

HONKARAKENNE

23.01.2026 7.50 EET



Atte Jortikka
+358400543725
atte.jortikka@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS

LAAJA RAPORTTI



Käännetarina hakee yhä konkretiaa

Honkarakenteen vuosi 2026 kääntyy ennusteissamme yhä laajalti välivuodeksi kotimaan markkinan säilyessä haastavana. Ennustamme yhtiön pääsevän merkittävämmiin tulokasvuun kiinni 2027-2028 viennin panostusten konkretisoituessa vahvemmin toimituksiksi. Lisäksi odotamme kotimaan markkinan elpyvän asteittain. Kuluvana vuonna vaatimaton tulostaso nostaa arvostuskertoimet erittäin korkeiksi. Ennusteillamme vuoteen 2027 katsottaessa kertoimet kuitenkin neutralisoituvat karkeasti hyväksyttävän arvostushaarukan sisälle. Etenkin viennissä onnistumiseen liittyvien epävarmuuksien vuoksi riski/tuotto-suhde on kuitenkin näkemyksemme mukaan vielä epäedullinen. Toisaalta vahva tase toimii yhä puskurina heikommassa skenaariossa. Säilytämme tavoitehintamme 2,7 eurossa ja suosituksemme vähennä-tasolla.

Honkarakenne panostaa vientiin ja projektirakentamiseen

Honkarakenne on kotimainen hirsirakentaja, joka valmistaa Honka-tuotemerkillään laadukkaita, terveellisiä ja ekologisista omakotitaloja, vapaa-ajan asuntoja sekä julkisia rakennuksia. Yhtiö on Suomen toiseksi suurin toimija noin 17 %:n markkinaosuudella sekä suurin suomalainen alan vientiyritys. Honkarakenteen sijoitusprofiili on muuttunut viime vuosina merkittävästi. Vuosien 2016-2022 vahvan kasvukauden päätyttyä yhtiö on nyt käännetyhtiön asemassa. Pääasiallisena syynä heikkoon suoritukseen viime vuosina on kotimarkkinan tilanteen lisäksi ollut yhtiölle tärkeän Venäjä-viennin poisjäänti. Tätä Honkarakenne pyrkii paikkaamaan keskittämällä panostuksia muille vientimarkkinoille. Panostuksista huolimatta viennin osuus liikevaihdosta ei ole vuosina 2024-2025 kasvanut. Honkarakenne on kuitenkin kehittänyt projektiliiketoimintaa aktiivisesti sekä kotimaassa että viennissä ja solminut useita aie- ja yhteistyösopimuksia projektiviennin osalta. Viennissä onnistuminen näyttelee näkemyksemme mukaan edelleen keskeistä roolia yhtiön käännetarinan etenemisessä.

Panostukset konkretisoituvat viiveellä

Venäjän viennin poisjäännin lisäksi kotimaan markkinassa on nähty historiallisen huono rakentamisen sykli, joka on iskenyt myös Honkarakenteen kysyntään. Vuosi 2026 näyttää yhä haastavalta kotimarkkinan osalta, mutta odotamme viennin kasvavan ripeämmin. Viime vuodelta siirtyneet vientitoimitukset tukevat liikevaihtoa ja kannattavuutta, vaikka olemme yhä laskeneet odotuksiamme kotimaan osalta. Ennustamme nyt vuodelle 2026 43,8 MEUR:n liikevaihtoa (aiemmin 48,8 MEUR) sekä 1,1 MEUR:n liikevoittoa (aiemmin 1,6 MEUR). Odotamme kysynnän palautuvan kotimaassa asteittain vuosina 2027-2028 kuluttajien luottamuksen elpyessä nykyisiltä alhaisilta tasoilta. Emme odota Honkarakenteen hyötyvän rakentamislain uudistuksen tuomasta kysynnän noususta pienissä rakennuksissa täysimääräisesti yhtiön tarjoaman painoutuessa suuremman kokoluokan taloihin sekä vapaa-ajan rakennuksiin. Toisaalta arvioimme vientipanostusten näkyvän liikevaihdon kasvuna ja kannattavuuden paranemisena tulevina vuosina. Näkymää tukevat vuoden 2025 jälkipuoliskolla jo osittain solmitut sopimukset (esimerkiksi viisivuotinen sopimus [Uzbekistanissa](#)), mutta menestys edellyttää onnistumisia viennissä myös jatkossa.

Arvostustaso ei kompensoi riittävästi epävarmuuksia

Koska kuluva vuosi jää suurelta osin vielä välivuodeksi, painotamme arvonmäärittäksessä vuoden 2027 ennusteita. Käänteeseen realisoituessa vahvemmin ennusteissamme vuodesta 2027 alkaen kertoimet laskevat houkuttelevammalle tasolle (2027 EV/EBIT 8x, P/E 11x). Hinnottelu on silti näkemyksemme mukaan suhteellisen neutraali huomioiden Honkarakenteelle arvioimamme hyväksytyt arvostustason (7-9x EV/EBIT). Lisäksi markkinakäänteeseen ajoitukseen sisältyy edelleen merkittävää epävarmuutta. Tätä peilaten riski/tuotto-suhde ei ole näkemyksemme mukaan vielä houkutteleva.

Suositus

Vähennä

(aik. Vähennä)

Tavoitehinta:

2,70 EUR

(aik. 2,70 EUR)

Osakekurssi:

2,86 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	36,7	37,5	43,8	52,2
kasvu-%	-21 %	2 %	17 %	19 %
EBIT oik.	-2,4	-3,6	1,1	2,2
EBIT-% oik.	-6,3 %	-9,7 %	2,6 %	4,2 %
Nettotulos	-2,2	-3,1	0,8	1,6
EPS (oik.)	-0,35	-0,52	0,13	0,27
P/E (oik.)	neg.	neg.	22,4	10,8
P/B	1,0	1,6	1,5	1,3
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	2,4 %
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	15,7	7,5
EV/EBITDA	neg.	neg.	5,2	3,7
EV/Liikevaihto	0,4	0,5	0,4	0,3

Lähde: Inderes

Ohjeistus

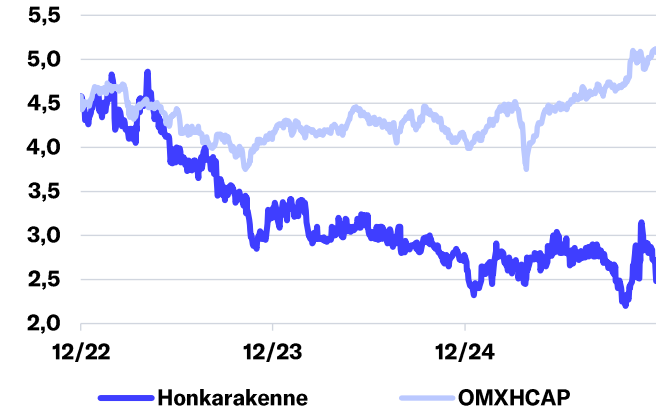
(Ennallaan)

Vuoden 2025 liikevaihto on 37–38 MEUR (2024: 36,7 MEUR). Liiketuloksen odotetaan olevan -3,8 – -3,4 MEUR (2024: -2,4).

Sisällysluettelo

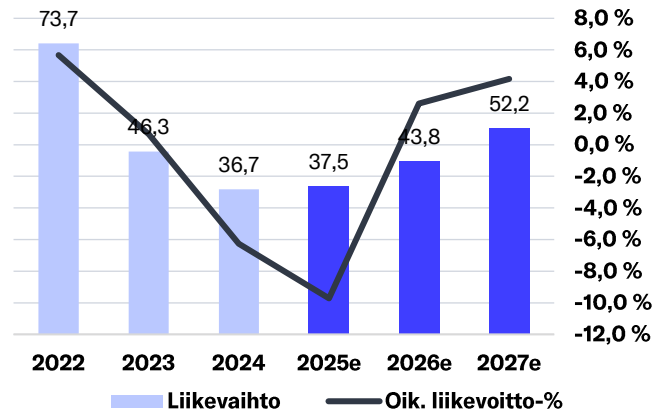
Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-12
Strategia	13
Toimiala ja markkina	14-20
Taloudellinen tilanne	21-23
Ennusteet	24-26
Arvonmääritys ja suositus	27-29
Taulukot ja vastuuvapauslauseke	30-38

Osakekurssi



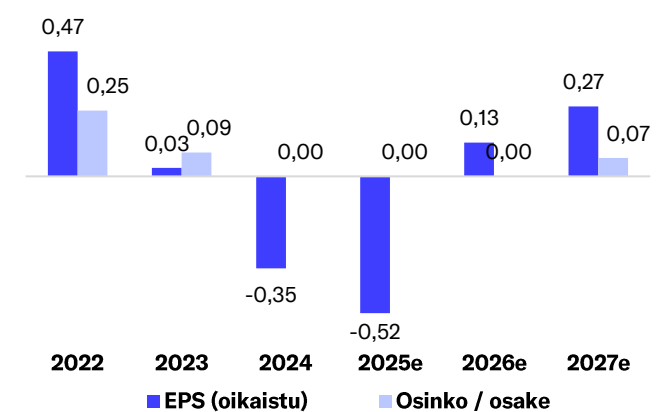
Lähde: Millistream Market Data AB

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	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	2,86	2,86	2,86
Markkina-arvo	17	17	17
Yritysarvo (EV)	19	18	16
P/E (oik.)	neg.	22,4	10,8
P/B	1,6	1,5	1,3
EV/Liikevaihto	0,5	0,4	0,3
EV/EBITDA	neg.	5,2	3,7
EV/EBIT (oik.)	neg.	15,7	7,5
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	26,3 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	2,4 %

Lähde: Inderes

Honkarakenne lyhyesti

Honkarakenne on hirsirakentaja, joka valmistaa Honka-tuotemerkillään laadukkaita, terveellisiä ja ekologisia omakotitaloja, vapaa-ajan asuntoja ja julkisia rakennuksia suomalaisesta massiivipuusta.

1958

Perustamisvuosi

1987

Listautumisvuosi

36,7 MEUR

Liikevaihto 2024

29 %

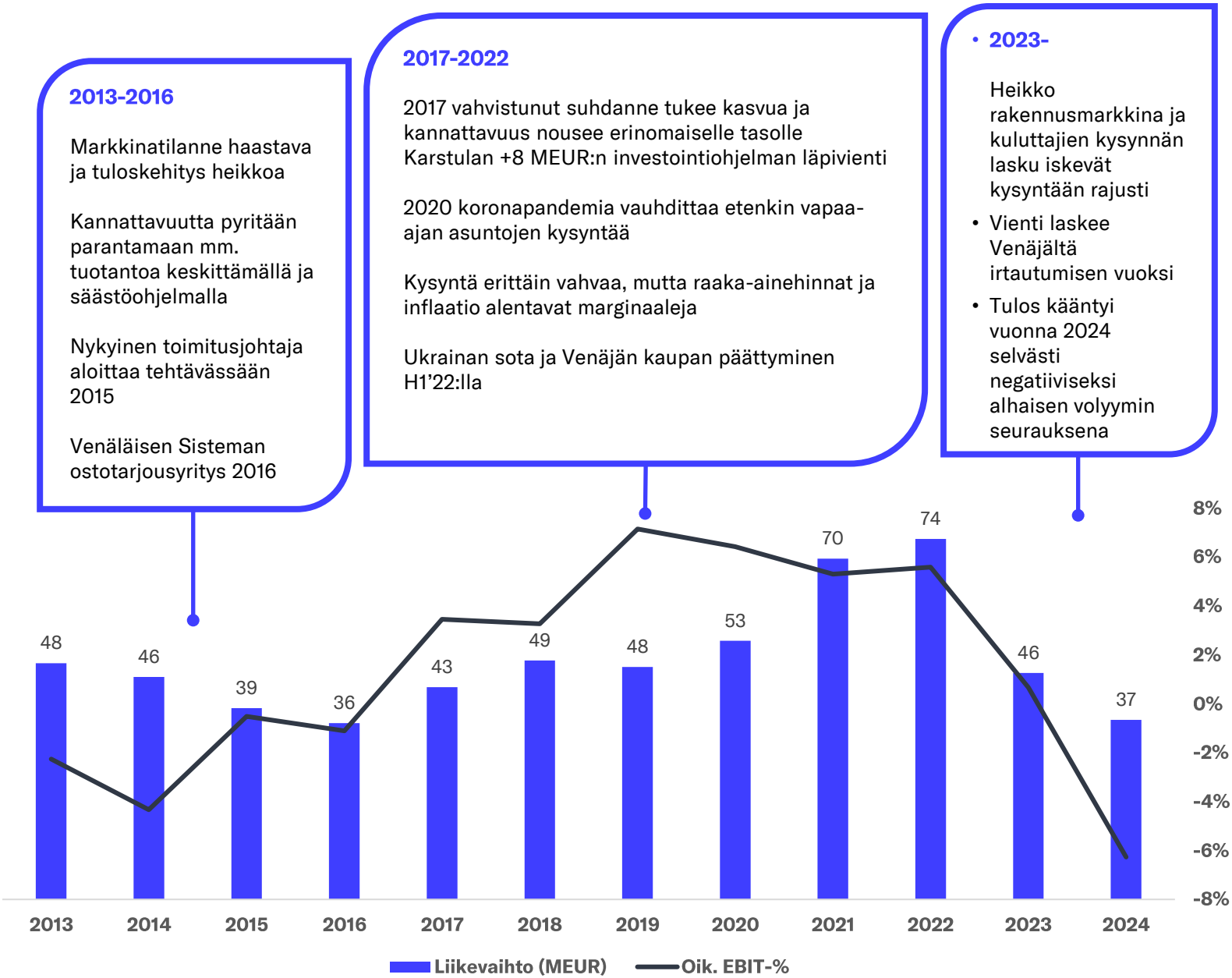
Viennin osuus kokonaisliikevaihdosta 2024

-6,3 %

Oik. liikevoitto-% 2024

2,3 %

Oik. liikevoitto-% keskimäärin 2020-2024



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/5

Suomalainen hirsirakentaja

Honkarakenne on kotimainen hirsirakentaja, joka valmistaa Honka-tuotemerkillään laadukkaita, terveellisiä ja ekologisia omakotitaloja, vapaa-ajan asuntoja ja julkisia rakennuksia suomalaisesta massiivipuusta. Honkarakenteen juuret ulottuvat aina vuoteen 1958 asti, jolloin Saarelaisen veljekset perustivat maailman ensimmäisen teollisen hirsitalovalmistajan Pohjois-Karjalan Lieksassa. Yli 60-vuotisen toimintahistoriansa aikana Honkarakenne on toimittanut yli 90 000 rakennusta yli 50 maahan.

Honkarakenne on vuoden 2024 luvuilla hirsitaloteollisuuden suurin vientiyritys ja toiseksi suurin hirsirakentaja Inderesin tietojen mukaan. Yhtiön liikevaihto oli vuonna 2024 noin 36,7 MEUR ja oikaistu liikevoitto -2,3 MEUR. Honkarakenteen palveluksessa oli vuonna 2024 keskimäärin 157 työntekijää.

Suomen osuus liikevaihdosta suuri..

Honkarakenne raportoi liikevaihtonsa Suomen ja viennin välillä. Yhtiön vuoden 2024 36,7 MEUR:n liikevaihtokuormasta 71 % eli 26,2 MEUR tuli Suomesta ja viennin osuus koko konsernin liikevaihdosta oli noin 29 % eli 10,5 MEUR. Suomessa Honkarakenteen liikevaihto jakautuu alueellisesti kohtalaisen tasaisesti ympäri Suomea, mutta arviomme ja markkinatietojen mukaan yhtiöllä on parempi asema Etelä-Suomessa kuin Pohjois-Suomessa.

.. mutta yhtiö panostaa strategiansa mukaisesti vientiin

Honkarakenne ei avaa viennin maantieteellistä jakaumaa tarkemmin, mutta raporttien perusteella yhtiölle tärkeitä vientimarkkinoita ovat historiassa olleet Keski-Eurooppa, Venäjä ja muut IVY-maat sekä Aasia. Keski-Euroopassa

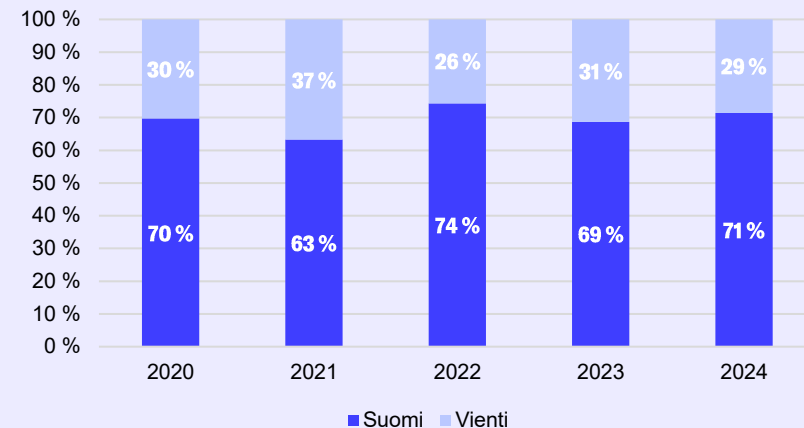
Honkarakenteen vienti suuntautuu valtaosin Saksaan. Aasiassa yhtiölle tärkeitä maita ovat mm. Japani, Mongolia ja Kiina. Kiinassa yhtiöllä on myös ollut toimintaa, mutta volyymit markkinalla ovat jääneet tähän asti hyvin maltillisiksi. Euroopasta myös lähialueiden markkinat ovat tärkeitä tulevaisuuden vientimaita. Ruotsiin on nyt lisätty panostuksia ja arviolta myös Baltian maissa olisi mahdollisuuksia viennin kasvattamiseksi.

