväliseen liiketoimintaan. Lisäksi yhtiö raportoi muiden toimintojen alla emoyhtiön ja SRV Kalusto Oy:n liikevaihdon ja liikeloksen. Vuonna 2017 Suomen liiketoiminnan osuus liikevaihdosta oli noin 98 % (2016: 94 %) ja kansainvälisen liiketoiminnan osuus noin 2 % (2015: 6 %). SRV harkitsee parhaillaan segmenttijaon uudistamista vuonna 2019, jolloin raportoivat segmentit olisivat rakentaminen ja kiinteistökehitys.

Suomen liiketoiminta

Suomen liiketoimintojen liikevaihto on jaettu asunto- ja toimitilarakentamiseen. Asuntorakentamisen osuus segmentin liikevaihdosta oli 35 % vuonna 2017 (2016: 33 %) ja toimitilarakentamisen 65 % (2016: 67 %). Suomen liiketoiminnan 12 kk:n liukuva liikevaihto on ollut viime vuosina nousujohteinen ja kasvanut vuoden 2010 lopun noin 460 MEUR:n tasolta yli 1000 MEUR:n tasolle alkuvuonna 2018. Saman aikavälin 12 kk:n liukuva liikevoittotaso nousi vuosien 2016 ja 2017 aikana yli 40 MEUR:oon noin 26 MEUR:sta vuonna 2010, mutta on laskenut alkuvuoden aikana selvästi noin 20 MEUR:n tasolle kustannuspaineiden rasittaessa isojen projektien kannattavuutta.

Asuntorakentaminen

Suomen liiketoimintojen asuntorakentamisen 12 kk:n liukuva liikevaihto oli Q2'18:n lopussa 356 MEUR (+4 % vs. Q2'17). SRV:n asuntotuotanto keskittyy pääkaupunkiseudulle sekä Suomen muihin suuriin kasvukeskuksiin ja se koostuu asuntokohteiden urakoinnista, sijoittajille

toteutettavista omakehitteistä neuvottelu-urakoista ja SRV:n omaperusteisista asuntohankkeista. SRV:llä oli Q2'18:n lopussa rakenteilla 3164 asuntoa (Q2'17: 3098 kpl), josta noin 30 % oli omaperusteisia kohteita. Asuntorakentamisen 592 MEUR:n tilauskannasta kohdistui Q2'18:n lopussa 68 % (Q2'17: 73 %) SRV:n omaperusteiseen tuotantoon ja 32 % (Q2'17: 27 %) urakoinnin ja neuvottelu-urakoinnin tuotantoon.

Toimitilarakentaminen

SRV:n Suomen toimitilarakentamisen 12 kk:n liukuva liikevaihto oli Q2'18 lopussa 692 MEUR (+6 % vs. Q2'17). SRV:n toimitilarakentaminen pitää sisällään julkisia rakennuksia (kuten sairaalat), toimistoja, liiketiloja, hotelleja, erityistiloja, logistiikkatiloja, kalliotiloja ja infrahankkeita. Toimitilarakentamisen hankkeet jakautuvat yhtiön omaperustaisiin ja -kehitteisiin hankkeisiin sekä projektinjohto- ja rakennusurakoihin.

Toimitilarakentamisen tilauskanta oli Q2'18:n lopussa 1125 MEUR (+18 % vs. Q2'17). Arvioimme omakehitteisten hankkeiden osuuden SRV:n Suomen toimitilarakentamisen tilauskannasta olleen noin 35 % Q2'18:n lopussa. Suurin käynnissä oleva omakehiteinen hanke on REDI-kauppakeskus ja pysäköintilaitos, jonka arvo on noin 390 MEUR ja valmiusaste noin 90 %. SRV omistaa kohteesta 40 %. Lisäksi Tampereen Kansi ja Areena -hanke on käynnistynyt ja sen 550 MEUR:n arvioidusta kokonaisarvosta 210 MEUR on kirjattu tilauskantaan. Loput tulevat vuosien 2019-2020 aikana sopimusten allekirjoitusten yhteydessä. SRV omistaa hankkeesta noin kolmanneksen. Toimitilaurakoista suurimmat ovat puolestaan noin 290 MEUR:n Keski-Suomen Sairaala Nova ja noin 243 MEUR:n HUS Silta sairaala.

Kansainvälinen liiketoiminta

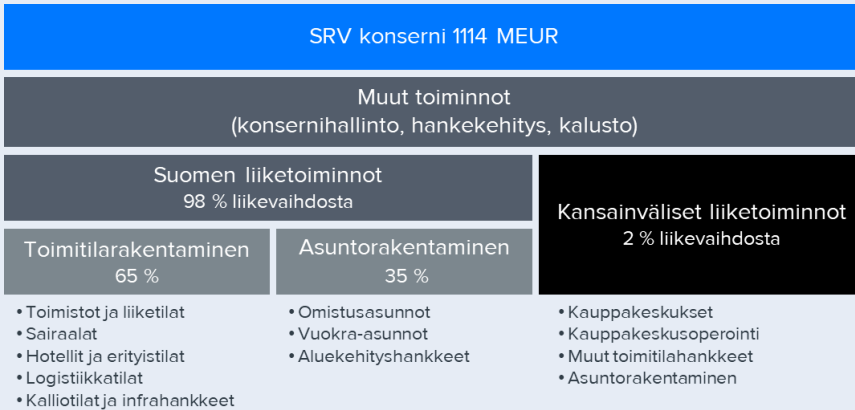
SRV:n kansainvälinen liiketoiminta käsittää konsernin Venäjän ja Viron liiketoiminnot, joista Venäjä muodostaa nykyään valtaosan. Kansainvälisen liiketoiminnan liikevaihto ja liikevoitto muodostuvat tällä hetkellä Pietariin ja Moskovaan valmistuneiden kauppakeskusten sisustus- ja lisätöistä sekä osakkuusyhtiöiden ja yhteisyritysten omistamien kiinteistöjen vuokratuotoista ja hallinnointipalkkioista. Lisäksi liikevoiton määrään vaikuttaa merkittävästi ruplan kurssimuutoksista syntyvät osakkuusyhtiöiden euromääräisten lainojen arvomuutokset, joista valtaosa on vaihdettu kuitenkin ruplamääräisiksi alkuvuoden aikana.

Kansainvälisen liiketoiminnan 12 kk:n liukuva liikevaihto on laskenut alkuvuonna noin 10 MEUR:oon ja liukuva liikevoittotaso 11 MEUR tappiolle rakentamisvaiheen ollessa valmistunut ja vuokraus- ja muut operointituotot eivät tuota potentiaalinsa mukaisesti. Poikkeuksena liikevoiton kehityksessä oli Q2'2013, jolloin SRV tuloutti Okhta Mall - projektista Russia Investille myydyin 55 %:n omistusosuuden myyntivoiton.

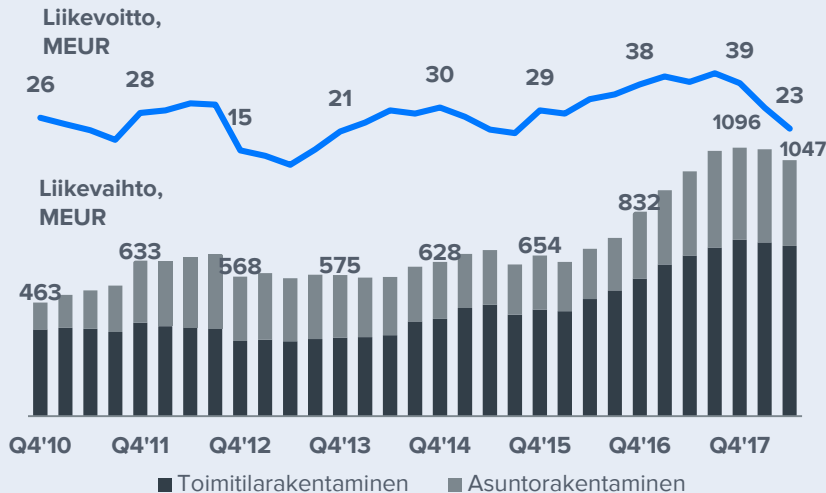
Okhta Mall ja Daily -kauppakeskusten valmistuminen vuosina 2016-2017 on kasvattanut osakkuusyhtiöiden tuloksen osuutta SRV:n kansainvälisen liiketoiminnan liikevoitosta ja pienentänyt selvästi liikevaihtoa. Osakkuusyhtiöiden liikevaihtoa ei yhdistellä SRV:n tuloslaskelmaan, vaan ainoastaan SRV:n omistuksen mukainen osuus osakkuusyhtiöiden nettotuloksesta raportoidaan liikevoittorivillä. Tämä tarkoittaa myös sitä, että SRV:n kansainvälisten liiketoimintojen liikevoitolla on potentiaalia nousta jatkossa merkittävästi, kun nettovuokrat ja vuokra-asteet nousevat sekä kulut muuttuvat ruplamääräisiksi.

SRV:n liiketoimintarakenne

Liiketoimintarakenne

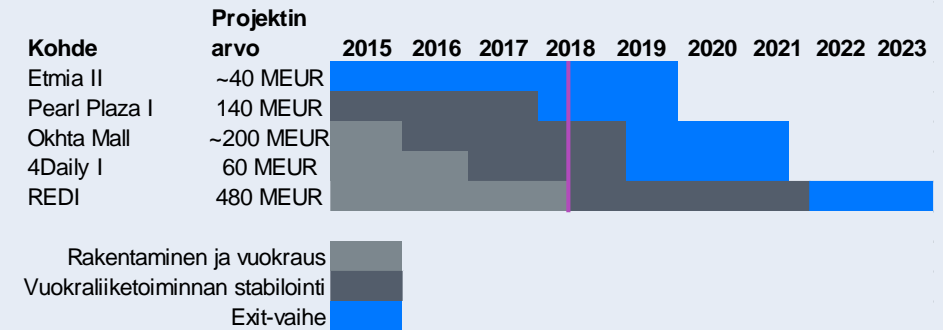


Suomen liiketoimintojen kehitys

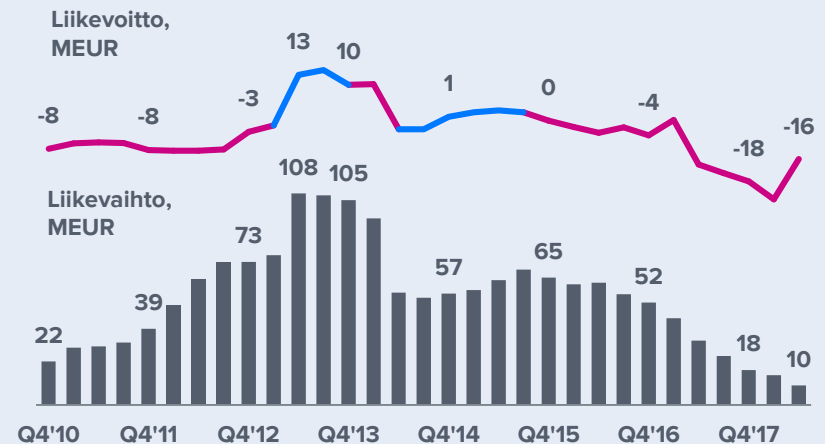


Lähde: Inderes, SRV Yhtiöt

SRV:n suurten kehityshankkeiden aikajana



Kansainvälisen liiketoiminnan kehitys



Sijoitusprofiili 1/2

SRV:n erityispiirteet sijoituskohteena

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

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

Tuloutuskäytännöt

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

SRV:n tuloutuskäytännöt voidaan jakaa hanketyypin mukaan kolmeen osaan:

1) Urakoinnin, projektinjohtourakoinnin ja

neuvottelu-urakoiden tuotto tuloutetaan pääosin hankkeiden valmistumisasteen mukaisesti osatuloutusmenetelmällä. Tämä tuloutustapa muodostaa tyypillisesti suurimman osan SRV:n liikevaihdosta.

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

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

Lisäksi sijoittajien on hyvä huomioida, että SRV:n strategiana ei ole useimmista muista rakennusyhtiöistä poiketen luopua merkittävien kauppakeskushankkeiden omistuksesta välittömästi kohteiden valmistumisen jälkeen vaan jatkaa niiden operoimista ja liiketoimintakonseptin kehittämistä tyypillisesti 3-4 vuoden ajan. Kauppakeskusten vuokratuotot kirjataan osakkuusyhtiöiden liikevaihdoksi, mutta ei SRV:n liikevaihtoon. SRV:n osuus osakkuus-/yhteisyritysten nettotuloksesta kirjataan ennen liikevoittoriviä. Tästä johtuen kansainvälisten liiketoimintojen liikevaihto on

laskenut selvästi, mutta liikevoiton sen sijaan odotetaan kasvavan merkittävästi.

Valuuttakurssiriskit ja korkosuojaus

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

Ruplamääräisten vuokrasopimusten yleistymisen vuoksi SRV:n Venäjän osakkuus- ja yhteisyritysten toiminnalliseksi valuutaksi on vaihtunut rupla, mikä altisti SRV:n tuloksen euromääräisten lainojen eikassavirtavaikutteisten arvomuutosten kautta vuosina 2017-2018 voimakkaille ruplakurssin vaihteluille. SRV suojautuu tyypillisesti vain jyrkkää valuuttakurssin heikentymistä vastaan, joten ruplan vahvistuminen euroa vastaan nostaa SRV:n tulosta ja heikentyminen laskee tulosta. Valuuttakurssien tulosvaikutusta pienentää jatkossa se, että yhtiö on konvertoinut suurimman osan osakkuusyhtiöiden aiemmin euromääräisistä lainoista ruplamääräisiksi.

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

Sijoitusprofiili 2/2

Omistusrakenne

SRV:n omistusrakenne on hyvin keskittynyt ja 10 suurinta omistajaa omistaa yli 70 % yhtiön osakekannasta. SRV:tä voidaan myös kuvailla omistusrakeenteen puolesta eräänlaiseksi perheyhtiöksi, sillä yhtiön perustaja Ilpo Kokkila ja hänen poikansa omistavat yhtiöstä suoraan ja omistamiensa yhtiöiden kautta yli 50 %. Myös osalla konsernin johtoryhmän jäsenistä on merkittävät omistukset yhtiössä. Osakekanta on tällä hetkellä lähes 100 %:sti kotimaisessa omistuksessa. Osakkeen likviditeetti on keskittyneestä omistuksesta johtuen suhteellisen matala.

Positiiviset arvo-ajurit ja potentiaali

- **Kannattavuuden parantuminen:** SRV:llä on merkittävää kannattavuuden nousu-potentiaalia Suomen talouskasvun jatkuessa vakaana ja Venäjän talouden vahvistumisen vakiintuessa. Tämä kuitenkin edellyttää myös oman toiminnan tehostamista sekä tulevien hankkeiden tarkempaa valikointia niiden kannattavuuden kannalta.
- **Kauppakeskusten vuokraus- ja exit-tuotot:** SRV:n kaikki kauppakeskushankkeet ovat valmiina vuoden 2018 loppuun mennessä ja alkavat tuottaa merkittävää tulovirtaa vuosina 2019-2020. Lisäksi odotamme SRV:n kirjaavan vuoden 2022 loppuun mennessä merkittävät hankekehityskatteet kohteiden myynnistä.
- **Merkittävä hankekehitysportfolio:** SRV:llä on kehitteillä merkittävä määrä uusia hankkeita, joista suuren osan odotamme kypsyvän markkinatilanteen sallissa rakennus- ja myyntivaiheeseen lähivuosina.

- **Pääoman tehokkuuden kasvu:** SRV:n sitoutuneen pääoman määrä on korkea ja yhtiö voisi uudelleenrahoittamalla ja myymällä suuria kiinteistökehityshankkeita vapauttaa merkittävästi pääomia, optimoida pääomarakennetta ja kasvattaa pääoman tuottoa. Lisäksi yhtiön aloittamat uudet hankkeet eivät sido pääomia yhtä paljon kuin aiemmin omistusrakenteen optimoinnin myötä ja yhtiöllä on käynnissä ohjelma käyttöpääoman pienentämiseksi.
- **Pitkä näkyvyys:** SRV:n hyvällä tasolla pysynyt tilauskanta, korkea myyntiaste ja kauppakeskusten vuokrauksen eteneminen tarjoavat näkyvyyttä useiksi vuosiksi.

Negatiiviset arvoajurit ja riskit

- **Toimialan syklisyys:** Rakentamisen kysyntä vaihtelee voimakkaasti yleisen talouskehityksen mukaan. Rakentamisen tarjontapuoli sopeutuu sen sijaan pitkistä kehitys- ja rakennusajoista johtuen hitaasti kysyntään, mikä voimistaa tulostason vaihteluita. Lisäksi SRV:n projektinjohtomalli kärsii kovassa noususuhdanteessa urakkahintojen kallistumisesta, kun aliurakoitsijoilla on paljon kysyntää ja näin ollen vahvempi neuvotteluasema.
- **Suuria ja haastavia hankkeita:** SRV:n hankkeet ovat tyypillisesti suuria sekä asunto- että toimitilarakentamisen puolella, mikä nostaa yksittäisiin hankkeisiin kohdistuvien riskien toteutumisen vaikutuksia. Lisäksi yksittäisten kohteiden haastavuus lisää kohteiden suunnitteluun, aikataulutukseen ja osaavan työvoiman saantiin liittyviä riskejä.
- **Hankekehitysriskit:** Rakennus- ja kiinteistöhankeiden hankekehitykseen liittyy

mm. kaavoitukseen, rahoitukseen, kaupallistamiseen, toteutus- ja myyntiaikatauluihin, yhteistyökumppaneihin ja kohdetyyppiin sisältyviä riskejä. Toteutuessaan hankekehitysriskit voivat heikentää SRV:n omavaraisuutta, likviditeettiä, pääomantuottoa ja kasvattaa kehityskustannuksia.

- **Venäjän maariskit:** Merkittävä osa SRV:n sijoitetusta pääomasta on sitoutunut Venäjälle ja yhtiöllä on Venäjällä useita suuria rakenteilla tai myyntivalmiudessa olevia kiinteistökehityshankkeita. Venäjän heikko talouskehitys ja geopoliittinen tilanne heikentävät sijoittaja- ja projektirahoituksen saatavuutta ja vaikeuttavat kiinteistöjen myyntiä. Samalla kuluttajien ostokyvyn heikentyminen laskee kauppakeskusten vuokralaisten vuokramaksukykyä ja vaikeuttaa kauppakeskusten vuokraamista.
- **Valuuttakurssiriskit:** Merkittävä osa SRV:n sijoitetusta pääomasta on Venäjällä, mikä altistaa yhtiön tuloksen ja taseen ruplan kurssivaihteluista aiheutuville riskeille. Näitä riskejä pyritään vähentämään muuttamalla osakkuusyhtiöiden euromääräisiä lainoja ruplamääräisiksi.
- **Rahoitusriskit:** Rakennusprojektit ja kiinteistösijoitukset rahoitetaan pääosin velkarahalla, minkä vuoksi SRV:n liiketoiminnan herkkyyks muutoksille rahoituksen saatavuudessa, korkotasossa tai likviditeetissä on korkea. Varsinkin suurien asuntokohteiden ja pääomaa sitovien omaperustaisten toimitilahankkeiden rahoitusriskit voivat olla korkeat, sillä niihin sitoutuu tyypillisesti paljon pääomaa pitkiksi ajoiksi ja etupainotteisesti.

