

# HONKARAKENNE

13.02.2026 7.00 EET



Atte Jortikka  
+358400543725  
atte.jortikka@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS  
**YHTIÖRAPORTTI**



# Hiljalleen kohti parempaa

*Honkarakenteen toisen vuosipuoliskon tulos oli odotetun heikko ja karkeasti linjassa yhtiön joulukuussa antaman tulosvaroituksen kanssa. Ohjeistus oli pitkälti odotustemme mukainen joskin kannattavuuden ohjeistushaarukka vielä ennusteitamme pehmeämpi. Vuosi 2026 oli jo aiemmissa ennusteissamme välivuosi, emmekä ole tehneet merkittäviä muutoksia pidemmän aikavälin ennusteisiin. Säilytämme tavoitehinnan 2,7 eurossa ja suosituksen vähennä-tasolla.*

## Tulos tiedossa, tilauskanta hieman ennusteita korkeampi

Koko vuoden 2025 osalta liikevaihto (37,2 MEUR) asettui joulukuussa päivitetyn ohjeistushaarukan sisään, toisaalta liikevoitto jäi hieman ohjeistushaarukan alapuolelle -4,0 MEUR:oon. Honkarakenteen heinä-joulukuun liikevaihto laski 8 % vertailukaudesta ja oli 20,4 MEUR (ennuste 20,8 MEUR). Laskuun vaikuttivat erityisesti viennin toimitusten siirtyminen alkuvuodelle 2026 sekä Suomen kuluttajaliiketoiminnan matalammat toimitusmäärät loppuvuonna. Suomen liikevaihto laski H2:lla 6 % ja viennin liikevaihto 11 %. Viennin liikevaihdon toteuma oli hieman ennusteitamme vahvempi joskin kotimaan liikevaihto jäi ennusteistamme. Toisen vuosipuoliskon liikevoitto painui -1,2 MEUR:oon, kun se vertailukaudella oli 0,3 MEUR (ennuste -0,8 MEUR). Kannattavuutta painoivat liikevaihdon laskun lisäksi viennin projektitoimitusten vähäisyys, kotimaan myyntikampanjoiden matalammat katteet sekä Karstulan tehtaan korkeammat yksikkökustannukset.

Haastavasta markkinatilanteesta huolimatta Honkarakenteen tilauskanta kasvoi vuoden lopussa 12 % ja oli 24,8 MEUR. Taso oli ennustamaamme 23 MEUR:a korkeampi. Kasvu painottui erityisesti viennin ja kotimaan projektiliiketoimintaan, kun taas kotimaan kuluttajaliiketoiminnan tilauskanta säilyi edellisvuoden tasolla.

Yhtiön tase kääntyi ennusteidemme mukaisesti nettovelan

puolelle vuoden lopussa. Epävarman markkinatilanteen myötä yhtiö on aloittanut rahoitusneuvottelut usean eri rahoitus- ja takauslaitoksen kanssa. Emme näe yhtiön tasetilannetta vielä hälyttävänä mutta heikon markkinatilanteen jatkuessa lisärahoitus on tarpeen.

## Odotuksissa selvempi tulosparannus 2027-2028

Honkarakenne ohjeistaa kuluvan vuoden liikevaihdon olevan 42-45 MEUR ja liikevoiton -1,0 - + 0,5 MEUR. Laskimme kannattavuusennustettamme vuoden 2026 osalta ohjeistushaarukkaa peilaten. Odotamme merkittävimmän tulosparannuksen ajoittuvan yhä vuosiin 2027-2028. Arvioimme Honkarakenteen liikevaihdon yltävän noin 56 MEUR:oon vuonna 2028, kun se kasvaa 19 % vuonna 2027 ja edelleen 8 % vuonna 2028. Ennusteissamme liikevaihdon vahvaa kasvua tukee vuosien 2025-2026 alhaisten lähtötasojen lisäksi markkinan elpyminen sekä tehtyjen vientipanostusten realisoituminen (ml. viime vuoden loppupuolella solmitut sopimukset viennissä ja aiesopimusten konkretisoituminen sitoviksi sopimuksiksi). Oikaistun EBIT-marginaalin odotamme volyymikasvun sekä tehtyjen tehostustoimien näkyessä luvuissa täysimääräisesti kipuavan lähemmäs 5 %:n tasoa vuoteen 2028 mennessä.

## Riski/tuotto-suhde ei vielä houkuta

Painotamme arvonmäärittäyksessä edelleen vuoden 2027 ennusteitamme. Käänteeseen realisoituessa vahvemmin ennusteissamme vuodesta 2027 alkaen kertoimet laskevat houkuttelevammalle tasolle (2027 EV/EBIT 7x, P/E 10x). Nykyhinnoittelu on ennusteellamme suhteellisen neutraali, kun sitä verrataan Honkarakenteen hyväksyttävänä pitämäämme arvostustasoon (EV/EBIT 7-9x, P/E 9-11x). Markkinakäänteeseen ajoituksen epävarmuus huomioiden riski/tuotto-suhde ei kuitenkaan ole näkemyksemme mukaan vielä houkutteleva.

## Suositus

### Vähennä

(aik. Vähennä)

## Tavoitehinta:

### 2,70 EUR

(aik. 2,70 EUR)

## Osakekurssi:

2,48 EUR

## Liiketoimintariski



## Arvostusriski



|                       | 2025    | 2026e | 2027e | 2028e |
|-----------------------|---------|-------|-------|-------|
| <b>Liikevaihto</b>    | 37,2    | 43,8  | 52,1  | 56,3  |
| <b>kasvu-%</b>        | 1 %     | 18 %  | 19 %  | 8 %   |
| <b>EBIT oik.</b>      | -3,9    | 0,2   | 2,1   | 2,5   |
| <b>EBIT-% oik.</b>    | -10,4 % | 0,4 % | 3,9 % | 4,5 % |
| <b>Nettotulos</b>     | -4,1    | 0,0   | 1,5   | 1,9   |
| <b>EPS (oik.)</b>     | -0,68   | -0,01 | 0,25  | 0,32  |
| <b>P/E (oik.)</b>     | neg.    | neg.  | 9,9   | 7,8   |
| <b>P/B</b>            | 1,8     | 1,5   | 1,3   | 1,1   |
| <b>Osinkotuotto-%</b> | 0,0 %   | 0,0 % | 0,0 % | 6,4 % |
| <b>EV/EBIT (oik.)</b> | neg.    | >100  | 6,6   | 4,2   |
| <b>EV/EBITDA</b>      | neg.    | 8,1   | 3,5   | 2,5   |
| <b>EV/Liikevaihto</b> | 0,5     | 0,4   | 0,3   | 0,2   |

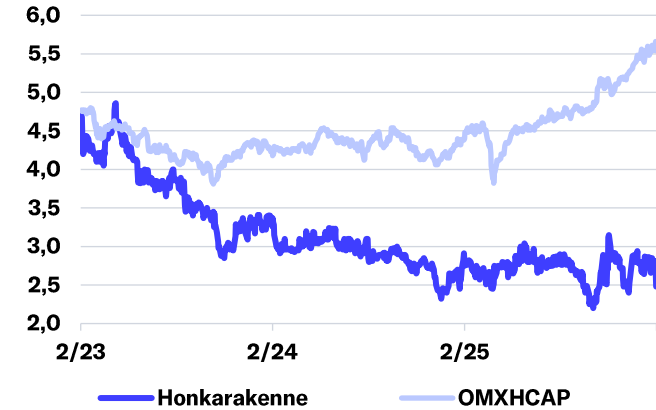
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Uusi ohjeistus)

