

HONKARAKENNE

13.02.2025 07.03 EET



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
YHTIÖRAPORTTI



Markkina antaa odottaa

Toistamme Honkarakenteen vähennä-suosituksen nostaen tavoitehintamme 2,80 euroon (aik. 2,50 euroa) yhtiön H2-raportin ennustemuutoksia peilaten. Vuosi 2024 oli Honkarakenteelle haastava ja merkittävää parannusta vuosi 2025 ei vielä tuo. Tuloskasvu vaatii taakseen korkeampaa liikevaihtoa ja omat epävarmuustekijänsä tähän luo markkinan palautumisen aikataulu. Osakkeen arvostus on lyhyellä aikavälillä korkea ja lähivuosien palautuvaan tulostasoonkaan nojaten tuotto-odotus ei nouse tarpeeksi houkuttelevaksi.

H2 meni aikalailla odotetusti

Honkarakenteen liikevaihto laski H2:lla 5 %:lla 22,2 MEUR:oon ja jäi hieman ennusteestamme (23,6 MEUR). Liikevaihto laski edelleen Suomessa (-8 %), mutta oli Viennissä vertailukauden tasolla. Positiivista oli, että Honkarakenteen tilauskanta oli H2:n lopussa 18 %:n kasvussa (22 MEUR) vertailukauteen nähden. Honkarakenteen vertailukelpoinen liikevoitto nousi H2:lla 0,4 MEUR:oon (EBIT-%: 1,8 %), kun odotimme 0,5 MEUR:n liikevoittoa (EBIT-%: 2,1 %). Alhaisilla volyymeilla nollan tuntumassa liikevoiton heilahtelut ovat dramaattisen isoja ja kokonaisuutena tulos oli suhteellisen linjassa. Liiketulos vahvistui alkuvuoden tappioista selvästi, kun liikevaihto saatiin paremmin kattamaan kiinteitä kuluja.

Vuonna 2025 ei odoteta merkittävää parannusta

Honkarakenne odottaa, että vuoden 2025 liikevaihto nousee 38–45 MEUR:oon (2024: 36,7 MEUR). Liiketuloksen odotetaan olevan -2,6–0,0 MEUR (2023: -2,4 MEUR). Ohjeistus oli suhteellisen linjassa odotuksimme, mutta osoitti vuoden 2025 jäävän vielä tuloksellisesti heikoksi. Näkymien osalta piristymistä on osittain havaittu, mikä yhdessä tilauskannan kasvun kanssa nosti hieman lähivuosien (2026e) odotuksiamme.

Heikon vuoden 2024 jälkeen odotamme edelleen, että Honkarakenteen liikevaihto sekä tulos lähtevät voimakkaaseen

nousuun kuluvan vuoden ja seuraavan vuoden aikana Suomen rakennusmarkkinan palautumisen ja vientimarkkinan panostusten avulla. Odotamme vuosien 2025–2026 liikevaihdon kasvavan 16 % ja 22 % ja oikaistun liikevoiton nousevan vuoden 2025 -0,5 MEUR:sta 1,8 MEUR plussalle vuonna 2026 (EBIT-%: 3,5 %).

Odottamastamme palautumisesta huolimatta tulostaso jää ennusteissamme historiaa (2018–2022 EBIT-marginaali ka. 5,6 %) alhaisemmalle tasolle kannattavan Venäjän vientiliiketoiminnan lopetuksen ja historiaa alhaisempien volyymien vuoksi. Vientivolyymien nousu kestävästi korkeammalle tasolle, Suomen markkinan odotuksia nopeampi palautuminen sekä markkinaosuuksien voittaminen kotimaassa voisivat nostaa tulevaisuuden odotuksia korkeammalle.

Arvostus ei tarjoa juuri turvamarginaalia pitkällä odottavaan palautumiseen

Arvostuskertoimet ovat Honkarakenteelle tappiollisen tai nollatuloksen vuoksi korkeat vuodelle 2025. Tuloskasvu laskee vuosien 2026–2027e kertoimet (26–27e ka.: EV/EBIT: 6x, P/E: 11x) järkevämmille tasoille, mutta hyväksytyihin kertoiimiin nähden (EV/EBIT: 7–9x, P/E: 9–11x) niissä olisi hieman laskuvaraa. Osinkotuotto ei myöskään tue lyhyen aikavälin tuotto-odotusta (2024–2025e: 0 %). DCF-laskelmamme arvo (4 euroa) on korkeammalla ja kuvastaa pidemmän aikavälin potentiaalia, mutta emme näe sen ohjaavan hinnoittelua lyhyellä aikavälillä. Osakkeen selkeämpi nousuvara vaatisi mielestämme ennusteitamme vahvempaa tuloskehitystä sekä merkkejä markkinan nopeammasta palautumisesta.

Suositus

Vähennä

(aik. Vähennä)

Tavoitehinta:

2,80 EUR

(aik. 2,50 EUR)

Osakekurssi:

2,75

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	36,7	42,7	52,1	58,3
kasvu-%	-21 %	16 %	22 %	12 %
EBIT oik.	-2,3	-0,5	1,8	2,5
EBIT-% oik.	-6,3 %	-1,1 %	3,5 %	4,2 %
Nettotulos	-2,2	-0,5	1,3	1,8
EPS (oik.)	-0,35	-0,09	0,22	0,31

P/E (oik.)	neg.	neg.	12,5	8,9
P/B	1,0	1,2	1,1	1,0
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	2,5 %	5,6 %
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	7,6	5,0
EV/EBITDA	neg.	8,1	3,3	2,5
EV/Liikevaihto	0,4	0,4	0,3	0,2

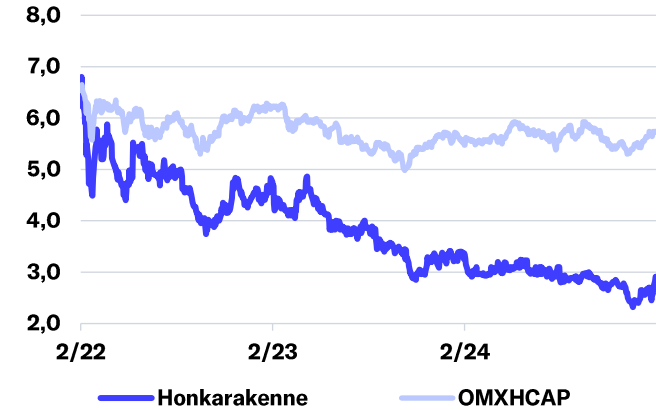
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Uusi ohjeistus)