Honkarakenne lopetti myynnin Venäjälle maaliskuussa 2022 Venäjän aloittaman Ukrainan hyökkäyssodan vuoksi ja viimeiset toimitukset tehtiin vuoden 2022 ensimmäisellä vuosipuoliskolla. Venäjä oli Honkarakenteelle tärkeä vientimaa niin liikevaihdollisesti kuin tuloksellisesti, joten sen poistuman vaikutus heijastui selvästi yhtiön lukuihin vuonna 2023 (Inderes arvio liikevaihto 10-15 MEUR). Venäjän poisjäännin aiheuttamia menetyksiä yhtiö pyrkii paikkaamaan keskittämällä panostuksia muille vientimarkkinoille ja niissä onnistuminen onkin yhtiön sijoitustarinan kannalta keskeistä.

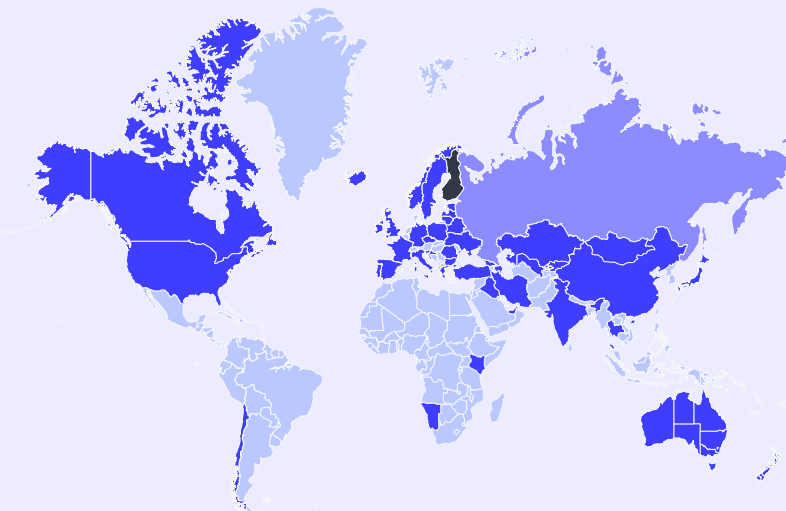
Viennin osuus on vuosina 2023-2024 ollut karkeasti noin 30 % kun se 2010-luvulla oli yksittäisinä vuosina yli 50 % konsernin liikevaihdosta. Vahvimpina Venäjä-viennin vuosina Venäjä ja CIS-maat muodostivat noin 30 % kokonaisliikevaihdosta.

Vuoden 2025 ensimmäisellä vuosipuoliskolla viennin osuus liikevaihdosta laski yhä ja vienti vastasi vain noin viidesosaa konsernin liikevaihdosta. Honkarakenne on kuitenkin kehittänyt projektiliiketoimintaa niin kotimaassa kuin viennissä ja yhtiö on solminut useita aiesopimuksia sekä yhteistyösopimuksia projektiviennin osalta.

Liikevaihdon jakauma



Honkarakenne on toimittanut yli 90 000 rakennusta yli 50 maahan



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/5

Kolme liiketoiminta-aluetta

Yhtiön liiketoiminta-alueet jakautuvat omakotitaloihin, vapaa-ajan asuntoihin sekä B2B-projekteihin. Yhtiö ei ole avannut liikevaihdon jakautumista liiketoiminta-alueittain, mutta arviomme mukaan 70-80 % liikevaihdosta tulee yleensä kuluttajamyynnistä eli omakotitaloista sekä vapaa-ajan-asunnoista ja B2B-projekteista 20-30 %. B2B-projektit käsittävät muun muassa julkisrakentamisen, resort-kohteissa toteutettavat projektit sekä aluerakentamiskohteet.

Myyntikanavat vaihtelevat liiketoiminnoittain

Honkarakenteen monikanavainen myyntistrategia mahdollistaa tehokkaan tavoitettavuuden eri asiakassegmenteissä ja maantieteellisillä alueilla. Suomessa B2C-myynti tapahtuu mainitusti noin 30-35 yksityisyrittäjänä toimivan myyntiedustajan kautta. Tämä malli tarjoaa Honkarakenteelle kustannustehokkaan ja joustavan tavan kattaa laaja maantieteellinen alue ilman merkittäviä kiinteitä palkkakustannuksia. Myyntiedustajat ovat usein paikallisesti tunnettuja ja heillä on syvä ymmärrys paikallisista markkinaolosuhteista ja asiakastarpeista, mikä on etu kuluttajamyynnissä. Heidän provisiopohjainen palkkauksensa kannustaa aktiiviseen myyntityöhön.

B2B-projektien, kuten laajempien asuntokokonaisuuksien, vapaa-ajan kohteiden tai julkisten rakennusten, myynnistä vastaa Honkarakenteen oma myyntiorganisaatio. Tämä on perusteltua, sillä B2B-projektit ovat usein monimutkaisempia, vaativat syvällisempää asiantuntemusta, pidempiä myyntisyklejä ja suoria neuvotteluja. Yhtiöllä on B2B myyntitiimejä maailmanlaajuisesti.

Viennissä paikallisten jälleenmyyjien hyödyntäminen useimmissa maissa on tyypillinen ja tehokas tapa laajentaa markkina-aluetta. Jälleenmyyjillä on usein jo olemassa olevat jakeluverkostot, paikallinen markkinatuntemus ja asiakaskunta. Tärkeissä vientimaissa Japanissa ja Saksassa yhtiöllä on omat tytäryhtiöt.

Useita päänavauksia viennissä vuonna 2025

Honkarakenteen vienti on ollut historiassa kuluttajavetoista (Venäjä), mutta muuttunut yhä enemmän B2B-projektihankkeiden vetämäksi. Viime vuosina suurimmat toimitukset ovat liittyneet Aasian markkinoille toimitettuihin hotelli- ja lomatalohankkeisiin.

Honkarakenne on tiedottanut vuoden 2025 aikana useista uusista sopimuksista sekä hankkeista viennin B2B-liiketoiminnassa. Konkreettisin näistä on Uzbekistanissa solmittu viisivuotinen, 15 MEUR:n yhteistyösopimus Saipro Groupin kanssa. Kazakstanissa yhtiö allekirjoitti kaksi uutta aiesopimusta, joista toinen sisältää potentiaalin 53 puutalon toimitukseen. Ukrainassa Honka solmi aiesopimuksen koulun ja asuntolan jälleenrakennuspilottihankkeesta (koko projektin arvo n. 16-17 MEUR). Vaikka uskomme yhtiön toimitusosuuden olevan maltillinen, näemme sopimuksella strategista arvoa yhteistyön laajentamiseksi Ukrainan jälleenrakennusmarkkinoilla. Lisäksi yhteistyö MEYERin kanssa painumattomasta hirrestä valmistettavien kelluvien rakennusten kehittämiseksi avaa Hongalle uuden myyntikanavan ja asiakaskunnan.

Honkarakenteen tarjoama

Omakotitalot ja vapaa-ajan asunnot



~70-80 %
liikevaihdosta

- Lähes 40 eri talomallia, joiden koko vaihtelee noin 75–200 neliömetrin välillä.
- Honkarakenne tarjoaa laajan valikoiman hirsisisiä vapaa-ajan asuntoja perinteisistä mökeistä moderneihin huviloihin. Lisäksi valikoimaan kuuluu lähes 30 eri saunamökkimallia.

B2B-projektit



~20-30 %
liikevaihdosta



- Useita B2B-konsepteja sisältäen **MultiStorey** -kerrostalokonseptin, **Funktio** erillis-, pari- ja rivitalot, **Pineo** matkailukonseptin, **Floats** kelluvat hirsirakennukset, **Public Buildingsin** sekä **Kytkeytyt talot** kaupunkitalojen konseptin.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/5

Kysynnässä on kausiluonteisuutta ja syklisyyttä

Honkarakenteen liiketoiminta on kausiluonteista, sillä rakentaminen painottuu kotimaassa kesälle ja tämän myötä toimituksia on tyypillisesti enemmän kesällä ja syksyllä kuin talvella. Yhtiö pyrkii tasaamaan kausiluonteisuutta muun muassa markkinointitoimenpiteiden avulla. Hirsitaloteollisuus on muun rakentamisen tapaan myös syklistä. Syklisyydestä hyvänä esimerkkinä ovat vuodet 2023 ja 2024, kun Honkarakenteenkin liikevaihto on laskenut 20-40 %:n vuosivauhtia.

Tilaukskannan kiertoaika on noin puoli vuotta

Yhtiön tilaukskanta käsittää tilaukset, joiden toimitusajankohta on seuraavan 24 kuukauden sisällä. Suomessa aika asiakkaan tekemästä tilauksesta toimitukseen on lyhimmillään noin 3 kuukautta, mutta kaupoissa saattaa kuitenkin rakennuslupa- ja rahoitusehtoja, jolloin monestikin läpimenoaika menee lähemmäksi puolta vuotta. Viime vuosina Honkarakenteen tilaukskanta on laskelmiemme mukaan tuloutunut liikevaihdoksi keskimäärin hieman alle 6 kuukaudessa. Tätä dynamiikkaa peilaten yhtiön tilaukskannalla on erittäin hyvä ennustearvo seuraavan 6 kuukauden liikevaihdon osalta.

Kustannukset pääosin muuttuvia

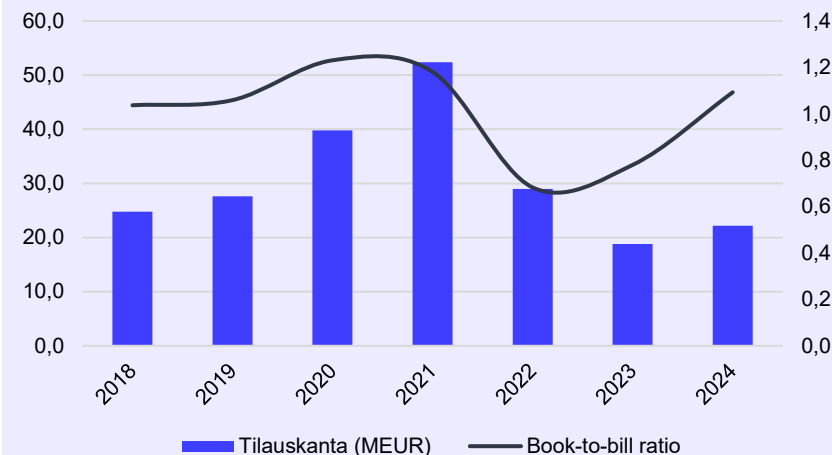
Honkarakenteen kulurakenteen suurin yksittäinen erä on aine- ja tarvikeostot, jotka muodostivat vuonna 2024 noin 59 % kokonaiskuluista. Aine- ja tarvikeostot koostuvat pitkälti raaka-ainekuluista ja kulut ovat luonteeltaan muuttuvia eli sidoksissa toiminnan volyymiin. Liikevaihtoon suhteutettuna aine- ja tarvikeostojen osuus on viime vuosina liikkunut noin 59-72 %:n maastossa ja näin ollen yhtiön myyntikate on ollut 28-41 % tasolla. Suhteellinen myyntikate on kohtuullisen

matala ja heijastelee arviomme mukaan osaltaan yhtiön rajallista hinnoitteluvoimaa sekä alan tiukkaa hintakilpailua. Myyntikatteeseen vaikuttaa muun muassa myynnin rakenne, kulloinenkin kysyntä/tarjontatilanne sekä raaka-ainehinnat. Esimerkiksi vuosina 2021-2022 yhtiön myyntikate tippui selvästi alle 30 %:n tason joka käsityksemme mukaan johtui pääosin raaka-aineiden (etenkin puun) hinnannoususta.

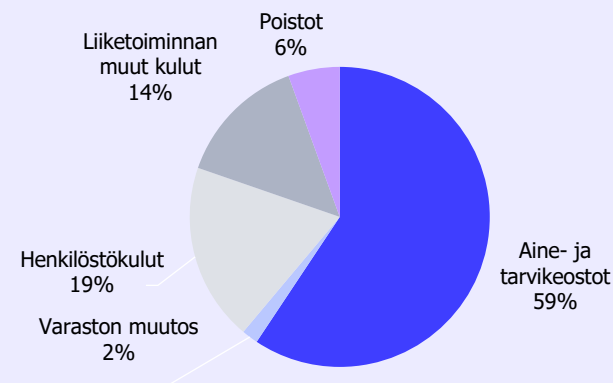
Yhtiön toiseksi suurin kuluerä on henkilöstökulut, joiden osuus kokonaiskuluista oli vuonna 2024 noin 19 %. Honkarakenteen henkilöstökulut ovat kasvaneet historiassa liikevaihtoa hitaammin ja näin ollen tämä kuluerä tarjoaa yhtiölle myynnin kasvaessa operatiivista tulosvipua. Honkarakenne on viime vuosina kotimaan kysynnän heikentyessä joutunut lomauttamaan sekä irtisanomaan henkilöstöään. Viimeisimpänä yhtiö toteutti muutosneuvottelut marras-joulukuussa 2025 joiden lopputulemana irtisanotaan yhteensä seitsemän henkilöä, lisäksi yhdeksän henkilön työsuhteen ehtoihin tehdään oleellisia muutoksia. Neuvotteluiden sekä muiden toimien aikaansaamat henkilöstökulujen säästöt ovat vuoden 2026 aikana arviolta noin 1,1 MEUR. Neuvottelujen alkaessa yhtiö tavoitteli koko kannattavuusohjelmalla vähintään 2,5 MEUR:n säästöjä, joista henkilöstökulujen osuudeksi arvioitiin tuolloin noin 1,3 MEUR.

Liiketoiminnan muut kulut muodostivat vuonna 2024 14 % kaikista Honkarakenteen kuluista ja olivat noin 15 % liikevaihdosta. Muista kuluista suurimpia kulueriä ovat myynti- ja markkinointikulut sekä muut liiketoiminnan kulut. Liiketoiminnan muut kulut ovat arviomme mukaan valtaosin kiinteitä ja täten niiden osuus liikevaihdosta on kasvanut viime vuosina liikevaihdon tason laskiessa.

Tilaukskanta ja book-to-bill, 2018-2024



Kulurakenne 2024



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/5

Tuotanto keskittyy Karstulaan

Honkarakenteella on ollut historiassa Suomessa tuotantoa useammalla paikkakunnalla (Karstula, Lieksa, Alajärvi, Paltamo ja Ikaalinen), mutta vuonna 2013 toteutetun Alajärven tehtaan sulkemisen jälkeen tuotanto on keskittynyt yhtiön kotipaikkaan Karstulaan. Karstula sijoittuu logistisesti hyvälle paikalle Keski-Suomeen, noin 90 kilometrin päähän Jyväskylästä. Tehdasalueen pinta-ala on noin 42 hehtaaria, ja yhtiöllä on ollut tuotantoa Karstulassa vuodesta 1972 lähtien, jolloin pyöröhirsi tuotanto aloitettiin.

Yhden tehtaan varaan rakentuvalla liiketoiminnalla on näkemyksemme mukaan Honkarakenteen riskiprofiilia nostava vaikutus ja esimerkiksi tulipalo tai tuhotyö voisivat aiheuttaa merkittävää haittaa yhtiön tuotannolle ja operatiiviselle toiminnalle. Yhtiön kanssa käymiemme keskusteluiden perusteella riskeihin on kiinnitetty kuitenkin korostettua huomiota ja niihin on varauduttu asianmukaisin toimin.

Honkarakenne toteutti Karstulassa 2019-2021 yli 8 MEUR:n investointiohjelman, minkä puitteissa yhtiö uudisti tehtaan tuotantolinjastoa. Lähtökohtina investoinneissa olivat etenkin tuotannon laatu-, turvallisuus- ja tehokkuusnäkökulmat ja näiden lisäksi investoinnit toivat tehtaalle myös hieman uutta kapasiteettia. Tuotanto ei toimi Honkarakenteen kasvulle pullonkaulana ja paremmassa kysyntätilanteessa yhtiöllä pitäisi nykyisellä kapasiteetilla olla arviomme mukaan mahdollisuuksia päästä jopa 90-100 MEUR:n liikevaihtokuormaan.