Sijoitusprofiili

1. Merkittävä kannattavuuden parannuspotentiaali lähivuosina
2. Suurten hankkeiden painoarvo korkea
3. Korkea velkavipu ja sitoutunut pääoma
4. Pääoman vapautuminen ja käytön tehostuminen
5. Suhdanneherkkyys korkea

Potentiaali

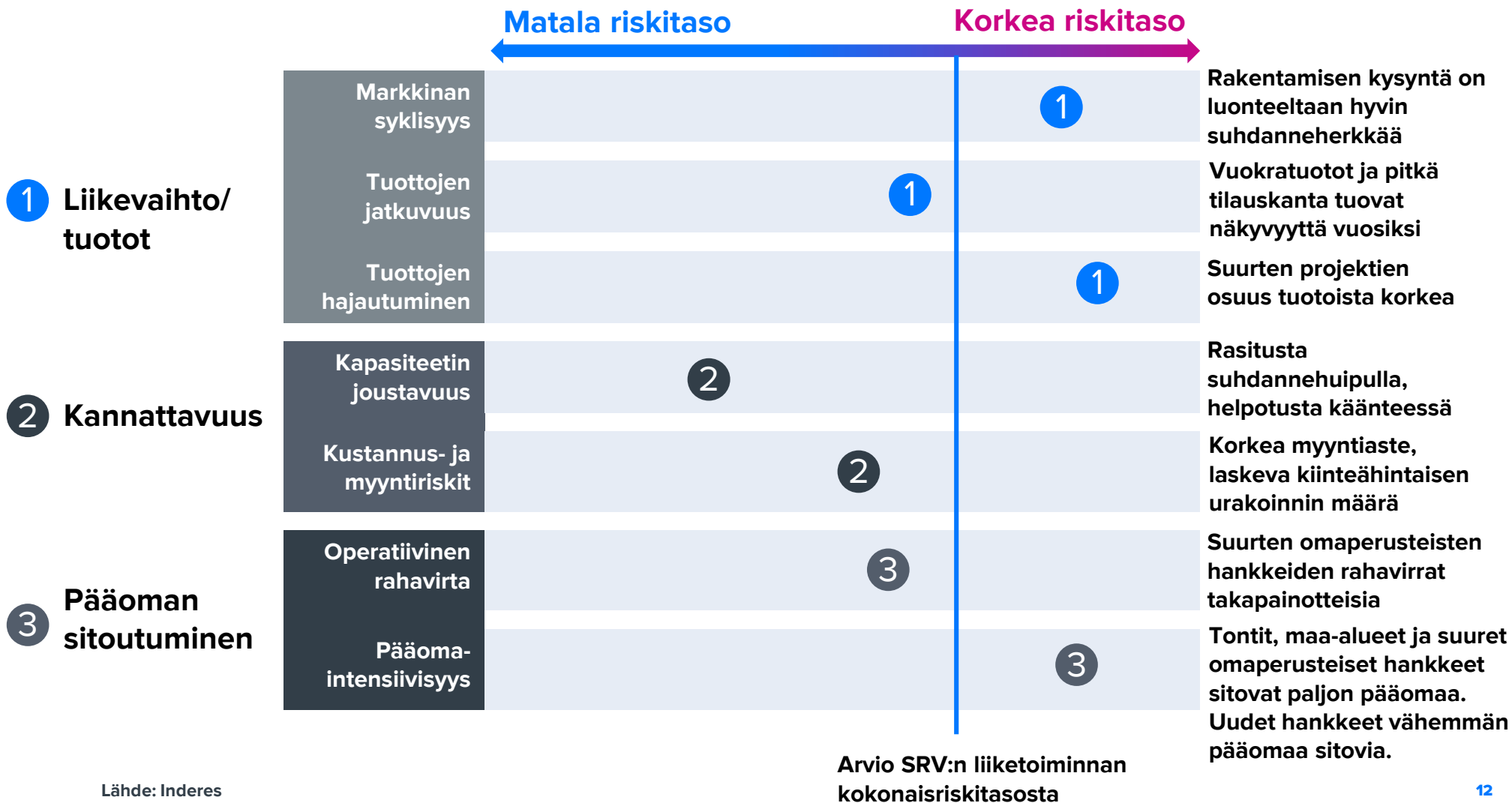
- Kannattavuuden parantuminen
- Kauppakeskusten vuokra- ja exit-tuotot
- Merkittävä hankekehitysportfolio
- Pääomien vapautus ja vähemmän pääomaa sitovat uudet hankkeet
- Tilauskanta, korkea myyntiaste ja vuokratuotot parantavat näkyvyyttä

Riskit

- Suhdanneherkkyys korkea
- Kustannuspaineiden hallitsematon kasvu noususuhdanteessa
- Suuri keskimääräinen hankekoko
- Venäjän maariskit
- Valuuttakurssiriskit
- Hankekehitysrisikit
- Rahoitusriskit

Riskiprofiili

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Liiketoimintamalli ja strategia 1/3

SRV:n liiketoimintamalli

SRV:n liiketoimintamallin ydin perustuu projektinjohtourakointiin. SRV vastaa tyypillisesti rakennus- ja kiinteistökehityshankkeen läpiviennistä ja projektin johtamisesta, mutta itse työn suorittaa SRV:n valitsemat erikoisosaajat ja aliurakoitsijat. Liiketoimintamallia täydentää lisäksi hankekehitys-, rahoitus- ja kaupallistamis-osaaminen, monimuotoiset sijoittajaratkaisut, sekä omaperusteisten kauppakeskusten operointi. SRV:n liiketoimintamalli voidaan jakaa karkeasti neljään osaan:

1. Hankekehitys

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

Sijoittajan näkökulmasta SRV:n hankekehitys-osaaminen laajentaa ja parantaa yhtiön kasvumahdollisuuksia sekä nostaa hankkeiden kokoa ja lisäarvoa. Hankekehityksestä syntyy SRV:lle kuitenkin jatkuvasti merkittäviä kustannuksia, joita ei välttämättä saada takaisin onnistuneina hankkeina. Lisäksi hankekehitys on usein suhdannevaihteluiden, rahoituksen saatavuuden ja kaavoitusprosessien vuoksi hidasta ja voi kestää jopa yli 10 vuotta ennen kuin mittavat hankkeet etenevät toteutukseen. Esimerkkinä voidaan mainita esimerkiksi Jätkäsaaren Bunkkerin viivästyminen, kun Helsingin hallinto-oikeus kumosi hankintapäätöksen Bunkkerin myynnistä SRV:lle.

2. Operatiivinen toimintamalli: SRV Malli

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

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

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

kohtuullisen hyvin, mutta nyt kuitenkin noususuhdanteen loppuvaiheilla on ilmennyt haasteita, kun aliurakoitsijat ovat kohdanneet kovaa kysyntää ja he ovat pystyneet nostamaan hintojaan huomattavasti SRV:tä joustavammin. SRV Mallin voidaan sanoa olevan hieman jälkisyklinen ja jopa kärsivän ylikuumasta suhdanteesta mallin joustavuuden vuoksi.

3. Kaupallistaminen ja operointi

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

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

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

Liiketoimintamalli ja strategia 2/3

4. Hankerahoitus

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

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

Suurimpien kehityshankkeiden kohdalla SRV:n oma rahoituskapasiteetti ja riskinkantokyky asettaa tiettyjä rajoituksia sijoitusten ja omistusosuuksien määrälle. SRV on tästä syystä kehittänyt yhteistyössä sijoittajien kanssa hankerahoitusratkaisuja, jotka mahdollistavat samanaikaisesti riskien hajauttamisen ja suuren hankekoon. Esimerkiksi Pearl Plaza kauppakeskushankkeen omistajina on 50/50 - osuuksin SRV ja kiinalainen kiinteistöyhtiö SIIC, jotka ovat rahoittaneet hankkeen oman pääoman yhteensä noin 45 MEUR:n sijoituksin. Loput hankkeen 140 MEUR:n rakennuskustannuksista on rahoitettu pitkäaikaisella 95 MEUR:n projektiluotolla.

Strategia

Strategiakausi: 2018-2022

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

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

Kannattavuuden parantaminen

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

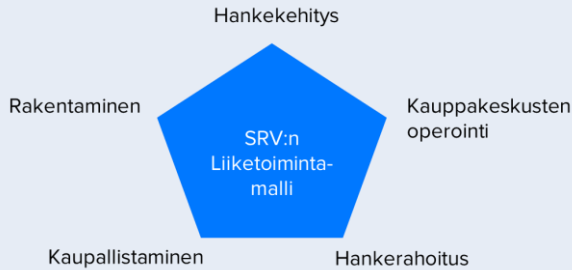
myös parempi kannattavuus. Korkeamman kannattavuuden käänöpuolella on kasvavat rahoitus- ja myyntirisikit, sekä projektinjohtourakointia ja urakointia korkeampi sitoutunut pääoma. SRV on pyrkinyt vähentämään sijoitetun pääoman määrää tekemällä omakehitteisiä hankkeita yhteistyökumppaneiden kanssa, jossa SRV on sekä omistajana että rakentajana.

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

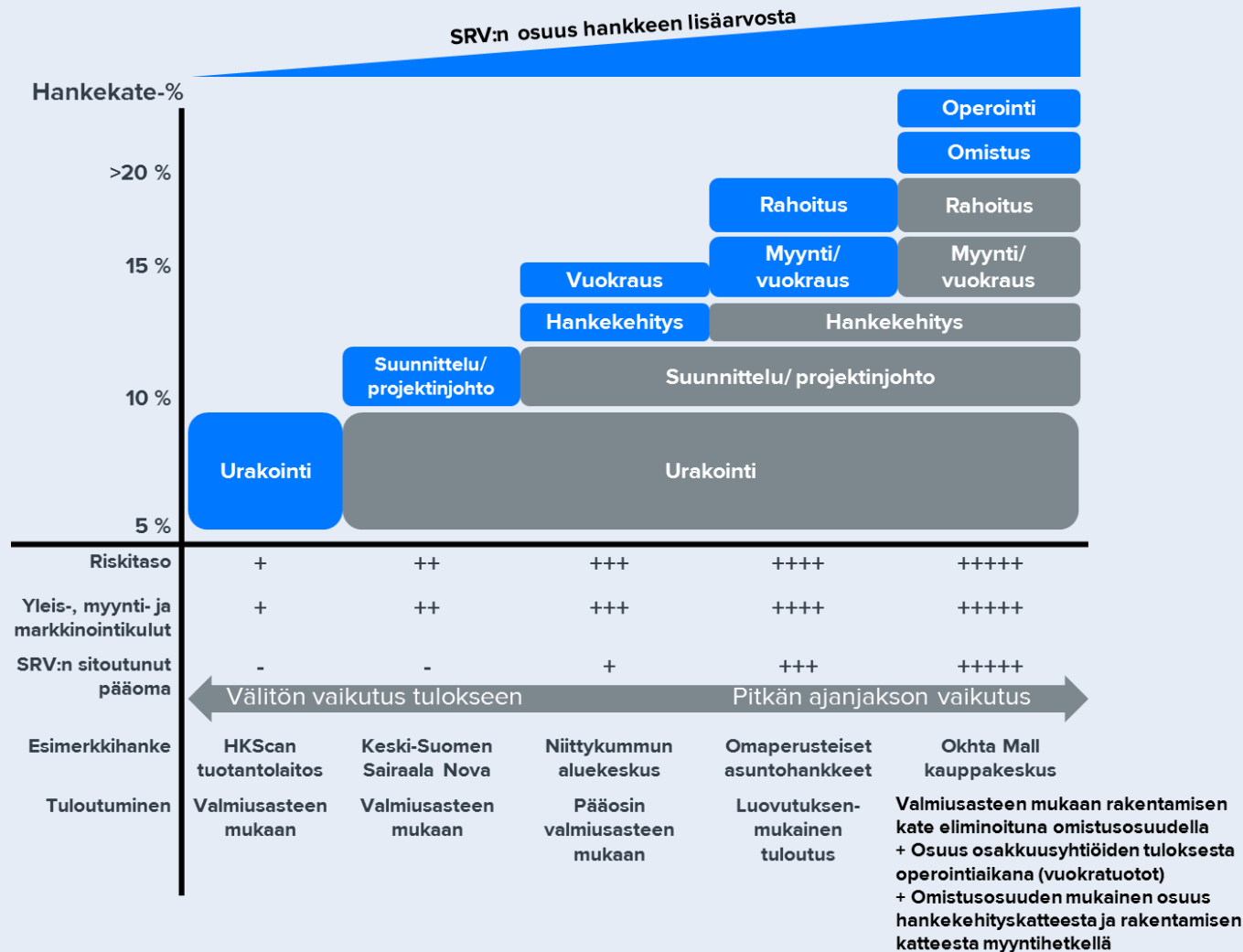
Muut SRV:n keskeiset keinot ja tavoitteet kannattavuuden nostamiseksi ovat 1) Materiaali- ja palvelukustannusten alentaminen 5 %:lla aiemmalta tasoltaan mm. hankintojen prosessia parantamalla, 2) suunnittelun ja teknisen toteutuksen laadun parantaminen ennakoimattomien lisätöiden ja muutosten aiheuttamien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

SRV:n liiketoimintamalli

SRV:n liiketoimintamalli



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



Liiketoimintamalli ja strategia 3/3

Taloudelliset tavoitteet

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

- Liikevaihdon kasvuvaiheen jälkeen tavoitellaan ensisijaisesti vuosittaisen operatiivisen liikevoiton kasvattamista
- Operatiivinen liikevoittomarginaali 8 %. Tavoitteesta 6 %-yks. syntyy rakentamisen tuloksesta ja 2 %-yks. osakkuusyhtiöiden (kauppakeskusten) tuloksesta.
- Oman pääoman tuotto on vähintään 15 % strategiakauden loppuun mennessä
- Sijoitetun pääoman tuotto nousee vähintään 12 %:iin strategiakauden loppuun mennessä
- Omavaraisuusaste yli 35 % ja osinkoa jaetaan 30-50 % vuosittaisesta tuloksesta liiketoiminnan pääomatarpeet huomioiden.

Taloudellisten tavoitteiden taustaoletukset

Asetettujen strategisten tavoitteiden saavuttaminen perustuu SRV:n mukaan maltilliseen ja vakaaseen talouskasvuun Suomessa sekä Venäjän talouden lievään vahvistumiseen ja vakiintumiseen. Lisäksi se edellyttää SRV:n omaperusteisten hankkeiden merkittävää kasvua. Venäjällä toiminta on siirtynyt kauppakeskusten operointivaiheeseen ja osakkuuksista pyritään luopumaan markkinatilanteen niin salliessa. Uusien hankkeiden kehittämistä jatketaan, ja niitä voidaan aloittaa konserniin pääomarakenteen salliessa ja kohteiden taloudellisten kriteerien täytyessä.

Kannattavuus ja pääomantuotto haasteellisia

Lähihistoriassa SRV on jäänyt kauas asetetuista kannattavuustavoitteista. Sen sijaan kasvun, omavaraisuusasteen ja osingon osalta yhtiö on ollut viime vuosina tavoitellulla tasolla, ja se näkyy myös yhtiön painopisteen muuttumisena nykyisellä strategiakaudella enemmän kannattavuuden optimointiin kuin kasvuun.

Pidämme SRV:n tavoitteita kannattavuuden ja pääoman tuoton osalta lyhyellä aikavälillä erittäin haastavina, ja myös yhtiö siirsi alkuperäistä tavoiteaikaa helmikuussa kahdella vuodelle eteenpäin (aik. 2020). SRV:n tavoitteen mukaisesta 8 %:n liikevoittomarginaalista 6 %-yksikköä tulisi yhtiön rakentamisen tuloksesta ja 2 %-yksikköä kauppakeskushankkeiden vuokratuotoista, joista molemmat vaikuttavat lyhyellä aikavälillä haastavilta. Rakentamisen kannattavuutta painaa vuonna 2018 vähäinen tuloutuvien asuntojen määrä sekä isojen toimitilahankkeiden kustannushaasteet etenkin REDIn kauppakeskushankkeessa.

Kauppakeskusten tulokset varsinkin Venäjällä kasvavat tavoitellulle tasolle tyypillisesti vasta useita vuosia valmistumisen jälkeen, minkä takia lähivuosina myöskään ne eivät yllä 2 %:n tuottotasolle. Odotamme tilanteen parantuvan vuodesta 2019 alkaen, kun REDI-kauppakeskus avaa ovensa syksyllä 2018 ja näin ollen kustannusrasite poistuu. Lisäksi ensi vuodelle tulee valmistumaan ja samalla tuloutumaan selvästi enemmän asuntoja kuin tänä vuonna.

Kannattavuustavoitteiden toteutuminen on kuitenkin mahdollista jakson lopulla, kun kaikki kauppakeskushankkeet toimivat täysillä vuokrausasteilla ja vuokratasoilla, omaperusteisen asuntotuotannon osuus

liikevaihdosta kasvaa nykyistä korkeammaksi ja Suomen toimitilarakentamisen tilauskannan katerakenne paranee. Tämä kuitenkin vaatii näkemyksemme mukaan myös rakennusmarkkinoiden suhdanteen ja Suomen talouskehityksen osalta vetoapua, jotta SRV:llä olisi varaa valikoida hankkeensa ja kuluttajien ostovoima pysyisi vähintään tasaisena korkotason nousun kasvattaessa lainanhoitokuluja. Lisäksi Venäjän orastavan talouskasvun elpymisen olisi jatkuttava, jotta kuluttajien ostovoima kasvaisi ja sijoittajat näkisivät geopoliittisten riskien yli ja vaatisivat nykyistä alempia tuottoja kiinteistöiltä.

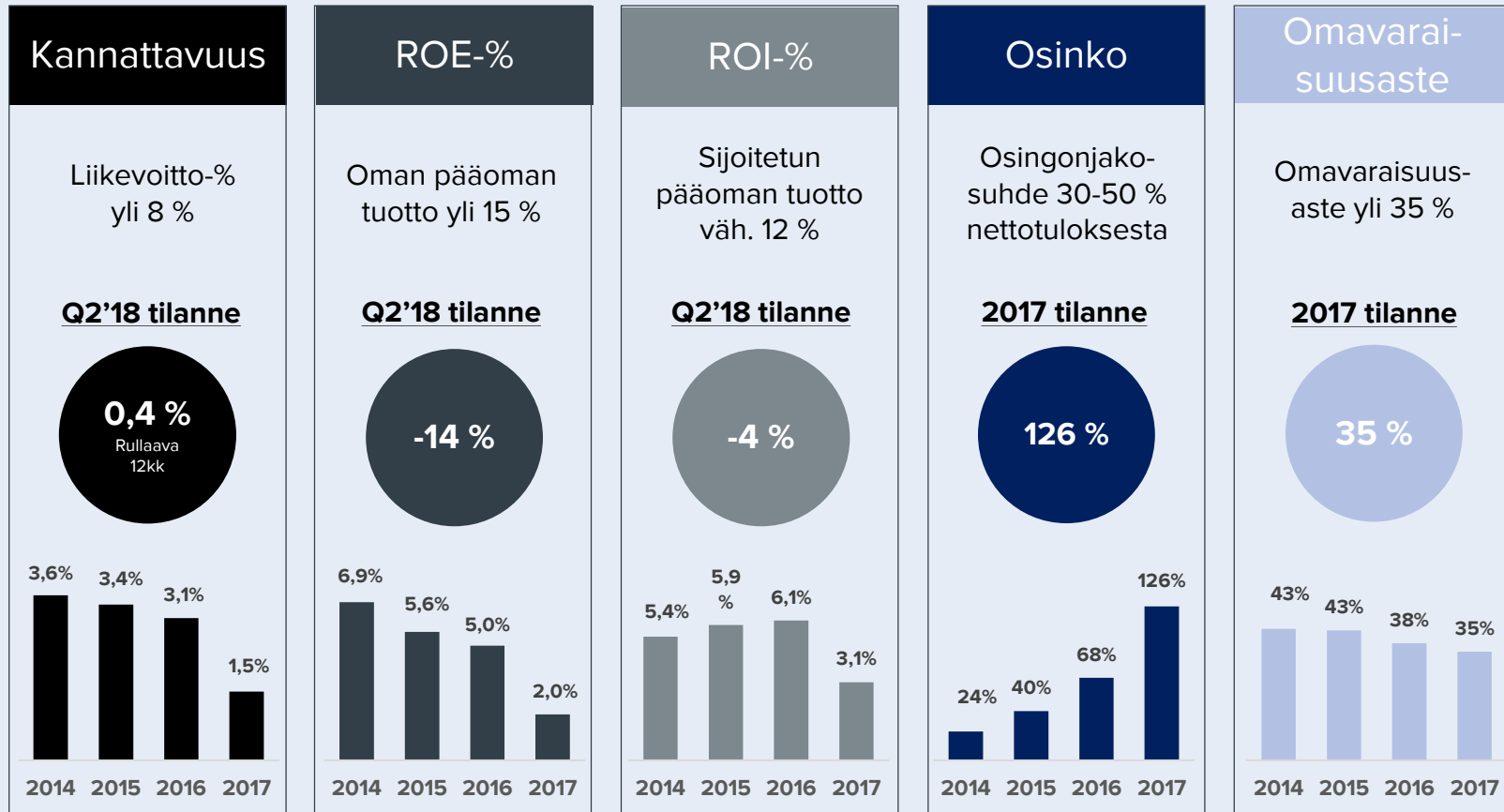
Omavaraisuuden ja osingonjakosuhteen osalta näemme tavoitteet realistisina myös lyhyelläkin aikajänteellä. Yhtiön rahoitusrakenne on pääomajärjestelyjen myötä vakaa ja projektirahoitus on suurhankkeiden osalta ratkaistuna vuosiksi eteenpäin. Lyhyellä aikavälillä omavaraisuutta rasittaa kuitenkin REDIn aiheuttamat tappiot ja korkea sitoutuneen pääoman määrä.

SRV:n pääoman tuottotavoitteet vaativat parantuvan kannattavuuden lisäksi pääoman vapauttamista ja sen käytön tehostamista. Erityisesti suuriin kauppakeskushankkeisiin on sitoutunut paljon pääomaa, ja kun kohteet myydään tai jälleenrahoitetaan, voidaan taseesta vapauttaa merkittävästi pääomia. Tämä nostaisi myös pääoman tuottoa merkittävästi. Lisäksi SRV:n pääoman tuottoa parantaa jatkossa se, että SRV:n uudet omakehittiset hankkeet sitovat aiempaa vähemmän SRV:n pääomaa.

SRV:n strategian yhteenveto



Taloudelliset tavoitteet



Markkinakatsaus 1/6

Suomen talousnäkymät

Kokonaisuutena Suomen talousnäkymät ovat tällä hetkellä mielestämme positiiviset ja yleisesti ennustetun talouskehityksen pitäisi arviomme mukaan lievästi tukea lähivuosien rakentamisen kysyntää. Finanssialan Keskusliiton kokoaman viimeisimmän rahoituslaitosten ennusteiden mukaan Suomen BKT:n ennustetaan kasvavan kuluvana vuonna 2,5-3,0 % ja työttömyysasteen ennustetaan laskevan 0,4-1,1 %-yksikköä. Inflaation odotetaan olevan 0,8-1,5 %.