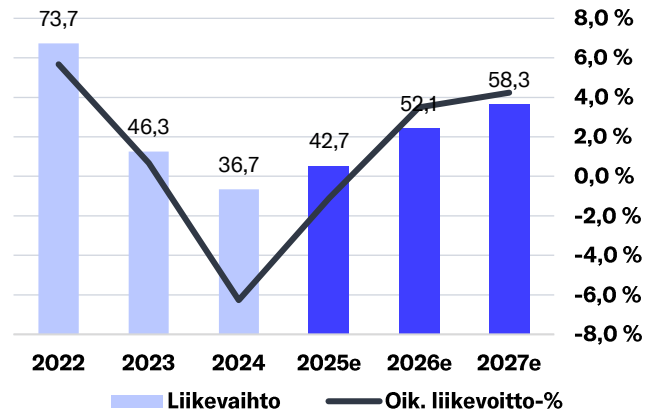
Vuoden 2025 liikevaihto on 38–45 MEUR (2024: 36,7 MEUR). Liiketuloksen odotetaan olevan -2,6 – -0,0 MEUR.

Osakekurssi



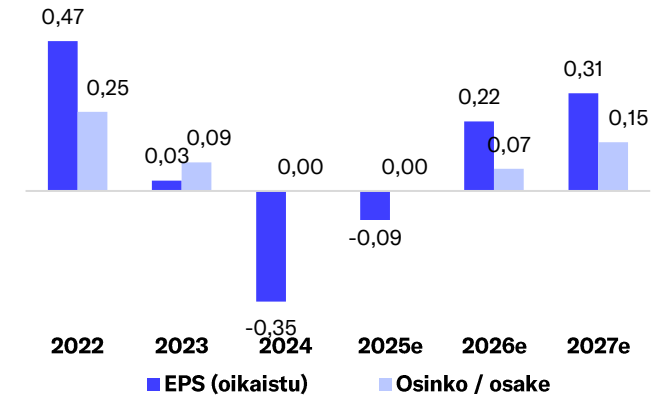
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



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	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	2,75	2,75	2,75
Markkina-arvo	16	16	16
Yritysarvo (EV)	16	14	12
P/E (oik.)	neg.	12,5	8,9
P/B	1,2	1,1	1,0
EV/Liikevaihto	0,4	0,3	0,2
EV/EBITDA	8,1	3,3	2,5
EV/EBIT (oik.)	neg.	7,6	5,0
Osinko/tulos (%)	0,0 %	31,8 %	50,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	2,5 %	5,6 %

Lähde: Inderes

Ennusteista jäätiin hieman

Liikevaihto hieman laskussa edelleen

Honkarakenteen liikevaihto laski H2:lla 5 %:lla 22,2 MEUR:oon ja jäi hieman ennusteestamme (23,6 MEUR). Liikevaihto laski Suomessa edelleen 8 %:lla (15,6 MEUR) heikon tilauskertymän ja aloitus- sekä investointipäätöksien viiveiden vuoksi. Kuluttajakauppa näyttää orastavaa kysynnän pohjaamista, mutta projektikaupassa on ollut viiveitä ja liikevaihto laski koko vuonna. Yleisesti Suomen historiallisen heikko rakentamisen suhdanne painaa edelleen kotimaan liiketoimintaa, ja sen odotetaan kääntyvän hitaasti suotuisampaan suuntaan. Viennin liikevaihto oli vertailukauden tasolla 6,6 MEUR:ssa. Kysyntä on ollut heikkoa vertailukautta parempaa, ja sitä on tukenut Aasian kasvanut kysyntä. Euroopassa tilanne on vielä viennin osalta haastavampi, missä mm. Ruotsi ja Saksa ovat tärkeässä asemassa.

Honkarakenteen tilauskanta oli H2:n lopussa 22 MEUR, mikä tarkoittaa noin 18 %:n kasvua vertailukauteen nähden

(H2'23: 18,8 MEUR). Tilauskannan kehitys oli positiivista, mutta vastassa oli myös heikko vertailukausi. Tilauskanta antaa kuitenkin hyvät edellytykset lähteä hakemaan odottamaamme liikevaihdon ja tuloksen parannusta vuonna 2025.

Tulos kärsii alhaisista volyymeista

Honkarakenteen vertailukelpoinen liikevoitto nousi H2:lla 0,4 MEUR:oon (EBIT-%: 1,8 %), kun odotimme 0,5 MEUR:n liikevoittoa (EBIT-%: 2,1 %). Alhaisilla volyymeilla nollan tuntumassa liikevoiton heilahtelut ovat dramaattisen isoja ja kokonaisuutena tulos oli suhteellisen linjassa. Liiketulos vahvistui alkuvuoden tappioista selvästi, kun liikevaihto saatiin paremmin kattamaan kiinteitä kuluja. Raportoituihin lukuihin vaikutti Kiinan edustuston sulkemisen pieni 0,1 MEUR:n negatiivinen vaikutus.

Alarivillä rahoitustuotot olivat odotuksiemme mukaiset ja osakekohtainen tulos oli 0,09 euroa (ennuste: 0,11 euroa).

Koko vuonna Honkarakenne jäi hieman ohjeistuksesta 2,4 MEUR:n liiketappioillaan (alaraja -2,2 MEUR) ja osakekohtainen tulos valahti 37 senttiä tappiolle. Tämän vuoksi Honkarakenne ei ehdota osinkoa maksettavaksi vuodelta 2025 (ennuste: 0 euroa).