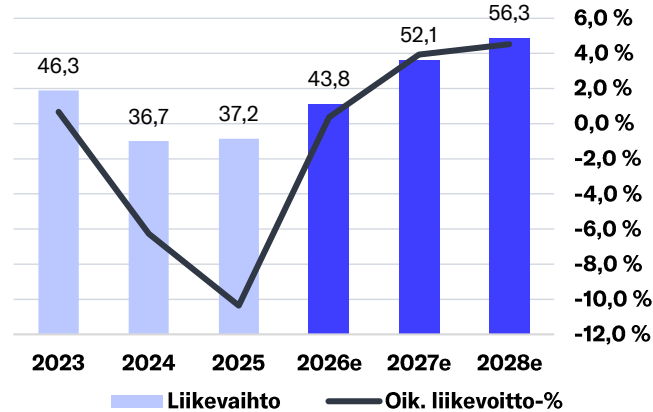
Vuoden 2026 liikevaihto on 42–45 MEUR (2025 37,2 MEUR). Liiketuloksen odotetaan olevan -1,0 – +0,5 MEUR (-4,0 MEUR).

## Osakekurssi



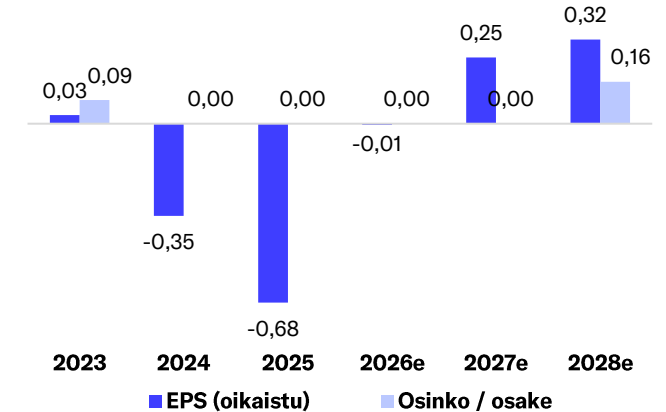
Lähde: Millistream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

## Arvoajurit

- Kasvava kiinnostus puurakentamista kohtaan tukee orgaanisia kasvunäkymiä
- Viennin kasvu
- Vahva markkina-asema
- Kannattavuudessa parannuspotentiaalia
- Vahva tase tarjoaa puskuria heikkoon markkinaan

## Riskitekijät

- Kysynnän syklisyys
- Kotimaisen hirsitaloteollisuuden tiukka kilpailutilanne
- Vaihtelevat raaka-ainehinnat
- Vahva riippuvuus kotimaan kysynnästä
- Vientipanostuksissa onnistuminen

| Arvostustaso            | 2026e | 2027e | 2028e  |
|-------------------------|-------|-------|--------|
| <b>Osakekurssi</b>      | 2,48  | 2,48  | 2,48   |
| <b>Markkina-arvo</b>    | 15    | 15    | 15     |
| <b>Yritysarvo (EV)</b>  | 16    | 14    | 11     |
| <b>P/E (oik.)</b>       | neg.  | 9,9   | 7,8    |
| <b>P/B</b>              | 1,5   | 1,3   | 1,1    |
| <b>EV/Liikevaihto</b>   | 0,4   | 0,3   | 0,2    |
| <b>EV/EBITDA</b>        | 8,1   | 3,5   | 2,5    |
| <b>EV/EBIT (oik.)</b>   | >100  | 6,6   | 4,2    |
| <b>Osinko/tulos (%)</b> | 0,0 % | 0,0 % | 50,0 % |
| <b>Osinkotuotto-%</b>   | 0,0 % | 0,0 % | 6,4 %  |

Lähde: Inderes

# Tulos jäi yhä heikolle tasolle

## Tilaukanta ennusteitamme korkeammalla tasolla

Honkarakenteen heinä-joulukuun liikevaihto laski 8 % vertailukaudesta ja oli 20,4 MEUR (ennuste 20,8 MEUR). Laskuun vaikuttivat erityisesti viennin toimitusten siirtyminen alkuvuodelle 2026 sekä Suomen kuluttajaliiketoiminnan matalammat toimitusmäärät loppuvuonna. Suomen liikevaihto laski H2:lla 6 % ja viennin liikevaihto 11 %. Viennin osuus liikevaihdosta laski kokonaisuudessaan vuonna 2025 25 %:n tasolle vuoden 2024 29 %:sta.

Tilaukanta kasvoi vuoden lopussa 12 % ja oli 24,8 MEUR. Taso oli ennustamaamme 23 MEUR:a korkeampi. Kasvu painottui erityisesti viennin ja kotimaan projektiliiketoimintaan, kun taas kotimaan kuluttajaliiketoiminnan tilaukanta säilyi edellisvuoden tasolla. Uusia projektitilauksia saatiin Euroopassa mm. MultiStorey-konseptin sekä Floating Wave-konseptin osalta. Käsityksemme mukaan Floating Wave -tilaukset ovat

toistaiseksi maltillisen kokoisia, eikä niiden vaikutus liikevaihtoon ole merkittävä.

Lisäksi Uzbekistanin monivuotisen yhteistyösopimuksen osalta yhtiön tilaukannassa on noin 0,6 MEUR:n toimitus alkuvuonna 2026. Sopimuksen kokonaisarvo (15 MEUR) tuloutuu arviomme mukaan usean vuoden aikana, ja toteutus riippuu muun muassa asiakkaan rahoitustilanteesta. Uzbekistanin sopimuksen lisäksi Honkarakenne allekirjoitti aiesopimukset Kazakstanissa ja Ukrainassa. Ukrainan osalta toteutus on riippuvainen jälleenrakennuksen aloituksesta sekä rahoituksesta.

## Kannattavuus odotetun synkkä

Toisen vuosipuoliskon oikaistu liiketulos painui -1,1 MEUR:oon, kun se vertailukaudella oli 0,4 MEUR. Taso oli myös hieman -0,8 MEUR:n ennustettamme alempana. Kannattavuutta painoivat liikevaihdon laskun lisäksi viennin projektitoimitusten vähäisyys, kotimaan

myyntikampanjoiden matalammat katteet sekä Karstulan tehtaan korkeammat yksikkökustannukset.