BKT:n muutos	2018e	2019e
S-Pankki	3,0 %	2,5 %
Aktia	2,6 %	2,2 %
Nordea	3,0 %	2,5 %
OP Ryhmä	2,8 %	2,3 %
Handelsbanken	2,5 %	1,9 %
Hypo	3,0 %	2,0 %
Danske Bank	2,7 %	2,0 %
POP Pankki -ryhmä	2,6 %	2,2 %

Lähde : Finanssialan ry

Luottamus talouteen vahvaa

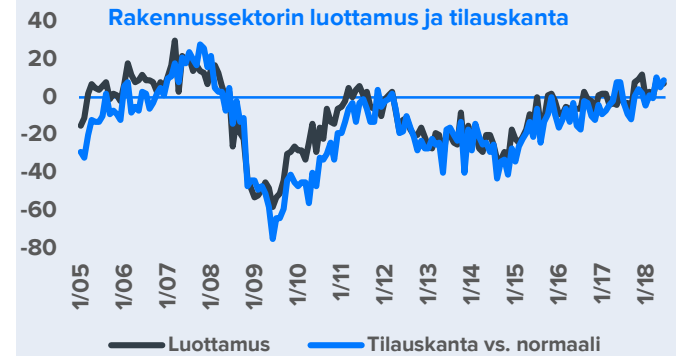
Talouden piristymistä on tukenut kuluttajien kohentunut tilanne, kun matalat korot ja selvästi parantunut työllisyystilanne ovat tukenet kotimaista ostovoimaa. Tilastokeskuksen kuluttajabarometrin mukaan kuluttajaluottamus oli heinäkuussa 22,0, joka oli pitkän aikavälin keskiarvoa korkeampi (12,5), mutta jäaden hieman viime vuoden lukemasta (22,8). Luottamusindikaattorin osatekijöistä kuluttajien odotukset omasta ja Suomen taloudesta sekä yleisestä työttömyyskehityksestä olivat heinäkuussa kuitenkin hyvin valoisat. EK:n

julkaisemassa rakennussektorin luottamusindikaattorissa ollaan noustu tasaisesti ja saavutettu vuoden 2011 taso. Kesäkuussa luottamus nousi hieman +7 pisteeseen toukokuun +6 pisteestä ja oli kuitenkin selvästi yli pitkän aikavälin keskiarvon (-7 pistettä). Kasvuodotukset näkyvät myös tilauskannan indikaattorissa, joka on noussut nollan yläpuolelle.

Pidämme Suomen pidemmän aikavälin talouskasvunäkymiä kohtuullisina, mutta ottaen huomioon talouden pitkän aikavälin rakenteelliset haasteet ja Euroopan taloussyklin suhteellisen kypsän vaiheen, odotamme parhaan talouskasvun vaiheen olevan toistaiseksi takana.

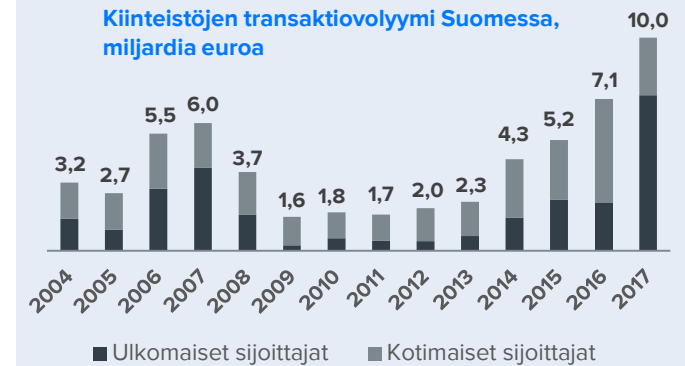
Ulkomainen sijoitus pääoma virtaa Suomeen

Suomeen on virrannut viime vuosina yhä enemmän ulkomaista sijoitus pääomaa ja viime vuonna kiinteistöjen transaktiovolyymista 73 % oli ulkomaisilta sijoittajilta Catellan tietojen mukaan. Sijoittajakysynnän kannalta olennaista on, että asuntokiinteistöt ovat olleet viime vuosina kokonaistuottovertailussa muita kiinteistötyyppejä korkeammalla, jota on ajanut ennen kaikkea hyvä arvonkehitys. KTI:n kiinteistöindeksin mukaan vuonna 2017 asunnoille kirjattiin 7,5 %:n kokonaistuotto ja viimeisen 5-10 vuoden aikajaksolla asunnot ovat tuottaneet noin 3,5-4 % yksikköä enemmän kuin muut kiinteistötyypit. Kansainväliset sijoittajat ovat heränneet Suomen asuntomarkkinoille talouden lähdettyä nousuun jopa muuta euroaluetta ripeämmin, joka näkyy muun muassa viime aikoina ulkomaalaisille asuntorahastoille toteutetuissa suurissa asuntokaupoissa. Odotamme kiinnostuksen olevan vahvaa myös lähitulevaisuudessa talouskasvun ollessa Euroopan kärkitasoa ja tuottovaatimusten ollessa vielä suhteellisen korkeita muihin Pohjoismaihin nähden.



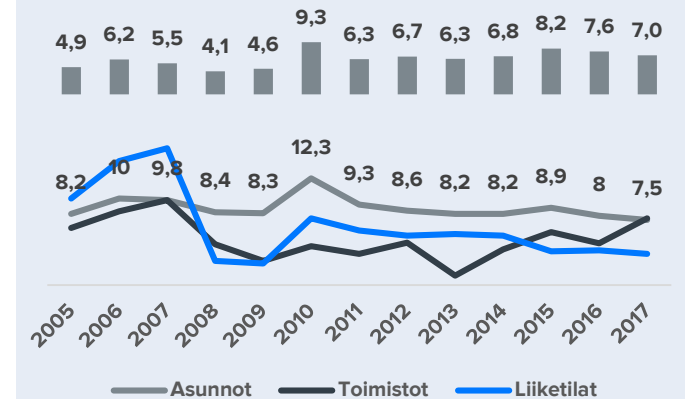
Lähde: Elinkeinoelämän keskusliitto

Kiinteistöjen transaktiovolyymi Suomessa, miljardia euroa



Lähde: Catella

Tuottoero: Asunnot - 10v Suomen valtion jvk



Lähde: KTI kiinteistöindeksi, Suomen Pankki, Inderes

Markkinakatsaus 2/6

Ohjaukset pysyvät edelleen matalina

Asunto- ja kiinteistömarkkinoita tukevat tällä hetkellä EKP:n elvytystoimet ja historiallisen alhainen korkotaso, joiden myötä asuntolainojen keskiporkotaso on laskenut Suomessa jo alle 1 %:n. Samalla uusien asuntolainojen määrä on noussut hieman tai pysynyt tasaisena. Suomen pankin mukaan kotitaloudet nostivat kesäkuussa 2018 uusia asuntolainoja 1,8 mrd euron edestä ja uusien asuntolainojen keskiporko oli 0,87 % ja laskennallinen marginaali 0,85 %.

Nykyinen historiallisen matala korkotaso tukee osaltaan rakennusyrityksiä pitäen kuluttajien ja sijoittajien korkokulut pienenä. Euroopan keskuspankki laski vuonna 2016 ohjaukorkonsa ennätysalhaalle 0,0 %:iin ja aloitti määrällisen elvytyksen tukeakseen euroalueen elpymistä ja torjuakseen deflaatiota. Tuoreimpien tietojen mukaan EKP:n arvopapereiden osto-ohjelman on tarkoitus päättyä vuoden 2018 lopussa ja korkojen lähtevän nousuun vasta vuoden 2019 toisella vuosipuoliskolla.

Muuttoliike kaupunkien voimistuu

Kaupungistumisen megatrendi on jatkunut Suomessa vahvana ihmisten muuttaessa työpaikkojen ja palveluiden perässä maaseudulta kaupunkiin. Suomessa on tällä hetkellä käynnissä historiallisen nopea muuttoliike maalta kaupunkiin, josta kertoo esimerkiksi pääkaupunkiseudun asukasmäärän kasvu vuonna 2016 noin 17 000 asukkaalla eli noin 1,5 %:lla. Odotamme tämän kehityksen jatkuvan, sillä Suomen kaupungistumisaste on selvästi muita teollistuneita maita ja esimerkiksi Ruotsia jäljessä. VTT:n vuoden 2016 ennusteen perusteella yli 620 000 henkilöä voi Suomessa muuttaa edelleen kaupunkiseuduille vuoteen 2040 mennessä kaupungistumiskehityksen takia. Viime vuosina

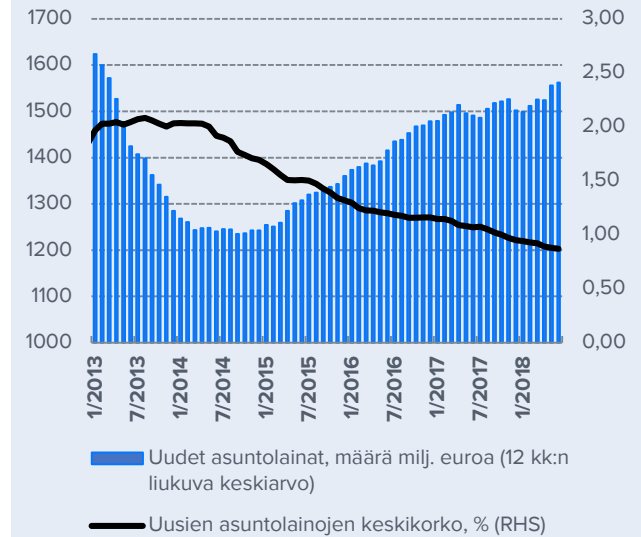
piristynyt talouskasvu, kuluttajien sekä yritysten luottamuksen kohentuminen ja muuttoliikkeen voimistuminen kasvukeskuksiin on vahvistanut kysyntää asuntomarkkinoilla ja tätä kautta piristänyt rakennussuhdanteen näkymiä viimeisinä vuosina.

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

Uudisrakentaminen painottuu hyvin voimakkaasti tällä hetkellä kasvukeskuksiin, kun samalla haasteet kasvavat maakunnissa, missä väestönkehitys on kääntynyt negatiiviseksi. Uusista asunnoista suurin osa rakennetaan isoihin kasvaviin kaupunkiin ja niiden lähistölle. Suurimpien kaupunkien ja niiden lähistöjen asuntotarve on VTT:n ennusteen mukaan vuosittain 25 000–30 000 asuntoa.

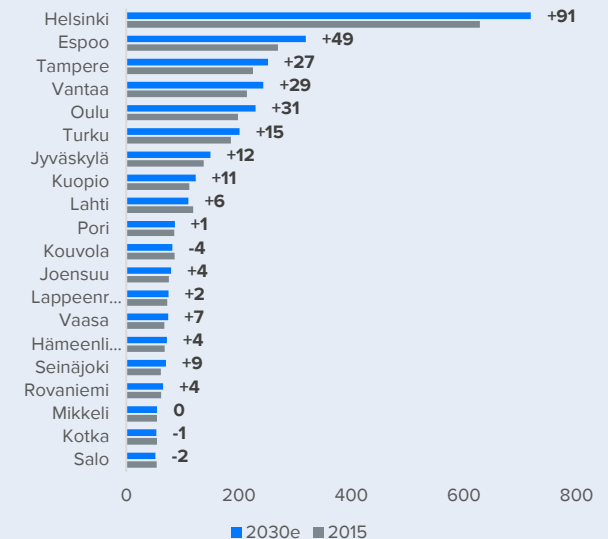
Vaikka suurin muuttoliike tapahtuu isoihin kasvukeskuksiin, myös pienemmät kuntakeskukset tulevat kohtaamaan voimistuvaa kysyntää ikääntyvän väestön muuttaessa reuna-alueilta lähemmäksi tarvittavia palveluita. Eliniän-odotteen ennustetaan nousevan tulevaisuudessa ja yhä useampi vanhus pystyy huolehtimaan itsestään tukihoidon avulla. Vanhat asunnot paikkaavat osin kysyntää, mutta esteettömyys ja seniorikodin palveluiden tarve tukevat myös uudisrakentamista.

Uusien asuntolainojen määrä ja keskiporko



Lähde: Suomen Pankki

Väestönkasvu Suomen 20 suurimmassa kaupungissa, 2015-2030e (tuhatta henkilöä)



Lähde: Tilastokeskus, VTT

Markkinakatsaus 3/6

Suomen rakennusmarkkinat

Suomen rakennusmarkkinoiden määrän kasvu on ollut poikkeuksellisen vahvaa viime vuodet, kun se ajoittain on kasvanut jopa kokonaistuotannon määrää nopeammin. Vuoden 2016 noin 8 %:n kasvu hidastui kuitenkin vuonna 2017 noin 3 %:iin ja sen ennakkoidaan hidastuvan lähivuosina lisää. Rakennusteollisuuden (RT) ennustaa vuodelle 2018 noin 2 %:n määrän kasvua, josta se hidastuisi 0 %:n kasvuun vuonna 2019. Foreconin tuoreempi ennuste povaa rakentamisen määrän kasvavan vielä vuonna 2018 noin 3,5 %, mutta kääntyvän 1,5 %:n laskuun vuonna 2019.

Rakentamisen pikkuhiljaa hiipuvaa kasvua ajaa näkemyksemme mukaan yksityisen kulutuksen ja ostovoiman lievä kasvu, parantunut luottamus ja työllisyystilanne, matala korkotaso, vahvat pitkän aikavälin peruskysyntäkijät, korkealla tasolla pysyvä sijoittajakysyntä, useat suuret samanaikaisesti käynnissä olevat liike-, teollisuus- ja julkisen sektorin rakennushankkeet sekä tasaisesti rakennuskannan ikääntymisen myötä lisääntyvä korjaustarve. Lisäksi kasvua on tukenut vuosien 2012-2015 matalien rakennusvolyymien myötä syntynyt patoutunut kysyntä.

Kasvu on rakentamisen segmenteittäin katsottuna laaja-alaista kun sekä asuntojen ja toimitilojen uudisrakentamisen että korjausrakentamisen odotetaan kasvavan kuluvana vuonna. Infrarakentamisen odotetaan pysyvän vakaana. Vahvinta kasvua ennustetaan asuntojen uudisrakentamiseen, jossa rakentamisen määrän odotetaan kasvavan 9 % kuluvana vuonna asuinkeuhkalojen ennätysellisten aloitusmäärien myötä. Muun uudisrakentamisen määrän odotetaan kasvavan 5 % ja korjausrakentamisen noin 1,5 %.

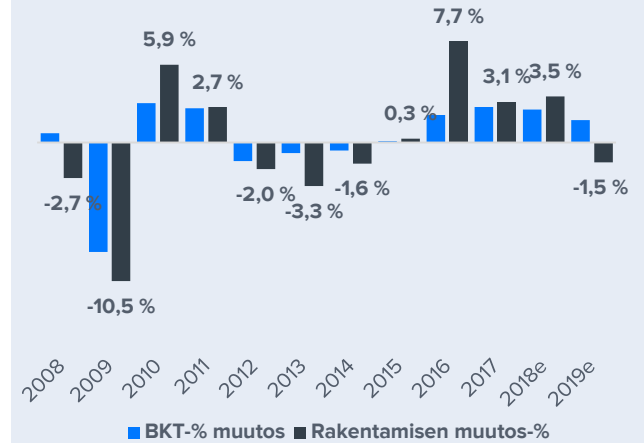
Maantieteellisesti katsottuna kasvu keskittyy yhä kasvukeskuksiin ja erityisesti PK-seudulle, jossa rakentamisen peruskysyntäkijät ovat kaikkein vahvimmat mm. muuttoliikkeen ja asumistarpeiden muutosten myötä.

Asuntorakentamisen näkymät

Suomen asuntorakentamisen näkymät vuodelle 2018 ovat edellisvuoden korkeista aloitusmääristä johtuen vahvat. Parin viime vuoden vahvan asuntorakentamisen kehityksen taustalla on nähdäksemme useiden keskeisten asuntojen kysyntäajureiden pitkään jatkunut positiivinen kehitys sekä useiden vuosien aikana kasvukeskuksiin muodostunut patoutunut tarve asunnoille.

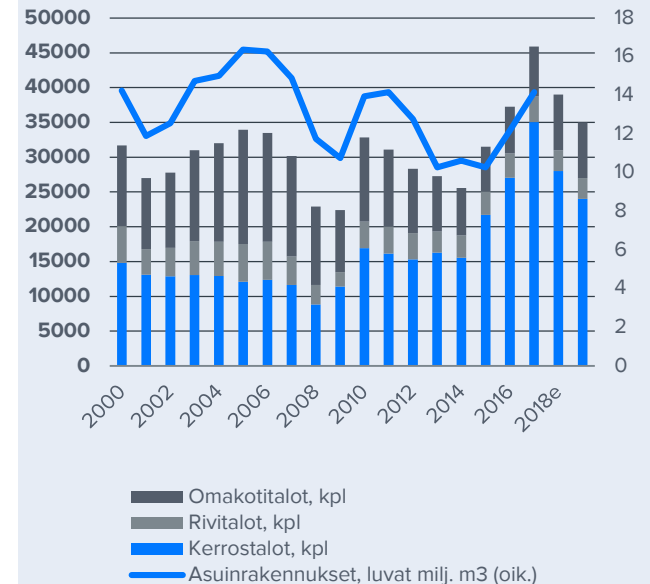
Näkemyksemme mukaan vuodesta 2018 tulee vielä asuntojen uudisrakentamisessa hyvä vuosi, mutta vuodesta 2019 eteenpäin kasvu kääntyy laskun puolelle. Ennustelaitoksista Forecon odottaa vuoden 2019 asuntojen uudisrakentamisen laskevan Suomessa jopa 6 %. Edellisvuosien vahvoin asuintaloihin odotetaan merkittävää laskua vuonna 2018 ja 2019. Vuonna 2017 Suomessa aloitettiin noin 46 000 asuntoa ja Foreconin mukaan aloitusten ennustetaan laskevan vuonna 2018 noin 39 000 ja vuonna 2019 noin 35 000 kappaleeseen. Arvioiden mukaan asuntotuotantotarve olisi noin 30 000 asuntoa per vuosi, joten tuotantomäärät ylitarjonnasta varsinkin pääkaupunkiseudulla. Yliarjonta voi johtaa yhtiöiden varastojen kasvuun ja myyntiaikojen kasvuun, jossa pahimpana skenaariona on asuntojen pakkomyynnit.

Kokonaistuotannon ja rakentamisen määrän kehitys



Lähde: Forecon, Tilastokeskus

Asuinrakennusten aloitukset ja myönnetyt luvat



Lähde: Forecon, Tilastokeskus

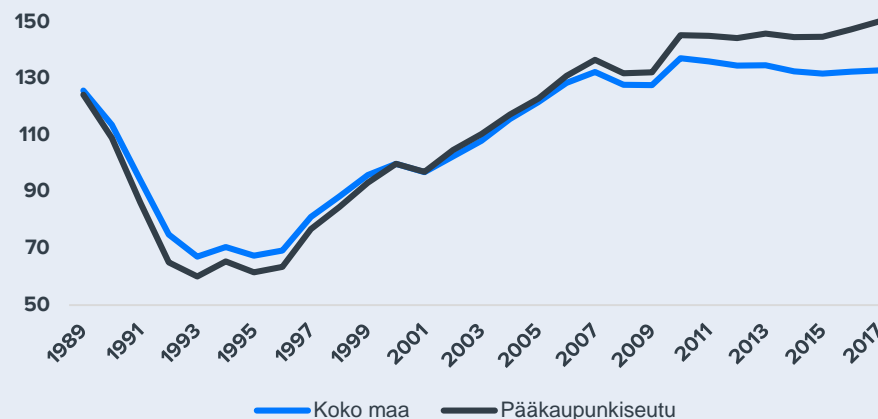
Markkinakatsaus 4/6

Asuntojen peruskysyntäajurit pysyneet vahvoina

Asuntokysyntää ja -hintoja määrittää pitkällä aikavälillä peruskysynnän (väestönkasvu, muuttoliike, asumisväljyys), ansiotason ja työllisyyden kehitys. Lyhyellä aikavälillä kysyntää ohjaa voimakkaasti myös korkotason, kuluttajaluottamuksen, rahoituksen saatavuuden ja sijoittajien tuottovaatimuksen muutokset. Seuraavan sivun graafissa on näkemyksemme näiden ajureiden nykytilasta (taustaväri) ja kehityksestä lähivuosina (nuoli).

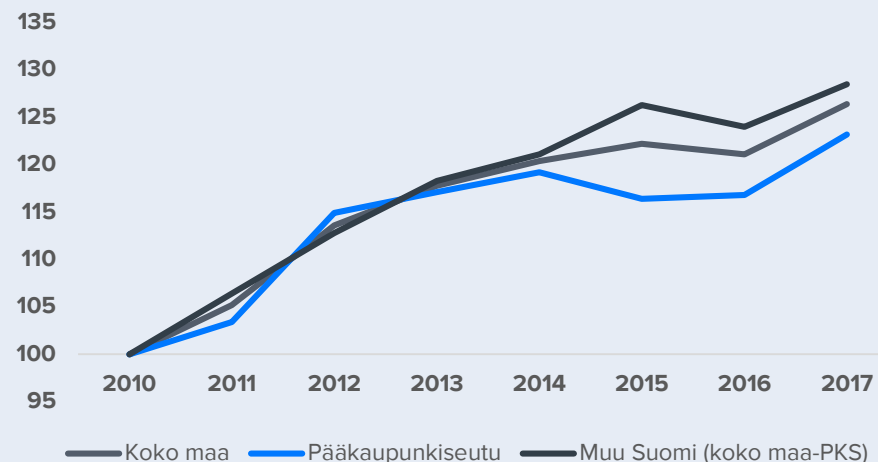
Näkemyksemme mukaan asuntojen peruskysyntätekijät ovat hyvin positiiviset, sillä Suomessa on käynnissä vilkas muuttoliike maaseudulta kaupunkiseuduille, väestönkasvu keskittyy kaupunkeihin ja asuntokuntien koko pienenee. Kuluttajien asunnonostokyvyssä ei ole nähdäksemme tapahtunut merkittäviä muutoksia, mutta trendi on ollut lievästi positiivinen johtuen ansiotason hienoisesta kasvusta, korkotason laskusta ja asuntohintojen maltillisesta kehityksestä.