Vuoden 2024 helmikuussa yhtiö teki myös painumattoman hirren tuotantolinjastoon noin 1,7 MEUR:n investoinnin

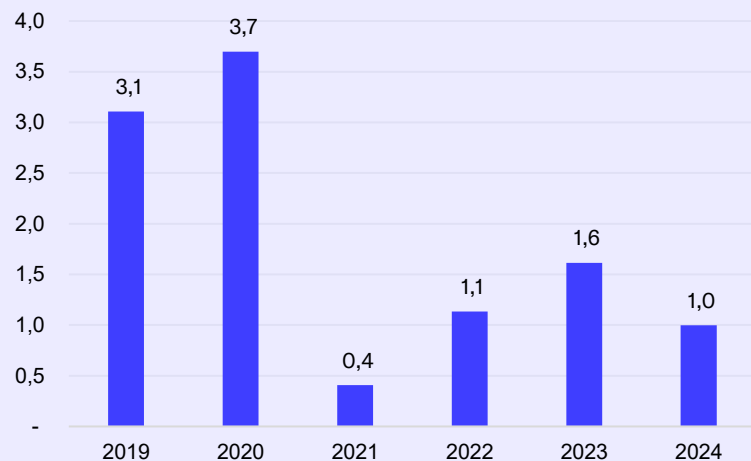
parantaakseen tuotantoa. Investointeja on hyvä tehdä hiljaisen ajan vallitessa, jotta kapasiteetti on valmiina uutta noususuhdannetta varten. Yhtiö on ollut edelläkävijä painumattoman hirren käyttöönotossa. Normaali hirsi painuu kuivuessaan, mikä on vaikeuttanut sen rakennusteknistä käyttöä erityyppisissä kohteissa (esim. julkiset rakennukset ja kaupunkialueet). Honkarakenteelta valmistui ensimmäinen painumattoman hirren rakennus jo vuonna 2003.

Pääomantarpeet maltilliset

Honkarakenteen liiketoiminnassa valtaosa pääomasta sitoutuu kiinteään omaisuuteen, mikä on tyyppillistä valmistustoimintaa harjoittavalle yritykselle. Käyttöomaisuus muodosti vuonna 2024 noin 44 % taseesta ja sen osuus liikevaihdosta nousi 32 %:iin heikentyneen liikevaihdon seurauksena. Käyttöomaisuus koostuu Karstulan tehdaskiinteistöstä ja tuotantoon liittyvistä koneista ja kalustosta. Tämän lisäksi käyttöomaisuus pitää sisällään myös pienemmän määrän IFRS 16-käyttöoikeusomaisuuseriä, jotka liittyvät myyntikonttorien ja Karstulan liimahallin vuokrasopimuksiin.

Vaikka Honkarakenteen liiketoiminnassa pääomaa sitoutuukin kiinteään omaisuuteen, ovat pääomatarpeet kokonaisuudessaan maltilliset, sillä asiakkailta saatavien ennakkomaksujen johdosta nettokäyttöpääoma on negatiivinen (2024: -3 % liikevaihdosta). Liiketoiminnan kasvaessa negatiivinen käyttöpääoma tarkoittaa sitä, että kasvu vapauttaa käyttöpääomaa ja tukee edelleen yhtiön kassavirtaa. Vastaavasti liikevaihdon laskiessa käyttöpääoman muutoksella on kassavirtaa heikentävä vaikutus.

Nettoinvestoinnit vuositasolla



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/5

Ei merkittäviä yritysostoja lähihistoriassa

Honkarakenteella ei ole merkittävää M&A-historiaa ja yritysostot rajoittuvat 1990-luvulla hankittuun lamellihirsivalmistaja Finnwoodiin sekä vuonna 2006 hankittuun (ja myöhemmin myytyyn) 38 %:n osakkuuteen lahtelaisesta puutaloyritys Oy TimberHeart Ltd:stä. Vaikka yritysostot eivät ole viime vuosina näytelleet Honkarakenteen liiketoiminnassa merkittävää roolia, suhtautuu yhtiö käsityksemme mukaan avoimesti mahdollisiin yritysjärjestelyihin.

Hirsirakentamisen sekä yleisesti puurakentamisen markkina on Suomessa fragmentoitunut. Markkinan suurten toimijoiden lisäksi markkinalla on merkittävä määrä pieniä toimijoita, joiden markkinaosuudet ovat selvästi alle 10 % kokonaismarkkinasta. Yhtiö ei käsityksemme mukaan ole kiinnostunut lähtökohtaisesti puhtaasti lisäkapasiteetin ostamisesta, vaan yritysjärjestelyiden tulisi tarjota uutta teknologiaa tai osaamista. Täten emme näe Honkarakenteen roolia markkinan konsolidoijana, mutta toisaalta emme poissulje mahdollisuuksia yritysostoihin.

Äänivalta Saarelaisten suvulla

Honkarakenteella on kaksi osakesarjaa A- ja B-laji, joilla on erilainen oikeus osinkoon ja äänimäärään. B-lajin osakkeille maksetaan jaettavasta voitosta päältäpäin 0,20 euroa ja sen jälkeen maksetaan A-lajin osakkeille samoin 0,20 euroa, jonka jälkeen jäljellä oleva voitto jaetaan tasan kaikkien osakkeiden kesken. B-lajin osake tuottaa yhden äänen ja A-lajin osake tuottaa kaksikymmentä ääntä. Honkarakenteen B-osakesarja on noteerattu Helsingin pörssissä vuodesta 1987 alkaen.

Honkarakenteen suurin osakkeenomistaja on osakkeiden kappalemäärällä mitattuna jyväskyläläinen sijoitusyhtiö Akr-Invest Oy, josta tuli yhtiön suurin osakkeenomistaja vuonna 2017 toteutetun suunnatun osakeannin myötä. Akr-Investin omistavat jyväskyläläiset Arimo ja Kirsti Ristola. Arimo Ristolan tausta on kuulonsuojaimia valmistavassa Silenta Groupissa, jonka enemmistöomistuksen hän myi vuonna 2016. Vaikka Akr-Invest Oy on Honkarakenteen suurin osakkeenomistaja, on äänivalta yhtiössä kuitenkin Saarelaisten suvulla ja suvun sijoitusyhtiö Saarelainen Oy:n osuus äänivallasta on noin 27 %. Yhtiön toimitusjohtaja Marko Saarelainen on yhtiön kolmanneksi suurin omistaja ja omistaa yhtiön osakkeista noin 6 %.

Honkarakenteen suurimpien omistajien listalla on myös Honkarakenne itse. Osakkeet ovat peruja emoyhtiöön vuoden 2023 marraskuussa fuusioidusta Honka Management Oy:sta, jonka tarkoituksena on ollut hallinnoida johdon kannustinjärjestelmään liittyviä osakkeita.

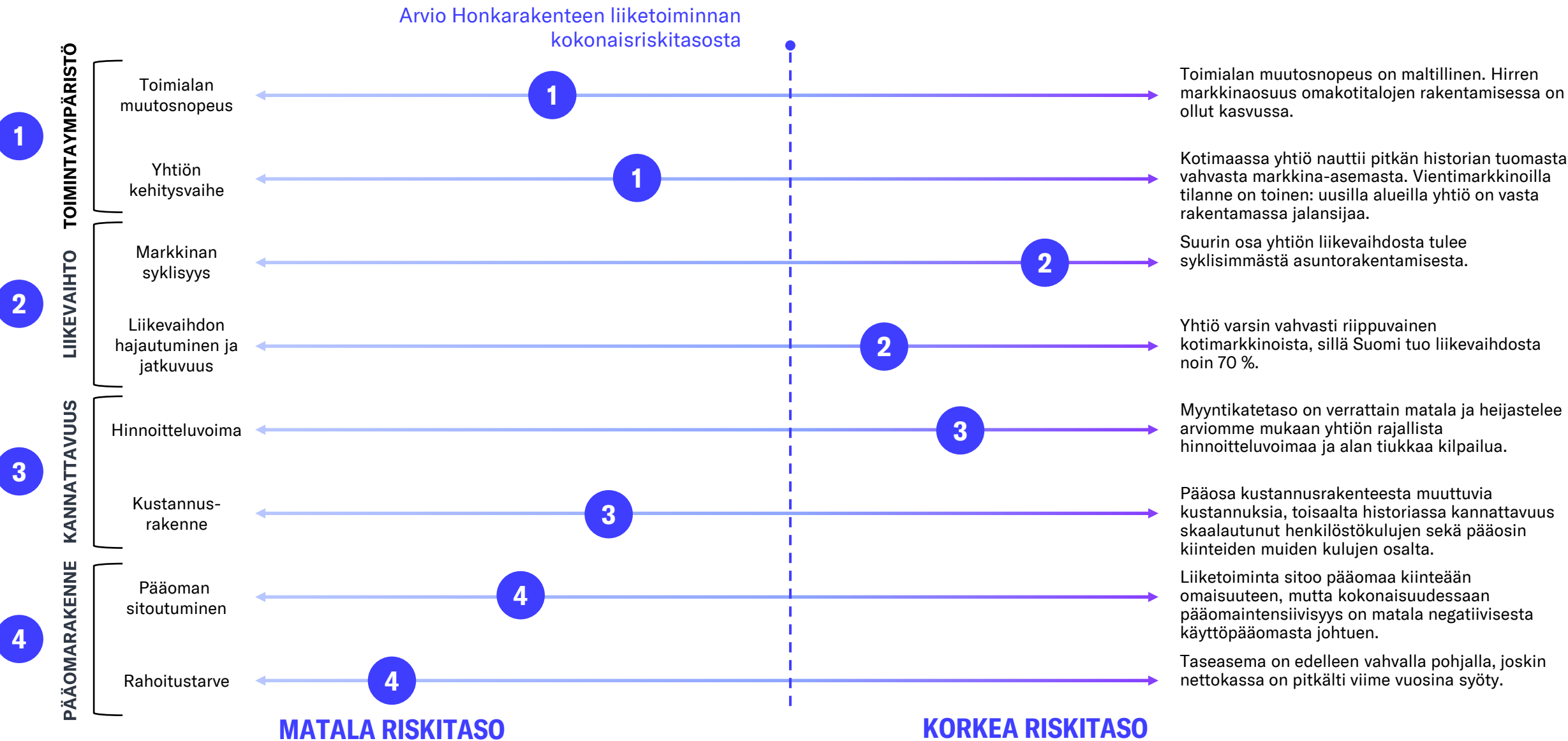
Suurimmat osakkeenomistajat 12/2025	Osuus osakkeista	Osuus äänistä
Akr-invest Oy	17.0 %	8.8 %
Saarelainen Oy	10.4 %	27.2 %
Saarelainen Marko Tapani	6.1 %	7.2 %
Honkarakenne Oyj	5.2 %	2.7 %
Nordea Nordic Small Cap Fund	4.1 %	2.1 %
Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö Varma	3.6 %	1.9 %
Arimo Kalervo Ristola	2.5 %	4.5 %
Nordea Henkivakuutus Suomi Oy	1.3 %	0.7 %
Etola Markus Eeriki	1.3 %	0.7 %
Ruuska Pirjo Helena	1.3 %	1.6 %
10 suurinta yhteensä	52.6 %	57.4 %
Lähde: Honkarakenne		

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

Markkina	Hirsitaloteollisuuden kokonaismyynti noin 210* MEUR (2023: 230 MEUR) 		
Myyntin jakautuminen	Suomi 71 % Honkarakenteen lv:stä vuonna 2024		Vienti 29 % Honkarakenteen liikevaihdosta vuonna 2024
Toiminnot	Suunnittelu 	Raaka- aineiden hankinta 	Tuotanto  Myynti ja markkinointi 
Jakelu	30-40 myyntiedustajaa Suomessa	Paikalliset jälleenmyyjät vientimaissa	Tytäryhtiöt Japanissa ja Saksassa
Liiketoiminta-alueet	Vapaa-ajan asunnot 	Omakotitalot 	B2B-projektit 

Lähde: Honkarakenne, Inderes, Hirsitaloteollisuus ry
*Inderes arvio julkaistujen tilinpäätöstietojen ja yrityksien liikevaihdon kehityksen kautta

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Strategia

Honkarakenteen strategiakausi 2025-2028



Markkina- ja kilpailuympäristö 1/5

Taloukasvu vielä verkkaista Suomessa

Vuoden 2025 kuluessa Suomen taloukasvun ennusteita tarkistettiin laajasti alaspäin. Kahden vaatimattoman vuoden jälkeen vuoden 2025 alussa odotettiin bruttokansantuotteen kasvavan huomattavasti voimakkaammin. Finanssiala Ry:n kokoaman tuoreen datan mukaan BKT:n ennustetaan kasvavan vuonna 2025 noin 0,3-1,0 %. Yksityinen kulutus jarruttaa edelleen talouskehitystä huolimatta kuluttajien parantuneesta ostovoimasta. Vaikka kuluttajaluottamus on toipunut vuoden 2022 lopun pohjalukemista, se jää yhä alle historiallisen keskiarvon, mikä selittää kulutuksen varovaisuuden. Vuonna 2026 Suomen talouden kasvun odotetaan kiihtyvän kun BKT:n ennustetaan kasvavan noin 1,4-2,0 %. Vahvempaa kasvuennustetta 2026-2027 tukee etenkin investointien piristymisen sekä yksityisen kulutuksen elpyminen.

Asuntorakentamisessa meneillään erittäin heikko sykli

Tilastokeskuksen tietojen perusteella asuntoaloituksia oli Suomessa vuonna 2024 hieman alle 18 000. Määrä on pudonnut alle puoleen huippuvuosien 2016–2022 tasoista, jolloin aloituksia oli vuosittain yli 40 000. VTT:n mukaan Suomen pitkän aikavälin asuntotuotantotarve on aikavälillä 2025–2045 keskimäärin 31 000–36 000 asuntoa. Täten vuosina 2016-2022 aloitettiin keskimäärin yli 5 000 asuntoa vuositason liikkua. Vastaavasti vuosina 2023-2024 asuntoaloitukset ovat vastanneet noin puolta pitkän aikavälin keskimääräisestä tarpeesta. Viime vuosien asuntorakentamisen alhoja ovat leimanneet toistuvat kriisit, korkotason nopea nousu sekä kohonneet rakennuskustannukset.

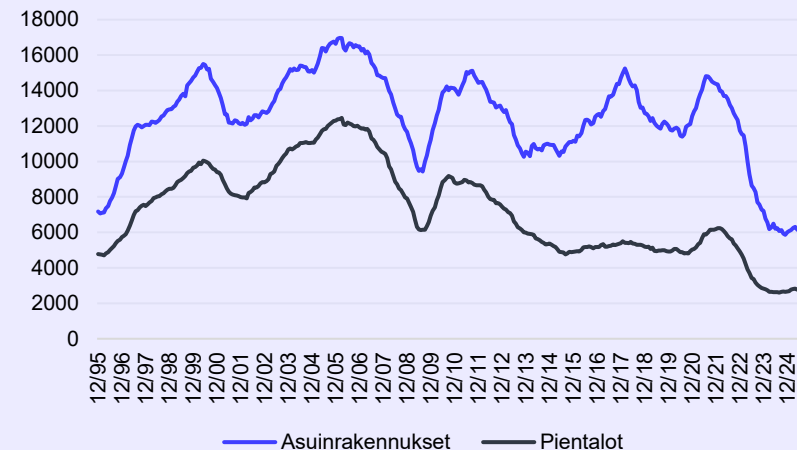
Honkarakenteelle keskeisenä kysyntäajurina toimii omakotitalojen rakentamisaktiiviteetti. Yleisen heikon

asuntorakentamisen markkinan lisäksi omakotitaloasuminen on 2000-luvulla menettänyt Suomessa selvästi jalansijaa muille asumismuodoille. Suomessa aloitettiin vuosien 2018-2022 aikana keskimäärin 7 100 omakotitalon rakentaminen, kun vielä vuonna 2011 aloituksia oli vuositason noin 11 000. Omakotitalorakentamista on vähentänyt arviomme mukaan etenkin kaupungistumiskehitys ja pienten 1-2 hengen kotitalouksien määrän kasvu.

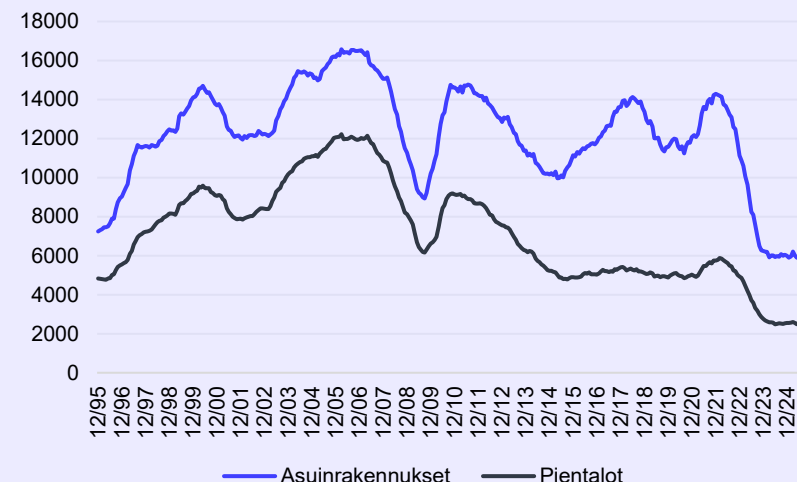
Vuosina 2023-2024 yleisen asuntorakentamisen markkinan heikkouden myötä omakotitaloaloituksissa nähtiin vielä selvempi romahdus. Omakotitaloja aloitettiin Rakennusteollisuus RT:n datan mukaan 2023-2024 alle 4 000 kappaletta (pudotus yli 40 % verrattuna vuoden 2022 hieman alle 7 000 kappaleeseen). Lasku on hyvin samansuuntainen kuin Honkarakenteen ja Kontiotuotteen (Honkarakenteen isoimman kilpailijan) liikevaihdon kehitys vuosina 2023-2024. Nopeaa palautumista ei Rakennusteollisuus RT odota, sillä ennusteissa omakotitalojen aloitukset jäävät vuonna 2025 3 700 kappaleeseen ja nousevat vuonna 2026 4 300 kappaleeseen (+16 % v/v).