## Tase nettovelalla

Honkarakenteen nettovelka oli vuoden lopussa 1,0 MEUR:n tasolla. Yhtiön tase kääntyi usean vuoden jälkeen odotuksiemme mukaisesti nettovelan puolelle tulostason jäädessä vuonna 2025 heikoksi. Epävarman markkinatilanteen myötä yhtiö on aloittanut rahoitusneuvottelut usean eri rahoitus- ja takauslaitoksen kanssa. Yhtiö hakee kahden tai kolmen vuoden rahoitusratkaisua turvatakseen käyttöpääoman tarpeen. Honkarakenteella oli myös katsauskauden lopussa 3,0 MEUR:n käyttämätön tililimiitti.

| Ennustetaulukko      | H2'24    | H2'25      | H2'25e  | H2'25e    | Konsensus |      | Erotus (%)       | 2025       |
|----------------------|----------|------------|---------|-----------|-----------|------|------------------|------------|
| MEUR / EUR           | Vertailu | Toteutunut | Inderes | Konsensus | Alin      | Ylin | Tot. vs. inderes | Toteutunut |
| Liikevaihto          | 22,2     | 20,4       | 20,8    |           |           |      | -2 %             | 42,7       |
| Liikevoitto (oik.)   | 0,4      | -1,1       | -0,8    |           |           |      | -38 %            | -3,9       |
| Liikevoitto          | 0,3      | -1,2       | -0,8    |           |           |      | -50 %            | -4,0       |
| Tulos ennen veroja   | 0,7      | -1,5       | -0,9    |           |           |      | -67 %            | -4,4       |
| EPS (raportoitu)     | 0,09     | -0,31      | -0,13   |           |           |      | -138 %           | -0,70      |
|                      |          |            |         |           |           |      |                  |            |
| Liikevaihdon kasvu-% |          | -8,1 %     | -6,3 %  |           |           |      | -1,8 %-yks.      | 1,2 %      |
| Liikevoitto-% (oik.) |          | -5,4 %     | -3,8 %  |           |           |      | -1,5 %-yks.      | -9,0 %     |

Lähde: Inderes

# Ennustemme laski etenkin kuluva vuoden tuloksen osalta

## Ennustemuutokset

- Laskimme vuoden 2026 liikevoittoennustettamme huomioiden yhtiön ohjeistus. Ennustimme aiemmin matalasta volyymitasosta huolimatta yhtiön kannattavuustoimien vaikuttavan kannattavuustasoon positiivisemmin. Vuoden lopun hieman odotuksiamme korkeamman tilauskannan myötä olemme säilyttäneet liikevaihtoennustemme ennallaan.
- Arvioimme edelleen tulostason nousevan selkeästi volyymikasvun myötä vuodesta 2027 eteenpäin. Arvioimme Honkarakenteen liikevaihdon yltävän noin 56 MEUR:oon vuonna 2028, kun se kasvaa 19 % vuonna 2027 ja edelleen 8 % vuonna 2028. Ennusteissamme liikevaihdon vahvaa kasvua tukee vuosien 2025-2026 alhaisten lähtötasojen lisäksi markkinan elpyminen sekä tehtyjen vientipanostusten realisoituminen. Oikaistun EBIT-marginaalin odotamme volyymikasvun sekä tehtyjen tehostustoimien näkyessä luvuissa täysimääräisesti kipuavan lähemmäs 5 %:n tasoa vuoteen 2028 mennessä. Taso on matalampi kuin kuumimpina vuosina nähtiin, mikä selittyy alhaisemman volyymin lisäksi hyväkatteisen Venäjä-viennin poisjäämisellä.
- Olemme poistaneet ennustemme osingosta vuodelta 2027.

## Operatiiviset tulosajurit

- Olemme käsitelleet yhtiön tulosajureita tuleville vuosille hiljattain julkaistussa [laajassa raportissa](#).

| Ennustemuutokset            | 2025    | 2025       | Muutos | 2026e | 2026e | Muutos | 2027e | 2027e | Muutos |
|-----------------------------|---------|------------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|
| MEUR / EUR                  | Inderes | Toteutunut | %      | Vanha | Uusi  | %      | Vanha | Uusi  | %      |
| Liikevaihto                 | 37,5    | 37,2       | -1 %   | 43,8  | 43,8  | 0 %    | 52,2  | 52,1  | 0 %    |
| Käyttökate                  | -1,3    | -1,8       | -30 %  | 3,4   | 2,0   | -43 %  | 4,5   | 3,9   | -12 %  |
| Liikevoitto ilman kertaeriä | -3,6    | -3,9       | -6 %   | 1,1   | 0,2   | -86 %  | 2,2   | 2,1   | -5 %   |
| Liikevoitto                 | -3,6    | -4,0       | -8 %   | 1,1   | 0,2   | -86 %  | 2,2   | 2,1   | -5 %   |
| Tulos ennen veroja          | -3,8    | -4,4       | -13 %  | 0,9   | 0,0   | -104 % | 2,0   | 1,9   | -6 %   |
| EPS (ilman kertaeriä)       | -0,52   | -0,70      | -31 %  | 0,13  | -0,01 | -104 % | 0,27  | 0,25  | -5 %   |
| Osakekohtainen osinko       | 0,00    | 0,00       |        | 0,00  | 0,00  |        | 0,07  | 0,00  | -100 % |

Lähde: Inderes

# Tuotto/riski-suhde ei vielä riittävä

## Käännetarina hakee yhä konkretiaa

Kuluvan vuoden jäädessä suurilta osin välivuodeksi painotamme arvonmäärityksessämme vuoden 2027 ennusteitamme. Osakkeen arvostus ei saa tukea kuluvan vuoden päivitetystä ennusteistamme tulostason jäädessä yhä vaisuksi. Honkarakenteen arvostustaso on tulevina vuosina näkemyksemme mukaan kohtuullinen ottaen huomioon ennustamamme huomattavan tulosparannuksen syklin pohjilta. Kuitenkin riskikorjattu tuotto-odotus jää vaisuksi, huomioiden käänteeseen liittyvät epävarmuudet koskien kotimaan markkinatilannetta, yhtiön onnistumista vientikaupassa sekä tavoiteltujen kulusäästöjen toteutumisesta. Osakkeen odotuksiamme suurempi nousupotentiaali seuraavan vuoden aikana edellyttäisi ennusteitamme voimakkaampaa käännettä niin kotimarkkinalla kuin viennissäkin.

Honkarakenne on arvostettu 2016-2025 välillä toteutuneilla luvuilla (LTM) keskimäärin 7x EV/EBIT sekä 9x P/E kertoimilla. Vastaavasti EV/Liikevaihto kerroin on ollut noin 0,4x tasolla. Näkemyksemme mukaan historialliset arvostuskertoimet ovat yhtiön kannattavuuspotentiaaliin peilattuna maltilliset ja mielestämme yhtiö voitaisiin perustellusti arvostaa myös korkeammilla kertoimilla. Toisaalta syklinen loppukysyntä huomioiden yhtiön riskiprofiili on korkea mikä puoltaa matalampia kertoimia. Olemme pitäneet yhtiölle hyväksyttävänä arvostuskertoimina EV/EBIT 7-9x sekä P/E 9-11x tasoja.

## Verrokkiryhmän soveltuvuus yleisesti heikko

Honkarakenteelle on vaikea löytää hyviä listattuja verrokkiyhtiöitä. Muodostamamme verrokkiryhmä pitää sisällään pohjoismaisia asuntorakentajia ja kotimaisen

rakennustuoteyhtiö LapWallin. Verrokkiryhmästä Honkarakenteelle parhaaksi vertailuyhtiöksi identifioituu mielestämme vuonna 2022 listautunut rakennustuoteyhtiö LapWall.

Honkarakennetta hinnoitellaan merkittäväällä alennuksella LapWalliin verrattuna perustuen vuoden 2027 ennusteeseemme. Lähtökohtaisesti LapWallin Honkarakennetta korkeammat arvostuskertoimet ovat mielestämme perusteltuja, sillä yhtiön kasvun ja kannattavuustason ennustetaan olevan lähivuosina Honkarakennetta selvästi vahvempaa. Tämän vuoksi annamme LapWallin kertoimille Honkarakenteen arvonmäärityksessä erittäin maltillisen painoarvon.