Asuntojen reaali hinnat, 2000 = 100



Lähde: Tilastokeskus

Uusien asuntojen hinnat, 2010 = 100



Lähde: Tilastokeskus

Asuntomarkkinoiden yleiskuva





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

Arvioiden mukaan tarve 25000-30000 asuntoa vuosittain. Nykyinen tuotantotaso ei kestäväällä pohjalla

Kuluttajat luottavat vahvasti talouden positiiviseen kehitykseen ja kuluttajaluottamus korkealla tasolla

Sijoittajien kysyntä hyvällä tasolla, mutta rahoitusolojen kiristyminen ja tuottovaatimusten nousu edessä

Rakentajat hyötyvät laaja-alaisesta kysynnästä, kuluttajamyynnin piristymisestä ja kohtuullisesta kustannuskehityksestä.

Nykytila:  = hyvin positiivinen  = positiivinen
 = heikko  = kohtuullinen

Trendi:  = paranee  = vakaa  = heikkenee

Markkinakatsaus 5/6

Toimitilarakentamisen näkymät

Odotamme Suomen toimitilarakentamisen volyymikasvuun pienoista hidastumista vuonna 2018 vahvan viime vuoden jälkeen, jota tuki useat suuret liike-, teollisuus- ja julkisen puolen rakennushankkeet. Vastaavaa määrää uusia suurhankkeita ei ole lähiaikoina näköpiirissä.

Rakentaminen on keskittynyt suuriin kasvukeskuksiin ja etenkin isot raidehankkeet Tampereella ja Helsingissä ovat siivittäneet kysyntää liike- ja toimistotiloille liikenteen solmukohdissa. Teollisuusrakentaminen on vetänyt hyvin viennin kehityksen ansiosta ja isot sairaalahankkeet ovat lisänneet julkisten tilojen kysyntää. Viime vuonna muun kuin asuinrakentamisen aloitukset ylsivät 26,4 miljoonaan kuutioon ja niiden ennustetaan tänä vuonna laskevan 1,5 miljoonalla kuutiolla. Aloituksien odotetaan laskevan jokaisessa pääkäyttötarkoituksissa.

Pitkällä aikavälillä toimitilarakentamisen määrää ajaa peruskysyntätekijöiden, kuten ostovoiman kehityksen, tilantarpeiden muutokset, väestönkasvu ja muuttoliike. Lyhyellä aikavälillä kysyntään vaikuttaa muutokset kiinteistöjen vajaakäyttöasteissa, vuokratuotossa, rahoituksen saatavuudessa, korkotasossa ja tuottovaatimuksissa. Seuraavalla sivulla näkyvässä graafissa olemme listanneet näkemyksemme toimitilarakentamisen keskeisten ajureiden tilanteesta (nuolen väri) ja arviomme kehitystrendistä (nuolen suunta).

Näkemyksemme mukaan toimitilamarkkinoiden kysyntäajurit ovat tällä hetkellä kokonaisuutena kohtuullisen positiiviset, mutta emme näe

ajureiden olevan merkittävästi positiivisempia lähivuosina. Kuten asuntorakentamisen kohdalla, myös toimitilarakentamisessa peruskysyntätekijät ovat kehittymässä positiiviseen suuntaan muuttoliikkeen, väestönkasvun ja kaupungistumisen myötä. Ostovoiman ja talouskehityksen lievä elpyminen ovat lisäksi kasvattaneet yksityistä kulutusta ja investointeja.

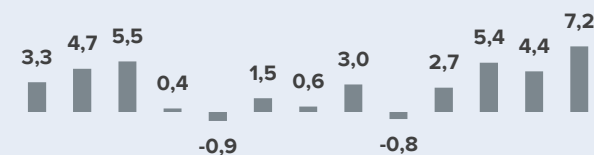
Toimitilakiinteistöjen vuokrat ovat säilyneet paikoin korkeista vajaakäyttöasteista huolimatta hyvällä tasolla ja prime-kohteiden tuottovaatimukset ovat laskeneet. Yhdessä matalan korkotason kanssa tämä on johtanut kiinteistökauppamarkkinan aktivoitumiseen ja volyymien merkittävään kasvuun. Kiinteistöjen transaktiovolyymi Suomessa nousi viime vuonna jo 10 miljardiin euroon, mikä ylittää vuosien 2006-2007 kiinteistöbuumin tason selvästi. Merkittävä osa viime vuosien transaktiosta on kuitenkin ollut asuntokiinteistöjen portfoliokauppoja ja se näkyy myös ulkomaisten sijoittajien aktivoitumisena. Nykyisten ennusteiden valossa tuottovaatimukset tulevat lyhyellä aikavälillä edelleen laskemaan hieman lähemmäs muiden Pohjoismaiden tasoa mikä tukee toimitilarakentamista.

Toimitilarakentamisen aloitukset (milj. m³)

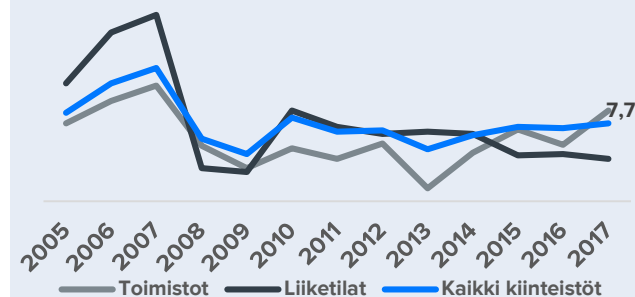


Lähde: RT, Tilastokeskus

Tuottoero: Toimistot- 10v Suomen valtion jvk









Toimitilasijoitusten kokonaistuottoja %



Lähde: Inderes, KTI, Catella

Toimitilamarkkinoiden yleiskuva

Peruskysyntätekijät		<ul style="list-style-type: none"> - Ostovoima  - Kaupungistuminen  - Rakenteellinen kysyntä  - Investoinnit  	Ostovoiman kasvu ja kaupungistuminen lisää kysyntää hyvien liikenneyhteyksien varrella
Vuokramarkkina		<ul style="list-style-type: none"> - Vuokratasot  - Vajaakäyttöasteet  - Rahoitus ja sääntely  	Prime-kohteiden vuokriin odotetaan pientä nousua, mutta erot alueittain kasvavat
Tuottovaatimus		<ul style="list-style-type: none"> - Tuottovaateet  - Korkojen kehitys  - KV-sijoittajien kysyntä  	KV-sijoittajia ilmaantunut markkinoille ja tuottovaatimukseen odotettavissa pientä laskua
Tarjonta-ajurit		<ul style="list-style-type: none"> - Tonttien hinnat ja saatavuus  - Rakennuskustannukset  - Kannattavuus  	Tonttipula ja tonttikustannukset rajoittavat tarjontaa, kun samalla myös muut rakentamisen kustannukset nousevat

Nykytila:  = hyvin positiivinen  = positiivinen
 = heikko  = kohtuullinen

Trendi:  = paranee  = vakaa  = heikkenee

Markkinakatsaus 6/6

Venäjän kauppakeskusmarkkinat

SRV:n kansainvälinen liiketoiminta koostuu lähivuosina suurilta osin kauppakeskusten vuokraamisesta ja operoinnista Venäjällä, kun rakentaminen on saatu loppuun eikä tilauskantaan ole hankittu uusia projekteja. Siten keskitämme kansainvälisten liiketoimintojen näkymissä Venäjän kauppakeskusmarkkina.

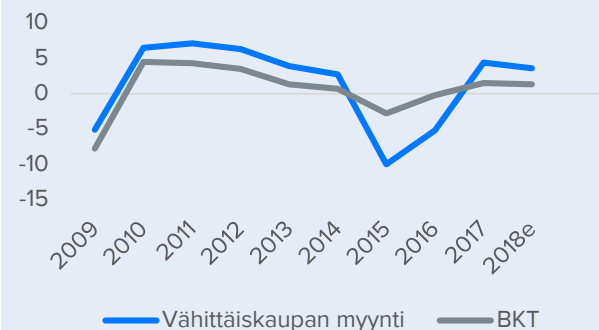
Kauppakeskusten kysyntä määräytyy pitkällä aikavälillä peruskysyntätekkijöiden, kuten ostovoiman kehityksen, kaupanalan rakennemuutosten, väestönkasvun ja muuttoliikkeen perusteella. Lyhyellä aikavälillä kysyntään vaikuttaa lisäksi merkittävässä määrin muutokset kiinteistöjen vajaakäyttöasteissa, vuokratuotossa, rahoituksen saatavuudessa, korkotasossa ja sijoittajien tuottovaatimuksessa

Näemme pitkällä aikavälillä edelleen kysyntää Venäjällä laadukkaille kauppakeskuksille. BKT ylsi viime vuonna noin 1,7 % kasvuun edellisvuosien laskun jälkeen. Kasvun odotetaan edelleen jatkuvan noin 1,3-2 %:n tahtia. Venäläisten kuluttajien keskipalkat ovat nousseet vuodesta viimeisen kymmenen vuoden aikana keskimäärin 19 % vuosivauhtia ruplamääräisesti, mutta samalla inflaatio on vaihteittain noussut jopa 15 %:iin laskien reaali-palkkoja. Venäläiset käyttävät valtaosan tuloistaan kulutukseen, sillä muut elinkustannukset, verotus ja velkaantuminen ovat kansainvälisesti katsottuna matalat. Venäjällä on myös edelleen väkilukuun nähden suhteellisen vähän kauppakeskustilaa (184 m²/1000 asukas) ja tilat ovat monin osin vanhentunutta, eikä vastaa nykyaikaisia tarpeita.

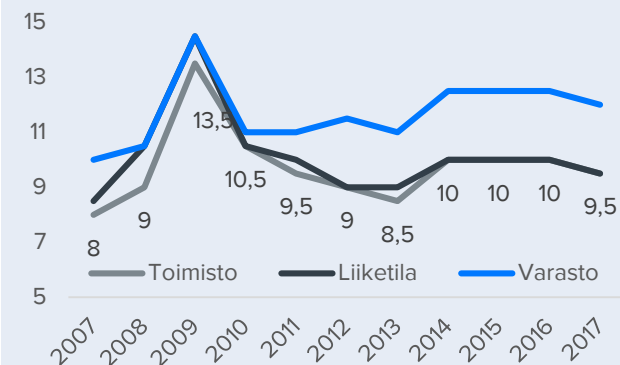
Lyhyellä tähtäimellä kauppakeskusten näkymät ovat kuitenkin edelleen vaisut, vaikka Venäjän talouden taantuma näyttäisi olevan takanapäin. Useita vuosia jatkunut vaisu talouskehitys on laskenut huomattavasti venäläisten reaali-palkkoja ja ostovoimaa, minkä vuoksi vähittäiskaupan myynnin kehitys on ollut heikkoa viime vuoteen saakka. Lisäksi epävarmat näkymät ja talouspakotteet ovat vähentäneet merkittävästi ulkomaisten sijoittajien kiinnostusta Venäjän kiinteistömarkkinoita kohtaan. Alkuvuonna huomattavasti lisää heikentynyt rupla aiheuttaa lisäpainetta talousnäkyville ja riskinä on myös Venäjän talouden suuri riippuvuus öljyn hinnan vaihteluille.

Colliers-tutkimusyhtiön mukaan Venäjän kiinteistömarkkinoilla ollaan havaittu piristymistä ja transaktioiden arvo nousi vuonna 2017 4,7 miljardiin dollariin, oltuaan vuonna 2015 alimmalla tasollaan 10 vuoteen. Vajaakäyttöasteet ovat Moskovan ja Pietarin alueen kauppakeskuksilla laskeneet 5-8 %:n väliin viimeisten vuosien noin 10 %:n tasoilta. Moskovan ja Pietarin prime-paikoilla kauppakeskusten vuokrataso ylittää monen Länsi- Euroopan kaupungin vuokratason. Tämä johtuu vähäisen ostospaikkojen määrän ja suhteellisen korkean ostovoiman yhdistelmästä, joka tarjoaa korkean myynnin per neliö vuokralaisille. Taantumassakin ruplamääräiset vuokrat ovat olleet melko stabiilit. Sijoittajien prime-kohteiden tuottovaatimukset kääntyivät nousuun vuoden 2014 lopulla, mutta vaikuttaa nyt pysähtyneen liike- ja toimistotilojen osalta noin 9-10 %:n tasolle. Alimmillaan vuonna 2008 tuottovaatimukset olivat 8,0-8,5 %.

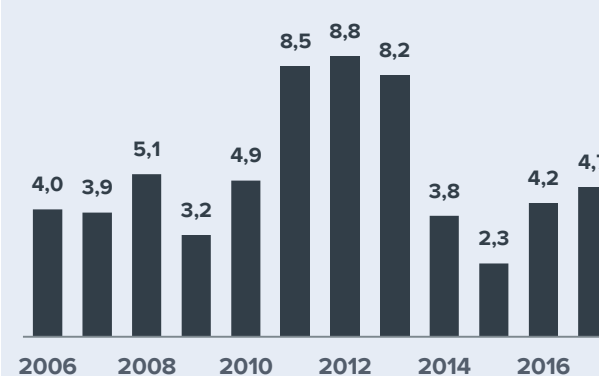
Venäjän vähittäiskaupan myynti ja BKT, vuosimuutos %



Kiinteistöjen tuottovaatimus Venäjällä (%)



Kiinteistöjen transaktiovolyymit Venäjällä 2006-2017



Taloudellinen tilanne 1/2

Tilaukanta kasvanut merkittävästi

SRV:n tilaukannan kehitys oli vuosina 2015-2016 erittäin vahvaa, mutta lähti pienoiseen laskuun vuonna 2017. Tilaukanta laski vuoden 2017 aikana vuoden 2016 ennätystasolta (1759 MEUR) ja oli vuoden lopussa 1548 MEUR, eli 12 % edellisvuoden lopun tilaukantaan matalampi. 2Q'18 tilaukanta lähti jälleen nousuun lähinnä toimitilarakentamisen ja HUS Siltasairaalan vetämänä. Q2'18 tilaukanta nousi 9 % noin 1735 MEUR:oon viime vuoden vastaavan ajanjakson 1595 MEUR:sta.

Suomessa tilaukannan kehitys alkuvuonna on ollut vahvaa eritoten toimitiloissa, mutta asuntorakentamisessa tilaukanta laski 5 %:lla 592 MEUR:oon. Toimitilarakentamisen tilaukanta oli Q2'18 lopussa 1125 MEUR, missä oli nousua 18 % vuodentakaisesta (950 MEUR).

Tilaukannan kasvua ovat ajaneet viime vuosina Suomen liiketoiminnot, sillä kansainväliset liiketoiminnot ovat keskittyneet suurten kauppakeskushankkeiden läpivientiin ja ylösajoon. Kansainvälisen rakentamisen tilaukanta oli 2Q'18 lopussa enää 18 MEUR, mikä tarkoittaa 25 %:n laskua 2Q'17 lopun tilaukannasta.

Tilaukannan nousuun viime vuosina on vaikuttanut erityisesti tilaukantaan kirjatut suuret hankkeet (REDI, sairaalat, osin Tampereen Kansi ja Areena). Alkuvuonna 2018 saatiin HUS Siltasairaalan 243 MEUR:n hanke tilauskirjoihin ja odotammekin tilaukannan säilyvän 1500-1700 MEUR:n tasolla myös lähivuosina, kun vuonna 2018 odotettavissa on vielä Helsinki-Vantaan lentoaseman laajennusosa sekä terminaali 2:n uudistustyö. SRV:llä on myös hankekehitys-, rahoitusneuvottelu- tai suunnitteluvaiheessa

useita merkittäviä hankkeita, kuten mm. REDIn Loiste ja muut asuintalotornit, Lapinmäentie 1 (yli 200 MEUR) ja Jätkäsaaren Bunkkeri (noin 170-190 MEUR), mutta tilaukannan pienoista laskua puoltaa SRV:n strateginen suuntaus valita tilaukantaan vain parempikatteisia ja vähemmän riskisiä kohteita.

Tilaukannan myyntiaste on ollut viime vuosina suhteellisen korkea. Vuoden 2017 lopussa tilaukannasta oli myyty 82 % ja 2Q'18 lopussa 86 %.

Liikevaihdon ja liikevoiton kehitys

SRV:n liikevaihdon kehitys oli vuosina 2010-2015 vuotta 2011 lukuun ottamatta melko vakaata, mutta yhtiön liikevaihto kääntyi voimakkaaseen kasvuun vuosien 2016-2017 aikana. Liikevaihtoa nostivat Suomen liiketoiminnoissa käynnissä olleet useat suuret projektit (REDI, Niittykumpu, TAYS etupiha, Tapiolan kaupunkikeskus Ainoa) sekä merkittävästi vertailukaudesta kasvanut asuntorakentamisen volyyymi. Vuoden 2018 alkupuoliskolla liikevaihto laski 11 % ja laskee myös koko vuonna, kun asuntoja ei valmistu edellisvuosien tapaan ja Venäjällä kauppakeskukset ovat jo valmiita eikä tuota liikevaihtoa.

SRV:n suhteellinen kannattavuus parani vuosina 2013-2016 (EBIT-% ka. 3,4 %) selvästi vuosien 2011-2012 (EBIT-% ka. 1,6 %) tasolta, mutta kääntyi vuonna 2017 taas laskuun (EBIT-% 1,4 %). Alkuvuonna 2018 sama suuntaus on jatkunut ja yhtiön liikevoitto-% laski -3,1 %:iin viime vuoden vastaavan ajanjakson -0,6 %:sta. Kannattavuutta heikensi kiinteähintaisen REDI-kauppakeskushankkeen merkittävät kustannuslylytykset ja projektiheikkennykset. Yhtiö on selvästi epäonnistunut projektinhallinnassa ja kovaa nousseet panoskulut ovat heikentäneet yhtiön liiketoimintamallin toimivuutta.

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

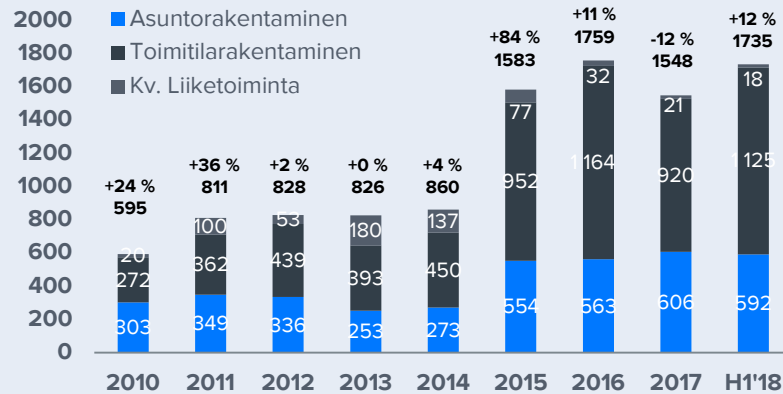
Osakekohtainen tulos ja osinko

SRV:n raportoitu osakekohtainen tulos on ollut viime vuosina laskusuuntainen. Raportoitu, osakeantioikaistu, osakekohtainen tulos vaihteli vuosina 2010-2017 0,02-0,38 euron välillä. Vuonna 2017 oikaistu osakekohtainen tulos oli 0,23 euroa. Alkuvuonna kehitys on ollut heikkoa (-0,34) ja vuodesta 2018 uhkaa tulla ensimmäinen tappiollinen vuosi yhtiölle 30 vuoteen. Osakekohtaista tulosta on laimentanut vuonna 2015 tehty osakeanti, kasvaneet rahoituskulut ja korkosuojauksista aiheutuneet merkittävät ei-kassavirtavaikutteiset arvonmuutostappiot. Arvonmuutoksista ja arvonalennuksista oikaistun osakekohtaisen tuloksen kehitys on sen sijaan ollut vakaampaa.

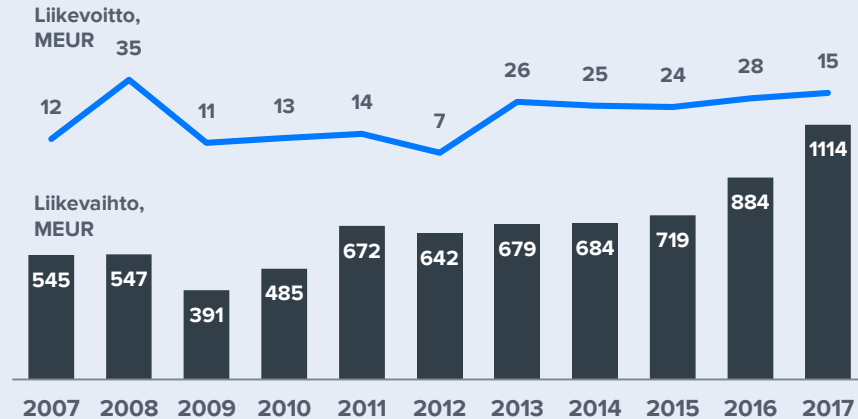
SRV on ollut suhteellisen vakaa osingonmaksaja. Vuosina 2011-2017 osakekohtainen osinko oli keskimäärin 0,08 euroa osakkeelta ja osingonjakosuhteen vaihdella noin 20-125 % välillä.