Vaikka yleinen trendi omakotitalorakentamisessa Suomessa on ollut laskeva, on Honkarakenteen kannalta oleellisen hirsirakentamisen markkinaosuus kasvanut. Vuoden 2010 hieman yli 10 %:n markkinaosuudesta teollisen hirren markkinaosuus omakotitaloissa on arvioltamme noussut lähemmäs 30 % nykypäivänä. Arviomme mukaan markkinaosuuden nousun taustalla on puu- ja hirsirakentamisen nousussa oleva trendikkyys, ihmisten kasvanut ymmärrys hirsiasumisen terveys- ja ympäristöhyötyihin sekä kuluttajien halu vaikuttaa omilla toimillaan ilmastomuutokseen ja kestävään kehitykseen.

Rakentamisen luvat, Tilavuus (m3), liukuva vuosisumma (x1000)



Aloitukset, Tilavuus (m3), liukuva vuosisumma (x1000)



Markkina- ja kilpailuympäristö 2/5

Vapaa-ajan asunnoissa pitkän ajan negatiivinen trendi

Honkarakenteelle myös tärkeät vapaa-ajan asuntojen rakentamismäärät ovat olleet pidemmällä aikavälillä trendinomaisessa laskussa. Vapaa-ajan asuntojen kysyntä sai nostetta vuoden 2020 koronapandemiasta, jolloin kotitaloudet panostivat aiempaa enemmän vapaa-ajanviettoon. Tämä noste näkyy selkeästi oikealla näkyvästä kuviosta vapaa-ajan asuntojen lupa- sekä aloitusmäärissä. Koronan jälkeisessä piikissä vapaa-ajan asuntoja aloitettiin vuoden aikana kumulatiivisesti (12kk summa) 900 tuhannen kuution edestä, mikä on noin 40 % pandemiaa edeltävien vuosien 2017-2019 (noin 650 tuhatta kuutiota) yläpuolella. Vuonna 2024 vapaa-ajan asuntojen aloitukset laskivat kuutiomäärällä mitattuna noin 16 %, kun taas lupamäärät laskivat noin 10 %:n vuosivauhtia. Sekä lupien että aloitusten lasku on kuitenkin hidastunut, ja kehityksessä näkyy merkkejä tasaantumisesta.

Julkinen rakentaminen jarruttanut myös lähiaikoina

Honkarakenne toimittaa projektirakentamisen hankkeita eri puolille maailmaa. Yhtiön projektirakentamisen referenssihankkeisiin kuuluu julkisia palvelurakennuksia mm. päiväkotia, kouluja ja hoivakoteja. Julkisirakentaminen on ollut verrattain vahvaa muun rakentamisen alakulossa. Rakennuslupa- sekä aloitusmäärät ovat kuitenkin viimeisen vuoden sisään laskeneet selvästi vuosin 2019-2024 tasoilta. Etenkin isot sairaalahankkeet ovat pitäneet julkista rakentamista pinnalla, mutta myös koulujen, päiväkotien ja hoivakotien kysyntä on ollut vakaata. Hallituksen velkaantumisen hillitsemiseksi toteuttamat leikkaukset näkyvät nyt lupa- ja aloitusluvuissa, sillä kuntien ja valtion rakennusinvestoinnit ovat laskeneet.

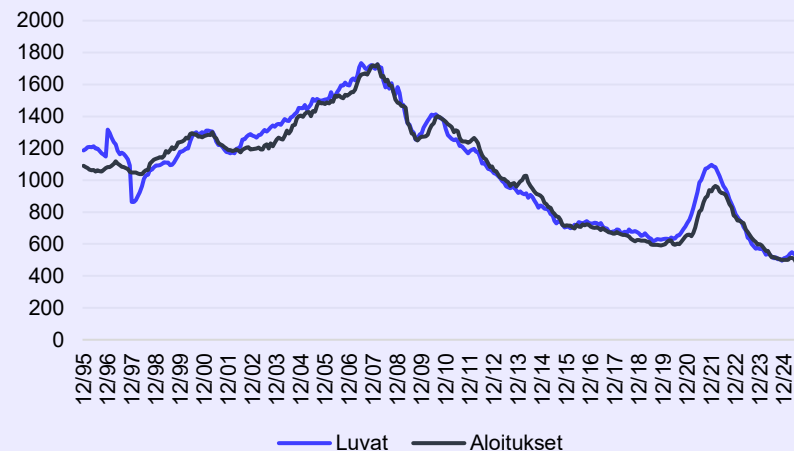
Puurakentamisella positiivisia kysyntäajureita

Rakentamisen on YK:n mukaan arvioitu tuottavan lähes 40 % globaaleista hiilidioksidipäästöistä, joten materiaalivalinnat ovat iso päästölähde ja samalla materiaalivalintojen muutoksilla on ilmastomuutoksen kokonaisuuden kannalta merkitystä. Etenkin sementillä, teräksellä ja alumiinilla on YK:n mukaan iso hiilijalanjälki. Sementin ja teräksen (teräsbetoni) korvaajana puu on oiva valinta, sillä tutkimusten mukaan se sitoo hiilidioksidia ja on näin hiilinegatiivinen. Puun keveys ja lujuus yhdessä hyvän työstettävyyden kanssa tekevät siitä myös hyvän materiaalin teolliseen rakentamiseen.

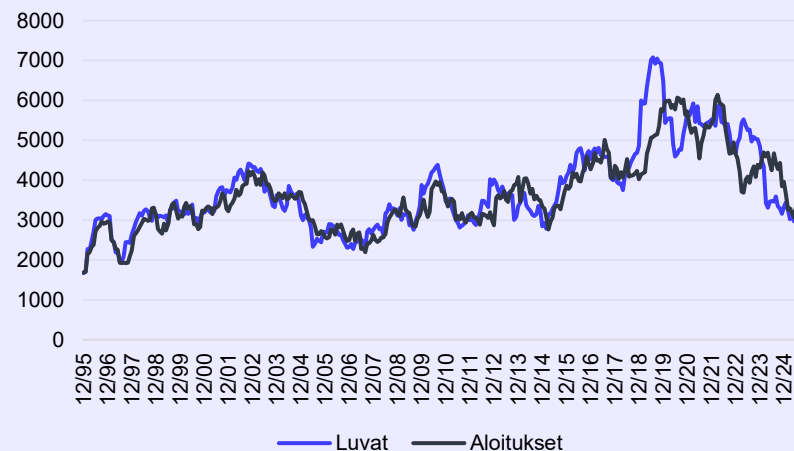
Julkisessa rakentamisessa Ympäristöministeriö on tavoitellut puurakentamisen osuuden nostamista vuoden 2019 15 %:n tasosta 45 %:iin vuoden 2025 loppuun mennessä. Tavoite ei tule täyttymään puurakentamisen markkinaosuuden ollessa julkisessa rakentamisessa tällä hetkellä noin 10-20 %. Vaikka tavoitetta ei saavuteta, se heijastaa ympäristötekijöiden luomaa muutospainetta, joka vaikuttaa rakentamisen materiaalivalintoihin ja edistää puurakentamisen markkinakasvua.

Yksityisessä rakentamisessa rakennusliikkeet panostavat enemmän strategioissaan kestäväan kehitykseen. Taustalla on regulaation lisäksi sekä kuluttajien että kiinteistösijoittajien vaatimukset. Tähän puurakentaminen on hiilinegatiivisuutensa takia oiva vaihtoehto. Honkarakenteelle tärkeässä pientalosegmentissä puun osuus on ollut jo pitkään korkealla n. 80-85 % tasolla. Kerrostaloissa luku on vielä pieni (noin 5 %), mutta puukerrostalojen määrä on ollut selkeässä kasvussa viimeisen nousukauden aikana edellä mainituista syistä.

Vapaa-ajan asuinrakennukset, Tilavuus (m3), liukuva vuosisumma (x1000)



Julkiset palvelurakennukset, Tilavuus (m3), liukuva vuosisumma (x1000)



Markkina- ja kilpailuympäristö 3/5

Heikko markkinatilanne näkyy myös hirsirakentamisessa

Suomen yleinen heikko rakentamisen markkinatilanne on heijastunut myös hirsirakennusten myyntiin. Rakennusteollisuus RT:n mukaan Suomen asuntorakentamisen markkina on supistunut vuoden 2022 8,7 miljardin euron tasolta 3,9 miljardiin vuonna 2024. Hirsitaloteollisuus ry:n mukaan vuonna 2024 hirsirakennusten myynti laski edelleen 212 MEUR:oon, josta viennin osuus oli noin 34 MEUR. Vuoden 2022 hirsirakennusten myynti oli 355 MEUR joten laskua siihen nähden on kertynyt noin 40 %. Käsityksemme mukaan hirrestä rakennettujen omakotitalojen myynti on euromääräisesti laskenut eniten. Hirsitalojen lisäksi hirrestä valmistettujen vapaa-ajan rakennusten myynti on pudonnut lähes vastaavasti. Hirsirakentamisen markkinan pienemmät segmentit, palvelurakentaminen sekä vienti ovat myös laskeneet 2022-2024 mutta pärjänneet silti omakotitalo sekä vapaa-ajan asuntojen markkinaa paremmin.

Kilpailukenttä ei rajoitu vain hirsitaloalvalmistajiin

Hirsitaloteollisuuden kilpailukenttä on varsin hajanainen ja alan suurimmat toimijat ovat käsityksemme mukaan pudasjärveläinen Kontiotuote sekä Honkarakenne, joiden yhteenlaskettu markkinaosuus oli vuonna 2024 arviomme mukaan noin 40 %. Näiden lisäksi markkinalla on muutama arviolta 10-20 MEUR:n liikevaihtoluokassa oleva hirsitaloalvalmistaja sekä joukko pienempiä toimijoita. Hirsitaloalvalmistajista kilpailijoihin kuuluvat mm. Honkatalot, Ollikaisen Hirsirakenne ja Kuusamo Hirsitalot. Honkarakenteen kilpailukenttä ei rajoitu ainoastaan hirsitaloalvalmistajiin, vaan yhtiö kilpailee myös muiden puurakenteisten pientaloalvalmistajien kanssa. Laveammalla

katsantokannalla kilpailijoiksi voidaan nähdä myös kivirakenteisten omakotitalojen rakentajat.

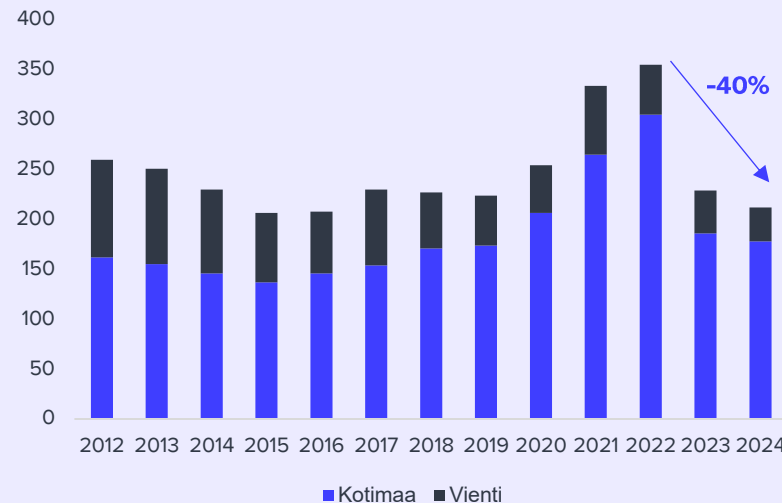
Kotimaisista pientaloalvalmistajista Honkarakenteen suurimpia kilpailijoita ovat liikevaihdolla mitattuna Den Finland ja Kastelli-talot. Den Finlandin liikevaihto oli vuonna 2024 noin 86 MEUR ja Kastelli-talojen 62 MEUR. Molemmat kilpailijat tarjoavat myös hirsivalmisteisia pientaloja: Den Finland Finnlaamelli-tuotemerkillä ja Kastellitalot Hirsi-Kastelli-nimellä. Käsityksemme mukaan Den Finlandin hirsitalomyynti on merkittävämpää. Sekä Den Finlandin että Kastelli-talojen liikevaihdot olivat yhä laskutrendillä vuonna 2024 verrattuna jo heikkoon vuoteen 2023.

Konkurssit lisääntyivät erityisesti vuonna 2023

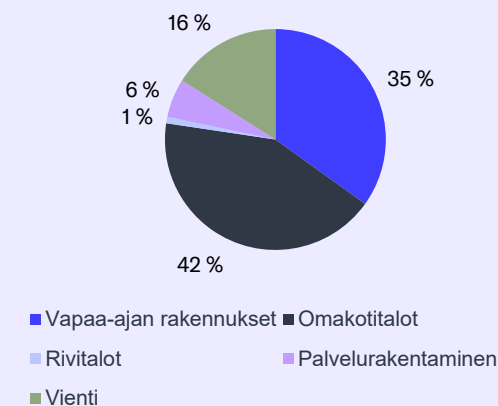
Kilpailutilanne kotimaisten pientaloalvalmistajien välillä on ollut tavallisesti tiukka ja heikompia toimijoita on pudonnut alalta vaikeammissa suhdanteissa pois, kuten vuonna 2023 nähtiin. Yksi alan merkittävimmistä konkurssista sattui Honkarakenteen kilpailijalle Jukkatalolle, joka oli yksi suurimmista pientaloalvalmistajista Suomessa. Vuonna 2023 vireille pantiin yhteensä lähes 800 rakennusalan konkurssia (yritysten lukumäärä) joka on historiallista keskiarvoa korkeampi taso (2003-2024 ka. 590 vireille pantua konkurssia rakennusosalalla). Vuonna 2024 konkurssien lukumäärä laski noin 4 %:lla ja laskeva trendi on jatkunut myös vuonna 2025.

Arvioimme että konkurssien myötä alalta on poistunut jonkin verran kapasiteettia ja tällä voi arviomme mukaan olla helpottava vaikutus alan kilpailutilanteeseen. Kapasiteetin poistuma ei kuitenkaan nykyisessä kysyntätilanteessa juuri auta yhtiöitä.

Kotimaisen hirsitaloteollisuuden liikevaihto (MEUR)



Hirsirakennusten myynti segmentittäin (2024)



Markkina- ja kilpailuympäristö 4/5

Lisäksi huomionarvoista on, että konkurssiin ajautuneiden yhtiöiden liiketoiminnoille voi myös löytyä jatkajia. Esimerkiksi Jukkatalo-tuotemerkki palasi keväällä 2025 markkinoille, kun kaikki oikeudet tuotemerkkiin ostanut Havilla Oy käynnisti toiminnan uudelleen.

Pysyviä kilpailuetuja hankala muodostaa

Mielestämme hirsitalo- ja pientalomarkkinoilla merkittävien kestävien kilpailuetujen saavuttaminen on haastavaa. Honkarakenteen vahva brändi, vakavaraisuus sekä pitkäikäisyys voivat kuitenkin mielestämme toimia tässä markkinatilanteessa pienenä kilpailukykyä parantavana tekijänä, kuten aikaisemmin totesimme.

Näkemyksemme mukaan toimialalla pelkällä tarjoamalla tai tuotteilla on vaikea erottautua kilpailijoista. Hinnottelu on usein kireää, mistä pitää huolen matalakasvuinen sekä syklinen markkina (kts. edelliset sivut) ja toimijoiden jatkuva tarve saada kapasiteetilleen töitä.

Näkemyksemme mukaan alan keskitasoa parempi kannattavuus vaatii taakseen joko 1) bränditunnettuutta tai 2) mittakaavasta/tehokkaammista liiketoimintaprosesseista syntyvää kustannusetua.