## Kassavirtamallin käypä arvo tukee tavoitehintaa

Näemme DCF-mallin olevan jokseenkin käyttökelpoinen Honkarakenteen arvonmäärityksessä, vaikka malli onkin herkkä etenkin terminaalijakson muuttujille. Lisäksi Honkarakenteen tuotteiden loppukysynnän syklisyys huomioiden yhtiön tulostaso sekä kassavirta heittelee vuosien välillä. DCF-mallissamme Honkarakenteen liikevaihdon kasvu tasaantuu pitkällä aikavälillä 2 %:iin yleistä talouskasvua heijastellen. Liikevoittomarginaalin ennustamme asettuvan pidemmällä aikavälillä 3 %:n tasolle.

Olemme soveltaneet DCF-arvonmäärityksessä Honkarakenteelle 10,7 % oman pääoman tuottovaatimusta. DCF-mallimme indikoi Honkarakenteen osakekannan arvoksi 16,0 MEUR eli 2,7 euroa per osake.

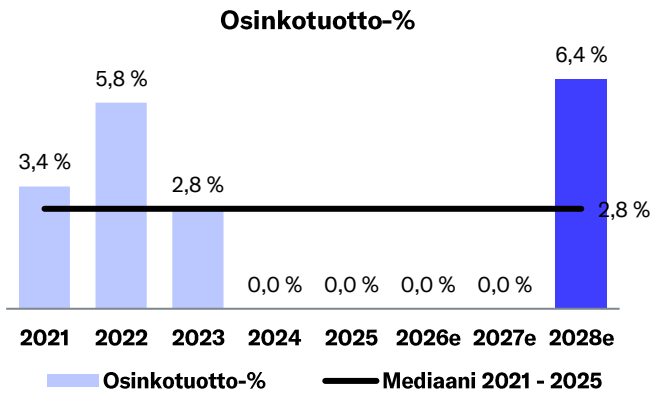
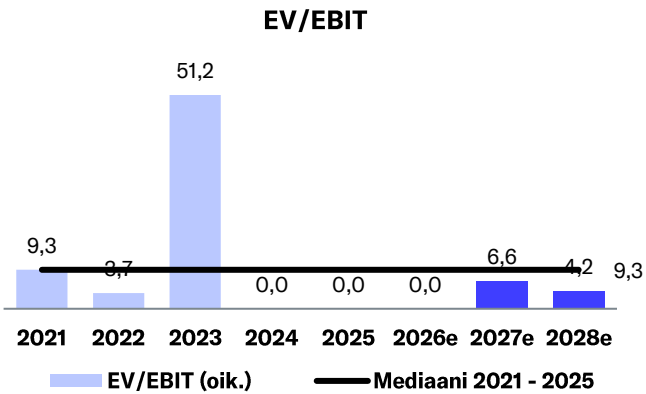
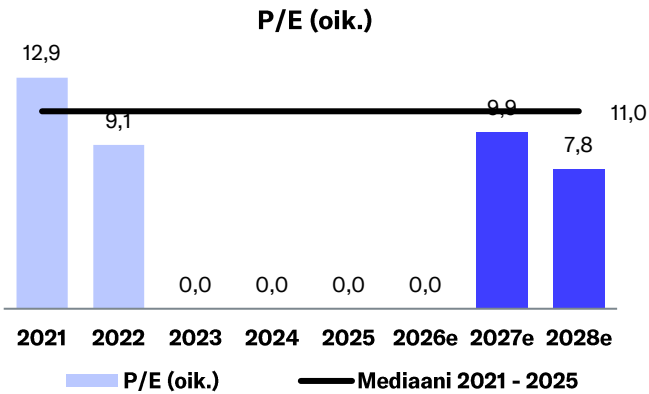
| Arvostustaso     | 2026e | 2027e | 2028e  |
|------------------|-------|-------|--------|
| Osakekurssi      | 2,48  | 2,48  | 2,48   |
| Markkina-arvo    | 15    | 15    | 15     |
| Yritysarvo (EV)  | 16    | 14    | 11     |
| P/E (oik.)       | neg.  | 9,9   | 7,8    |
| P/B              | 1,5   | 1,3   | 1,1    |
| EV/Liikevaihto   | 0,4   | 0,3   | 0,2    |
| EV/EBITDA        | 8,1   | 3,5   | 2,5    |
| EV/EBIT (oik.)   | >100  | 6,6   | 4,2    |
| Osinko/tulos (%) | 0,0 % | 0,0 % | 50,0 % |
| Osinkotuotto-%   | 0,0 % | 0,0 % | 6,4 %  |

Lähde: Inderes

# Arvostustaulukko

| Arvostustaso     | 2021   | 2022   | 2023  | 2024  | 2025  | 2026e | 2027e | 2028e  | 2029e  |
|------------------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| Osakekurssi      | 7,32   | 4,34   | 3,22  | 2,32  | 2,88  | 2,48  | 2,48  | 2,48   | 2,48   |
| Markkina-arvo    | 43     | 26     | 19    | 14    | 17    | 15    | 15    | 15     | 15     |
| Yritysarvo (EV)  | 34     | 16     | 16    | 13    | 18    | 16    | 14    | 11     | 9      |
| P/E (oik.)       | 12,9   | 9,1    | >100  | neg.  | neg.  | neg.  | 9,9   | 7,8    | 7,5    |
| P/B              | 2,5    | 1,4    | 1,1   | 1,0   | 1,8   | 1,5   | 1,3   | 1,1    | 1,0    |
| EV/Liikevaihto   | 0,5    | 0,2    | 0,3   | 0,4   | 0,5   | 0,4   | 0,3   | 0,2    | 0,2    |
| EV/EBITDA        | 5,6    | 2,5    | 7,5   | neg.  | neg.  | 8,1   | 3,5   | 2,5    | 2,2    |
| EV/EBIT (oik.)   | 9,3    | 3,7    | 51,2  | neg.  | neg.  | >100  | 6,6   | 4,2    | 3,5    |
| Osinko/tulos (%) | 44,1 % | 52,7 % | neg.  | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 50,0 % | 50,0 % |
| Osinkotuotto-%   | 3,4 %  | 5,8 %  | 2,8 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 6,4 %  | 6,7 %  |

Lähde: Inderes



Taulukon markkina-arvo ja yritysarvo huomioivat ennustevuosien osalta ennustetun muutoksen osakemäärässä ja nettovelassa.