Taloudellinen tilanne

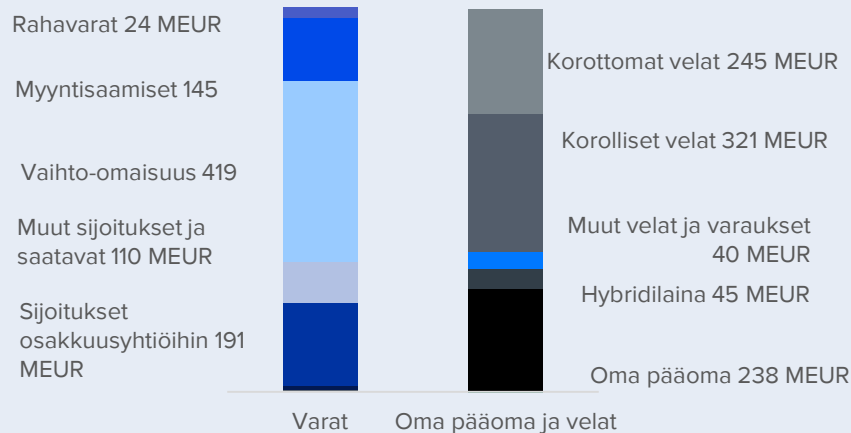
Tilaukset kehitys



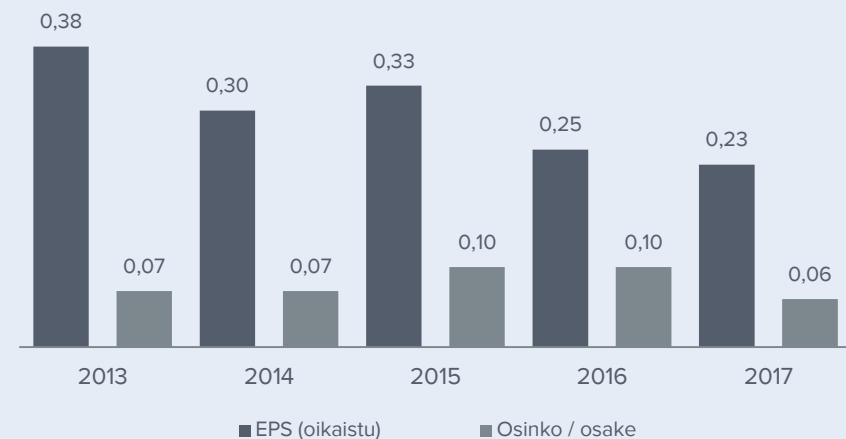
Liikevaihdon ja liikevoiton kehitys



Taserakenne, 2017



Osakekohtainen tulos ja osinko



Taloudellinen tilanne 2/2

Pääoman tuotto vaatimattomalla tasolla

SRV:n pääoman tuotto on ollut vaatimattomalla tasolla pitkään ja sijoitetun pääoman määrä kasvussa. Vuosina 2010-2017 yhtiön oman pääoman tuotto oli keskimäärin noin 4,5 % ja sijoitetun pääoman tuotto noin 5,5 %. Heikko kehitys on johtunut lähinnä kansainvälisten liiketoimintojen heikosta kannattavuudesta ja suhteellisen korkeasta sijoitetun pääoman määrästä, joka on sitoutunut tonttiomaisuuteen ja kauppakeskukset omistavien osakkuusyhtiöiden rahoitukseen. Vuonna 2017 Suomen sijoitetun pääoman tuotto on ollut kohtuullinen 11,4 %, mutta kansainvälisen liiketoiminnan -6,7 % vie koko konsernin tuoton alhaiselle tasolle.

SRV:n keskimääräinen sijoitetun pääoman määrä kasvoi 182 MEUR:sta 605 MEUR:oon vuosien 2007- 2017 välillä. Kansainvälisen liiketoiminnan sijoitetun pääoman määrä oli vuoden 2017 lopussa 242 MEUR (2016: 251 MEUR). Odotamme pääoman jatkavan laskuaan, sillä merkittävä osa taseen omaisuuseristä on jo rakenteilla tai valmiina, ja siten tuottamassa kassavirtaa ja muuttumassa mahdolliseksi myyntikohteeksi. Tilaukskannan kasvu sitoo myöskin aiempaa huomattavasti vähemmän SRV:n pääomia, sillä yhtiö rakentaa nyt paljon julkisia hankkeita ja hankkeita, joihin on olemassa pääosin ulkopuolinen rahoitus. Lisäksi SRV voi jälleenrahoituksella vapauttaa osan hankkeisiin sitoutuneista pääomista. Lopullisesti pääomat ja niiden lisäarvo purkautuvat kuitenkin vasta, kun yhtiö irtautuu omistuksistaan kiinteistöissä ja osakkuusyhtiöissä.

Tase ja rahoitusasema

SRV:n taseen loppusumma oli vuoden 2017

lopussa 889 MEUR (2016: 882 MEUR), missä on kasvua yli 80 % vuoteen 2010 verrattuna. Taseen suurin varallisuuserä oli rakennusyhtiöille tyypillisesti vaihto-omaisuus, jonka osuus taseesta oli vuoden 2017 lopussa noin 47 %. Vaihto-omaisuudesta 44 % muodostui maa-alueiden ja tonttiyhtiöiden arvosta, noin 46 % keskeneräisestä työstä ja noin 7 % valmiiden asunto- ja kiinteistöasakeyhtiöiden osakkeista. Taseen toiseksi suurin varallisuuserä oli 22 %:n osuudella osuudet osakkuusyhtiöissä, joihin sisältyy mm. SRV:n omistukset Pearl Plaza, Okhta Mall ja REDI -kauppakeskushankkeista. Muita merkittäviä varallisuuseriä ovat noin 16 %:n osuudella myyntisaamiset.

SRV:n oma pääoma oli vuoden 2017 lopussa 283 MEUR. Oma pääoma sisältää 45 MEUR:n hybridilainan, jonka yhtiö laski liikkeelle vuoden 2016 alussa. SRV:n korolliset velat olivat vuoden 2017 lopussa 321 MEUR, josta oli pitkäaikaista velkaa 62 %. Ostovelat ja muut velat olivat 245 MEUR, eli noin 28 % taseen loppusummasta.

SRV:n omavaraisuusaste oli vuoden 2017 lopussa 35,5 % (2016: 38 %) ja velkaantumisaste 105 % (2016: 83 %). Lukuja muihin rakennusyhtiöihin vertailtaessa on hyvä huomioida, että SRV:n projektinjohtourakointimalli vähentää korottoman vieraan pääoman osuutta taseessa ja nostaa siten SRV:n velkaantumisastetta suhteessa muihin yhtiöihin, mutta 105 % on jo mielestämme liian korkea.

Velkarakenne ja rahoitusreservit

SRV:n velka koostui 2017 lopussa suunnilleen 29 %:sti lyhytaikaisista yritystodistuksista ja rahoituslaitoksilta otetuista, erääntyvistä lainoista. Q1 lopussa SRV teki vapaaehtoisen

takaisinostotarjouksen joulukuussa 2018 erääntyvän 75 MEUR:n joukkovelkakirjan haltijoille, jonka perusteella 47 MEUR saatiin lunastettua ennakkoisesti takaisin. Samaan aikaan tarjotun uuden 75 MEUR:n suuruisen joukkovelkakirjalainan maturiteetti on neljä vuotta ja kiinteä vuosikorko 4,875 prosenttia. Tarvittaessa SRV voi lisätä rahoituskapasiteettiaan merkittävästi jälleenrahoittamalla kassavirtoja tuottavia projektejaan.

SRV:llä oli Q2'18 lopussa 87,6 MEUR:n rahoitusreservit, josta 34 MEUR oli käyttämättömiä limiittejä ja projektilainoja ja loput 53,6 kassavaroja. Arviomme, että SRV:lle riittää normaalissa tilanteessa 30-50 MEUR:n rahavarat liiketoiminnan pyörittämiseen.

Suurten hankkeiden rahoitus

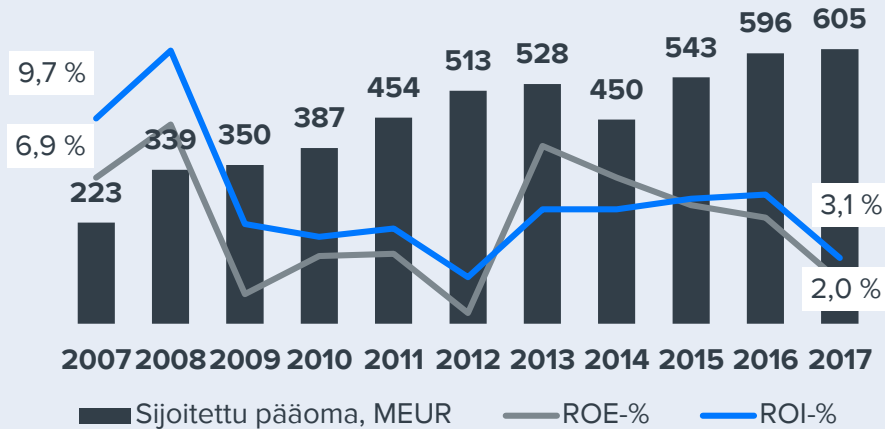
SRV on varmistanut kaikkien käynnissä olevien suurten kiinteistökehityshankkeiden projektirahoituksen useiksi vuosiksi eteenpäin, joten lähivuosina SRV:llä ei ole pakotettua tarvetta uudelleenrahoittaa suuria kiinteistökehityshankkeita. Seuraavalla sivulla olevassa taulukossa on eritelty tarkemmin projektien rahoitusta ja SRV:n sijoitusten määrät.

Rahoituskovenanit

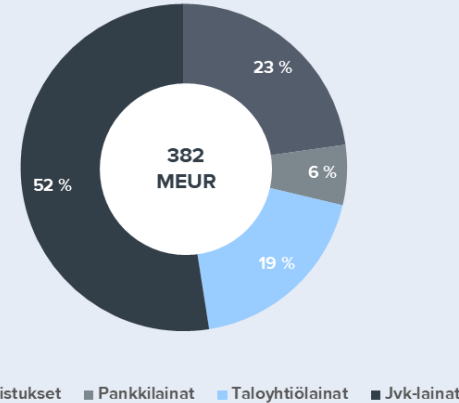
SRV:n vieraan pääomanehtoiselle rahoitukselle on asetettu tavanomaiset kovenanit. Taloudellisina kovenanteina ovat omavaraisuusaste, velkaantumisaste ja koronmaksukyky. REDI-hankkeen aiheuttaman velkaantumisasteen nousun vuoksi SRV sopi 100 MEUR:n maksuvalmiusluoton rahoittajien kanssa velkaantumisastekovenantin tason väliaikaisesta nostosta.

Taloudellinen tilanne

Sijoitetun pääoman kehitys ja ROI- ja ROE-%



Velkarakenne, Q1'18

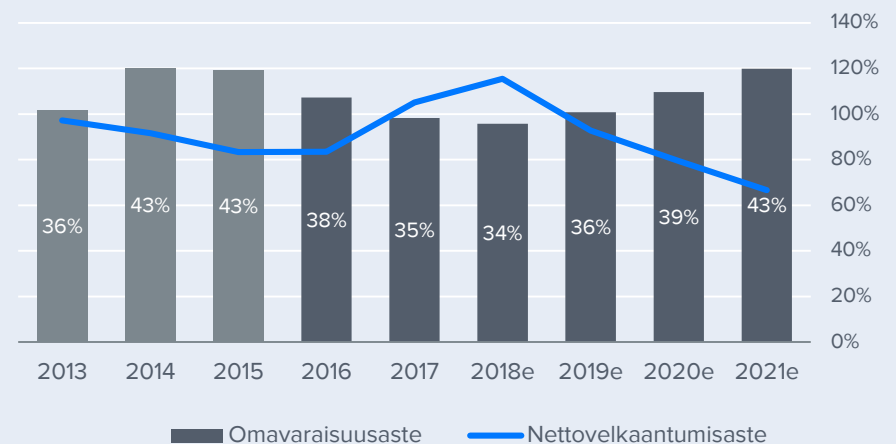


Suurhankkeiden rahoitus *

Projekti	Valmiina	Projektiluoton kesto	Sijoitettu pääoma
Pearl Plaza I	2013	2020	28 MEUR
Okhta Mall	2016	2024	91 MEUR
4Daily	2016	2024	12 MEUR
REDI kauppakeskus	2018	2019	116 MEUR

* Sijoituksen määrä Q2'18. Sijoituksen nykyarvo voi poiketa alkuarvosta ruplan kurssimuutosten takia.

Omavaraisuusaste ja nettovelkaisuus



Ennusteet 1/2

Vuosi 2018: REDIn kustannusylytykset ja ruplan kurssimuutokset syövät tuloksen

Ennustamme SRV:n vuoden 2018 tuloksen laskevan merkittävästi vertailukaudesta, koska 1) yhtiöllä valmistuu ja tuloutuu kuluvana vuonna selvästi vuotta 2017 vähemmän omaperusteisia asuntokohteita (2018e: 511 kpl vs. 2017: 714 kpl), 2) yhtiön suurimman urakan, REDIn kustannusylytykset rasittavat tulosta yli 20 MEUR:lla, ja 3) kansainvälisen liiketoiminnan tulosta rasittaa ruplan heikentymisestä aiheutuvat muuntoerot ja kurssitappiot.

Ennustamme SRV:n liikevaihdon laskevan kuluvana vuonna 12 % 983 MEUR:oon. Laskua ajaa Suomen toimitilarakentamisen aikaisempien suurten projektien päättymisen ja uusien projektien alkuvaiheen alemman laskutusasteen myötä 7 %:lla 675 MEUR:oon laskeva liikevaihto ja Suomen asuntorakentamisen omaperusteisen liikevaihdon laskeminen 36 % 133 MEUR:oon. Lisäksi kansainvälisten liiketoimintojen keskittyminen kauppakeskus- omistusten operointiin ja kehittämiseen laskee edelleen liikevaihtoa noin 12 MEUR:lla.

Ennustamme SRV:n vuoden 2018 valuuttakurssimuutoksilla oikaistun liikevoiton laskevan 78 % vertailukaudesta 6,5 MEUR:oon (2017: 27,0 MEUR) ja oikaistun liikevoitto-%:n 0,7 %:iin (2017: 2,7 %). Liikevoiton laskuodotuksesta pääosa selittyy REDIn kustannusylytyksistä johtuvilla katteiden alaskirjauksilla (H1'18: -20,3 MEUR) ja loput omaperusteisen asuntojen tuloutusmäärien laskulla. Raportoidun liikevoiton odotamme laskevan -1,7 MEUR:oon, eli selvästi oikaistua liikevoittoa alemmaksi ruplan arvonnäytöksistä johtuvien arvostustappioiden

takia. SRV kirjasi H1'18:lle nettona -5,7 MEUR valuuttakurssitappioita, ja ennustamme myös loppuvuodelle -2,5 MEUR:n tappioita.

Oikaistun osakekohtaisen tuloksen ennustamme olevan vuonna 2018 -0,15 euroa ja raportoidun -0,31 euroa. Heikosta tuloskehityksestä ja korkeasta velkaisuusasteesta johtuen emme odota yhtiön jakavan osinkoa kuluvalla vuodelta.

Pidämme todennäköisenä, että SRV myy pääomia vapauttaakseen vuoden 2018 aikana Pearl Plaza -kauppakeskuksen. Arvioimme SRV:n kirjaavan kaupan toteutuessa n. 6-12 MEUR:n positiivisen kertaerän liikevoittoon, mikä ei kuitenkaan sisälly tulosennusteeseemme, mutta on huomioitu erikseen esitettävässä osien summa -laskelmassa. Yhtiö tavoittelee lisäksi vuonna 2018 yhteensä noin 50 MEUR:n pääoman vapautustoimia, mikä saattaa vaikuttaa nostavasti liikevaihtoon, mutta on liikevoiton tasolla arvioimme mukaan vaikutuksiltaan neutraali.

Vuodet 2019-2020: Tulokasvu kiihtyy kauppakeskusten valmistumisen myötä

Ennustamme SRV:n liikevaihdon kääntyvän jälleen kasvuun vuonna 2019 ja liiketuloksen parantuvan merkittävästi vertailukaudesta. Arvioimme mukaan SRV:llä tulee tuloutumaan vuonna 2019 noin 60 % enemmän omaperusteisia asuntoja kuin vuonna 2018, mikä kasvattaa yhtiön liikevaihtoa arvioimme mukaan noin 120 MEUR:lla (12 %:lla). Lisäksi odotamme uusien hankkeiden, kuten Siltasairaalan ja Tampereen Kansi ja Areenan kasvavien valmiusasteiden myötä noin 4 %:n kasvua toimitilarakentamisen liikevaihtoon vuonna 2019. Kokonaisuutena ennustamme SRV:n liikevaihdon kasvavan 14,9 % vuonna 2019 noin

1129 MEUR:oon.

Vuoden 2019 oikaistun liikevoiton ennustamme nousevan voimakkaasti 47 MEUR:oon ja liikevoitto-%:n 6-kertaistuvan 4,2 %:iin. Arvioimme jyrkästi parantuvasta kannattavuuskehityksestä perustuu 1) uusien toimitilahankkeiden ja valmistuvien tappiollisten urakoiden (REDI) myötä merkittävästi parantuvaan toimitilarakentamisen katerakenteeseen, 2) kauppakeskusten valmistumisen ja vuokrausasteiden nousun myötä merkittävästi parantuviin osakkuusyhtiöiden tuloksiin ja kansainvälisten toimintojen liikevoittoon, sekä 3) omaperusteisten asuntojen tuloutusmäärien kasvun kautta merkittävästi kasvavaan asuntorakentamisen liikevaihtoon ja kannattavuuteen. Lisäksi tulosastoa parantaa Venäjän liiketoimintojen euromääräisten velkojen määrän lasku, jonka myötä ruplan heikentymisestä johtuvat kurssitappiot ja rahoituskulut laskevat. Osakekohtaisen tuloksen ennustamme nousevan vuonna 2019 0,43 euroon ja osingon 0,13 euroon.

Vuonna 2020 odotamme SRV:n kokonaisliikevaihdon ja sen käytännössä kokonaan muodostavan Suomen rakentamisen liikevoiton kehittyvän melko vakaasti (+5,5 %, 50 MEUR) 2019 verrattuna. Ennustamme konsernin liikevaihdon laskevan vuonna 2020 -3 % 1099 MEUR:oon. SRV:n liikevoitto nousee kuitenkin ennusteessamme vuodesta 2019 lähes +14 % 53 MEUR:oon, kun osakkuusyhtiöiden tulokset kasvavat 77 % 9,2 MEUR:oon. Osakkuusyhtiöiden tuloksiin painottuvan liikevoiton kasvun myötä ennustamme vuoden 2020 osakekohtaisen tuloksen nousevan 16 % 0,50 euroon ja osingon +15 % 0,13 euroon osakkeelta.

Ennusteet 2/2

Vuodet 2021-2022: Kauppakeskushankkeet exit-vaiheessa

Arvioimme mukaan kaikki neljä SRV:n suurista kauppakeskushankkeista on kypsänyt exit-vaiheeseen viimeistään vuonna 2022. Kuten edellä on mainittu, on Pearl Plaza -hanke jo nyt myyntivalmiudessa ja odotamme yhtiön pyrkivän irtautumaan tästä kohteesta mahdollisuuksien mukaan jo vuonna 2018. Vaikeasti ennustettavien exit-ajankohtien ja -voittojen vuoksi emme sisällytä tulosennusteisiimme lähivuosille irtautumisia, vaan oletamme ennusteissamme, että kaikki irtautumiset tapahtuvat vuoden 2021 jälkeen. Näin ollen vuosien 2018-2021 tulosennusteisiimme sisältyy ainoastaan osakkuusyhtiöiden vuokratatuloista saamat nettotulokset.

Oletuksemme perustuu SRV:n tavoitteiseen myydä kauppakeskusomistukset noin 3-4 vuotta kestävä vuokratuoton ylösajovaiheen jälkeen. Pearl Plazan kohdalla aika on muodostunut selvästi tätä pidemmäksi, sillä yhtiö odottanut Venäjän taloustilanteen ja sijoitusmarkkinan elpymistä useita vuosia. Ylipäättään kauppakeskushankkeiden myyntiaikatauluun vaikuttaa talouden ja kiinteistömarkkinoiden kehitys.

Suurten hankkeiden myyntituotot muodostavat arvioimme mukaan merkittävän osan SRV:n arvosta, joten olemme huomioineet ne vuosille 2022-2026 ajoittuvissa pitkän aikavälin ennusteissamme. Lisäksi huomioimme kauppakeskushankkeiden arvon osien summa – laskelmissamme.

Olemme avanneet tarkemmin kauppakeskusten

vuokratuottoihin, tuottovaateisiin ja kassavirtoihin liittyviä oletuksiamme tämän raportin loppupuolella, jossa käymme tarkemmin läpi jokaisen kauppakeskushankkeen.

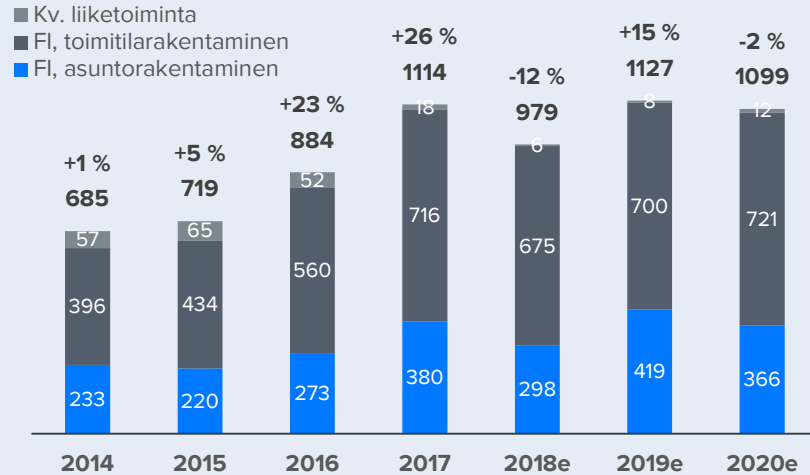
Pitkän aikavälin ennusteet

Ennustamme pitkällä aikavälillä (2021-) SRV:n jatkuvien liiketoimintojen liikevaihdon tasaantuvan hieman yli 1000 MEUR:n tasolle ja kasvun noin 2,5 %:iin vuodessa. Odotamme, että SRV tulee säilyttämään jatkossakin vahvan osuuden Suomen asuntorakentamisen ja toimitilarakentamisen markkinoilla. Erityisesti asuntorakentamisen pitkän aikavälin näkymät ovat melko vahvat, sillä kaupungistumisen kehityksen ja demografisten muutosten vuoksi Suomen asuntorakentamisen määrän tulee pysyä 25000-30000 asunnon vuositasolla pitkälle tulevaisuuteen. Asuntoja tarvitaan erityisesti kasvukeskuksissa, mikä tarkoittaa sitä, että ne tulevat koostumaan valtaosin kerrostalorakentamisesta.