Rahavirta parantui ja tase vakavarainen

Honkarakenteen liiketoiminnan rahavirta parantui vuonna 2024 vertailukaudesta ja oli -0,4 MEUR (2023: -2,4 MEUR). Yhtiö ei muutosta tarkemmin selvittänyt, mutta muutos selittyyneen käyttöpääoman muutoksilla. Vuoden aikana Honkarakenteen likvidit rahavarat laskivat, mutta nettokassa pysyi noin 3 MEUR:ssa (2023: 3 MEUR). Merkittävä osa Honkarakenteen kassasta on toki saatuja ennakoita hankkeista. Yhtiöllä on vielä noin 3 MEUR:n käyttämätön shekkililimiitti likviditeetin tukemiseksi. Vakavaraisuusluvut olivat myös hyvät (omavaraisuusaste 60 % ja nettovelkaantumisaste -3,5 %), joten merkittäviä haasteita yhtiöllä ei taseen kanssa tällä hetkellä ole.

Ennustetaulukko	H2'23	H2'24	H2'24e	H2'24e	Konsensus		Erotus (%)	2024
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Tot.
Liikevaihto	23,3	22,2	23,6				-6 %	36,7
Liikevoitto (oik.)	0,1	0,4	0,5				-20 %	-2,3
Liikevoitto	0,0	0,3	0,5				-40 %	-2,4
Tulos ennen veroja	0,2	0,6	0,8				-25 %	-2,6
EPS (raportoitu)	0,04	0,09	0,11				-17 %	-0,37
Osinko/osake	0,09	0,00	0,00					0,00
Liikevaihdon kasvu-%	-37,0 %	-4,7 %	1,4 %				-6,2 %-yks.	-20,7 %
Liikevoitto-% (oik.)	0,3 %	1,8 %	2,1 %				-0,3 %-yks.	-6,3 %

Lähde: Inderes

Ohjeistus ennakoi vielä maltillista vuotta

Honkarakenne odottaa, että vuoden 2025 liikevaihto nousee 38–45 MEUR:oon (2024: 36,7 MEUR). Liiketuloksen odotetaan olevan -2,6–0,0 MEUR (2023: -2,4 MEUR). Olimme ennen tulosta odottaneet liikevaihdon nousevan 12,5 %:lla 42,9 MEUR:oon ja liikevoiton nousevan 0 MEUR:oon, joten liikevaihdon ohjeistus oli kohtalaisen linjassa odotuksiimme nähden, mutta tulosparannuksen osalta olimme ylähaarukassa. Näkymissä Suomen kuluttajakaupan osalta on nähtävissä pirstymistä, mutta pirstyminen tulee olemaan maltillista. Epävarmuus palautumisen ajoituksesta on myös edelleen korkea etenkin omakotitalomarkkinoilla. Viennissä Euroopan orastava elpyminen on hieman tyssännyt, mutta Aasiassa projektivienti ja Japanin markkina vetävät paremmin.

Hieman käänne venyi ennusteissamme

Syklisen alan luonteen vuoksi odotamme liikevaihdon lähtevän voimakkaaseen nousuun vuosien 2025–2026 aikana Suomen asuntomarkkinan palautumisen ja vientimarkkinan panostusten avulla. Arvioimme, että

palautuminen tulee kuitenkin vahvemmin vuoden 2026 aikana, jolloin myös tulostaso on selvästi korkeammalla tasolla. Tämä laski hieman kuluvan vuoden ennusteitamme, mutta nosti vuoden 2026 ennusteitamme. Odotamme liikevaihdon nousevan vuonna 2025 noin 16 %:lla 42,7 MEUR:oon ja vuonna 2026 noin 22 %:lla 52,1 MEUR:oon. Molempina vuosina odotamme tulostason nousevan selvästi operatiivisen vivun myötä. Vuonna 2025 odotamme liikevoiton nousevan -0,5 MEUR:oon ja vuonna 2026 1,8 MEUR:oon (EBIT-%: 3,5 %). Odotamme sekä Suomen että Viennin liikevaihdon nousevan selvästi seuraavien kahden vuoden aikana. Suomen osalta kasvu tulee arviomme mukaan olemaan vahvempaa, sillä Vienti ei ole kärsinyt pelkästään suhdanneheikkoudesta vaan myös Venäjän liiketoimintojen lopetuksesta. Alariveillä odotamme rahoituskulujen pysyvän pieninä yhtiön vähäisen velkataakan vuoksi ja nettotuloksen nousevan tappioilta 1,3 MEUR positiiviseksi vuonna 2026. Vuoden 2026 tuloksesta näemme myös Honkarakenteen jakavan osinkoa 0,07 euroa per osake.

Tulostaso jää ennusteissamme historiaa (2018–2022 EBIT-marginaali ka. 5,6 %) alhaisemmalle tasolle kannattavan Venäjän vientiliiketoiminnan lopetuksen (lopetettu vuonna 2022) ja historiaa alhaisempien volyymien vuoksi. Jotta entisiin kannattavuuksiin voitaisiin mielestämme yltää, tulisi yhtiön saada lisää tehoja koneesta irti (uusia säästöjä) tai saada nostettua liikevaihtoansa vielä yli nykyisten ennusteidemme. Merkittäviä säästöjä nykykapasiteetilla on tosin mielestämme haastava saada aikaan. Liikevaihdon selkeä kasvattaminen vaatii mielestämme vientipanostuksissa onnistumista, sillä Suomen markkinoiden palautumisen jälkeen muutamia prosentteja kovempi kasvu kotimarkkinoilta on pitkälti puurakentamisen penetraation nousun ja markkinaosuuksien valtaamisen varassa hyvin kilpaillulla alalla. Kilpailupainetta osin helpottavat alalla nähdyt konkurssit, mutta mielestämme myös karkottavat kysyntää lyhyellä aikavälillä. Honkarakenteen kilpailukykyä tässä tilanteessa parantaa tunnettu brändi ja nettovelaton tase.