Honkarakenteen markkinaosuus on laskenut maltillisesti

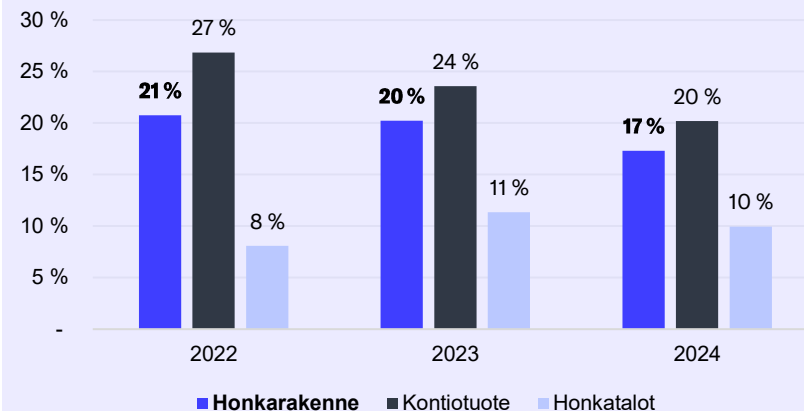
Laskelmiemme perusteella Honkarakenteen markkinaosuus oli vuonna 2024 noin 17 % verrattuna koko Suomen markkinaan (sisältäen viennin). Markkinan suurimman toimijan, Kontion markkinaosuus oli vastaavasti 20 %. Kolmanneksi suurimman Honkatalojen markkinaosuus oli 10 %. Yleisesti viimeisen kolmen vuoden aikana kahden suurimman toimijan markkinaosuudet ovat hieman laskeneet, Kontion liikevaihdon lasku on ollut vielä

hieman ripeämpää. Toisaalta kolmanneksi suurimman toimijan, Honkatalojen liikevaihto laski 2022-2024 vain 27 % ja yhtiö saikin nostettua markkinaosuutensa 8 % tasolta nykyiseen 10 % tasoon. Heikossa markkinatilanteessa voittajat ovat löytäneet pienemmästä päästä. Esimerkiksi Ollikaisen Hirsirakenne on pystynyt kasvattamaan liikevaihtoaan vuoden 2022 14 MEUR:n tasolta yhteensä 37 %:a 19 MEUR:oon vuonna 2024. Vastaavasti esimerkiksi Mammuttihiirsi on kasvanut liikevaihtoa vastaavalla periodilla 4 MEUR:n tasolta noin 50 %:a 6 MEUR:n tasolle. Lisäksi uskomme esimerkiksi tilaelementtitoimijoiden (Salvos, Kiiruna Talot) voittaneen markkinaosuutta tarkastelujaksolla. Honkarakenne on näkemyksemme mukaan suoriutunut markkinaan nähden suhteellisen neutraalisti, vaikka yhtiön aiemmin merkittävä vienti Venäjälle on päättynyt.

Yhtiöllä vahva markkinaosuus viennissä

Honkarakenteen viennin liikevaihto oli 2024 10,5 MEUR. Lukema vastaa noin hieman alle kolmasosaa Suomen hirsirakennusten kokonaisviennistä. Vahvan osuuden taustalla on näkemyksemme mukaan eritoten mittakaavaedut. Yhtiö kykenee hoitamaan laajempia projekteja samanaikaisesti ja tarjoamaan toimitusvarmuutta, jota suuret kansainväliset asiakkaat edellyttävät. Uskomme yhtiön pitkän historian sekä vahvan brändin olevan myös osasyllinen viennin suureen markkinaosuuteen. Lisäksi referenssiprojektit ympäri maailmaa luovat uskottavuutta ja helpottavat uusien asiakkaiden hankkimista. Pienemmillä toimijoilla tällainen kansainvälinen näkyvyys ja historia onnistuneista toimituksista puuttuvat lähes kokonaan.

Kolmen suurimman hirsirakentamiseen erikoistuneen yrityksen markkinaosuudet 2022-2024*



*Perustuu arvioon julkisten tilinpäätösten perusteella

Lähde: Inderes, Suomen Asiakastieto, Hirsitaloteollisuus

Markkina- ja kilpailuympäristö 5/5

Ukrainan jälleenrakennus mittava markkina

Maailmanpankki arvioi alkuvuodesta 2025 Ukrainan sodan jälkeisen jälleenrakentamisen kustannukseksi yli 500 miljardia dollaria seuraavan vuosikymmenen aikana. Honkarakenteen kannalta Ukrainan jälleenrakentaminen luo mahdollisuuksia viennissä. Kuten aiemmin mainitsimme, yhtiö on julkaissut ensimmäisen aiesopimuksen koulun ja sen asuntolan jälleenrakentamisesta Ukrainassa. Vaikka Ukrainan jälleenrakennukseen liittyy vielä paljon epävarmuuksia, on markkinan potentiaali pitkällä aikavälillä merkittävä. Jalan saaminen oven väliin tässä vaiheessa on tärkeä askel. Ukrainassa on jo käynnissä joitakin jälleenrakennushankkeita, joissa puuta hyödynnetään rakennusmateriaalina. Maan tavoitteena on toteuttaa jälleenrakennus kestäväillä ja ympäristöystävällisillä materiaaleilla, mikä tukee puurakentamisen kysynnän kasvua. Ukrainan kotimainen puurakentamisen markkina on lisäksi alikehittynyt, mikä avaa merkittäviä vientimahdollisuuksia ulkomaisille toimijoille, kuten Honkarakenteelle.

Hongan kannattavuus viimeisten vuosien aikana linjassa kilpailijoihin

Laskelmiemme perusteella suurimmat hirsi- ja pientalovalmistajat ovat yltäneet viiden vuoden aikana (2020-2024) keskimäärin noin 2 % EBIT-marginaaliin, joskin yhtiöiden välisissä kannattavuuksissa on huomattavia eroja. Honkarakenne on saavuttanut näiden viiden vuoden aikana keskimäärin 2,3 % liikevoittomarginaalin ja kannattavuus on viimeisen viiden vuoden aikana ollut lähes täysin linjassa kilpailijoiden keskimääräisiin kannattavuuksiin.

Hirsitalovalmistajista erottuu Kuusamo Hirsitalot, Ollikaisen

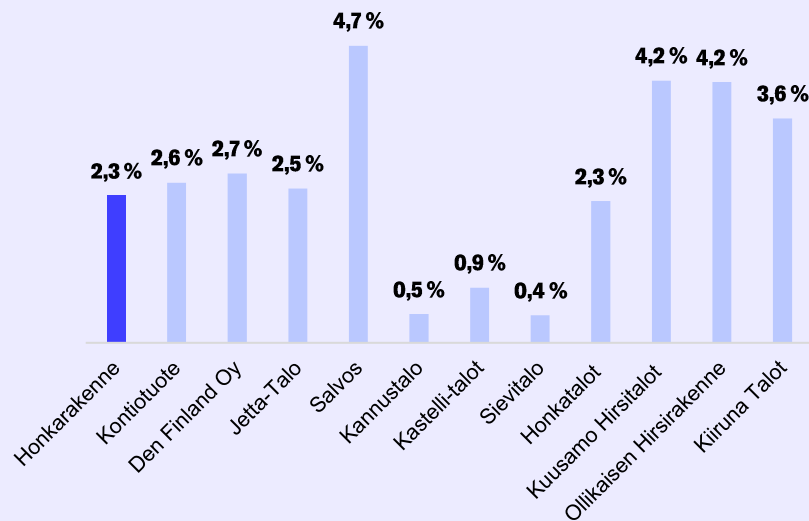
Hirsirakenne sekä Salvos yli 4 %:n keskimääräisellä kannattavuudellaan vuosien 2020-2024 aikana. Honkarakenteen kanssa samassa mittakaavassa toimiva Kontiotuote on tehnyt samalla ajanjaksolla keskimäärin 2,6 %:n liikevoittomarginaalin.

Vain Kuusamo Hirsitalot sekä Salvos ovat saavuttaneet 4 %:n marginaalitason pidemmällä aikajaksolla tarkasteltuna ja usealla kannattavuudet ovat tätä selvästi heikompia. Arviomme mukaan kannattavuudet kärsivät poikkeuksellisen paljon 2021-2022 nousseista materiaalikustannuksista. Etenkin sahatavaran ja puun hinnannousu ennen vahvaa kysyntäjaksoa kuritti arviomme mukaan montaa tekijää.

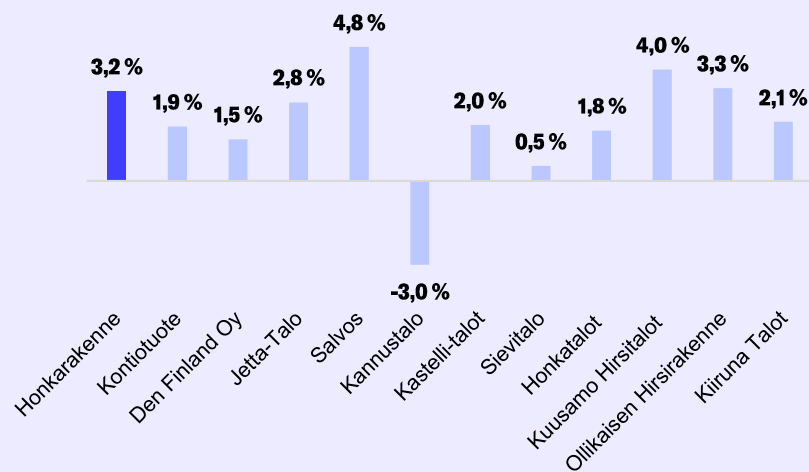
Arviomme mukaan Honkarakenteen parempi kannattavuus selittyy pitkällä aikavälillä tehokkaammista liiketoimintaprosesseista kumpuavilla kustannuseduilla. Yhtiön Karstulan tehtaaseen on tehty merkittäviä investointeja ja järjestelmiä on tuotannossa sekä myös hallinnossa pyritty pitämään tehokkaina. Honkarakenteen brändin arvioimme tuovan yhtiölle pientä hinnoitteluvoimaa laajan maantieteellisen vaikutuksensa ja pitkäikäisyytensä turvin, mutta merkittävää kilpailuetua tästä ei mielestämme synny.

Toisaalta viimeisen viiden vuoden (2020-2024) kilpailijoiden tasolla ollutta kannattavuutta selittää Honkarakenteen kiinteät kustannukset suurempana toimijana sekä pörssiyhtiönä. Lisäksi arviomme että etenkin Venäjä-vienti oli Honkarakenteelle hyvin kannattavaa toimintaa. Tämän poistuma on tasoittanut yhtiön kannattavuutta lähemmäs kilpailijoiden tasoa.

Hongan kannattavuus linjassa kilpailijoihin 2020-2024...

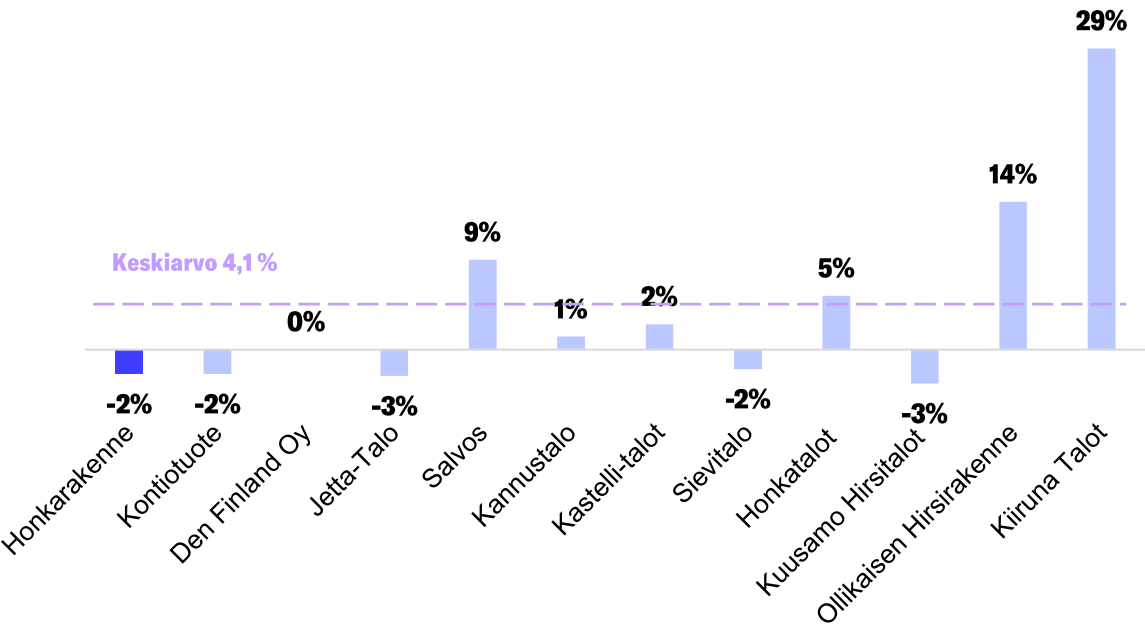


...kun taas pidemmällä aikavälillä kannattavuus on ollut keskimääräistä korkeammalla tasolla (2017-2024)

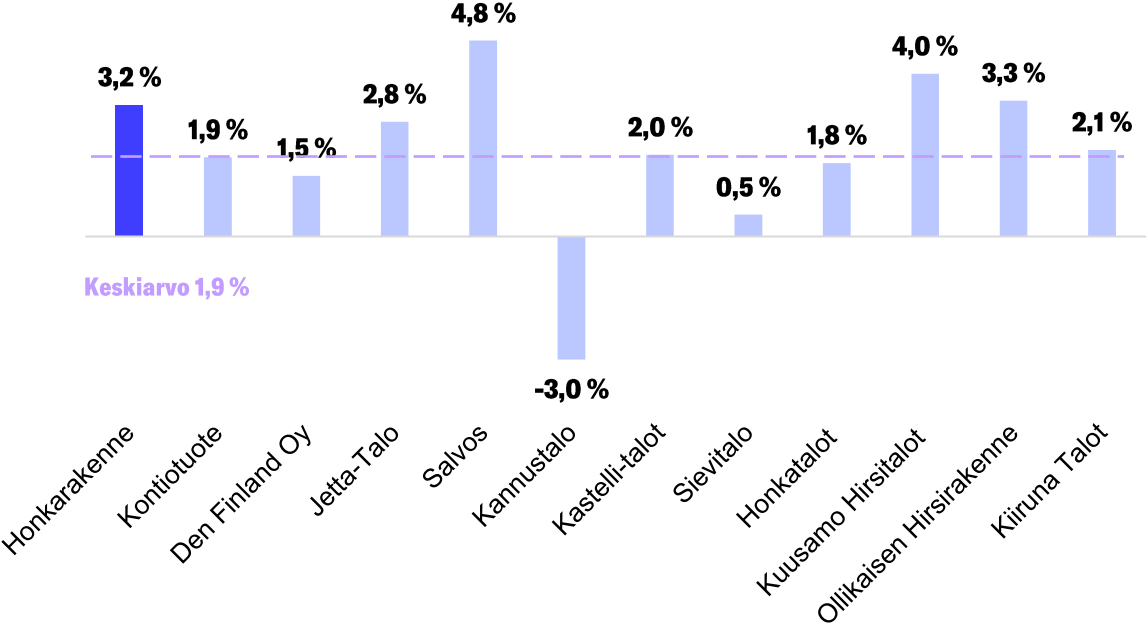


Kasvu ja kannattavuus suomalaisiin toimijoihin nähden 2017-2024

Liikevaihdon kasvu (CAGR), 2017-2024



EBIT-marginaali, keskiarvo 2017-2024



Lähde: Inderes, Suomen Asiakastieto

Honkarakenteen keskeisiä kilpailijoita

Yhtiö	Kuvaus	Liikevaihto (2024)	Henkilöstö	EBIT-% 5v keskimäärin	Omistus
	Suomen suurin pientalovalmistaja, hirsitaloja markkinoidaan Finnlamelli tuotemerkillä	86	327	2.7 %	Metric Capital Partners
	Kotimainen pientalovalmistaja, hirsitaloja markkinoidaan Hirsi-Kastelli-nimellä	62	130	0.9 %	Perheyhtiö Harjavalta Oy:n omistuksessa
	Maailman suurin hirsirakennusten valmistaja	43	258	2.6 %	Pääomistajina Sydänmetsän ja Rönnin suvut sekä eläkevakuuttaja Ilmarinen
	Hirsitaloteollisuuden suurin vientiyritys	37	157	2.3 %	Listattu, äänivalta keskittynyt Saarelaisten suvulle.
KANNUSTALO®	Puurakenteisten pientalojen valmistaja, tuotanto Kannuksessa	27	76	0.5 %	Perheomisteinen (Uusimäen suku)
	Hirsitalojen ja -huviloiden valmistaja, tuotanto Töysässä	21	65	0.4 %	Perheomisteinen
	Vuonna 1974 perustettu ruoveteläinen hirsitalovalmistaja	19	50	0.9 %	Perheomisteinen
	Kotimainen pientalovalmistaja, valmistus nojaa moduulirakentamiseen, talotehdas Torniossa	16	69	4.2 %	n.a.
	Valmishirsirakennusten toimittaja (luvut pl. Lapelland)	15	78	4.7 %	Perheomisteinen (Koskelon suku)
	Perholainen talopakettivalmistaja	15	73	0.9 %	Perheomisteinen (Hietaniemen suku)
	Kokkolalainen talopakettitoimittaja	13	39	4.2 %	Osa Sievi Group-rakennuskonsernia
	Kuusamolainen hirsitalovalmistaja	11	36	4.2 %	Perheomisteinen
Keskimäärin		30	113	2.4 %	

Lähde: Inderes, yhtiöt, Suomen Asiakastieto
 Huom. Denin kohdalla liikevaihto pitää sisällään Kodit-liiketoiminta-alueen liikevaihdon.