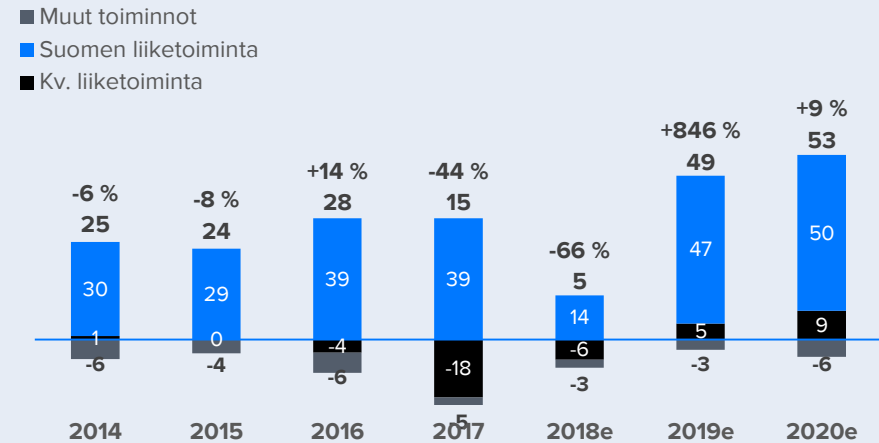
Arvioimme, että SRV:n liikevoitto-% tulee laskemaan pitkällä aikavälillä 3,5 %:iin liikevaihdosta. Emme näe SRV:n vuoden 2022 loppuun mennessä tavoittelemaa yli 8 %:n liikevoittomarginaalitasoa kestäväenä, sillä se sisältää osuuden osakkuusyhtiöiden tuloksista. Nykyisen strategiansa mukaisesti SRV on ilmoittanut, että se ei tule jäämään pysyvästi kauppakeskusten omistajaksi ja näin ollen emme näe todennäköisenä skenaariota, jossa SRV:stä tulisi myös kiinteistösijoitusyhtiö.

Ennusteet

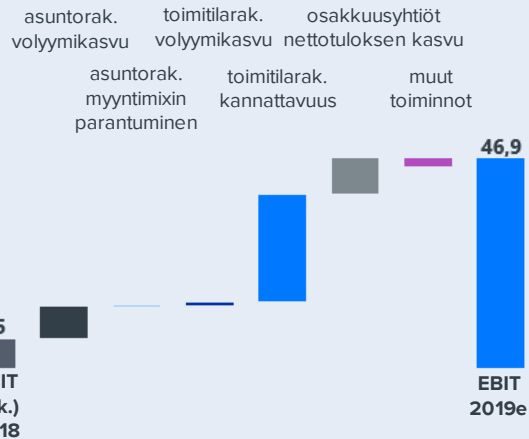
Liikevaihdon kehitys segmenteittäin



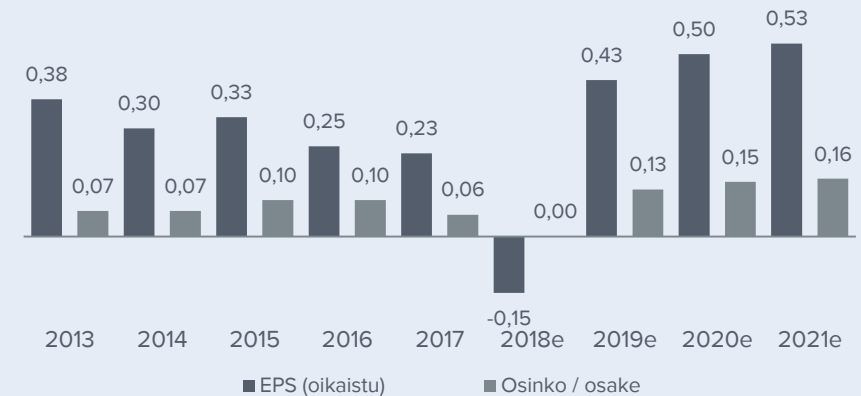
Liikevoiton kehitys segmenteittäin



Liikevoittoennusteen ajurit 2018-2019



Osakekohtainen tulos ja osinko



Tulosennusteet

Tuloslaskelma	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	884	224	284	268	339	1114	216	236	251	281	983	1129	1099	1057
<i>Suomen liiketoiminta</i>	832	219	277	263	337	1096	214	234	249	280	976	1121	1087	1042
<i>Kansainvälinen liiketoiminta (oik.)</i>	52,4	4,4	7,0	4,2	2,3	17,9	1,7	1,8	1,5	1,0	6,0	8,0	12,0	15,0
<i>Muut toiminnot</i>	15,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,4	0,0	0,0	0,6	0,0	0,0	0,0
Käyttökate	34,2	8,2	-9,3	8,1	14,1	21,0	-7,9	-4,8	2,3	12,7	2,2	51,2	57,5	59,2
<i>Poistot ja arvonalennukset</i>	-6,5	-0,9	-1,0	-1,0	-2,8	-5,7	-0,9	-0,6	-1,0	-1,4	-3,9	-4,3	-4,2	-4,5
Liikevoitto ilman kertaeriä	28,9	2,8	1,8	8,4	15,1	28,0	-5,1	-3,4	3,8	11,3	6,5	46,9	53,3	54,7
Liikevoitto	27,7	7,3	-10,3	7,1	11,3	15,3	-8,8	-5,4	1,3	11,3	-1,7	46,9	53,3	54,7
<i>Suomen liiketoiminta</i>	38,3	5,0	5,7	9,7	18,2	38,6	-3,7	-1,7	6,3	13,2	14,1	47,0	49,6	49,4
<i>Kansainvälinen liiketoiminta (oik.)</i>	-5,5	-1,4	-1,9	-1,2	-2,3	-6,7	-1,8	-0,6	-1,5	-0,4	-4,3	5,1	9,2	11,3
<i>Muut toiminnot</i>	-6,5	-0,8	-2,1	-0,1	-1,8	-4,8	0,4	-1,1	-1,0	-1,5	-3,2	-5,2	-5,5	-6,0
<i>Valuuttakurssivoitot/-tappiot</i>	1,3	4,5	-12,1	-1,3	-2,8	-11,7	-3,7	-2,0	-2,5	0,0	-8,2	0,0	0,0	0,0
<i>Nettorahoituskulut</i>	-11,3	0,0	-5,0	-3,8	-1,9	-10,7	-3,4	-4,3	-3,5	-3,4	-14,6	-13,6	-14,9	-15,1
Tulos ennen veroja	16,4	7,3	-15,3	3,3	9,4	4,6	-12,2	-9,7	-2,2	7,9	-16,3	33,3	38,3	39,6
<i>Verot</i>	-2,0	-0,7	-0,1	0,0	2,0	1,2	1,5	1,3	-0,4	-1,7	0,8	-4,7	-5,4	-5,0
<i>Vähemmistöosuudet</i>	-0,5	-0,1	0,7	-0,3	-0,1	0,2	0,2	0,3	-0,2	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	13,9	6,4	-14,7	3,0	11,3	5,9	-8,1	-8,2	-2,7	6,2	-15,1	28,6	32,9	34,6
EPS (oikaistu)	0,25	0,01	-0,06	0,05	0,23	0,23	-0,13	-0,10	-0,02	0,09	-0,15	0,43	0,50	0,53
EPS (raportoitu)	0,15	0,09	-0,26	0,04	0,18	0,05	-0,19	-0,15	-0,06	0,09	-0,31	0,43	0,50	0,53
Tunnusluvut														
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	22,9 %	55,3 %	30,0 %	38,5 %	3,4 %	26,1 %	-3,5 %	-17,0 %	-6,3 %	-17,2 %	-11,8 %	14,9 %	-2,7 %	-3,8 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	18,4 %		-56,1 %	23,5 %	-16,3 %	-3,0 %	-287 %	-289 %	-55,0 %	-25,0 %	-76,7 %	619 %	13,5 %	2,8 %
<i>Käyttökate-%</i>	3,9 %	3,6 %	-3,3 %	3,0 %	4,2 %	1,9 %	-3,7 %	-2,0 %	0,9 %	4,5 %	0,2 %	4,5 %	5,2 %	5,6 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	3,3 %	1,2 %	0,6 %	3,1 %	4,4 %	2,5 %	-2,4 %	-1,4 %	1,5 %	4,0 %	0,7 %	4,2 %	4,8 %	5,2 %
<i>Nettotulos-%</i>	1,0 %	2,5 %	-5,5 %	0,8 %	3,1 %	0,2 %	-5,2 %	-3,8 %	-1,4 %	1,9 %	-1,9 %	2,3 %	2,7 %	3,0 %

Lähde: Inderes

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Liikevoiton (oik.) kehitys kvartaaleittain



Lähde: Inderes

Arvonmääritys ja suositus 1/3

Osien summa peilaa kokonaisuuden arvostuspotentiaalia

Näkemyksemme mukaan SRV:n osakkeen arvostusta on hyvä arvioida osien summa-analyysin kautta, sillä SRV:n markkina-arvosta merkittävä osa muodostuu jatkuvaluonteisen rakentamisiiketoiminnan ohella suurten taseen ulkopuolisten kiinteistökehityshankkeiden omistusten sekä taseen jatkuviin liiketoimintoihin sitoutumattomien varallisuuserien arvoista. Lisäksi osien summa -analyysillä voidaan arvioida käyvän arvon herkkyyttä keskeisiin muuttujiin nähden.

Osien summa -analyysin keskeiset elementit ovat:

- Rakentamisen liiketoimintojen (käytännössä Suomen liiketoiminnot) ja muiden toimintojen vuoden 2019 ennustettu liikevoitto kertaa verrokkiyhtiöiden 2019e keskimääräinen EV/EBIT-kerroin.
- SRV:n osakkuus- ja yhteisyritysten omistamien kiinteistökehityshankkeiden ennustettujen kassavirtojen nykyarvojen summa.
- Taseen omaisuuserät, kuten tontit, maa-alueet tai osakkeet ja osuudet, jotka eivät ole arviomme mukaan sitoutuneet tiedossa oleviin tai käynnistyneisiin suuriin kiinteistökehityshankkeisiin tai jatkuviin rakennusliiketoimintoihin.
- Korolliset nettovelat ja hybridilaina.

Tämän hetkinen arviomme SRV:n osien summan muodostamasta yritysarvosta (EV) on perusskenaariossamme ja tulosestimaalissamme yhteensä 557 MEUR ja osakekannan arvosta 212 MEUR, eli 3,6 euroa osakkeelta.

Rakentamisen liiketoiminnot on SRV:n osista arviomme mukaan selvästi arvokkain ja se

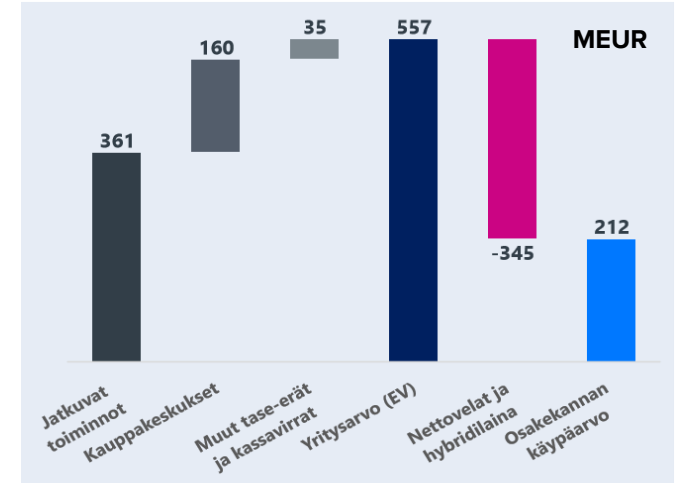
muodostaa 65 % (361 MEUR) SRV:lle arvioimastamme yritysarvosta. Arviomme mukaan SRV:n omistusosuuksien mukainen suurten hankkeiden kassavirtojen nykyarvo on perusskenaariossamme yhteensä 160 MEUR, eli 29 % koko yritysarvosta. Nämä jakautuvat hankkeiden kesken siten, että Pearl Plazan arvo on 24 MEUR, Okhta Mallin arvo 60 MEUR, Daily 5 MEUR ja REDIn 72 MEUR. Arviomme muiden varallisuuserien arvoksi 35 MEUR (40 % 2017 lopun tase-arvoista). Nettovelat (-300 MEUR) ja hybridilaina (-45 MEUR) ovat yhteensä -345 MEUR.

Suurin potentiaali jatkuvien liiketoimintojen kannattavuuden parantumisessa

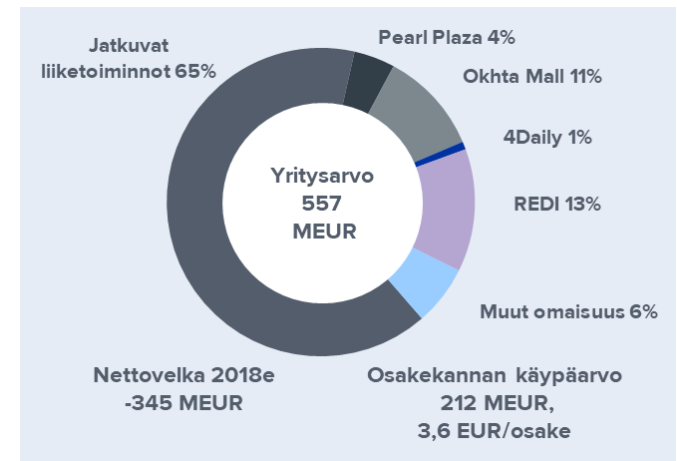
SRV:n osien tarkasteltaessa suurin potentiaali suhteessa nykyiseen arvoon liittyy näkemyksemme mukaan rakentamisen liiketoimintojen liikevoiton parantumiseen. Jatkuvien liiketoimintojen arvostus voisi saada merkittävää nostetta (+30-40 %), jos nykyiseen ennusteeseemme sisältyvä noin 4 %:n liikevoitto-%:n taso saataisiin nostettua lähemmäs yhtiön tavoittelemaa 6 %:n tasoa. Seuraavalla sivulla esitetyt osien summa -taulukon oikean puoleinen sarake kuvaa tätä potentiaalia. Toisaalta kannattavuuden jäädessä nykyiselle erittäin heikolle tasolle, olisi osakkeessa edelleen laskupainetta (vas. sarake).

Myös kauppakeskusten hankinta-arvoon suhteutettujen nettovuokratuottojen nouseminen merkittävästi yli markkinoiden tuottovaateiden vuoden 2021 tienoilla olisi osien summalle positiivista. Olemme laatineet kauppakeskusten kassavirtalaskelmiin mielestämme realistiset odotukset, mutta myös markkinoiden tuottovaateiden muutoksilla on merkittävä vaikutus odotettuihin kassavirtoihin ja myyntivoitto-odotuksiin.

Osien summa 8/2018

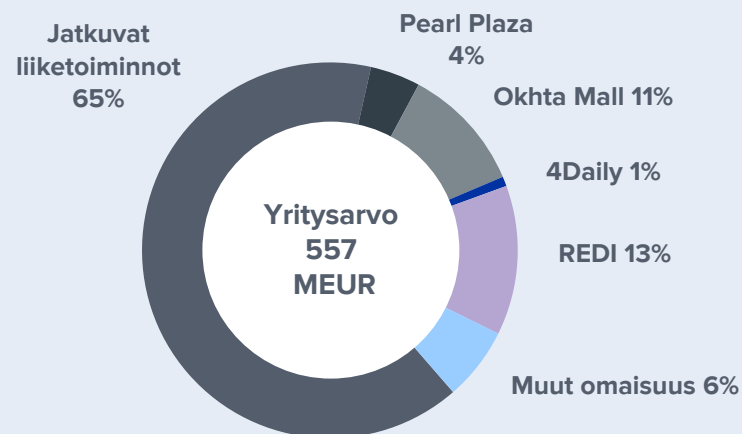


Arvon jakautuminen 8/2018



Osien summa

Liiketoiminto	Arvostus- menetelmä	Arvo MEUR	Kerroin / exit-tuottovaade-%			Yritysarvo (EV)		
			Matala	Normaali	Korkea	Matala	Normaali	Korkea
Rakentamisen liiketoiminnot EBIT 2019e - muiden toimintojen kulut	Verrokkit FY'19 EV/EBIT	35,9	8,5x	10,1x	12,6x	307	361	452
Pearl Plaza (exit 2018)	NPV ennuste		10,0 %	9,5 %	9,0 %	20	24	28
Okhta Mall (exit 2022)	NPV ennuste		11 %	10 %	9 %	51	60	70
4Daily (exit 2022)	NPV ennuste		12 %	11 %	10 %	4	5	6
REDI (exit 2022)	NPV ennuste		5,5 %	5,0 %	4,5 %	61	72	84
Ei-sitoutuneet tase-erät	Tasearvo Q4'17	88	0,3x	0,4x	0,5x	26	35	44



Nettovelka 2018e
-345 MEUR

Osakekannan käypäarvo
212 MEUR,
3,6 EUR/osake

Yritysarvo yhteensä	469	557	683
- nettovelka Q4'18e	-300	-300	-300
- hybridilaina Q4'18e	-45	-45	-45
Osakekannan arvo yhteensä	124	212	338
Osakkeiden määrä, milj. kpl	59,6	59,6	59,6
Osakkeen arvo	2,1	3,6	5,7
Osakekurssi	2,60	2,60	2,60
Potentiaali	-20 %	37 %	118 %

Arvonmääritys ja suositus 2/3

Tavoitehinta ja suositus

Nostamme SRV:n tavoitehinnan 3,0 euroon ja suosituksen lisää-tasolle. Päivitettyjen ennusteidemme ja käyttämämme arvostusmenetelmien valossa näemme SRV:n osakkeessa nousuvaraa. Osake hinnoitellaan tulos pohjaisesti (FY'19-20 EV/EBIT 8-10x ja P/E 5-6x) maltillisesti suhteessa verrokkiryhmään, sekä noin 30-35 %:n alennuksella oman pääoman kirja-arvoon ja osien summaan nähden (noin 3,6 euroa). Viime vuosien heikko rakentamisen kannattavuuskehitys, Venäjän talouden ja ruflan heikkous, yhtiön korkea velkaantumistaso sekä rakentamisen orastava laskukäänne rajaavat kuitenkin huomattavasti osakkeen nousupotentiaalia.

Osien summa

Edellä esitetyn osien summan kautta saamme SRV:n osakekannan arvoksi perusskenaariossa 212 MEUR eli 3,6 euroa osakkeelta. Sivulla 36 olemme myös tehneet yksinkertaistetun herkkyyksianalyysin SRV:n osien summalle. Olemme tarkastelleet osien summaa tilanteessa, jossa eri elementeille käyttämämme keskeiset arvostuskertoimet ovat perusskenaariota selvästi paremmat tai heikommat. Herkkyyksianalyysin perusteella SRV:n osien summasta saatava osakekohtainen markkina-arvo vaihtelee 2,1-5,7 euron välillä.

Mallimme on erityisen herkkä muutoksille jatkuvien liiketoimintojen kannattavuus oletuksessa, EV/EBIT-kertoimessa sekä REDI ja Okhta Mall -kauppakeskusten tuottovaateissa. Näihin kaikkiin liittyy edelleen suhdannetilanteesta, Venäjä-riskeistä ja projektoriskeitä johtuen paljon epävarmuutta, joten painotamme osien summaa

hyödyntäessämme edelleen huomattavasti enemmän perus- ja negatiivista skenaariota, kuin positiivista skenaariota.

Arvostuskerroinanalyysi

Vaikka osien summa on mielestämme suoraviivaisin tapa määrittää SRV:n käypäarvo, antaa tukea arvostukselle, jotta osakkeen voidaan arvioida saavuttavan tavoitehintamme 12 kk:n aikajänteellä.

SRV:n vuosien 2018 tulokertoimet ovat heikosta tulostasosta johtuen erittäin korkeat tai negatiiviset, joten keskitymme arvostuskerroin analyysissämme vuoden 2019 tulokertoimiin, jotka edustavat mielestämme enemmän ns. "normalisoitua" kannattavuustasoa SRV:lle. Vuoden 2019 oikaistut EV/EBIT-kertoimet ovat ennusteillamme 10x tasolla, vastaavat P/E-kertoimet noin 6x tasolla. Vuoden 2018e hybridilainalla oikaistu P/B- kerroin 0,7x.

Kuluvan vuoden osinkotuotto on ennusteellamme 0 %. Osake on EV/EBIT-pohjaisella kertoimella katsottuna arvostettu suunnilleen linjaan pohjoismaiseen verrokkiryhmään nähden ja noin 20 %:n preemiolla suomalaisiin rakennusyhtiöihin. P/E-kertoimella katsottuna osaketta hinnoitellaan kuitenkin noin 40 %:n alennuksella pohjoismaisiin verrokkeihin ja noin 30 %:n alennuksella suomalaisiin verrokkeihin. Iso ero EV/EBIT- ja P/E-kertoimien välillä heijastelee toisaalta SRV:n korkeaa velkaisuutta ja riskitasoa, korkeampaa tuloskasvupotentiaalia, sekä osakkuusyhtiöiden tuloksen kasvavaa osuutta, joka alentaa yhtiön efektiivistä veroastetta. SRV:n pääoman tuotto on ollut viime vuodet erittäin heikko, mikä näkyy osakkeen noin 30 %:n alennuksena yhtiön oman

pääoman arvoon nähden. Pidämme SRV:n tasearvoja pääosin kurantteina ja odotamme osakkeen hinnan ja oman pääoman arvon eron supistuvan, kun yhtiön pääoman tuottotaso normalisoituu. Kokonaisuutena näemme yhtiön arvostustason yhtiön normalisoituun tuloksetekokykyyn nähden maltillisena, mutta heikon track-recordin ja kasvaneiden suhdanneriskien takia emme odota niihin jyrkkää nousua lyhyellä tähtäimellä.