Ennustemuutokset	2024	2024	Muutos	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos
MEUR / EUR	Inderes	Tot.	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	38,1	36,7	-4 %	42,9	42,7	-1 %	50,2	52,1	4 %
Käyttökate	0,2	-0,1	-151 %	2,4	1,9	-20 %	4,3	4,2	-1 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	-2,2	-2,3	-4 %	0,0	-0,5	-4320 %	1,7	1,8	10 %
Liikevoitto	-2,2	-2,4	-9 %	0,0	-0,5	-4320 %	1,7	1,8	10 %
Tulos ennen veroja	-2,5	-2,6	-4 %	-0,2	-0,7	-257 %	1,5	1,6	11 %
EPS (ilman kertaeriä)	-0,35	-0,35	0 %	-0,03	-0,09	-257 %	0,20	0,22	11 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,00	0,00		0,07	0,07	0 %

Lähde: Inderes

Arvostuksen nousuvara pitkällä tulevaisuudessa

Honkarakennetta on hinnoiteltu viimeisen viiden vuoden aikana pörssissä keskimäärin EV/EBIT-kertoimella 7x. Vaikka yhtiön liiketoiminta onkin luonteeltaan hyvin syklistä, on historiallinen arvostustaso ollut yhtiön normaaleihin pääoman tuottotasoihin peilattuna mielestämme maltillinen. Olemmekin pitäneet yhtiölle hyväksyttävänä arvostuskertoimina EV/EBIT 7–9x tasoja. Lisäsimme viimeisen laajan raportin yhteydessä myös hyväksyttävän P/E-luvun (9–11x) tuomaan toista näkökulmaa tulospohjaiseen arvostukseen.

EV-kertoimiin vaikuttaa voimakkaasti yhtiön vahva kassapositio, jota tukee asiakkailta saadut ennakkomaksut hankkeista. Honkarakenteen kassavarat olivat H2:n lopussa noin 5 MEUR, mikä on 16 MEUR:n markkina-arvon yhtiölle suuri luku. Tämä vahva kassapositio laskee merkittävästi EV-pohjaisia kertoimia, kun taas toisaalta markkina-arvoon nojaavissa kertoimissa (P/E) arvostus on selvästi korkeampi. Mielestämme vahva kassa tulee ottaa huomioon arvostuksessa ja nojaammekin EV-pohjaisiin kertoimiin enemmän. Vahva kassa taseessa ei kuitenkaan sinänsä luo merkittävää arvoa, joten hyväksyttävät kertoimemme ovat pysyneet maltillisina.

Absoluutiset kertoimet korkeat lyhyellä aikavälillä

Arvostus on Honkarakenteelle tappiollisen tuloksen vuoksi negatiivinen vuonna 2025. Ennustamamme tuloskasvu laskee vuosien 2026–2027 kertoimet (2026–2027e ka.: EV/EBIT: 6x, P/E: 11x) maltillisemmaksi, mutta nekin omaavat laskuvaraa hyväksytyillä arvostustasoillamme (EV/EBIT: 7–9x, P/E: 9–11x). Osinkotuotto ei myöskään tue lyhyen aikavälin tuotto-odotusta (2024e: 0 %).

Verrokki korkealle hinnoiteltu

Honkarakenteen verrokkiryhmän kertoimet ovat merkittävän korkeat suurimmalla osalla ja mediaani EV/EBIT nousee heikkojen tulosennusteiden vuoksi jopa 18x-tasolle vuonna 2025. Verrokkien käyttökelpoisuus on mielestämme tässä tilanteessa heikko yksittäisten yhtiöiden eri tyyppisten tulostrendien vuoksi.

Honkarakenteella lähin verrokki LapWall arvostetaan Inderesin vuosien 2026–2027 ennusteilla tulosperusteisesti 8x-tasolle EV/EBIT-kertoimilla. Rakennusmarkkinan heikkouden myötä myös LapWallin arvostus on laskenut, mutta on aavistuksen Honkarakenteen tason yli. Lähtökohtaisesti LapWallin Honkarakennetta korkeammat arvostuskertoimet ovat mielestämme perusteltuja, sillä yhtiön kasvun ja kannattavuustason ennustetaan olevan lähivuosina Honkarakennetta vahvempaa.

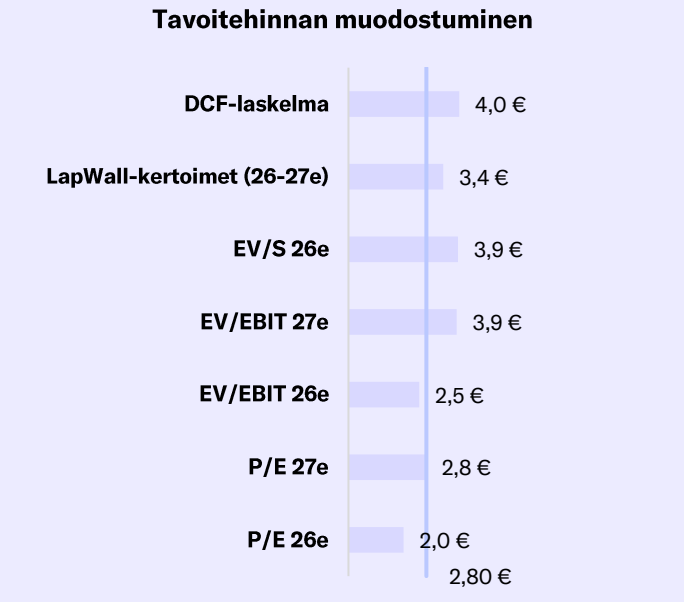
DCF heijastaa vahvempaa nousuvaraa

DCF-mallimme indikoi Honkarakenteen osakkeen arvoksi 4 euroa, mikä tukee osaketta nykytasolla. DCF-mallimme nojaa oletukseen, että yhtiö kykenee nostamaan tulevana vuosina kannattavuutensa lähemmäs historiallisia tasoja ja DCF-mallissa yhtiön EBIT-marginaali asettuu pitkällä aikavälillä noin 4,0 %:iin. Soveltamamme oman pääoman kustannus ja WACC on noin 10,0 %.

Laskelman arvoon nähden on selvää nousuvaraa, mutta emme kuitenkaan näe DCF:n ohjaavan osakkeen hinnoittelua lyhyellä aikavälillä, vaan uskomme arvostuksen nousuvaran vaativan taakseen ennen kaikkea merkkejä odotettua vahvemmassa tulostrendin kääntymisestä.