Taloudellinen kehitys ja tilanne 1/3

Honkarakenteen taloudellisessa kehityksessä nähtiin merkittävä tasonnosto 2020-luvun alkupuolella verrattuna 2010-lukuun. Yhtiön kannattavuus oli tällöin vaatimatonta ja heikko tuloskehitys ajoi myös yhtiön taloudellisen tilanteen tukalaksi. Hyvien suhdannevuosien aikana taloudellinen ja operatiivinen tilanne saatiin tervehdytettyä, mutta kysynnän romahdus haastaa kuitenkin yhtiötä tällä hetkellä.

Honka hyödynsi noususyklin onnistuneesti

2010-luvun alkupuolisko oli sekä Honkarakenteelle että koko hirsitaloteollisuudelle haasteellinen ja vuosina 2013-2016 toimialan kokonaisliikevaihto supistui noin 5 % vuodessa. Suomessa alan kehitystä painoi heikko rakennussuhdanne ja viennille haasteita aiheuttivat osaltaan eurokriisi sekä 2014 alkanut Ukrainan kriisi.

Honkarakenteen liikevaihto lähti kasvuun vuodesta 2017 alkaen, jolloin parantunut rakennussuhdanne alkoi tukemaan yhtiötä. Lisäksi yhtiön panostukset mm. julkis- ja hoivarakentamiseen alkoivat tuottamaan tulosta ja myös yleisen kiinnostuksen kasvu hirsirakentamista kohtaan tuki kysyntää. Vuosina 2020-2022 hirsitaloteollisuuden kysyntänäkymiä vauhditti koronapandemia, joka sai aikaan huomattavan nosteen etenkin vapaa-ajan asuntojen rakentamisessa.

Honkarakenteen liikevaihto kasvoi vuosien 2013-2022 aikana keskimäärin 4,3 % vuodessa (CAGR), mikä on enemmän kuin hirsiteollisuuden alalla yhteensä (+3 % CAGR-%). Honkarakenteen toimialaa nopeampi kasvu tällä ajanjaksolla johtuu arviomme mukaan yhtiön viennin kasvusta sekä vahvemman jalansijan saamisesta julkisrakentamisessa. Toimialaa nopeamman kasvun myötä Honkarakenne pystyi ottamaan markkinaosuutta.

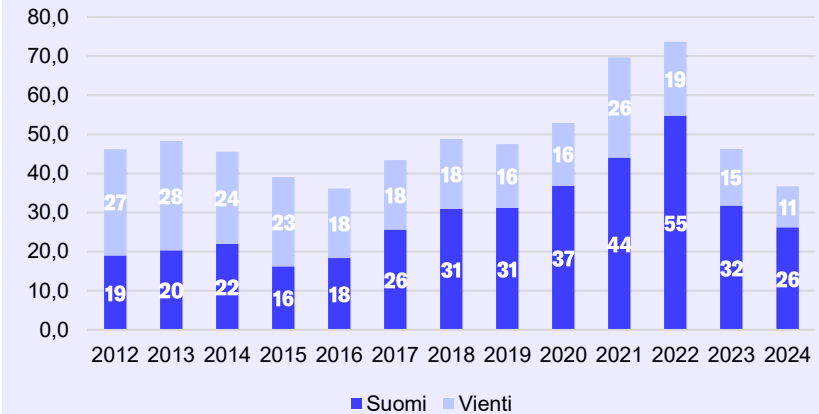
Pudotus huipulta ollut voimakas

Kuten aiemmin havainnollistimme, hirsirakentamisen liikevaihto on laskenut 2022-2024 noin 40 %:lla. Venäjän viennin lakkauttaminen ja ennennäkemättömän heikko kysyntätilanne Suomen markkinoilla johti yleisesti syklisen alan kysynnän romahtamiseen. Samalla Honkarakenteen liikevaihto on laskenut vastaavalla ajanjaksolla karkeasti puoleen. Arvioimme Honkarakenteen markkinaosuudeksi 2024 noin 17 %. Honkarakenteen liikevaihdon kehitys on ollut suunnilleen linjassa markkinan kanssa. Laskelmiemme mukaan hieman negatiivisempaan kehitykseen on vaikuttanut heikon kotimarkkinan lisäksi Venäjän viennin loppumisen myötä laskenut viennin liikevaihto.

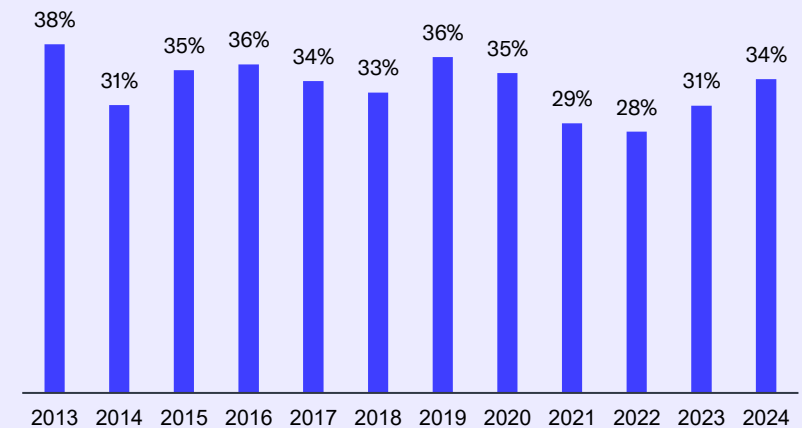
Myyntikateprosentti parantunut vuoden 2022 tasoilta

Vuosina 2021-2022 yhtiön myyntikatteeseen vaikutti huomattavan negatiivisesti nousseiden raaka-ainehintojen vuoksi. Lisäksi raaka-aineiden saatavuusongelmat johtivat toimituskustannusten kasvuun. Arvioimme mukaan myyntikatteen heikentymisen taustalla oli myös toimialan tiukka hintakilpailu sekä Honkarakenteen myynnin rakenteessa tapahtuneet muutokset. Vaikka myyntikatteen vertailukelpoisuutta edeltäviin vuosiin heikentääkin poikkeuksellinen kustannusinflaatio, on suhteellisen myyntikatteen laskutrendi ollut selkeä. Esimerkiksi vuosia 2013-2022 edeltäneen kymmenen vuoden ajanjaksolla Honkarakenteen myyntikate oli keskimäärin noin 41 %.

Liikevaihto kasvoi vauhdilla 2016 - 2022



Myyntikate-% kehitys



Taloudellinen kehitys ja tilanne 2/3

Yhtiö ei ole pystynyt sopeuttamaan kulurakennetta laskeneisiin volyymeihin

Honkarakenteen tuottavuudessa nähtiin merkittävä parantuminen 2010-luvun aikana. Vuodesta 2013 aina vuoteen 2022 asti liikevaihto kasvoi 50 %:lla, kun operatiiviset kulut samalla laskivat 15 %:lla laskelmiemme mukaan. Henkilöstökulujen ja liiketoiminnan muiden kulujen osuus liikevaihdosta laski vuoden 2013 noin 37 %:n tasosta noin 21 %:iin. Kulurakenteen tehostumisessa merkittävää roolia on näytellyt arviomme mukaan vuonna 2013 tehty päätös Alajärven tehtaan sulkemisesta ja tuotannon järjeistamisestä.

Vaikka yhtiö pystyi parantamaan tehokkuuttaan merkittävästi, on vuosina 2023-2024 nähty volyymien lasku kasvattanut kulujen suhteellista osuutta liikevaihtoon nähden. Honkarakenne on sopeuttanut muun muassa henkilöstöään vastaamaan nykyistä markkinatilannetta. Henkilöstön määrä oli vuonna 2022 vielä keskimäärin 190 työntekijää kun sen vuonna 2024 oli enää 157. Yhtiön henkilöstökustannukset tippuivat samalla tarkastelujaksolla lähes 30 %. Irtisanomisten lisäksi Honkarakenne on joutunut lomauttamaan henkilöstöään. Viimeisimpänä marras-joulukuussa 2025 toteutettujen muutosneuvotteluiden kautta yhtiö saavuttaa vuoden 2026 aikana noin 1,1 MEUR:n henkilökulusäästöt. Irtisanomisten lisäksi lomautuksia voidaan toteuttaa edelleen vuoden 2026 ja alkuvuoden 2027 aikana.

Nettokäyttöpääoma edelleen negatiivinen

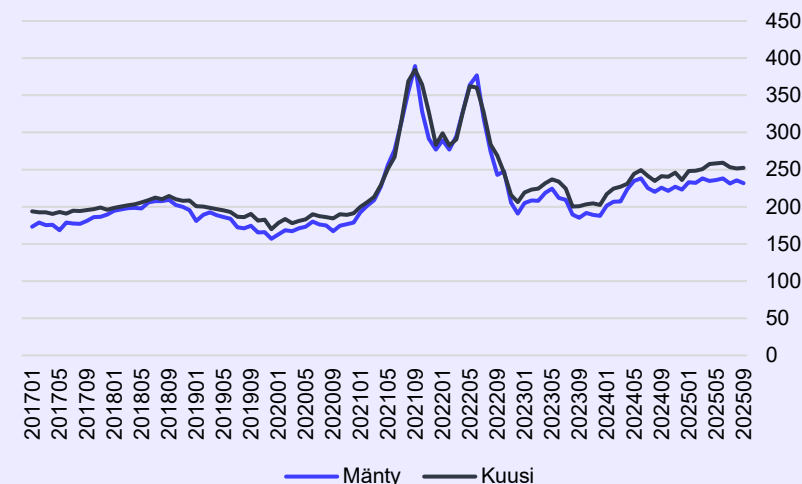
Kuten totesimme aiemmin, Honkarakenteen nettokäyttöpääoma on tyypillisesti negatiivinen asiakkailta saatavien ennakkomaksujen johdosta. Nettokäyttöpääoman

suhde liikevaihtoon on vuosien saatossa vaihdellut 0 ja -10 % välillä, vuonna 2024 suhde oli -3 %. Lähihistoriassa Honkarakenteen käyttöpääoman hallinta tehostui vuosien saatossa selvästi, sillä nettokäyttöpääoman suhde liikevaihtoon laski vuoden 2013 noin -2 %:sta jopa -9 %:iin. Muutosta selittää vaihto-omaisuuden ja myynti- ja muiden saamisten hallinnan tehostuminen sekä hyvin kehittynyt liiketoiminta. Liiketoiminnallisesti heikompien vuosien 2023-2024 aikana luku nousi jälleen -2-3 %:iin, mutta arvioimme tilanteen normalisoituessa luvun asettuvan 4-5 % negatiiviseksi.

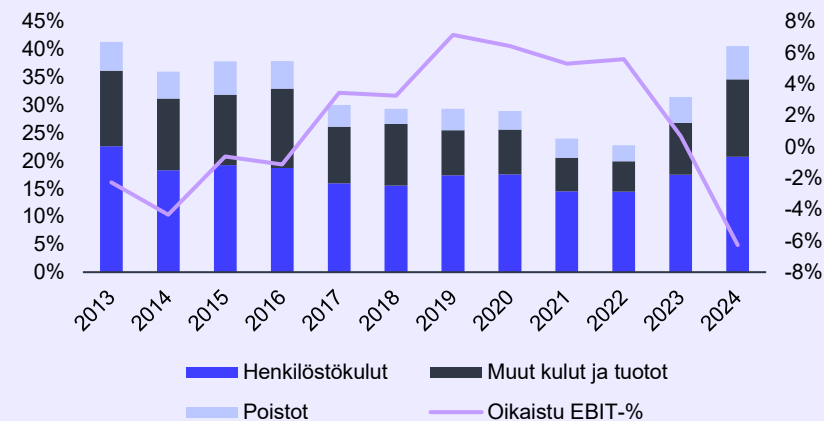
Honkarakenne on yltänyt erittäin korkeisiin pääoman tuottoihin

Paremmän syklin myötä Honkarakenteen vahva tuloksentekokyky vuosina 2019-2022 näyttäytyi myös korkeina pääoman tuottoina. Yhtiön sijoitetun pääoman tuotto (ROIC) on vuosina 2013-2024 ollut keskimäärin noin 9 %:n tasolla. Yhtiön sijoitetun pääoman tuotto nousi huippuunsa vuonna 2022 ollen noin 40 %. Negatiivisen tuloskehityksen myötä ROIC on kuitenkin laskenut negatiiviseksi vuosina 2023-2024. Pitkällä aikavälillä yhtiön ROIC on jäänyt hieman käyttämästämme pääoman keskikustannuksesta (WACC 10,5 %). Toisaalta kun huomioidaan vain katsauskauden positiiviset noteeraukset, ROIC on ollut erittäin korkealla noin 26 %:n tasolla, ylittäen selvästi pääoman kustannuksen. Luvuista huomataan, että Honkarakenteen liiketoiminta sitoo varsin maltillisesti pääomia ja tarjoaa täten hyvällä tulokunnolla hyviä tuottoja pääomille.

Sahatavaran vientihinta Suomesta (EUR/m³)



Kulurakenne ja EBIT, % liikevaihdosta



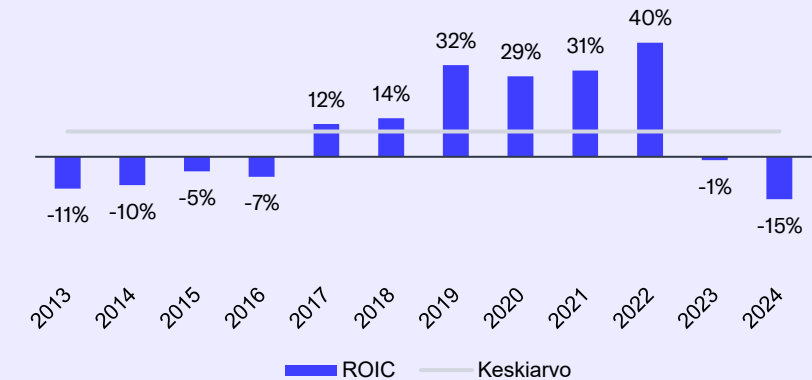
Taloudellinen kehitys ja tilanne 1/3

Nettokassa on huvennut heikkojen vuosien aikana

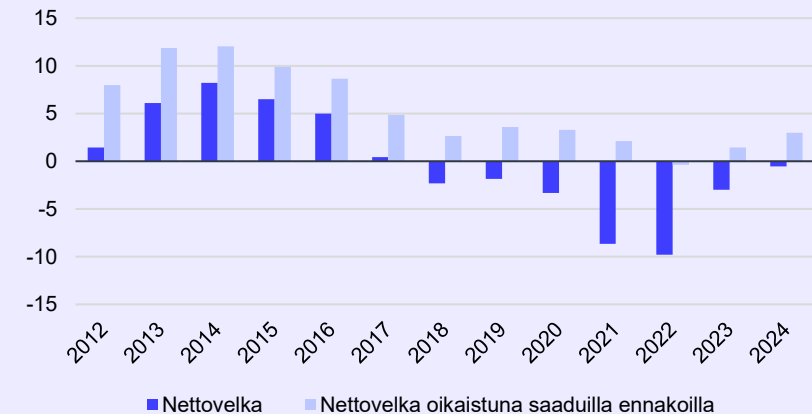
Viimeisten kahden vuoden heikon operatiivisen kannattavuuden ja kassavirran myötä Honkarakenteen taseasema on hieman heikentynyt edeltävien vuosien erittäin vahvoilta tasoilta. Vuoden 2024 lopussa yhtiöllä oli 0,5 MEUR:n nettokassa. Kassan lisäksi yhtiöllä oli tilikauden lopussa käytössä 3,0 MEUR:n tililimiitti joka oli kokonaisuudessaan nostamatta. Nettokassa kävi korkeimmillaan vuonna 2022 lähes 10 MEUR:ssa, toisaalta vielä vuonna 2014 yhtiöllä oli yli 8 MEUR:n nettovelat. Honkarakenteen nettovelkaa tarkastellessa on hyvä huomioida että siihen sisältyy iso määrä saatuja ennakoita. Oikaistuna saaduilla ennakoilla yhtiön nettovelka oli tilikauden 2024 lopussa laskelmiemme mukaan noin 3,0 MEUR:n tasolla.

Heikoista viime vuosista huolimatta yhtiön taseen tunnusluvut ovat yleisesti yhä vahvalla tasolla. Yhtiön omavaraisuusaste oli vuoden lopussa edelleen 60 %:n tasolla. Hirsitaloteollisuuden syklinen luonne ja negatiivinen käyttöpääomarakenne huomioiden pidämme vahvaa tasetta liiketoiminnassa hyvänä lähtökohtana. Honkarakenteen liiketoiminnan luonne huomioiden on mielestämme äärimmäisen tärkeää, että hyvän suhdanteen aikana kerrytetään puskuria omaan taloudelliseen tilanteeseen, jotta selvittää heikommasta suhdanteesta.