Tärkeimmät arvoajurit lähivuosille

SRV:n kohdalla ensimmäinen merkittävä arvoajuri on näkemyksemme mukaan asuntorakentamisen myyntivolyyminen voimakas kasvu ja myyntimixin painottuminen aiempaa selvästi vahvemmin SRV:n omaperusteiseen ja omakehitteiseen tuotantoon, jossa on selvästi urakointia korkeampi katetaso. Asuntorakentamisen tuloskasvupotentiaalinen toteutuminen on kuitenkin riippuvainen siitä, että yhtiön suurille käynnissä oleville ja tulevaisuudessa käynnistyville asuinrakennuskohteille löytyy riittävän kysyntää eritoten vuosina 2019-2020. Toistaiseksi myyntiriskit ovat olleet matalat, mistä on osoituksena mm. REDI:n ensimmäisen tornitalon lähes 100 %:n myyntiaste.

Toinen tärkeä tuloskasvun ajuri on ennusteessamme toimitilarakentamisen volyyminkehitys ja tilauskannan katekenteen parantuminen. REDI on painanut merkittävästi toimitilarakentamisen kannattavuutta viime vuodet, ja hankkeen poistuminen tilauskannasta tulee osoittamaan paremmin yhtiön todellisen tuloskunnon.

Arvonmääritys ja suositus 3/3

Kolmas tärkeä tulosajuri lähivuosille on suurten kauppakeskushankkeiden vuokraamisen eteneminen siten, että yhtiö pääsee 3-4 vuoden tähtäimellä kohteiden avautumisesta ennustamallemme nettovuokratasolle.

Oletamme arvonmääritysmallissamme, että SRV pääsee pitkällä tähtäimellä nettovuokrissa kohtuullisen lähelle tavoitetasoja ja, että kauppakeskusten vuokrausasteet ovat 3-4 vuoden tähtäimellä avauksesta noin 95-97 %:n tasolla.

Neljäs, kolmanteen arvoajuriin osin liitännäinen ajuri on sijoittajien kauppakeskuksille asettaman tuottovaatimuksen kehittyminen seuraavien vuosien aikana. Eritoten Venäjän kiinteistömarkkinoiden tuottovaatimuksien kehittymiseen liittyy paljon epävarmuutta ja siksi Venäjän talouteen, venäläisten kuluttajien ostovoiman kehittymiseen ja talouspakotteisiin liittyvät uutiset tulevat olemaan tärkeä ajuri myös SRV:n osakkeelle.

Lisäksi lyhyellä tähtäimellä osakkeen arvostustasoon tulee vaikuttamaan se, 1) miten talouden ja rakentamisen suhdannekuva kehittyi, 2) miten yhtiön rakentamisen kannattavuus kehittyi ja realisoituuko yhtiöllä lisää projektiriskejä, 3) miten tilauskanta kehittyi ja saako yhtiö rakenteille vielä uusia merkittäviä hankkeita, jotka vaikuttaisivat tuloskasvuun erityisesti jakson 2020-2021e loppupuolella ja sen jälkeen. Tällaisia ovat esimerkiksi Jätkäsaaren Bunkkeri sekä Keilaniemen tornitalohankkeet. Yhtiön korkea velkaisuusaste ja heikko pääoman tuotto herättää myös huolia, minkä vuoksi on tärkeää, että yhtiö onnistuu vuoden 2018 lopulla tehtävissä pääoman vapautustoimissa.

Myös Pearl Plazan myynti voi olla ajuri osakkeelle, jos se tehdään merkittävästi yli-/alihintaan hankkeen tasearvoon nähden.

DCF-arvonmääritys

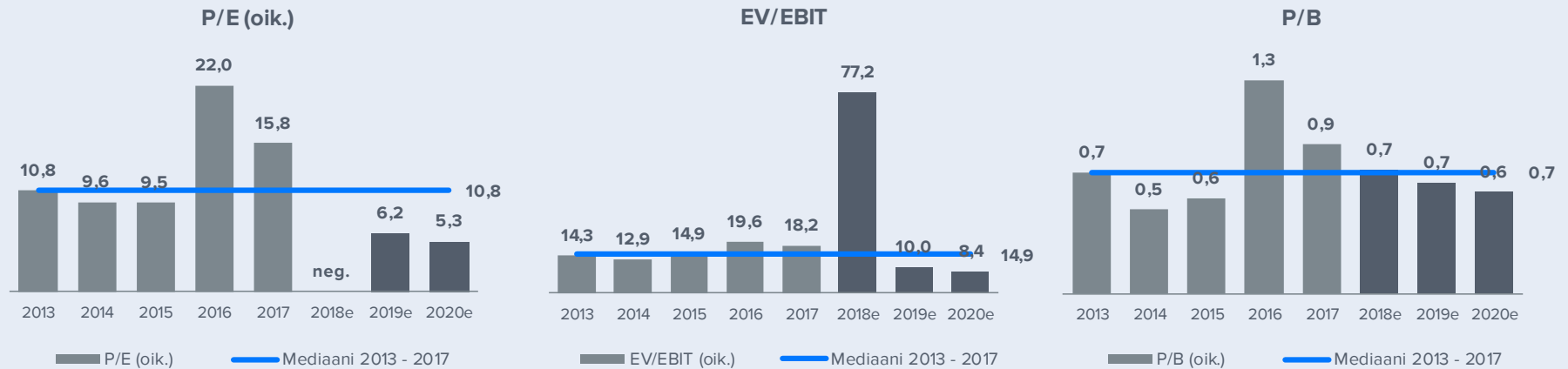
DCF-mallimme mukainen arvo SRV:n osakkeelle on 3,7 euroa, ja se vastaa arvioitamme osakkeen nousupotentiaalista. Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu terminaalijaksolla hyvin maltilliselle 2 %:n tasolle ja EBIT-marginaali 3,5 %:n liikevaihdosta, mikä vastaa suunnitteen yhtiön 2013-2016 kannattavuustasoa. Mallissa terminaalijakson painoarvo kassavirtojen nykyarvosta on kohtuullisen maltillinen 34 %, mikä heijastelee yhtiön suurhankkeisiin ja lähivuosien ennustettuun tuloskasvuun liittyvän potentiaalin kokoa.

Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus on (WACC) on 8,9 % ja oman pääoman kustannus 11,9 %.

Arvostus yhteenveto

	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Osakekurssi	4,05	2,83	3,10	5,43	3,60	2,67	2,67	2,67	2,67
Osakemäärä, milj. kpl	39,7	39,8	42,6	59,3	59,6	59,6	59,6	59,6	59,6
Markkina-arvo	161	113	132	322	214	159	159	159	159
Yritysarvo (EV)	377	319	363	567	511	504	468	448	424
P/E (oik.)	10,8	9,6	9,5	22,0	15,8	neg.	6,2	5,3	5,1
P/E	10,8	9,6	12,5	36,9	77,6	neg.	6,2	5,3	5,1
P/Kassavirta	1,3	2,0	2,9	neg.	neg.	9,6	3,0	3,1	2,8
P/B (oik.)	0,7	0,5	0,6	1,3	0,9	0,7	0,7	0,6	0,6
P/S	0,2	0,2	0,2	0,4	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2
EV/Liikevaihto	0,6	0,5	0,5	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA (oik.)	12,8	11,9	13,0	16,6	24,3	>100	9,1	7,8	7,2
EV/EBIT (oik.)	14,3	12,9	14,9	19,6	18,2	77,2	10,0	8,4	7,7
Osinko/tulos (%)	18,7 %	23,7 %	40,2 %	67,9 %	129,3 %	0,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %
Osinkotuotto-%	1,7 %	2,5 %	3,2 %	1,8 %	1,7 %	0,0 %	4,8 %	5,6 %	5,9 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

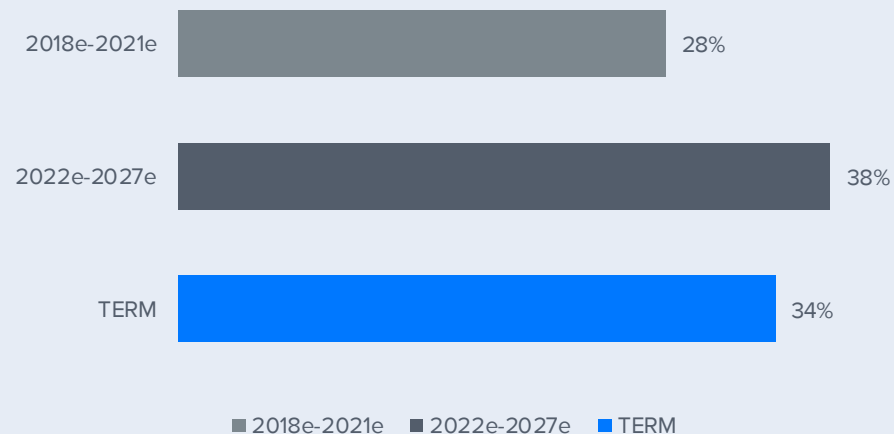
Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		MEUR	MEUR	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e
AF Gruppen	129,50	1293	1239	11,2	10,7	9,8	9,4	0,7	0,7	17,4	16,4	6,7	6,6	6,7
Bonava	119,00	1231	1759	10,3	11,5	10,8	11,6	1,2	1,2	10,4	11,6	4,4	4,3	1,8
Consti Yhtiöt	8,76	69	87	10,6	8,5	8,5	7,0	0,3	0,3	11,7	9,3	4,0	5,6	2,2
JM	181,70	1209	1302	7,0	8,6	7,0	8,6	0,9	0,9	8,7	10,6	5,8	5,9	1,8
Lehto Group	8,13	464	509	8,2	6,9	7,8	6,6	0,7	0,6	9,5	8,0	4,3	5,3	2,6
Merko Ehitus	9,70	173	203	11,5	12,3	10,1	10,8	0,6	0,7	15,6	14,3	5,2	5,2	1,4
NCC	154,85	1606	1839	15,1	9,5	9,6	7,0	0,3	0,3	17,1	10,7	5,3	6,3	3,1
PEAB	81,90	2036	2553	10,9	10,7	8,0	7,9	0,5	0,5	12,3	12,4	5,0	5,1	2,1
Skanska	170,15	6457	6548	13,8	11,4	10,8	9,2	0,4	0,4	15,4	13,4	4,9	5,1	2,5
Veidekke	82,60	1156	1453	14,7	10,6	9,2	7,3	0,4	0,4	14,0	9,9	5,8	6,3	2,8
YIT	5,66	1190	1966	16,3	9,7	11,2	7,8	0,5	0,5	15,6	8,5	4,8	5,2	1,1
SRV Yhtiot (Inderes)	2,67	159	504	>100	10,0	>100	9,1	0,5	0,4	neg.	6,2	0,0	4,8	0,7
Keskiarvo				11,8	10,1	9,4	8,5	0,6	0,6	13,4	11,4	5,1	5,5	2,5
Mediaani				11,2	10,6	9,6	7,9	0,5	0,5	14,0	10,7	5,0	5,3	2,2
Erotus-% vrt. mediaani					-6 %		16 %	-2 %	-17 %		-42 %	-100 %	-9 %	-66 %

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

DCF-kassavirtalaskelma

	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
Liikevoitto	17,1	-1,7	46,9	53,3	54,7	152	40,1	38,5	39,4	40,4	41,2	
+ Kokonaispoistot	5,7	3,9	4,3	4,2	4,5	4,8	5,0	5,2	5,3	5,5	5,6	
- Maksetut verot	-0,4	2,5	-3,7	-4,4	-4,0	-13,9	-6,4	-6,6	-6,8	-7,0	-7,1	
- verot rahoituskuluista	3,1	-0,7	-1,9	-2,1	-1,9	-1,3	-1,7	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	
+ 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	-50,9	14,5	-0,1	8,1	11,4	8,1	-6,9	-7,1	-7,3	-7,5	-6,1	
Operatiivinen kassavirta	-25,5	18,6	45,5	59,0	64,6	149	30,1	28,8	29,6	30,4	32,5	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	4,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-18,2	1,1	10,0	-5,1	-5,3	42,3	-5,5	-5,7	-5,8	-6,0	-5,6	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-38,9	19,7	55,5	53,9	59,4	192	24,6	23,2	23,8	24,4	26,9	
+/- Muut	-3,2	-3,2	-3,2	-3,2	-3,2	-3,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-42,1	16,5	52,4	50,7	56,2	189	24,6	23,2	23,8	24,4	26,9	398
Diskontattu vapaa kassavirta		16,0	46,7	41,6	42,3	130	15,6	13,5	12,7	12,0	12,1	180
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		522	506	460	418	376	245	230	216	204	192	180
Velaton arvo DCF		522										
- Korolliset velat		-321										
+ Rahavarat		24										
-Vähemmistöosuus		0										
-Osinko/pääomapalautus		-4										
Oman pääoman arvo DCF		221										
Oman pääoman arvo DCF per osake		3,7										

Rahavirran jakauma jaksottain



Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	40,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,5 %
Yrityksen Beta	1,45
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	2,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	11,9 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,9 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2016	2017	2018e	2019e	2020e	Vastattavaa (MEUR)	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Pysyvät vastaavat	306	300	293	283	293	Oma pääoma	295	283	259	285	307
Liikearvo	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	Osakepääoma	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1
Aineettomat hyödykkeet	1,9	1,5	1,5	1,5	1,5	Kertyneet voittovarot	101	96,6	74,6	100	122
Käyttöomaisuus	12,0	11,0	12,0	12,7	13,6	Oman pääoman ehtoiset lainat	45,0	45,0	45,0	45,0	45,0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	211	191	190	195	205	Uudelleenarvostusrahasto	-1,1	-1,2	-4,7	-4,7	-4,7
Muut sijoitukset	13,9	16,0	10,0	10,0	10,0	Muu oma pääoma	150	142	142	142	142
Muut pitkäaikaiset varat	55,9	67,7	67,7	52,7	52,7	Vähemmistöosuus	-1,8	-1,6	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	9,2	11,7	10,0	9,0	8,0	Pitkäaikaiset velat	253	202	245	217	204
Vaihtuvat vastaavat	576	588	561	599	583	Laskennalliset verovelat	4,2	5,1	5,1	5,1	5,1
Vaihto-omaisuus	400	419	393	406	396	Varaukset	7,8	8,8	8,8	8,8	8,8
Muut lyhytaikaiset varat	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	Lainat rahoituslaitoksilta	227	171	213	186	173
Myyntisaamiset	120	145	128	147	143	Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Likvidit varat	54,6	23,5	39,3	45,2	44,0	Muut pitkäaikaiset velat	14,0	17,7	17,7	17,7	17,7
Taseen loppusumma	882	889	854	882	876	Lyhytaikaiset velat	334	403	350	380	365
						Lainat rahoituslaitoksilta	73,7	150	126	124	115
						Lyhytaikaiset korottomat velat	253	245	216	248	242
						Muut lyhytaikaiset velat	6,8	7,8	7,8	7,8	7,8
						Taseen loppusumma	882	888	854	882	876

Lähde: Inderes

SRV:n suuret kiinteistökehityshankkeet 1/4

SRV:n suurten kiinteistökehityshankkeiden yhteenveto

SRV:llä on valmiina/lähes valmiina 5 kiinteistökehityskohdetta, joissa on SRV:n lisäksi konsernin ulkopuolisia sijoittajia, ja jotka yhdistellään SRV:n tilinpäätökseen pääomaosuusmenetelmällä. Näiden hankkeiden kokonaisinvestointien arvo on yhteensä noin 920 MEUR, josta noin 52 % kohdistuu rakenteilla olevaan Helsingin Kalasataman REDI-kauppakeskushankkeeseen, noin 23 % kesällä 2016 valmistuneeseen Okhta Mall kauppakeskushankkeeseen Pietarissa, 15 % vuonna 2013 Pietariin valmistuneeseen Pearl Plaza -kauppakeskushankkeeseen, noin 7 % vuonna 2017 Moskovan alueelle valmistuneeseen 4Daily kauppakeskushankkeeseen ja loput noin 3 % vuonna 2009 valmistuneeseen Moskovassa sijaitsevaan Etmia II toimistohankkeeseen .

Arvioimme SRV:n omistusosuuksien ja kohteiden vuokratuottojen kassavirtojen nykyarvoksi tällä hetkellä yhteensä hieman yli 160 MEUR, mikä vastaa karkeasti noin 1/3-osaa SRV:n liiketoiminnoille kokonaisuutena arvioimastamme yritysarvosta (EV). Valtaosa suurhankkeiden arvosta tuloutuu SRV:lle vasta kohteiden myyntien yhteydessä, joiden arvioimme tapahtuvan pääosin vuoden 2022 loppuun mennessä. Lisäksi SRV saa suurhankkeista kassavirtaa rakentamisen katteen ja operointipalkkioiden muodossa, mutta olemme huomioineet nämä tulovirrat erikseen rakentamisen ja muiden toimintojen tulosennusteissa.

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

REDI kauppakeskus

Sijainti ja liikeidea

Keväällä 2015 rakennusvaiheeseen edennyt REDI-kauppakeskus ja parkkihalli on I-vaihe kokonaisuutena yli 1 mrd. euron arvoisesta Helsingin Kalasataman aluekehityshankkeesta. Kauppakeskuksen ja parkkihallin on määrä valmistua syksyllä 2018. Kauppakeskus sijaitsee Helsingin Itäväylän varrella ja metrolinja kulkee kauppakeskuksen läpi. Keskuksen vaikutusalueella (15 min) asuu SRV:n arvion mukaan noin 0,5 milj. henkilöä ja Helsingin keskusta on 6 minuutin metromatkan päässä. Tavoitteena on saavuttaa 12 miljoonaa kävijää ensimmäisenä kokonaisuutena toimintavuonna.

Kauppakeskukseen on tulossa kaksi päivittäistavaramyymälää, palveluja, merkiliikeitä ja viihdettä. Kauppakeskuksen vuokrattava tila on noin 64 000 neliötä ja sen yhteyteen on rakennettu yhteensä 2000 paikkaa käsittävä pysäköintilaitos. Kohteesta oli 8/2018 2018 vuokrattuna noin 80 % tavoitevuokrahinnan perusteella laskettuna.

Omistusrakenne, rahoitus ja vuokratuotto

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

SRV ei ole julkistanut REDIn tavoiteltua nettovuokratuottotasoa. Olemme arvioineet vastaavien kauppakeskuskohteiden perusteella

REDIn nettovuokratuotoksi täyteen vuokrattuna noin 28 MEUR vuodessa vuonna 2022.

Nykyarvolaskelma

Arvioimme REDIn kassavirtojen nykyarvoksi perusskenaariossamme 404 MEUR ja exit-hinnaksi 556 MEUR vuonna 2022. Muita keskeisiä oletuksia ovat 28 MEUR nettovuokratuotto vuonna 2022, 5,0 %:n sijoittajien tuottovaatimus exit-hetkellä vuonna 2022 ja WACC 10 %. SRV:n 40 %:n omistuksen nykyarvo olisi siten perusskenaariossa 72 MEUR. Jos tuottovaatimusta lasketaan 4,5 %:iin nousee SRV:n omistusten nykyarvo 84 MEUR:oon. Edelleen 5,5 %:n tuottovaatimuksella omistuksen nykyarvo olisi 61 MEUR.

Okhta Mall -kauppakeskus

Sijainti ja liikeidea

Loppukesällä 2016 valmistunut Okhta Mall -kauppakeskushanke sijaitsee hieman Pietarin keskustasta itään SRV:n omistaman 8,5 hehtaarin kokoisen Okhta City -korttelin alueella. Hankkeen rakentaminen aloitettiin vuonna 2013 ja se avasi ovensa asiakkaille elokuussa 2016. Kauppakeskuksen vaikutusalueella eli 20 minuutin matkan päässä on SRV:n mukaan noin 0,9 miljoonaa asukasta.

Okhta Mall on ensimmäinen ydinkeskustan lähellä oleva kauppakeskus, jossa on hypermarket. Lisäksi kauppakeskuksessa on elokuvateatterikompleksi, ravintolamaailma, kuntosali, erikoisliikkeitä sekä erilaisia muoti- ja urheiluliikkeitä. Kohteen vuokrausaste oli vuoden 2018 puolessa välissä noin 90 %.

SRV:n suuret kiinteistökehityshankkeet

Yhteenveto

	Pearl Plaza	Etmia II	Okhta Mall	4Daily	REDI
Sijainti	Pietari	Moskova	Pietari	Moskovan alue	Helsinki
Aloitusvuosi-valmistumisvuosi	2011-2013	2006-2008	2013-2016	2014-2017	2015-2018
Vuokrattava pinta-ala, m ²	48000	6500	68000	26000	64000
Inderesin ennuste vuokratuotolle exit-vuonna MEUR/vuosi	14 MEUR	3 MEUR	27 MEUR	9 MEUR	28 MEUR
Investoinnin arvo	140 MEUR	-	>200 MEUR	60 MEUR	480 MEUR
Projektilaina/rahoitus	95 MEUR	33 MEUR	90 MEUR	30 MEUR	225 MEUR
SRV:n omistusosuus	50 %	50 %	45 % + 15 %	20 %	40 %
Hankkeen exit-valuaatio (Inderes ennuste)	143 MEUR	3 MEUR	269 MEUR	80 MEUR	556 MEUR
SRV:n omistusosuuden mukainen kassavirtojen nykyarvo (Inderes ennuste)	24 MEUR	3 MEUR	60 MEUR	5 MEUR	72 MEUR
Arvioitu irtautumisvuosi (Inderes ennuste)	2018	2018	2022	2022	2022

SRV:n suuret kiinteistökehityshankkeet 2/4

Kohteen vuokrapinta-ala on noin 68 000 m².