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	2,75	2,75	2,75
Markkina-arvo	16	16	16
Yritysarvo (EV)	16	14	12
P/E (oik.)	neg.	12,5	8,9
P/B	1,2	1,1	1,0
EV/Liikevaihto	0,4	0,3	0,2
EV/EBITDA	8,1	3,3	2,5
EV/EBIT (oik.)	neg.	7,6	5,0
Osinko/tulos (%)	0,0 %	31,8 %	50,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	2,5 %	5,6 %

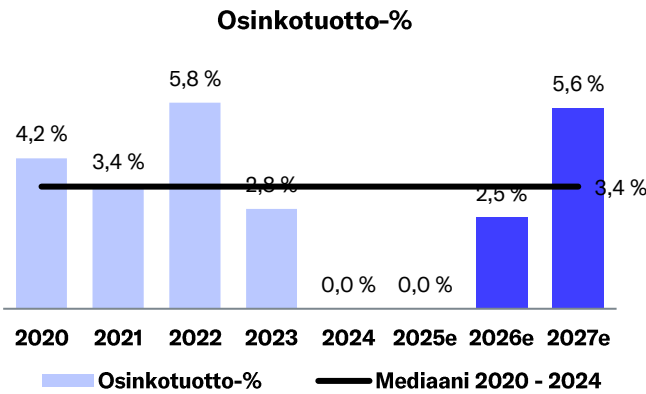
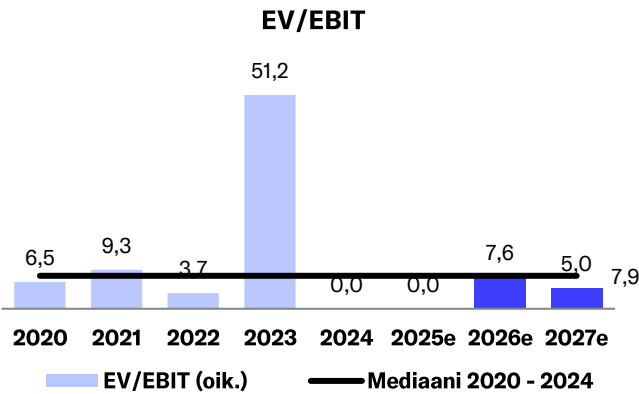
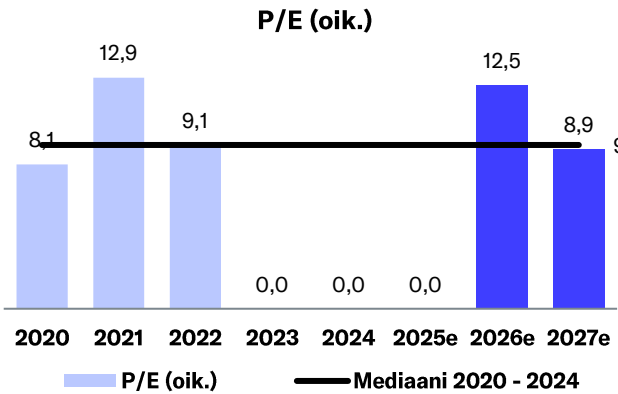
Lähde: Inderes



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	4,28	7,32	4,34	3,22	2,32	2,75	2,75	2,75	2,75
Markkina-arvo	25	43	26	19	14	16	16	16	16
Yritysarvo (EV)	22	34	16	16	13	16	14	12	11
P/E (oik.)	8,1	12,9	9,1	>100	neg.	neg.	12,5	8,9	8,8
P/B	1,7	2,5	1,4	1,1	1,0	1,2	1,1	1,0	1,0
EV/Liikevaihto	0,4	0,5	0,2	0,3	0,4	0,4	0,3	0,2	0,2
EV/EBITDA	4,5	5,6	2,5	7,5	neg.	8,1	3,3	2,5	2,3
EV/EBIT (oik.)	6,5	9,3	3,7	51,2	neg.	neg.	7,6	5,0	4,3
Osinko/tulos (%)	37,5 %	44,1 %	52,7 %	neg.	0,0 %	0,0 %	31,8 %	50,0 %	50,0 %
Osinkotuotto-%	4,2 %	3,4 %	5,8 %	2,8 %	0,0 %	0,0 %	2,5 %	5,6 %	5,7 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2025e
			2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	
Bonava	310	641	20,6	10,6	20,2	10,9	1,1	0,8		24,8			0,5
JM	925	1924	31,9	19,6	30,8	19,3	1,9	1,6	23,2	13,0	2,6	3,9	1,2
LapWall	63	65	11,5	10,3	8,2	6,5	1,3	1,1	14,3	12,3	3,8	5,0	3,1
Peab	2153	3303	15,1	13,1	9,3	8,4	0,6	0,6	13,6	11,4	4,0	4,6	1,3
YIT	518	1373	22,0	17,2	15,8	13,2	0,8	0,7		21,5	0,4	3,1	0,7
Honkarakenne (Inderes)	16	16	-32,9	7,6	8,1	3,3	0,4	0,3	-30,1	12,5	0,0	2,5	1,2
Keskiarvo			19,3	13,4	15,9	10,9	1,0	0,9	16,0	14,7	3,1	4,5	1,2
Mediaani			17,8	11,9	13,4	9,7	0,9	0,8	13,9	12,7	3,8	4,6	0,9
Erotus-% vrt. mediaani			-285 %	-36 %	-39 %	-66 %	-60 %	-65 %	-316 %	-1 %	-100 %	-45 %	30 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	H1'24	H2'24	2024	H1'25e	H2'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	46,3	14,5	22,2	36,7	16,0	26,7	42,7	52,1	58,3	61,3
Käyttökate	2,1	-1,6	1,5	-0,1	-0,7	2,7	1,9	4,2	4,8	4,8
Poistot ja arvonalennukset	-2,2	-1,1	-1,2	-2,3	-1,2	-1,2	-2,4	-2,4	-2,4	-2,3
Liikevoitto ilman kertaeriä	0,3	-2,7	0,4	-2,3	-1,9	1,5	-0,5	1,8	2,5	2,5
Liikevoitto	-0,1	-2,7	0,3	-2,4	-1,9	1,5	-0,5	1,8	2,5	2,5
Nettorahoituskulut	-0,2	-0,6	0,5	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Tulos ennen veroja	-0,3	-3,3	0,7	-2,6	-2,0	1,4	-0,7	1,6	2,3	2,3
Verot	0,0	0,6	-0,2	0,4	0,4	-0,3	0,1	-0,3	-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	-0,2	-2,7	0,5	-2,2	-1,6	1,1	-0,5	1,3	1,8	1,8
EPS (oikaistu)	0,03	-0,46	0,11	-0,35	-0,28	0,18	-0,09	0,22	0,31	0,31
EPS (raportoitu)	-0,04	-0,46	0,09	-0,37	-0,28	0,18	-0,09	0,22	0,31	0,31