# Verrokkiryhmän arvostus

| Verrokkiryhmän arvostus | Markkina-arvo | Yritysarvo | EV/EBIT |       | EV/EBITDA |       | EV/Liikevaihto |       | P/E     |       | Osinkotuotto-% |        | P/B   |
|-------------------------|---------------|------------|---------|-------|-----------|-------|----------------|-------|---------|-------|----------------|--------|-------|
| Yhtiö                   | MEUR          | MEUR       | 2026e   | 2027e | 2026e     | 2027e | 2026e          | 2027e | 2026e   | 2027e | 2026e          | 2027e  | 2026e |
| Bonava                  | 386           | 710        | 9,1     | 6,7   | 9,1       | 6,7   | 0,7            | 0,6   | 11,4    | 6,9   |                |        | 0,6   |
| JM                      | 816           | 1781       | 37,1    | 21,6  | 37,5      | 21,7  | 1,7            | 1,4   | 29,0    | 14,5  | 2,3            | 4,1    | 1,0   |
| LapWall                 | 57            | 68         | 12,4    | 8,5   | 9,1       | 5,9   | 1,3            | 1,0   | 13,9    | 9,2   | 5,4            | 7,3    | 3,0   |
| Peab                    | 2862          | 3668       | 12,8    | 11,7  | 8,4       | 7,9   | 0,6            | 0,6   | 12,8    | 11,6  | 4,0            | 4,3    | 1,6   |
| YIT                     | 646           | 1438       | 17,4    | 12,9  | 13,3      | 10,4  | 0,8            | 0,7   | 46,4    | 17,6  | 0,4            |        | 0,9   |
| Honkarakenne (Inderes)  | 15            | 16         | 99,1    | 6,6   | 8,1       | 3,5   | 0,4            | 0,3   | -462,3  | 9,9   | 0,0            | 0,0    | 1,5   |
| Keskiarvo               |               |            | 18,5    | 12,3  | 15,6      | 10,4  | 0,9            | 0,8   | 31,3    | 12,2  | 3,0            | 4,6    | 1,3   |
| Mediaani                |               |            | 15,1    | 12,0  | 11,2      | 8,8   | 0,7            | 0,7   | 21,4    | 12,4  | 3,1            | 4,2    | 1,0   |
| Erotus-% vrt. mediaani  |               |            | 558 %   | -45 % | -28 %     | -61 % | -51 %          | -60 % | -2257 % | -21 % | -100 %         | -100 % | 56 %  |

Lähde: Refinitiv / Inderes

# Tuloslaskelma

| Tuloslaskelma               | 2024  | H1'25 | H2'25 | 2025  | H1'26e | H2'26e | 2026e | 2027e | 2028e | 2029e |
|-----------------------------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|
| Liikevaihto                 | 36,7  | 16,7  | 20,4  | 37,2  | 19,5   | 24,3   | 43,8  | 52,1  | 56,3  | 58,5  |
| Käyttökate                  | -0,1  | -1,7  | -0,1  | -1,8  | -0,3   | 2,3    | 2,0   | 3,9   | 4,3   | 4,2   |
| Poistot ja arvonalennukset  | -2,3  | -1,1  | -1,1  | -2,2  | -0,9   | -0,9   | -1,8  | -1,9  | -1,7  | -1,6  |
| Liikevoitto ilman kertaeriä | -2,3  | -2,8  | -1,1  | -3,9  | -1,2   | 1,4    | 0,2   | 2,1   | 2,5   | 2,6   |
| Liikevoitto                 | -2,4  | -2,8  | -1,2  | -4,0  | -1,2   | 1,4    | 0,2   | 2,1   | 2,5   | 2,6   |
| Nettorahoituskulut          | -0,2  | -0,1  | -0,3  | -0,4  | -0,1   | -0,1   | -0,2  | -0,2  | -0,2  | -0,2  |
| Tulos ennen veroja          | -2,6  | -2,9  | -1,5  | -4,4  | -1,3   | 1,3    | 0,0   | 1,9   | 2,3   | 2,4   |
| Verot                       | 0,4   | 0,6   | -0,4  | 0,3   | 0,3    | -0,3   | 0,0   | -0,4  | -0,5  | -0,5  |
| Vähemmistöosuudet           | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0    | 0,0    | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |
| Nettotulos                  | -2,2  | -2,3  | -1,8  | -4,1  | -1,1   | 1,0    | 0,0   | 1,5   | 1,9   | 1,9   |
| EPS (oikaistu)              | -0,35 | -0,39 | -0,29 | -0,68 | -0,18  | 0,18   | -0,01 | 0,25  | 0,32  | 0,33  |
| EPS (raportoitu)            | -0,37 | -0,39 | -0,31 | -0,70 | -0,18  | 0,18   | -0,01 | 0,25  | 0,32  | 0,33  |

| Tunnusluvut                   | 2024     | H1'25   | H2'25    | 2025    | H1'26e  | H2'26e   | 2026e  | 2027e  | 2028e | 2029e |
|-------------------------------|----------|---------|----------|---------|---------|----------|--------|--------|-------|-------|
| Liikevaihdon kasvu-%          | -20,7 %  | 15,4 %  | -8,1 %   | 1,2 %   | 16,5 %  | 19,1 %   | 17,9 % | 19,0 % | 8,0 % | 4,0 % |
| Oikaistun liikevoiton kasvu-% | -841,9 % | 3,7 %   | -362,5 % | 67,4 %  | -56,1 % | -232,4 % | -104 % | 1178 % | 24 %  | 3 %   |
| Käyttökate-%                  | -0,3 %   | -10,2 % | -0,2 %   | -4,7 %  | -1,7 %  | 9,4 %    | 4,5 %  | 7,5 %  | 7,6 % | 7,2 % |
| Oikaistu liikevoitto-%        | -6,3 %   | -16,7 % | -5,1 %   | -10,4 % | -6,3 %  | 5,7 %    | 0,4 %  | 3,9 %  | 4,5 % | 4,5 % |
| Nettotulos-%                  | -5,9 %   | -13,7 % | -8,8 %   | -11,0 % | -5,5 %  | 4,2 %    | -0,1 % | 2,8 %  | 3,3 % | 3,3 % |

Lähde: Inderes

# Tase

| Vastaavaa                      | 2024        | 2025        | 2026e       | 2027e       | 2028e       |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Pysyvät vastaavat</b>       | <b>14,6</b> | <b>13,5</b> | <b>12,8</b> | <b>12,0</b> | <b>11,4</b> |
| Liikearvo                      | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,1         |
| Aineettomat hyödykkeet         | 0,7         | 0,6         | 0,7         | 0,6         | 0,5         |
| Käyttöomaisuus                 | 11,7        | 10,4        | 9,6         | 8,9         | 8,4         |
| Sijoitukset osakkuusyrityksiin | 0,4         | 0,4         | 0,4         | 0,4         | 0,4         |
| Muut sijoitukset               | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Muut pitkäaikaiset varat       | 0,2         | 0,3         | 0,3         | 0,3         | 0,3         |
| Laskennalliset verosaamiset    | 1,5         | 1,7         | 1,7         | 1,7         | 1,7         |
| <b>Vaihtuvat vastaavat</b>     | <b>12,1</b> | <b>8,3</b>  | <b>12,0</b> | <b>14,1</b> | <b>16,2</b> |
| Vaihto-omaisuus                | 4,5         | 4,3         | 4,8         | 5,5         | 5,6         |
| Muut lyhytaikaiset varat       | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Myyntisaamiset                 | 2,6         | 1,6         | 2,8         | 3,4         | 3,7         |
| Likvidit varat                 | 4,9         | 2,5         | 4,4         | 5,2         | 6,9         |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>26,7</b> | <b>21,8</b> | <b>24,8</b> | <b>26,1</b> | <b>27,5</b> |