Myönteinen markkinaympäristö mahdollistaa yhtiölle vahvan pääomantuoton



Nettovelan kehitys (MEUR)



Ennusteet 1/3

Ennustemalli

Mallinamme Honkarakenteen liikevaihdon kehitystä lyhyellä aikavälillä tilauskannan perusteella ja keskipitkällä aikavälillä arvioidun markkinakasvun sekä markkinaosuuskehityksen pohjalta. Lyhyen ja keskipitkän aikavälin kannattavuuskehityksen arvioinnissa mallinamme yhtiön myyntikatteen ja operatiivisen kulurakenteen kehitystä. Pitkän aikavälin ennusteemme pohjautuvat arvioihimme markkinan pidemmän aikavälin kasvuvauhdista ja Honkarakenteen kestävästä kannattavuustasosta.

Lyhyen aikavälin näkymät edelleen heikot

Honkarakenteen ja koko hirsitaloteollisuuden näkymät ovat edelleen heikot vuodelle 2025 kuten aiemmin kuvasimme. Käsityksemme mukaan hirrestä valmistettujen omakotitalojen myynti on ollut edelleen vuonna 2025 laskussa kun taas vapaa-ajan rakennusten myynti on saanut pontta uudesta rakennuslaista joka astui vuoden alussa voimaan. Sen myötä alle 30 neliön kokoisia piharakennuksia kuten hirsisaunoja saa rakentaa ilman rakennuslupaa. Uskomme kuitenkin omakotitalojen sekä yli 30 neliön kokoisten hirsimökkien olevan Honkarakenteen kannalta tärkeämpi segmentti. Lisäksi käsityksemme mukaan pienemmän kokoluokan mökit sekä saunat ovat yhtiölle katapultiaaliltaan matalampaa tuotantoa.

Myös viennin osalta yhtiö kohtaa yhä lyhyellä aikavälillä vastatuulta. Yhtiölle tärkeällä Japanin markkinalla viranomaisvaatimukset ovat hidastaneet kaupankäyntiä. Yhtiö ei odota tähän dynamiikkaan lyhyellä aikavälillä ratkaisua. Rakentamisen markkinatilanne Euroopassa on jatkunut yleisesti heikkona. Heikko kehitys on näkynyt myös Honkarakenteen toiminnassa, sillä Saksaa lukuun

ottamatta yhtiö on kamppaillut haasteellisessa markkinaympäristössä.

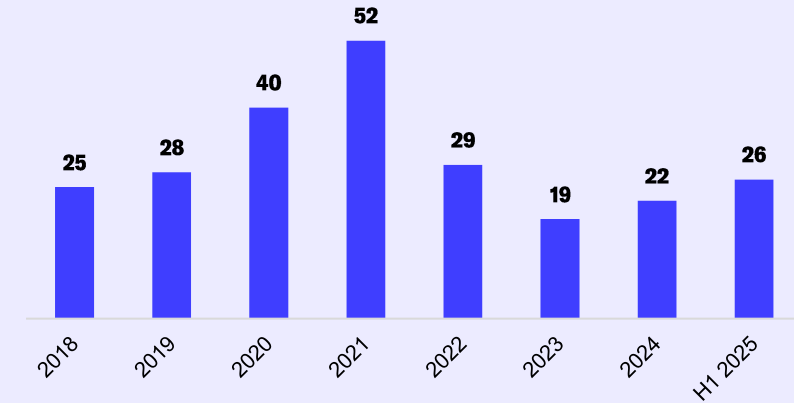
Vuoden 2025 tulos jää selvästi pakkaselle

Honkarakenne laski joulukuussa ohjeistustaan vuodelle 2025. Uuden ohjeistuksen mukaan Honkarakenne arvioi konsernin vuoden 2025 liikevaihdon olevan 37–38 MEUR ja liiketuloksen asettuvan -3,8 – -3,4 MEUR:n välille. Aiemmin yhtiö arvioi liikevaihdon olevan 38–45 MEUR ja liiketuloksen -2,6 – +0,0 MEUR. Pehmeäksi jääneen ensimmäisen vuosipuoliskon jäljiltä yhtiölle jäi vuoden jälkimmäiselle puoliskolle selvästi kirittävää.

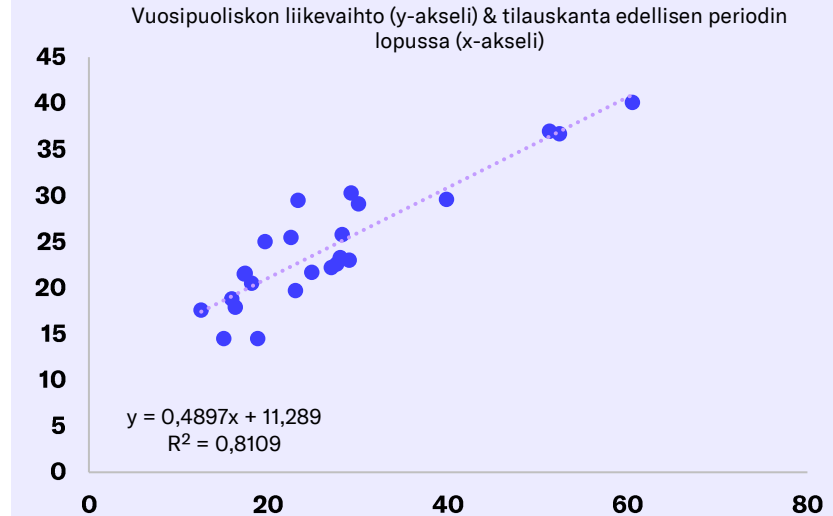
Alkuvuonna myyntikate laski poikkeuksellisen alhaiselle 28,7 %:n tasolle johtuen kotimaan toimitusten suuresta osuudesta sekä talvikauden asennuskampanjoista. Kotimaan liiketoiminnan heikompi kannattavuus selittyy pääosin kireällä hintakilpailulla, joka on seurausta markkinan heikosta volyymikehityksestä. Tilannetta on entisestään haastanut rakennuslain muutos, joka on ohjannut kysyntää pieniin vapaa-ajanrakennuksiin, kun taas omakotitalomarkkinan kysyntä on pysynyt vaimeana. Tämän seurauksena kotimaassa kysyntä on käsityksemme mukaan painottunut saunamökkeihin, joiden myyntikatteen ovat alempia eivätkä ne ole yhtiön fokuksessa.

Negatiivisen tulosvaroituksen myötä liikevaihtoennusteen keskikohta laski noin 10 prosenttia verrattuna aiempaan, vastaavasti liikevoitto painuu odotettua syvemmälle tappiolle. Tulosvaroituksen syynä on asiakkaiden lupa- ja rahoitusehtojen pitkittyminen, minkä seurauksena vuoden viimeiseltä neljännekseltä on siirtynyt toimituksia alkukevään 2026 tuotanto- ja toimitusviikoille.

Tilauksen kehitys (MEUR)



Tilaukanta ennustaa hyvin seuraavan 6 kk:n liikevaihdon



Ennusteet 2/3

Ongelmat koskevat ymmärtääksemme pääosin yhtiön vientiä, jossa projektitoimitukset ovat keskeisessä roolissa. Syvenevä liiketappio selittyy volyymin laskulla, ja kannattavuutta painaa lisäksi se, että viennin kannattavuus on tyypillisesti ollut kotimaan liiketoimintaa korkeampaa. Laskimme aiemmin ennusteita kuluvan vuoden toisen vuosipuoliskon osalta ja ennusteemme ovat linjassa päivitettyyn ohjeistukseen (2025 liikevaihto 37,5 MEUR, liikevoitto -3,6 MEUR).

Yhtiön absoluuttiset rahoituskulut säilyvät vähäisestä velkamäärästä johtuen matalina ja osakkuusyhtiötuloksen sekä verojen jälkeen odotamme nettotuloksen asettuvan -3 MEUR:n tasolle. Osinkoa emme odota yhtiön jakavan heikon tulokunnon vuoksi.

Osin ajoitukselliset tekijät tukevat kasvua 2026

Yhtiön tilauskannan arvioimme asettuvan vuoden 2025 lopussa 23 MEUR:n tuntumaan, mikä merkitsee maltillista kasvua edellisvuodesta. Taso jää ennusteissamme karkeasti 11 % ensimmäisen vuosipuoliskon lopun tilauskannasta. Kuten havainnollistimme aiemmin, kotimaan pientalo sekä vapaa-ajan asuntojen rakennusluvut sekä aloitukset ovat pysyneet yhä matalalla tasolla vuoden 2025 toisella puoliskolla. Toisaalta vuoden lopun tilauskantaa tukevat toimitusten siirtymiset vuodelle 2026. Kotimaan markkinan osalta emme odota merkittävää piristymistä vuoden 2026 ensimmäisellä vuosipuoliskolla. Arvioimme kuitenkin liikevaihdon kasvun jatkuvan vahvana vuoden 2026 alkupuoliskolla, tukenaan vuoden 2025 lopun ennusteissamme vertailukautta hieman korkeampi tilauskanta sekä joulukuulta siirtyvät toimitukset. Emme kuitenkaan ennusta tilauskannan kasvavan merkittävästi alkuvuoden 2026 aikana. Koko vuodelle 2026 ennustamme nyt noin 17 %:n liikevaihdon kasvua noin 44 MEUR:oon. Laskeneesta liikevaihdon ennusteesta

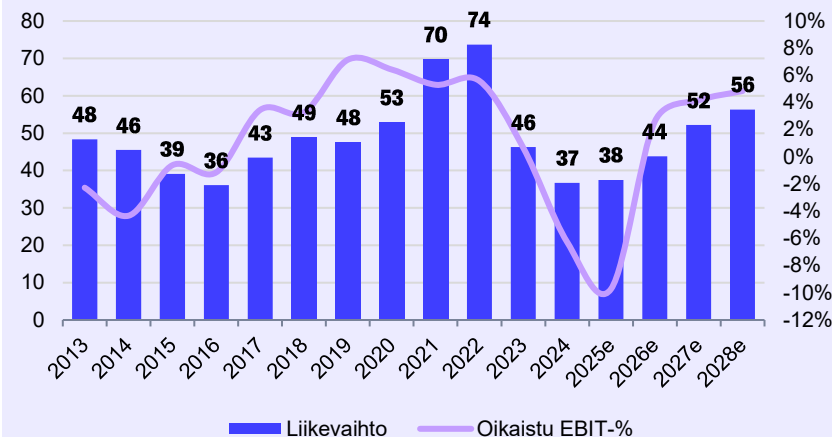
huolimatta odotamme Honkarakenteen liikevoiton nousevan positiiviseksi vuonna 2026 (2026e EBIT 1,1 MEUR, aik. 1,6 MEUR). Kannattavuutta tukee ennusteissamme volyymikasvu, tehdyt tehostustoimet sekä myyntikatteen paraneminen. Yhtiön päättäneiden muutosneuvotteluiden myötä olemme laskeneet ennusteitamme henkilöstömäärästä vuodelle 2026. Myyntikatteen osalta odotamme paranevaa kehitystä etenkin verrattuna vuoden 2025 ensimmäisen vuosipuoliskon historiallisen alhaiseen myyntikatteeseen. Myyntikatteen positiivista kehitystä ajaa ennusteissamme etenkin viennin kasvava osuus.

Rahoituskulujen odotamme pysyvän edelleen matalalla tasolla. Nettotuloksen arvioimme kääntyvän myös positiiviseksi, ja ennustamme sen nousevan noin 0,8 MEUR:oon vuonna 2026.

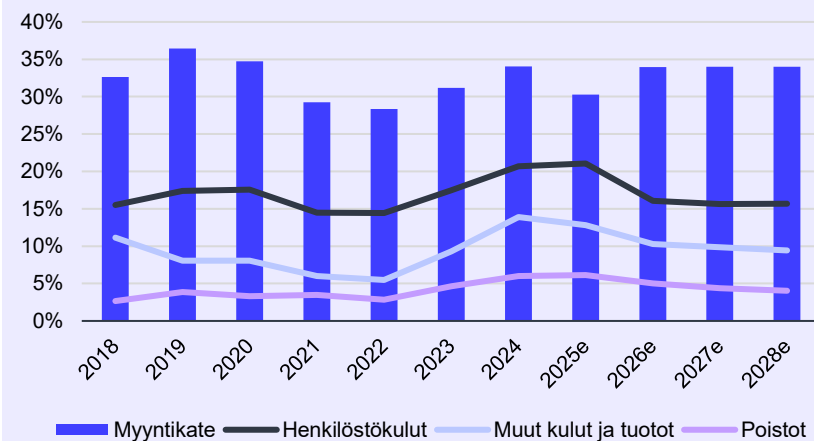
Yhtiö ponnistaa suhdannekuopasta 2027-2028

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. Oikaistun EBIT-marginaalin odotamme volyymikasvun sekä tehtyjen tehostustoimien näkyessä luvuissa täysimääräisesti kipuavan lähes 5 %:n tasolle vuoteen 2028 mennessä. Taso on matalampi kuin kuumimpina vuosina nähtiin, mikä selittyy alhaisemman volyymin lisäksi hyväkatteisen Venäjäviennin poisjäämisellä. Tuloslaskelman rahoituserissä ennustamme korkokustannusten pysyvän tulevana vuosina viime vuosien tasolla. Näin ollen kannattavuuden paraneminen heijastuu suoraan osakekohtaisen tuloksen kasvuna.

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Myyntikate, OPEX ja poistot (% liikevaihdosta)



Ennusteet 3/3

Pitkän aikavälin ennusteet

Vuodesta 2028 eteenpäin odotamme Honkarakenteen liikevaihdon kasvavan noin 2-4 %:n vuosivauhtia. Odotamme vuonna 2030 yhtiön liikevaihdon saavuttavan noin 66 MEUR:n tason. Pitkän aikavälin ennustamamme kasvutahti on vuosina 2012-2022 (CAGR-% +5 %) nähtyä maltillisempaa ja myös absoluuttisesti liikevaihdon taso jää huippuvuosien tasosta (2022: 75 MEUR).

Venäjän liiketoiminnan poistuman sekä mielestämme 2020-luvun alun epänormaalin kuumen markkinan myötä paluu entisille tasoille on mielestämme lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä epätodennäköistä. Tason ylitys vaatisi mielestämme odotuksiamme merkittävämmän onnistumisen vientipanostuksissa. Emme pidä tätä poissuljettuna huomioiden yhtiön uudet avaukset viennissä ja esimerkiksi mahdollinen Ukrainan jälleenrakentamisen luoma kysyntä.

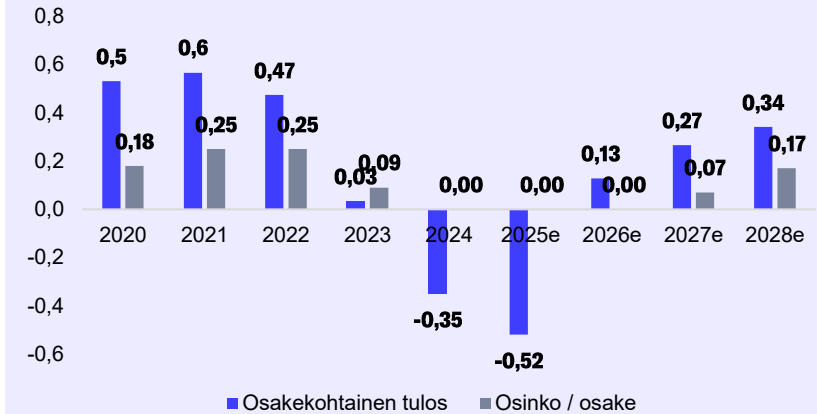
Hieman pidemmällä aikavälillä näemme puurakentamisen suosion kasvun tukevan koko toimialan kasvunäkymää ja lisäksi uskomme, että Honkarakenteella on myös jatkossa edellytyksiä ottaa pieniä markkinaosuusvoittoja vahvan brändinsä ansiosta. Tämä johtaa BKT:n tasoiseen tai jopa hieman vahvempaan kasvuun keskipitkällä aikavälillä. Terminaalissa kasvuennustemme laskee 2 %:n tasolle.

Odotamme yhtiön suhteellisen myyntikatteen säilyvän pidemmällä aikavälillä suhteellisen vakaalla noin 30 - 33 %:n tasolla ollen linjassa yhtiön historialliseen myyntikatetasoon. Myyntikatteen lisäksi odotamme operatiivisten kulujen skaalautuvan liikevaihdon kasvun myötä maltillisesti. Tätä mukaillen ennustamme yhtiön liikevoittomarginaalin olevan noin 4 %:n tasolla keskipitkällä

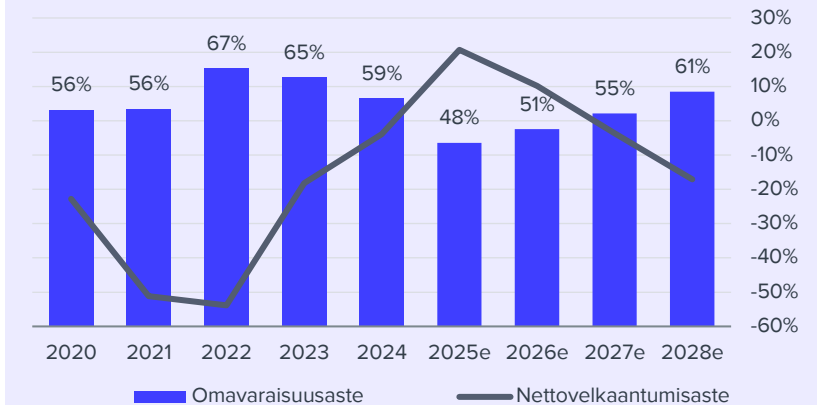
aikavälillä. Säilytämme terminaalissa liikevoittomarginaaliennustemme 3 %:n tasolla. Arviomme mukaan kannattavuus voi väliaikaisesti hyvän kysynnän mukana nousta selvästi ylikin ennustamamme tason, mutta yli syklin 3 %:n marginaalitaso vaikuttaa mielestämme realistiselta arviolta.