Tunnusluvut	2023	H1'24	H2'24	2024	H1'25e	H2'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	-37,2 %	-37,0 %	-4,7 %	-20,7 %	10,3 %	20,1 %	16,3 %	22,1 %	12,0 %	5,1 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-92,6 %	-1180,0 %	566,7 %	-841,9 %	-28,4 %	264,6 %	-79 %	-484 %	36 %	1 %
Käyttökate-%	4,6 %	-11,0 %	6,8 %	-0,3 %	-4,6 %	10,0 %	4,5 %	8,1 %	8,3 %	7,9 %
Oikaistu liikevoitto-%	0,7 %	-18,6 %	1,8 %	-6,3 %	-12,1 %	5,5 %	-1,1 %	3,5 %	4,2 %	4,1 %
Nettotulos-%	-0,5 %	-18,6 %	2,4 %	-5,9 %	-10,2 %	4,1 %	-1,3 %	2,5 %	3,1 %	3,0 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	14,7	14,6	14,4	14,2	14,1
Liikearvo	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Aineettomat hyödykkeet	0,5	0,7	0,7	0,7	0,7
Käyttöomaisuus	12,2	11,7	11,5	11,3	11,2
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Laskennalliset verosaamiset	1,1	1,5	1,5	1,5	1,5
Vaihtuvat vastaavat	15,3	12,1	13,0	14,5	16,8
Vaihto-omaisuus	5,3	4,5	4,9	5,7	6,1
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	3,8	2,6	3,0	3,4	3,8
Likvidit varat	6,3	4,9	5,1	5,4	6,9
Taseen loppusumma	30,0	26,7	27,4	28,7	30,9

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	16,5	13,7	13,2	14,5	15,9
Osakepääoma	9,9	9,9	9,9	9,9	9,9
Kertyneet voittovarot	2,6	-0,9	-1,4	-0,1	1,3
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	3,5	4,2	4,2	4,2	4,2
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	2,8	3,9	4,0	3,3	3,3
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	2,5	3,6	3,7	3,0	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
Lyhytaikaiset velat	10,7	9,0	10,2	10,9	11,7
Korolliset velat	0,8	0,8	0,8	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	9,9	8,2	9,4	10,9	11,7
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	30,0	26,7	27,4	28,7	30,9

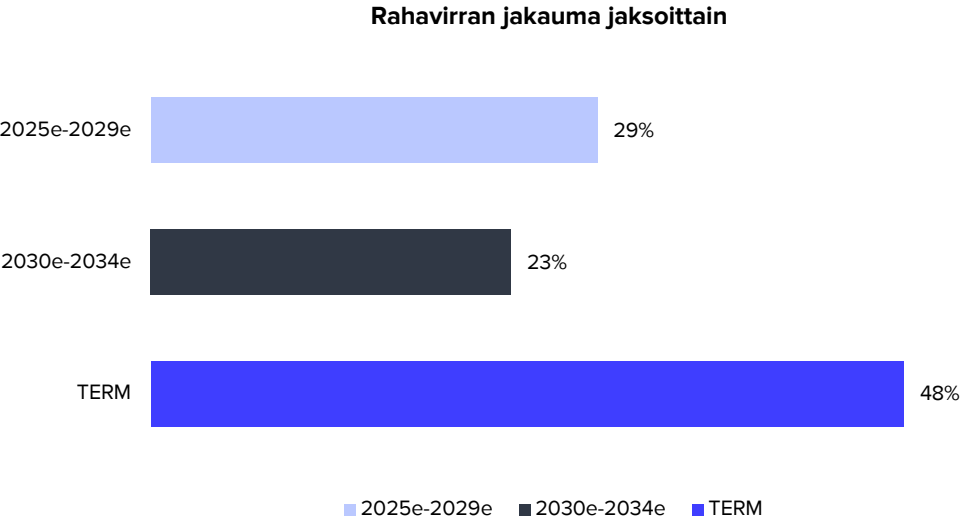
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-20,7 %	16,3 %	22,1 %	12,0 %	5,1 %	3,0 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	-6,5 %	-1,1 %	3,5 %	4,2 %	4,1 %	4,2 %	4,1 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %
Liikevoitto	-2,4	-0,5	1,8	2,5	2,5	2,7	2,7	2,6	2,7	2,7	2,8	
+ Kokonaispoistot	2,3	2,4	2,4	2,4	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	
- Maksetut verot	0,0	0,1	-0,3	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	
- 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	0,2	0,4	0,3	-0,1	0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	
Operatiivinen kassavirta	0,1	2,4	4,2	4,3	4,7	4,5	4,5	4,4	4,5	4,5	4,6	
+ 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	-1,9	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-2,3	-2,3	-2,3	-2,3	-2,4	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-1,7	0,2	2,0	2,0	2,5	2,3	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	
+/- 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	-1,7	0,2	2,0	2,0	2,5	2,3	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	28,2
Diskontattu vapaa kassavirta		0,2	1,6	1,6	1,7	1,4	1,3	1,1	1,0	1,0	0,9	11,1
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		22,9	22,7	21,0	19,5	17,8	16,3	15,1	13,9	12,9	11,9	11,1
Velaton arvo DCF		22,9										
- Korolliset velat		-4,4										
+ Rahavarat		4,9										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		23,4										
Oman pääoman arvo DCF per osake		4,0										

Pääoman kustannus (WACC)