Omistusrakenne, rahoitus ja vuokratuotto

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

Kauppakeskuksen kokonaisinvestointi on arvoltaan noin 200 MEUR, ja se on rahoitettu noin 90 MEUR:n projektilainasopimuksella ja noin 110 MEUR:n oman pääoman sijoituksilla, joista SRV:n osuus on noin 80 MEUR. Kauppakeskuksen pitkän aikavälin tavoiteltu nettovuokratuotto on noin 30 MEUR vuodessa. SRV:n REAM-tiimi on vastuussa kohteen vuokrauksesta ja operoinnista.

Nykyarvolaskelma

Arvioimme Okhta Mallin kassavirtojen nykyarvoksi perusskenaariossamme 190 MEUR ja exit-hinnaksi 269 MEUR vuonna 2022. Muita keskeisiä oletuksia ovat 27 MEUR nettovuokratuotto vuonna 2022, 10,0 %:n sijoittajien tuottovaatimus exit-hetkellä vuonna 2022 ja WACC 12 %. SRV:n 40 %:n omistuksen nykyarvo olisi siten perusskenaariossa 60 MEUR. Jos tuottovaatimusta lasketaan 9,5 %:iin nousee SRV:n omistusten nykyarvo 70 MEUR:oon. Edelleen 10,5 %:n tuottovaatimuksella omistuksen nykyarvo on 51 MEUR.

Tampereen kansi ja arena -hanke

Sijainti ja liikeidea

Tampereen Kansi ja Arena -hankkeessa on kyse Tampereen rautatieaseman päälle

rakennettavasta hybridihankkeesta, jossa rakennetaan kannet rautateiden päälle jakautuen eri aikaan tehtäville etelä- ja pohjoispuolen kansille. Työt alkoivat syksyllä 2017 eteläpuolen kannen perustustöillä ja ensimmäisessä vaiheessa eteläkannen päälle rakentuu monitoimiareena, harjoitushalli, hotelli ja 2 tornitaloa, joihin valmistuu 250 asuntoa. Eteläpuolen kannen on tarkoitus valmistua 2020 ja niihin kuuluvat tornit sekä areena vuoden 2021 puolella. Pohjoispuolen kannen rakentaminen on tarkoitus aloittaa vuonna 2020 ja se sisältää 3 tornitaloa, joihin valmistuu noin 750 asuntoa ja liiketiloja. Toimisto- ja liiketilaa kohteisiin valmistuu yhteensä noin 13 000 neliometriä.

Omistusrakenne

Hankkeen sijoittajina toimii yhtä suurilla osuuksilla SRV, Lähitapiola ja OP-ryhmän vakuutus- ja eläkeyhteisöjen yksityinen sijoittajaryhmä. Tampereen kaupunki on hankkeessa vähemmistöosakkaana ja se on sijoittanut hankkeeseen 60 miljoonaa euroa. Sijoitus monitoimiareenan omistavaan yhtiöön on 26 miljoonaa, kaupungin omistukseen tulevan kannen rakentaminen 22,7 miljoonaa euroa ja kannen infrastruktuuri 11,3 miljoonaa euroa. Sijoittajaryhmä ja Tampereen kaupunki muodostavat arenakonsortion, joka rakennuttaa monitoimiareenan ja harjoitushallin. Lisäksi sijoittajaryhmä rakennuttaa hankkeen muut osat eli asuintornit, hotellin, toimisto- ja liiketilat sekä pysäköintihallin. Kokonaisuuteen kuuluu myös kuuden asuinkerrostalon rakennuttaminen Ranta-Tampellaan.

Tuloutuminen

Liikevaihtoa kohteesta kertyy vuosien 2017-

2025 aikana ja hankkeen kokonaisarvo on arviolta 550 MEUR. Liikevaihdon jakautuminen kohdistuu selvemmin vuoden 2019 puolelle. Arvion mukaan vuodelle 2018 tuloutuu 90 MEUR, 2019 tuloutuu 130 MEUR, 2020 tuloutuu 100 MEUR, 2021 tuloutuu 50 MEUR, 2022 60 MEUR, 2023 40 MEUR ja 2024 10 MEUR. (Lähde: SRV:n CMD materiaali)

Emme ole ennusteissamme laskeneet kohteelle nykyarvoa vaan sisällyttänyt kohteen SRV:n ennusteisiin rakentamisen liikevaihdon kautta. Kohteen hotelli, areena, halli ja tornitalot tulevat tämän hetkisen tiedon perusteella valmistumaan vuoden 2021 puolella, joten niiden tulevaisuuden vuokratuottojen arvioiminen on vielä haastavaa.

Pearl Plaza -kauppakeskus

Sijainti ja liikeidea

Pearl Plaza -kauppakeskus sijaitsee Pietarin lounaisosassa kiinalaisten kehittämän Baltic Pearl nimisen aluekehityskohteen alueella. Vuonna 2013 elokuussa avatun kauppakeskuksen vaikutusalueella on noin 800 000 asukasta. Pearl Plaza on toistaiseksi vaikutusalueensa ainut moderni kauppakeskus ja siellä on vuokralaisina merkittävä määrä kansainvälisiä muoti- ja kauppaketjuja.

Kauppakeskuksen I-vaiheen kokonaispinta-ala on 96 000 m² ja vuokrattava pinta-ala 48 000 m². Kauppakeskuksessa on 1300 parkkipaikkaa. Kauppakeskus on tällä hetkellä täyteen vuokrattu. Kauppakeskus on saanut useita alan palkintoja. SRV ilmoitti alkuvuonna selvittelevänsä kauppakeskuksen myyntiä ja jatkaa neuvotteluja mahdollisten ostajakandidaattien kanssa.

SRV:n suuret kiinteistökehityshankkeet

Okhta Mall yhteenveto

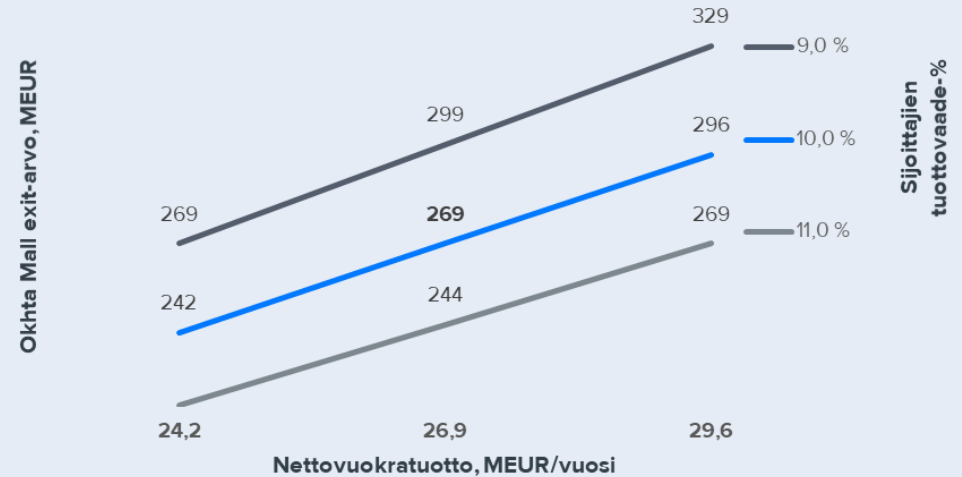
	Okhta Mall
Sijainti	Pietari
Aloitusvuosi-valmistumisvuosi	2013-2016
Vuokrattava pinta-ala, m ²	68000
Inderesin ennuste vuokratuotolle exit-vuonna MEUR/vuosi	27 MEUR
Investoinnin arvo	>200 MEUR
Projektilaina/rahoitus	90 MEUR
SRV:n omistusosuus	45 % + 15 %
Hankkeen exit-valuation (Inderes ennuste)	269 MEUR
SRV:n omistusosuuden mukainen kassavirtojen nykyarvo (Inderes ennuste)	60 MEUR
Arvioitu irtautumisvuosi (Inderes ennuste)	2022

REDI yhteenveto

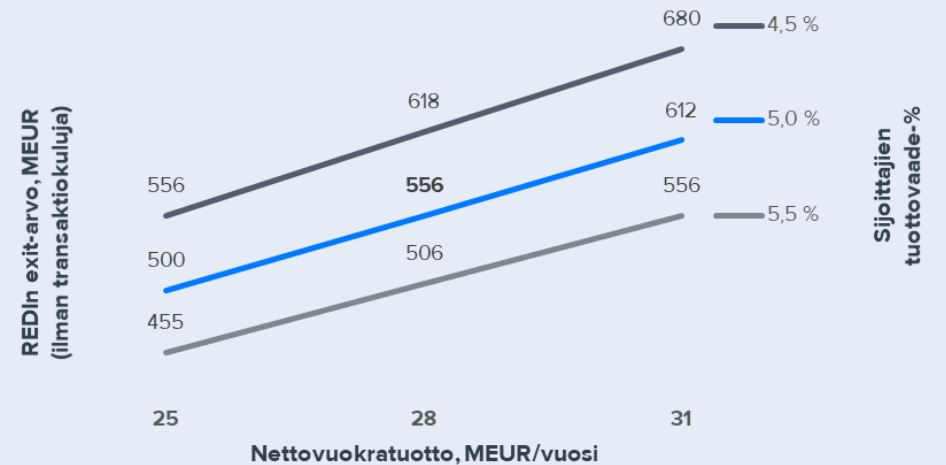
	REDI
Sijainti	Helsinki
Aloitusvuosi-valmistumisvuosi	2015-2018
Vuokrattava pinta-ala, m ²	64000
Inderesin ennuste vuokratuotolle exit-vuonna MEUR/vuosi	28 MEUR
Investoinnin arvo	480 MEUR
Projektilaina/rahoitus	225 MEUR
SRV:n omistusosuus	40 %
Hankkeen exit-valuation (Inderes ennuste)	556 MEUR
SRV:n omistusosuuden mukainen kassavirtojen nykyarvo (Inderes ennuste)	72 MEUR
Arvioitu irtautumisvuosi (Inderes ennuste)	2022

Lähde: Inderes, SRV Yhtiöt

Okhta Mall exit-arvon herkkyyyslaskelma



REDI exit-arvon herkkyyyslaskelma



SRV:n suuret kiinteistökehityshankkeet 2/3

Omistusrakenne, rahoitus ja vuokratuotto

SRV omistaa Pearl Plazan I-vaiheesta 50 %. Toinen 50 % omistuksesta on aluetta kehittäväällä kiinalaisella Shanghai Industrial Investment Companylla (SIIC). Kauppakeskuksen kokonaisinvestointi oli arvoltaan noin 140 MEUR ja se rahoitettiin 95 MEUR:n pitkäaikaisella pankkirahoituksella ja 44 MEUR:n oman pääoman sijoituksilla. SRV:n REAM-tiimi on vastaa kohteen operoinnista ja manageroinnista.

Kauppakeskuksen tavoiteltu nettovuokratuotto on 18 MEUR vuodessa. SRV ei ole julkistanut Pearl Plazan vuoden 2016, 2015 tai 2014 nettovuokratuottoja, mutta tilinpäätöksessä ilmoitetun liikevaihdon perusteella arvioimme tämän hetken nettovuokratasoksi noin 14 MEUR. Venäjän taloustaantumana vuoksi Pearl Plazan euromääräinen liikevaihto laski lievästi, vaikka ruplissa myynnin kasvu oli 25 %.

Nykyarvolaskelma

Ennustettujen operatiivisten tulovirtojen, myyntihinnan ja oletetun ajankohdan (2018) perusteella arvioimme Pearl Plaza -kauppakeskushankkeen nykyarvoksi perusskenaariossamme 135 MEUR ja exit-hinnaksi 151 MEUR vuonna 2018. Muita keskeisiä oletuksia ovat 14,3 MEUR nettovuokratuotto vuonna 2019, 9,5 %:n sijoittajien tuottovaatimus exit-hetkellä vuonna 2018 ja WACC 12 %. SRV:n 50 %:n omistuksen nykyarvo olisi siten perusskenaariossa 24 MEUR. Jos tuottovaatimusta lasketaan 9 %:iin nousee hankkeen exit-arvo 151 MEUR:oon ja SRV:n omistusten nykyarvo 28 MEUR:oon. Edelleen 10 %:n tuottovaatimuksella exit-arvo olisi 143 MEUR

ja SRV:n omistuksen nykyarvo 20 MEUR.

4Daily -kauppakeskus

Sijainti ja liikeidea

Rakenteilla oleva 4Daily -kauppakeskushankkeen I-vaihe sijaitsee Moskovan alueella Mitishissä. Kauppakeskuksen rakentaminen aloitettiin vuonna 2014 ja se avattiin huhtikuussa 2017. Kohteessa on hypermarket, erikoiskaupan myymälöitä, ravintoloita, vapaa-ajan palveluita ja pysäköintitilat.

Kauppakeskuksen vaikutusalueella on noin 180 000 asukasta. Kohteen vuokratuotto-ala on noin 26 000 m². Kohteesta on noin 80 %:n osalta varsinaiset tai alustavat vuokrasopimukset.

Omistusrakenne, rahoitus ja vuokratuotto

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

Kauppakeskuksen ensimmäisen vaiheen kokonaisinvestointi on arvoltaan noin 60 MEUR ja se rahoitetaan oman pääoman sijoituksilla ja noin 30 MEUR:n projektilainalla. SRV:n osuus sijoituksesta on noin 7 MEUR. Kauppakeskuksen tavoiteltu nettovuokratuotto on noin 10 MEUR vuodessa. SRV:n REAM-tiimi on vastuussa kohteen vuokrauksesta.

Nykyarvolaskelma

Ennustettujen operatiivisten tulovirtojen, myyntihinnan ja oletetun ajankohdan perusteella

arvioimme 4Daily -kauppakeskushankkeen nykyarvoksi perusskenaariossa 54 MEUR ja exit-hinnaksi 80 MEUR vuonna 2022. Muita keskeisiä oletuksia ovat 9 MEUR nettovuokratuotto vuonna 2022, 11 %:n sijoittajien tuottovaatimus exit-hetkellä vuonna 2022 ja WACC 12 %. SRV:n 20 %:n omistuksen nykyarvo olisi siten perusskenaariossa 5 MEUR. Jos tuottovaatimusta lasketaan 10 %:iin nousee hankkeen exit-arvo 88 MEUR:oon ja SRV:n omistusten nykyarvo 6 MEUR:oon. Edelleen 12 %:n tuottovaatimuksella exit-arvo olisi 73 MEUR ja SRV:n omistuksen nykyarvo 4 MEUR.

Etmia -toimistokiinteistö

Kohteen kuvaus ja nykyarvo

SRV omistaa 50 % vuonna 2009 valmistuneesta Moskovan ydinkeskustassa sijaitsevasta Etmia II toimisto- ja parkkitaloprojektista. Kohde on tällä hetkellä vuokrattu noin 84 %:sti ja sen vuosivuokratuotto on täyteen vuokrattuna noin 3-4 MEUR.

SRV:n sitoutuneen pääoman määrä kohteessa on arvioimme mukaan noin 3 MEUR. Arvioimme, että SRV:n Etmia-omistuksen nykyarvo vastaa suunnilleen SRV:n tekemän sijoituksen määrää, eli noin 3 MEUR. Odotamme SRV:n pyrkivän myyvän kohteen pääomanvapautustoimien yhteydessä vuonna 2018-2019.

SRV:n suuret kiinteistökehityshankkeet

Pearl Plaza yhteenveto

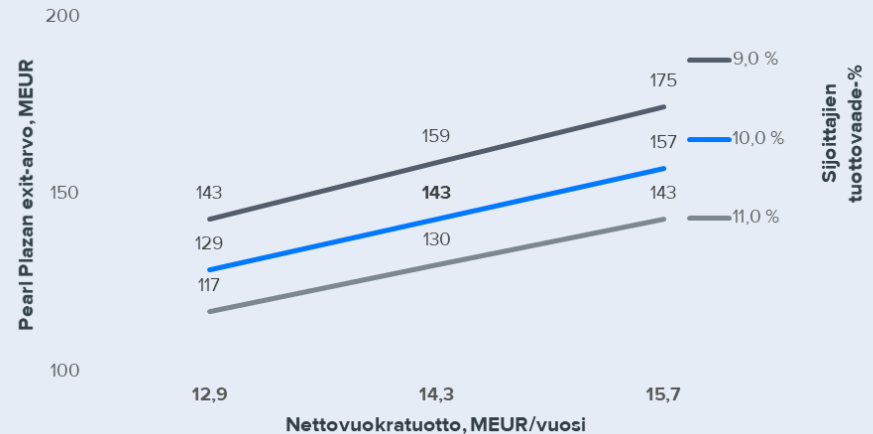
	Pearl Plaza
Sijainti	Pietari
Aloitusvuosi-valmistumisvuosi	2011-2013
Vuokrattava pinta-ala, m2	48000
Inderesin ennuste vuokratuotolle exit-vuonna MEUR/vuosi	14 MEUR
Investoinnin arvo	140 MEUR
Projektilaina/rahoitus	95 MEUR
SRV:n omistusosuus	50 %
Hankkeen exit-valuaatio (Inderes ennuste)	143 MEUR
SRV:n omistusosuuden mukainen kassavirtojen nykyarvo (Inderes ennuste)	24 MEUR
Arvioitu irtautumisvuosi (Inderes ennuste)	2018

4Daily yhteenveto

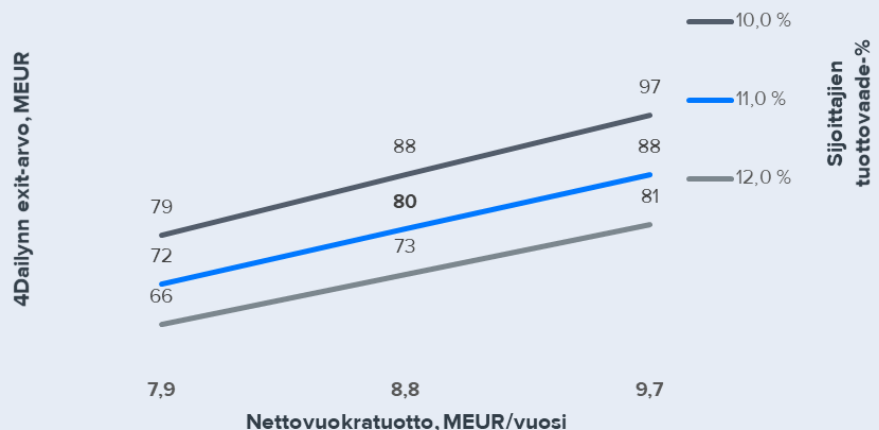
	4Daily
Sijainti	Moskovan alue
Aloitusvuosi-valmistumisvuosi	2014-2017
Vuokrattava pinta-ala, m2	26000
Inderesin ennuste vuokratuotolle exit-vuonna MEUR/vuosi	9 MEUR
Investoinnin arvo	60 MEUR
Projektilaina/rahoitus	30 MEUR
SRV:n omistusosuus	20 %
Hankkeen exit-valuaatio (Inderes ennuste)	80 MEUR
SRV:n omistusosuuden mukainen kassavirtojen nykyarvo (Inderes ennuste)	5 MEUR
Arvioitu irtautumisvuosi (Inderes ennuste)	2022

Lähde: Inderes, SRV Yhtiöt

Pearl Plaza exit-arvon herkkyyyslaskelma



4Daily exit-arvon herkkyyyslaskelma



Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjien näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välttämät 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 kehoitukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

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

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analytikoilla 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 kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

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

Suositushistoria 12 kk

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
21.7.2017	Vähennä	4,85 €	4,83 €
28.9.2017	Vähennä	4,40 €	4,40 €
30.10.2017	Vähennä	4,30 €	4,16 €
1.12.2017	Vähennä	4,00 €	3,80 €
18.2.2018	Lisää	3,50 €	3,24 €
2.5.2018	Vähennä	2,80 €	2,83 €
20.7.2018	Vähennä	2,60 €	2,62 €
26.8.2018	Lisää	3,00 €	2,67 €

Inderes Oy

Pohjoismaiden 2. palkituin tiimi vuosina 2017 ja 2018



2015, 2018
Suositus- ja ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017
Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018
Suositus- ja ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018
Suositustarkkuus



2012, 2016, 2017, 2018
Suositus- ja ennustetarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2018
Ennustetarkkuus

Inderes on suomalainen pankeista riippumaton analyysipalvelu. Löydämme sijoittajille parhaat sijoituskohteet ja teemme pörssistä paremman markkinapaikan yhdistämällä sijoittajat ja yhtiöt huippulaadukkaan osakeanalyysin avulla. Inderesin aamukatsaus, mallisalkku ja palkittuihin analyysihin pohjautuvat suositukset tavoittavat päivittäin yli 30 000 kotimaista osakesijoittajaa. Helsingin pörssin kattavin aktiivinen osakeseurantamme sisältää yli 100 kotimaista pörssi-yhtiötä, joita analysoimme päivittäin yli 10 analytikon tiimillä.

Inderes Oy

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/inderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

**Analyysi kuuluu
kaikille.**

www.inderes.fi