Lähde: Inderes

| Vastattavaa                    | 2024        | 2025        | 2026e       | 2027e       | 2028e       |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Oma pääoma</b>              | <b>13,7</b> | <b>9,6</b>  | <b>9,6</b>  | <b>11,1</b> | <b>13,0</b> |
| Osakepääoma                    | 9,9         | 9,9         | 9,9         | 9,9         | 9,9         |
| Kertyneet voittovarot          | -0,9        | -5,0        | -5,0        | -3,5        | -1,6        |
| Oman pääoman ehtoiset lainat   | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Uudelleenarvostusrahasto       | 0,5         | 0,5         | 0,5         | 0,5         | 0,5         |
| Muu oma pääoma                 | 4,2         | 4,2         | 4,2         | 4,2         | 4,2         |
| Vähemmistöosuus                | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Pitkäaikaiset velat</b>     | <b>3,9</b>  | <b>3,0</b>  | <b>5,4</b>  | <b>4,3</b>  | <b>3,3</b>  |
| Laskennalliset verovelat       | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Varaukset                      | 0,3         | 0,3         | 0,3         | 0,3         | 0,3         |
| Korolliset velat               | 3,6         | 2,7         | 5,1         | 4,0         | 3,0         |
| Vaihtovelkakirjalainat         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Muut pitkäaikaiset velat       | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Lyhytaikaiset velat</b>     | <b>9,0</b>  | <b>9,2</b>  | <b>9,8</b>  | <b>10,7</b> | <b>11,3</b> |
| Korolliset velat               | 0,8         | 0,7         | 0,6         | 0,3         | 0,0         |
| Lyhytaikaiset korottomat velat | 8,2         | 8,5         | 9,2         | 10,4        | 11,3        |
| Muut lyhytaikaiset velat       | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>26,7</b> | <b>21,9</b> | <b>24,8</b> | <b>26,1</b> | <b>27,5</b> |

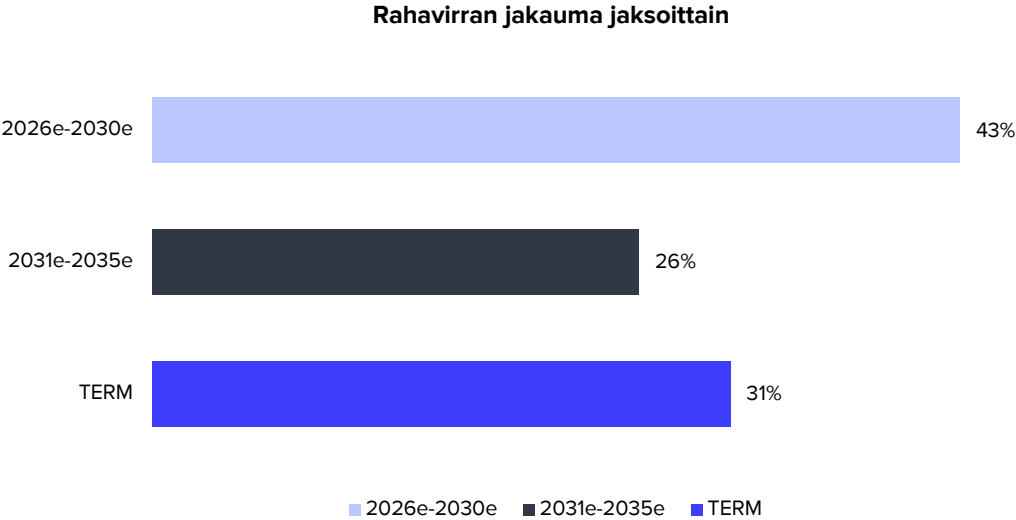
# DCF-laskelma

| DCF-laskelma                            | 2025        | 2026e       | 2027e      | 2028e      | 2029e      | 2030e      | 2031e      | 2032e      | 2033e      | 2034e      | 2035e      | TERM       |
|-----------------------------------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Liikevaihdon kasvu-%                    | 1,2 %       | 17,9 %      | 19,0 %     | 8,0 %      | 4,0 %      | 3,0 %      | 2,0 %      | 2,0 %      | 2,0 %      | 2,0 %      | 2,0 %      | 2,0 %      |
| Liikevoitto-%                           | -10,6 %     | 0,4 %       | 3,9 %      | 4,5 %      | 4,5 %      | 4,2 %      | 4,2 %      | 4,0 %      | 3,0 %      | 3,0 %      | 3,0 %      | 3,0 %      |
| <b>Liikevoitto</b>                      | <b>-4,0</b> | <b>0,2</b>  | <b>2,1</b> | <b>2,5</b> | <b>2,6</b> | <b>2,5</b> | <b>2,6</b> | <b>2,5</b> | <b>1,9</b> | <b>2,0</b> | <b>2,0</b> |            |
| + Kokonaispoistot                       | 2,2         | 1,8         | 1,9        | 1,7        | 1,6        | 1,5        | 1,4        | 1,4        | 1,3        | 1,3        | 1,3        |            |
| - Maksetut verot                        | 0,1         | 0,0         | -0,4       | -0,5       | -0,5       | -0,5       | -0,5       | -0,5       | -0,3       | -0,4       | -0,4       |            |
| - verot rahoituskuluista                | 0,0         | 0,0         | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        |            |
| + 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                  | 1,6         | -1,1        | 0,0        | 0,4        | 0,1        | 0,1        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        |            |
| <b>Operatiivinen kassavirta</b>         | <b>-0,1</b> | <b>0,8</b>  | <b>3,5</b> | <b>4,2</b> | <b>3,8</b> | <b>3,6</b> | <b>3,6</b> | <b>3,4</b> | <b>2,9</b> | <b>2,9</b> | <b>2,9</b> |            |
| + Korottomien pitkä aik. velk. lis.     | 0,0         | 0,0         | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        |            |
| - Bruttoinvestoinnit                    | -0,9        | -1,1        | -1,1       | -1,1       | -1,1       | -1,1       | -1,1       | -1,2       | -1,2       | -1,2       | -1,7       |            |
| <b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>   | <b>-1,1</b> | <b>-0,3</b> | <b>2,4</b> | <b>3,1</b> | <b>2,7</b> | <b>2,5</b> | <b>2,4</b> | <b>2,3</b> | <b>1,8</b> | <b>1,8</b> | <b>1,2</b> |            |
| +/- Muut                                | 0,0         | 0,0         | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        |            |
| Vapaa kassavirta                        | -1,1        | -0,3        | 2,4        | 3,1        | 2,7        | 2,5        | 2,4        | 2,3        | 1,8        | 1,8        | 1,2        | 14,3       |
| <b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>     |             | <b>-0,3</b> | <b>2,0</b> | <b>2,3</b> | <b>1,8</b> | <b>1,5</b> | <b>1,3</b> | <b>1,1</b> | <b>0,8</b> | <b>0,7</b> | <b>0,4</b> | <b>5,3</b> |
| Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta |             | 17,0        | 17,3       | 15,3       | 13,0       | 11,2       | 9,7        | 8,4        | 7,2        | 6,4        | 5,7        | 5,3        |
| <b>Velaton arvo DCF</b>                 |             | <b>17,0</b> |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| - Korolliset velat                      |             | -3,4        |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| + Rahavarat                             |             | 2,5         |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| -Vähemmistöosuus                        |             | 0,0         |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| -Osinko/pääomapalautus                  |             | 0,0         |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| <b>Oman pääoman arvo DCF</b>            |             | <b>16,0</b> |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| <b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>  |             | <b>2,7</b>  |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |

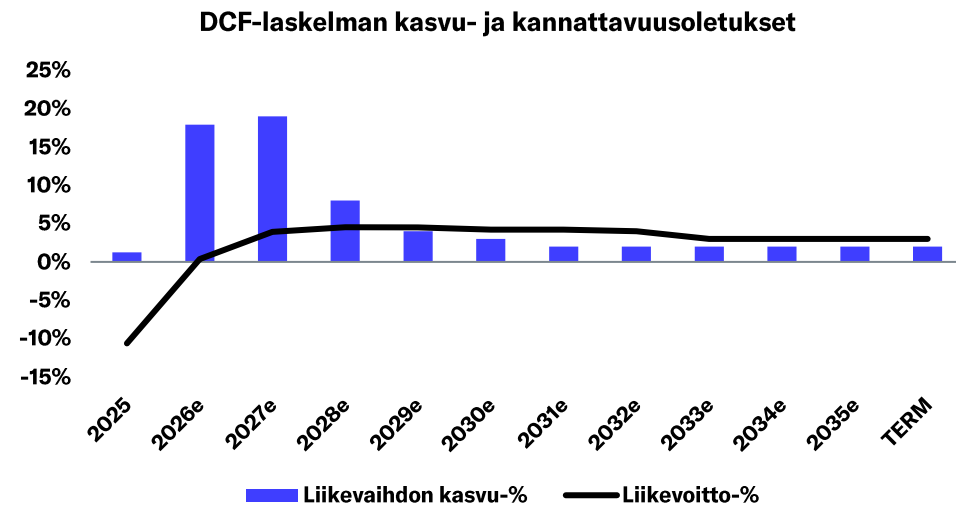
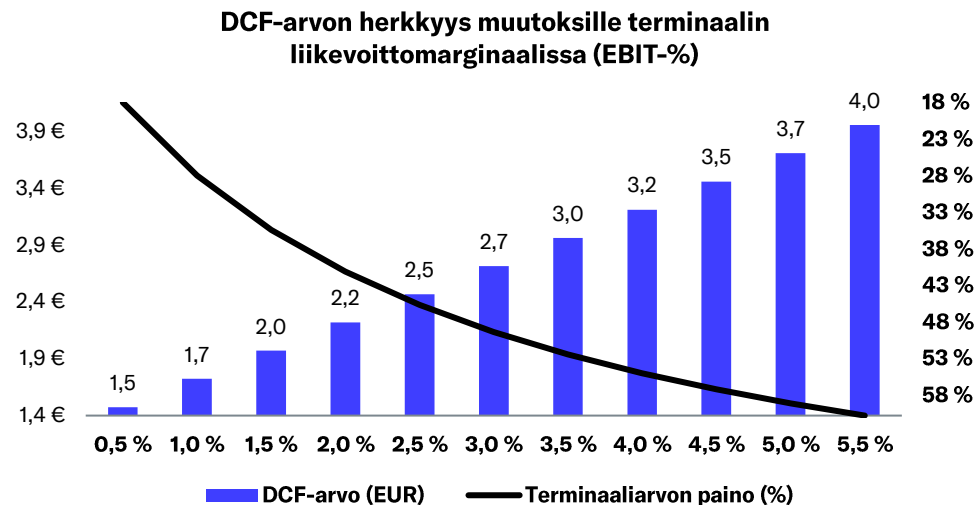
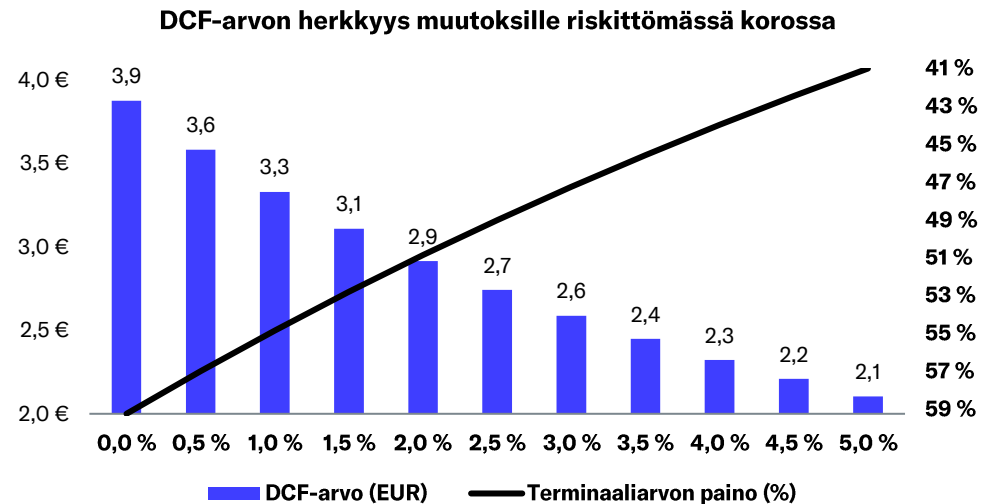
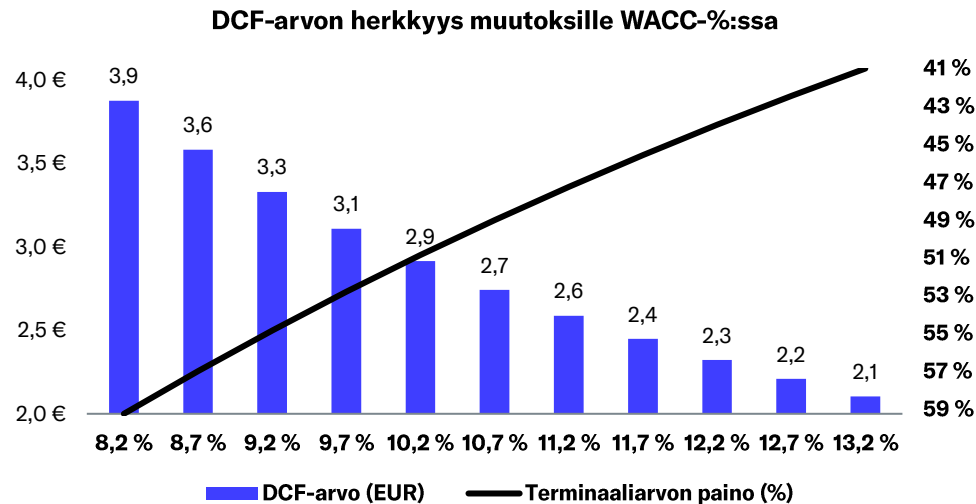
## Pääoman kustannus (WACC)

|                                         |               |
|-----------------------------------------|---------------|
| Vero-% (WACC)                           | 18,0 %        |
| Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)   | 0,0 %         |
| Vieraan pääoman kustannus               | 4,5 %         |
| Yrityksen Beta                          | 1,4           |
| Markkinoiden riski-preemio              | 4,75 %        |
| Likviditeettipreemio                    | 1,50 %        |
| Riskitön korko                          | 2,5 %         |
| <b>Oman pääoman kustannus</b>           | <b>10,7 %</b> |
| <b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b> | <b>10,7 %</b> |

Lähde: Inderes



# DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina



Lähde: Inderes. Huomaa, että termiaaliarvon paino (%) on esitetty käänteisellä asteikolla selkeyden vuoksi.