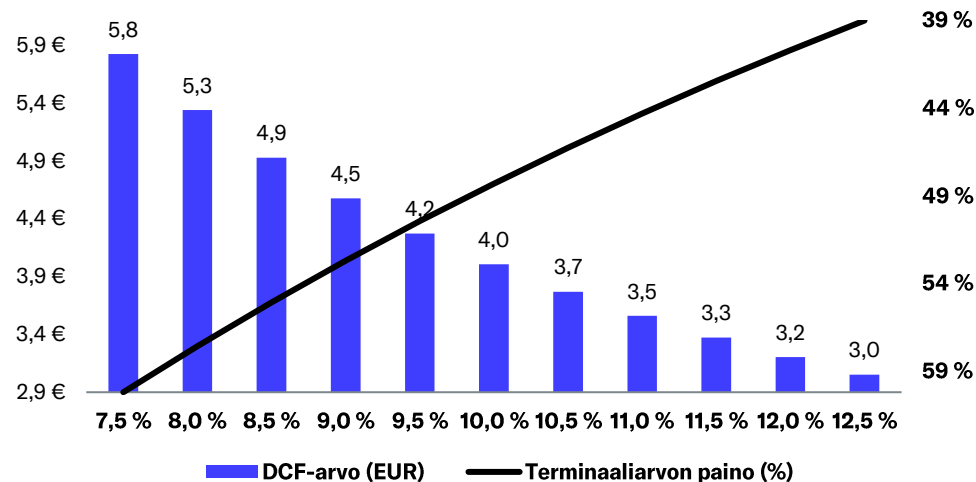
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,2
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	2,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	10,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,0 %

Lähde: Inderes

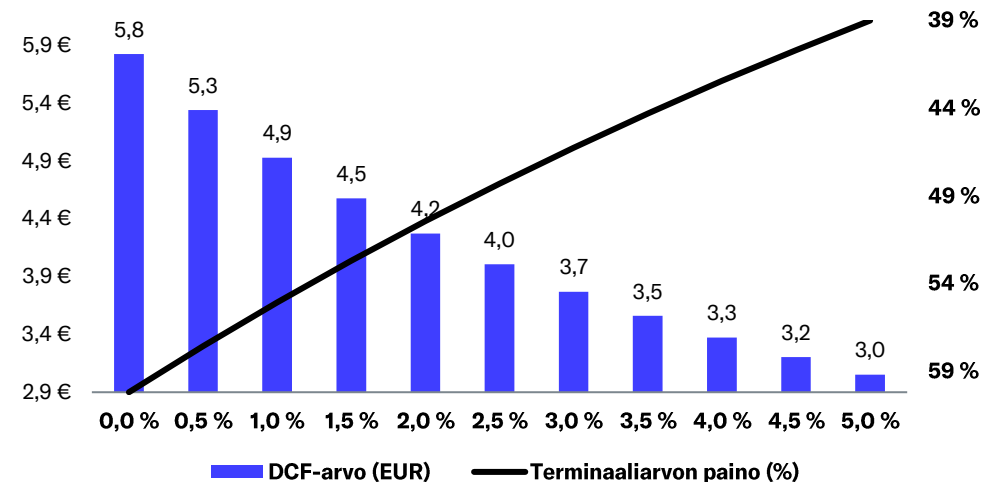


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

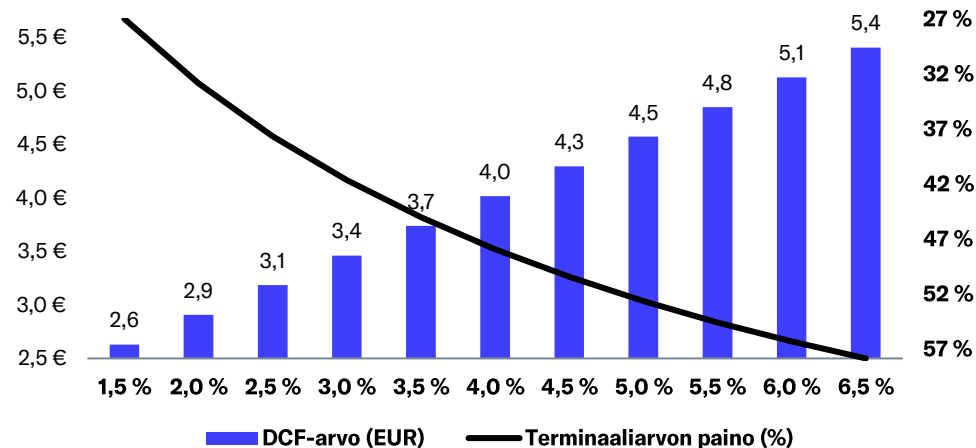
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



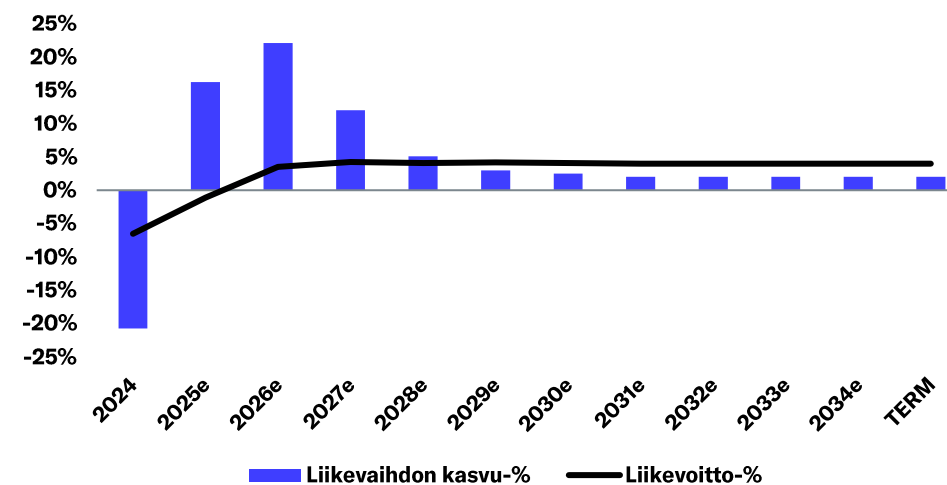
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