# Yhteenveto

| Tuloslaskelma        | 2023 | 2024 | 2025 | 2026e | 2027e |
|----------------------|------|------|------|-------|-------|
| Liikevaihto          | 46,3 | 36,7 | 37,2 | 43,8  | 52,1  |
| Käyttökate           | 2,1  | -0,1 | -1,8 | 2,0   | 3,9   |
| Liikevoitto          | -0,1 | -2,4 | -4,0 | 0,2   | 2,1   |
| Voitto ennen veroja  | -0,3 | -2,6 | -4,4 | 0,0   | 1,9   |
| Nettovoitto          | -0,2 | -2,2 | -4,1 | 0,0   | 1,5   |
| Kertaluontoiset erät | -0,4 | -0,1 | -0,1 | 0,0   | 0,0   |

| Tase              | 2023 | 2024 | 2025 | 2026e | 2027e |
|-------------------|------|------|------|-------|-------|
| Taseen loppusumma | 30,0 | 26,7 | 21,8 | 24,8  | 26,1  |
| Oma pääoma        | 16,5 | 13,7 | 9,6  | 9,6   | 11,1  |
| Liikearvo         | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,1   | 0,1   |
| Nettovelat        | -3,0 | -0,5 | 1,0  | 1,3   | -1,0  |

| Kassavirta                | 2023 | 2024 | 2025 | 2026e | 2027e |
|---------------------------|------|------|------|-------|-------|
| Käyttökate                | 2,1  | -0,1 | -1,8 | 2,0   | 3,9   |
| Nettokäyttöpääoman muutos | -3,9 | 0,2  | 1,6  | -1,1  | 0,0   |
| Operatiivinen kassavirta  | -2,0 | 0,1  | -0,1 | 0,8   | 3,5   |
| Investoinnit              | -3,1 | -1,9 | -0,9 | -1,1  | -1,1  |
| Vapaa kassavirta          | -5,2 | -1,7 | -1,1 | -0,3  | 2,4   |

| Arvostuskertoimet | 2023  | 2024  | 2025  | 2026e | 2027e |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EV/Liikevaihto    | 0,3   | 0,4   | 0,5   | 0,4   | 0,3   |
| EV/EBITDA         | 7,5   | neg.  | neg.  | 8,1   | 3,5   |
| EV/EBIT (oik.)    | 51,2  | neg.  | neg.  | >100  | 6,6   |
| P/E (oik.)        | >100  | neg.  | neg.  | neg.  | 9,9   |
| P/B               | 1,1   | 1,0   | 1,8   | 1,5   | 1,3   |
| Osinkotuotto-%    | 2,8 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % |

Lähde: Inderes

| Osakekohtaiset luvut             | 2023  | 2024  | 2025  | 2026e | 2027e |
|----------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EPS (raportoitu)                 | -0,04 | -0,37 | -0,70 | -0,01 | 0,25  |
| EPS (oikaistu)                   | 0,03  | -0,35 | -0,68 | -0,01 | 0,25  |
| Operat. Kassavirta / osake       | -0,34 | 0,02  | -0,02 | 0,14  | 0,60  |
| Operat. Vapaa kassavirta / osake | -0,88 | -0,30 | -0,18 | -0,05 | 0,41  |
| Omapääoma / osake                | 2,80  | 2,33  | 1,64  | 1,63  | 1,88  |
| Osinko / osake                   | 0,09  | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,00  |

| Kasvu ja kannattavuus    | 2023    | 2024    | 2025    | 2026e  | 2027e   |
|--------------------------|---------|---------|---------|--------|---------|
| Liikevaihdon kasvu-%     | -37 %   | -21 %   | 1 %     | 18 %   | 19 %    |
| Käyttökatteen kasvu-%    | -66 %   | -105 %  | 1650 %  | -212 % | 100 %   |
| Liikevoiton oik. kasvu-% | -93 %   | -842 %  | 67 %    | -104 % | 1178 %  |
| EPS oik. kasvu-%         | -93 %   | -1184 % | 94 %    | -99 %  | -4788 % |
| Käyttökate-%             | 4,6 %   | -0,3 %  | -4,7 %  | 4,5 %  | 7,5 %   |
| Oik. Liikevoitto-%       | 0,7 %   | -6,3 %  | -10,4 % | 0,4 %  | 3,9 %   |
| Liikevoitto-%            | -0,2 %  | -6,5 %  | -10,6 % | 0,4 %  | 3,9 %   |
| ROE-%                    | -1,2 %  | -14,3 % | -35,1 % | -0,3 % | 14,3 %  |
| ROI-%                    | -0,4 %  | -12,9 % | -25,3 % | 1,1 %  | 13,4 %  |
| Omavaraisuusaste         | 64,6 %  | 59,2 %  | 53,1 %  | 46,8 % | 52,8 %  |
| Nettovelkaantumisaste    | -18,2 % | -3,9 %  | 10,3 %  | 13,6 % | -8,8 %  |

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

Osta Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva

Lisää Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva

Vähennä Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko

Myy Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

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

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

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

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n mallisalkussa.

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

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

## Suositus historia (>12 kk)

| Pvm        | Suositus | Tavoite | Osakekurssi |
|------------|----------|---------|-------------|
| 22/09/2021 | Osta     | 8,00 €  | 6,00 €      |
| 25/11/2021 | Osta     | 8,00 €  | 6,82 €      |
| 17/02/2022 | Lisää    | 7,00 €  | 6,40 €      |
| 02/03/2022 | Lisää    | 5,20 €  | 4,72 €      |
| 24/05/2022 | Lisää    | 6,00 €  | 5,52 €      |
| 25/08/2022 | Lisää    | 5,50 €  | 4,96 €      |
| 17/02/2023 | Lisää    | 4,80 €  | 4,33 €      |
| 19/04/2023 | Lisää    | 5,00 €  | 4,77 €      |
| 02/06/2023 | Vähennä  | 4,00 €  | 3,98 €      |
| 23/08/2023 | Vähennä  | 4,00 €  | 3,89 €      |
| 28/08/2023 | Vähennä  | 4,00 €  | 3,85 €      |
| 01/09/2023 | Lisää    | 4,00 €  | 3,45 €      |

### Analyytikko vaihtuu

|            |         |        |        |
|------------|---------|--------|--------|
| 14/12/2023 | Vähennä | 3,30 € | 3,20 € |
| 15/02/2024 | Vähennä | 3,30 € | 3,31 € |
| 17/04/2024 | Vähennä | 3,20 € | 3,07 € |
| 14/08/2024 | Vähennä | 2,90 € | 2,85 € |
| 23/08/2024 | Vähennä | 2,90 € | 2,94 € |
| 03/01/2025 | Vähennä | 2,50 € | 2,46 € |
| 13/02/2025 | Vähennä | 2,80 € | 2,75 € |
| 25/08/2025 | Vähennä | 2,70 € | 2,87 € |

### Analyytikko vaihtuu

|            |         |        |        |
|------------|---------|--------|--------|
| 24/11/2025 | Vähennä | 2,70 € | 2,92 € |
| 15/12/2025 | Vähennä | 2,70 € | 2,48 € |
| 23/01/2026 | Vähennä | 2,70 € | 2,86 € |
| 13/02/2026 | Vähennä | 2,70 € | 2,48 € |



# TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderes demokratisoi sijoittajatiedon yhdistämällä sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Sijoittajille olemme luotetun tiedon analyysipalvelu ja yhteisö, ja pörssiyhtiöille olemme laadukkaan sijoittajaviestinnän kumppani. Yli 500 pörssiyhtiötä Euroopassa hyödyntää sijoittajaviestinnän tuotteitamme ja osakeanalyysipalveluitamme tarjotakseen parempaa sijoittajaviestintää omistajilleen.

Tavoitteemme on olla finanssialan sijoittajalähtöisin yhtiö. Inderes on perustettu vuonna 2009 sijoittajien toimesta, sijoittajia varten. Nasdaq First North -listattuna yhtiönä ymmärrämme asiakkaidemme arjen.

## **Inderes Oyj**

Porkkalankatu 5  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

## **Inderes Ab**

Vattugatan 17, 5tr  
Stockholm  
+46 8 411 43 80

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

**inderes.se**

**inde  
res.**