DCF-arvon herkkyys muutoksille terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e	Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	73,7	46,3	36,7	42,7	52,1	EPS (raportoitu)	0,47	-0,04	-0,37	-0,09	0,22
Käyttökate	6,3	2,1	-0,1	1,9	4,2	EPS (oikaistu)	0,47	0,03	-0,35	-0,09	0,22
Liikevoitto	4,2	-0,1	-2,4	-0,5	1,8	Operat. kassavirta / osake	0,80	-0,34	0,02	0,41	0,71
Voitto ennen veroja	3,6	-0,3	-2,6	-0,7	1,6	Vapaa kassavirta / osake	0,55	-0,88	-0,30	0,04	0,33
Nettovoitto	2,8	-0,2	-2,2	-0,5	1,3	Omapääoma / osake	3,09	2,80	2,33	2,23	2,45
Kertaluontoiset erät	0,0	-0,4	-0,1	0,0	0,0	Osinko / osake	0,25	0,09	0,00	0,00	0,07
Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e	Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	36,6	30,0	26,7	27,4	28,7	Liikevaihdon kasvu-%	6 %	-37 %	-21 %	16 %	22 %
Oma pääoma	18,2	16,5	13,7	13,2	14,5	Käyttökatteen kasvu-%	3 %	-66 %	-105 %	-2026 %	119 %
Liikearvo	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	Liikevoiton oik. kasvu-%	14 %	-93 %	-842 %	-79 %	-484 %
Nettovelat	-9,8	-3,0	-0,5	-0,6	-2,4	EPS oik. kasvu-%	-16 %	-93 %	-1184 %	-74 %	-340 %
						Käyttökate-%	8,5 %	4,6 %	-0,3 %	4,5 %	8,1 %
Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e	Oik. Liikevoitto-%	5,7 %	0,7 %	-6,3 %	-1,1 %	3,5 %
Käyttökate	6,3	2,1	-0,1	1,9	4,2	Liikevoitto-%	5,7 %	-0,2 %	-6,5 %	-1,1 %	3,5 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-1,0	-3,9	0,2	0,4	0,3	ROE-%	15,9 %	-1,2 %	-14,3 %	-4,0 %	9,4 %
Operatiivinen kassavirta	4,7	-2,0	0,1	2,4	4,2	ROI-%	20,8 %	-0,4 %	-12,9 %	-2,6 %	10,4 %
Investoinnit	-1,5	-3,1	-1,9	-2,2	-2,2	Omavaraisuusaste	67,0 %	64,6 %	59,2 %	56,4 %	60,9 %
Vapaa kassavirta	3,2	-5,2	-1,7	0,2	2,0	Nettovelkaantumisaste	-53,8 %	-18,2 %	-3,9 %	-4,5 %	-16,6 %
Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e						
EV/Liikevaihto	0,2	0,3	0,4	0,4	0,3						
EV/EBITDA	2,5	7,5	neg.	8,1	3,3						
EV/EBIT (oik.)	3,7	51,2	neg.	neg.	7,6						
P/E (oik.)	9,1	>100	neg.	neg.	12,5						
P/B	1,4	1,1	1,0	1,2	1,1						
Osinkotuotto-%	5,8 %	2,8 %	0,0 %	0,0 %	2,5 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin 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 arvonmäärittämismenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämismenetelmät 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 yhtiökohtaisia ja subjektiivista. Siten eri osakkeilla samansuuruiset 12 kk kokonaistuotto-odotukset voivat johtaa eri suosituksiin eikä eri osakkeiden suosituksia ja 12 kk kokonaistuotto-odotuksia tule verrata keskenään. Tuotto-odotuksen vastapuolena toimii sijoittajan Inderesin näkemyksen mukaan ottama riski, joka vaihtelee voimakkaasti eri yhtiöiden ja tilanteiden välillä. Korkea tuotto-odotus ei siis välttämättä johda positiiviseen suositukseen riskien ollessa poikkeuksellisen suuria, eikä matala tuotto-odotus johda vastaavasti negatiiviseen suositukseen riskien ollessa Inderesin näkemyksen mukaan maltillisia.

Inderesin tutkimusta 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 laatineen 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
22.9.2021	Osta	8,00 €	6,00 €
25.11.2021	Osta	8,00 €	6,82 €
17.2.2022	Lisää	7,00 €	6,40 €
2.3.2022	Lisää	5,20 €	4,72 €
24.5.2022	Lisää	6,00 €	5,52 €
25.8.2022	Lisää	5,50 €	4,96 €
17.2.2023	Lisää	4,80 €	4,33 €
19.4.2023	Lisää	5,00 €	4,77 €
2.6.2023	Vähennä	4,00 €	3,98 €
23.8.2023	Vähennä	4,00 €	3,89 €
28.8.2023	Vähennä	4,00 €	3,85 €
1.9.2023	Lisää	4,00 €	3,45 €
Analyytikko vaihtuu			
14.12.2023	Vähennä	3,30 €	3,20 €
15.2.2024	Vähennä	3,30 €	3,31 €
17.4.2024	Vähennä	3,20 €	3,07 €
14.8.2024	Vähennä	2,90 €	2,85 €
23.8.2024	Vähennä	2,90 €	2,94 €
3.1.2025	Vähennä	2,50 €	2,46 €
13.2.2025	Vähennä	2,80 €	2,75 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderesin yhdistää sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyhtiötä, jotka haluavat palvella omistajiaan ja sijoittajayhteisöä tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Sijoittajayhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista osakesijoittamisesta kiinnostunutta jäsentä.

Inderesin yhteiskunnallisena tavoitteena on demokratisoida sijoittajatieta. Uskomme sijoittajien yhtäläisiin mahdollisuuksiin saada tietoa, jonka avulla säästää ja sijoittaa tulevaisuuteensa.

Pörssiyhtiöille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyhtiön sijoittajaviestinnän tarvitsemat ratkaisut. Päätuotteitamme ovat osakeanalyysi, IR-tapahtumat, IR-ohjelmistot ja yhtiökokoukset.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla yhteisön jäsenet voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi, verkostoitua muiden sijoittajien kanssa sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North -markkinapaikalle ja se toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

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.**