Huomautamme, että lähivuosien kannattavuustasoon ja ennusteisiin liittyy edelleen epävarmuutta heikon markkinan palautumisen aikataulun vuoksi. Lähivuosien marginaaliennusteisiimme sisältyy myös positiivisen yllätyksen mahdollisuus, mikäli yhtiö onnistuu kasvattamaan myyntiä omia odotuksiamme nopeammin ja/tai operatiiviset kulut joustavat odotuksiamme enemmän alaspäin.

Osakekohtainen tulos ja osinko



Taseen avainlukujen kehitys



Arvostus 1/3

Käännetarina hakee yhä konkretiaa

Kuluvan vuoden jäädessä suurilta osin väli vuodeksi painotamme arvonnäärityksessämme 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 toteutumista. Osakkeen odotuksiamme suurempi nousupotentiaali seuraavan vuoden aikana edellyttäisi ennusteitamme voimakkaampaa käännettä niin kotimarkkinalla kuin viennissäkin. Toisaalta merkittävämpää riskiä alaspäin rajaa näkemyksemme mukaan edelleen yhtiön vahva taseasema.

Arvonnääritysmenetelmät

Olemme tarkastelleet Honkarakenteen arvostusta DCF-mallin, historiallisten arvostuskertoimien sekä verrokkiyhtiöiden kautta. Suosimme arvonnäärityksessä erityisesti taserakenteen huomioon ottavaa EV/EBIT -kerrointa sekä nettotulospohjaista P/E-kerrointa. Lisäksi hyödynnämme tulosneutraalia liikevaihtopohjaista (EV/S) arvostusta sekä tasepohjaista P/B -kerrointa. Yhtiön kohdalla EV-kertoimiin vaikuttaa voimakkaasti yhtiön vahva kassapositio, jota tukevat asiakkailta saadut ennakkomaksut hankkeista. H1:n lopussa Honkarakenteen kassavarat olivat noin 5 MEUR. Yhtiön noin 16 MEUR:n markkina-arvoon suhteutettuna yhtiön kassapositio on

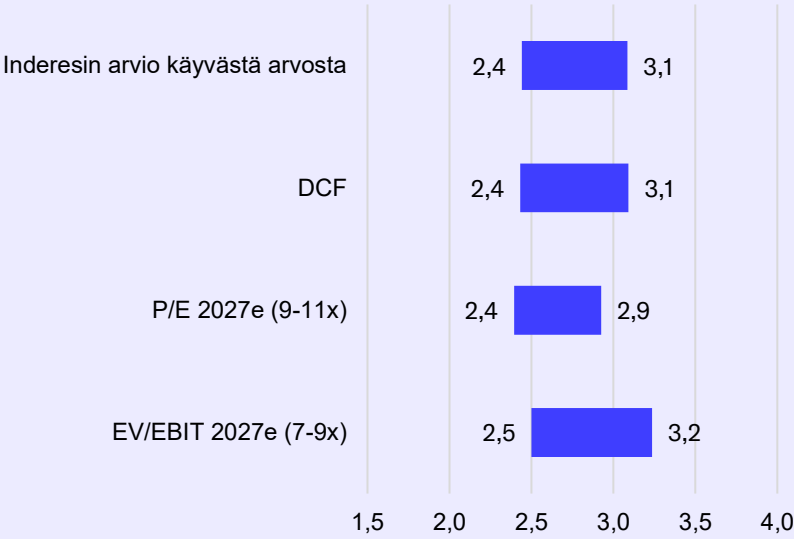
huomattavan suuri. Vahva kassapositio laskee EV-pohjaisia kertoimia, kun taas markkina-arvoon nojaavalla P/E kertoimella arvostus on korkeampi. Mielestämme vahva kassapositio tulee ottaa huomioon arvostuksessa, minkä vuoksi nojaamme ensisijaisesti EV-pohjaisiin kertoimiin. Toisaalta vahva kassapositio ei itsessään luo merkittävää arvoa, minkä takia hyväksyttävät kertoimemme säilyvät maltillisina.

Yhtiölle ei ole saatavissa laajaa relevanttia verrokkiryhmää. Muodostamamme verrokkiryhmä pitää sisällään pohjoismaisia asuntorakentajia ja kotimaisen rakennustuote-yhtiö LapWallin. Honkarakenteelle ei ole löydettävissä historiallisia eteenpäin katsovia arvostuskertoimia ja historiallisia arvostuskertoimia voidaan tarkastella vain toteutuneiden 12 kuukauden lukujen (LTM) kautta.

Historialliset arvostustasot

Honkarakenne on arvostettu 2016-2026 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. Poikkeuksellisen heikko markkinatilanne painaa yhtiön tulostasoa merkittävästi, minkä myötä hyväksymme lyhyellä aikavälillä haarukkaa korkeammat arvostuskertoimet.

Arvostuksen yhteenveto



Arvostus 2/3

Kuluvan vuoden kertoimet koholla

Vuonna 2025 tappiollisen tulostason vuoksi osakkeen tulos pohjaiset kertoimet ovat negatiiviset. Vuoden 2026 päivitettyillä ennusteillamme kertoimet nousevat korkealle tasolle (P/E 22x, EV/EBIT 16x). Toisaalta markkinan asteittain piristytessä ja yhtiön päästessä merkittävämpään tuloskasvuun ennusteissamme 2027, kertoimet laskevat neutraalimmalle tasolle (P/E 11x, EV/EBIT 8x). Liikevaihtopohjaisesti yhtiön arvostus on kohtuullisella tasolla jo vuoden 2026 ennusteillamme (EV/liikevaihto 0,4x).

Tasepohjaisesti tarkasteltuna Honkarakennetta hinnoitellaan 1,5-1,6x P/B kertoimella vuosille 2025 ja 2026. Näkemyksemme mukaan yhtiön tasepohjainen arvostus on korkea verrattuna historialliseen normalisoituun pääomantuottoon eikä puolla nousuvaraa osakkeeseen.

Verrokkiryhmän soveltuvuus yleisesti heikko

Honkarakenteelle on vaikea löytää hyviä listattuja verrokkiyhtiöitä. Muodostamamme verrokkiryhmä pitää sisällään pohjoismaisia asuntorakentajia ja kotimaisen rakennustuoteyhtiö LapWallin. Näillä yhtiöillä on näkemyksemme mukaan Honkarakenteen kanssa samankaltaisia kysyntäajureita, mutta koska verrokkit ovat pääosin täysiverisiä rakennusliikkeitä, ei vertailuryhmä tarjoa mielestämme kovin hyvää indikaatiota Honkarakenteen arvostukselle. Verrokkiryhmä arvostetaan vuoden 2026 konsensusennusteilla noin EV/EBIT-kertoimilla 12x. Vuodelle 2027 EV/EBIT kerroin laskee verrokkiryhmällä noin 11x tasolle kun taas Honkarakenteen arvostus neutralisoituu 8x EV/EBIT tasolle, joka tarjoaa huomattavan alennuksen verrokkiyhtiöihin nähden. Selkeästi eroavien liiketoimintamallien vuoksi emme kuitenkaan huomioi laajempaa verrokkiryhmää

arvonmäärittämisessämme.

Verrokkiryhmästä Honkarakenteelle parhaaksi vertailuyhtiöksi identifioitu mielestämme vuonna 2022 listautunut rakennustuoteyhtiö LapWall. LapWall valmistaa valtaosin puusta koostuvia seinä- ja kattoelementtejä, joita käytetään käytännössä kaikenlaisissa rakennuksissa aina pientaloista kerrostaloihin ja teollisuusrakennuksista kouluihin. Yhtiön liikevaihto oli vuonna 2024 noin 43,3 MEUR ja oikaistu liikevoitto 5,1 MEUR, vastaten 11,7 %:n liikevoittomarginaalia.

Käyttäen tämän hetken LapWallin EV/EBIT-kertoimia vuosille 2026-2027 Honkarakenteen osakkeen arvoksi muodostuisi noin 2,4-3,1 euroa joka on linjassa hahmottelemaamme käyvän arvon haarukkaan. 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 arvonmäärittämisessä erittäin maltillisen painoarvon.

Osinkotuotto jää tulevana vuosina matalaksi

Yhtiön tuloksen jäädessä ennusteissamme viime vuonna negatiiviseksi sekä tänä vuonna erittäin matalalle tasolle, emme odota osingonmaksua vuosien 2025-2026 tuloksesta. Ennustamme yhtiön palaavan osingonmaksajaksi vuodesta 2027 eteenpäin. Vaikka yhtiöllä ei olekaan virallista osingonjakopolitiikkaa, arviomme mukaan vuosien 2019-2022 operatiivisesti vahvojen vuosien osingonjakosuhte (noin 30-50 % raportoidusta tuloksesta) voi toimia suuntaa antavana viitekehyksenä osingonjaolle silloin, kun tulostaso on positiivinen.

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	2,86	2,86	2,86
Markkina-arvo	17	17	17
Yritysarvo (EV)	19	18	16
P/E (oik.)	neg.	22,4	10,8
P/B	1,6	1,5	1,3
EV/Liikevaihto	0,5	0,4	0,3
EV/EBITDA	neg.	5,2	3,7
EV/EBIT (oik.)	neg.	15,7	7,5
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	26,3 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	2,4 %

Lähde: Inderes

Arvostus 3/3

Kassavirtamallin käypä arvo tukee tavoitehintaa

Näemme DCF-mallin olevan jokseenkin käyttökelpoinen Honkarakenteen arvonnäärityksessä, 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-arvonnäärityksessä Honkarakenteelle 10,7 % oman pääoman tuottovaatimusta. Tavoitepääomarakenteen osalta olemme asettaneet velkaantuneisuusasteen 0 % tasolle ja tästä johtuen koko pääoman painotettu keskimääräinen tuottovaatimus (WACC) on yhdenmukainen oman pääoman tuottovaatimuksen kanssa.

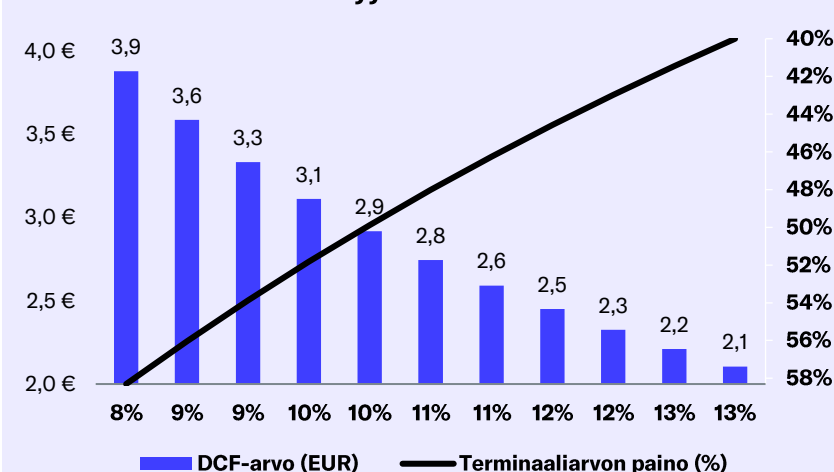
DCF-mallimme indikoi Honkarakenteen osakekannan arvoksi 16,2 MEUR eli 2,7 euroa per osake. Herkkyystarkastelun perusteella 1,0 %-yksikköä matalammalla tuottovaatimuksella (WACC) osakkeen arvo olisi noin 3,1 euroa. Vastaavasti 1,0 %-yksikköä nykyistä korkeampi tuottovaatimus johtaisi DCF-mallissamme noin 2,4 euron arvoon.

Arvostuksen yhteenveto

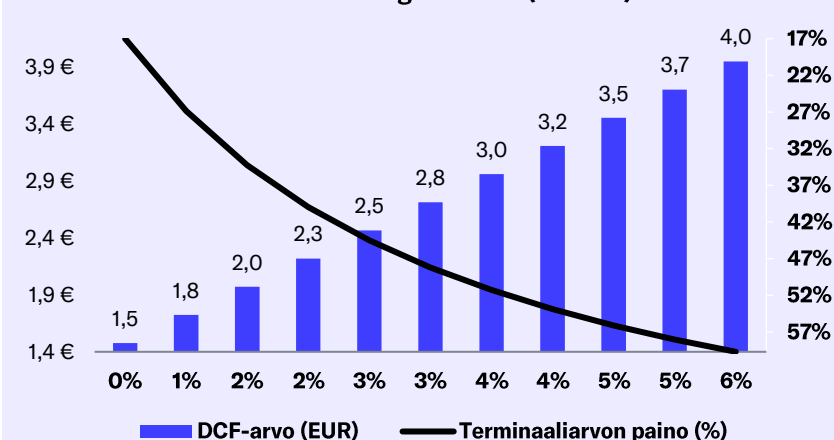
Käyttämiemme arvostusmenetelmien perusteella Honkarakenteen osakkeen käypä arvo asettuu 2,4 – 3,1 euron tasolle. Tulostason jäädessä kuluvana vuonna ennusteissamme vaatimattomalle tasolle arvostus nojaa yhtiön pidemmän aikavälin potentiaaliin. Arviomme

osakkeen käyvästä arvosta vastaa karkeasti hyväksymämme kerroinhaarukan soveltamista vuoden 2027 liikevoitto- ja tulosennusteisiimme. Arvostustamme tukee DCF-mallimme, jonka indikoima käypä arvo on linjassa tavoitehinnan kanssa.

DCF-arvon herkkyyys muutoksille WACC-%:ssa



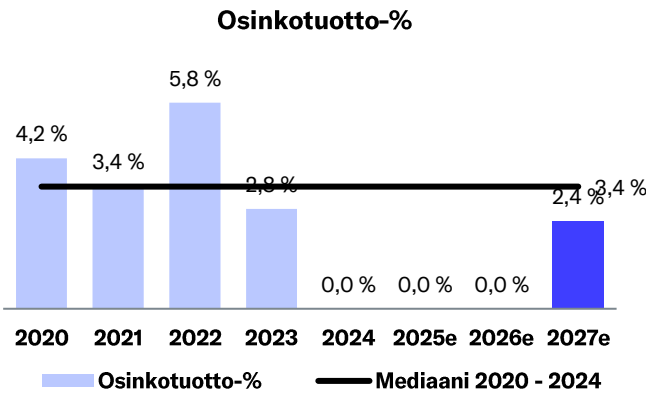
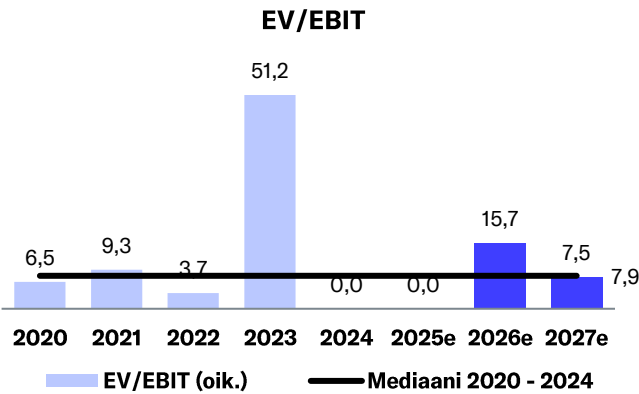
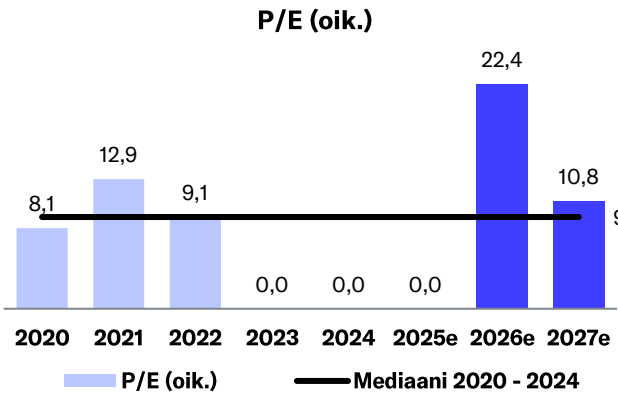
DCF-arvon herkkyyys muutoksille terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	4,28	7,32	4,34	3,22	2,32	2,86	2,86	2,86	2,86
Markkina-arvo	25	43	26	19	14	17	17	17	17
Yritysarvo (EV)	22	34	16	16	13	19	18	16	14
P/E (oik.)	8,1	12,9	9,1	>100	neg.	neg.	22,4	10,8	8,4
P/B	1,7	2,5	1,4	1,1	1,0	1,6	1,5	1,3	1,2
EV/Liikevaihto	0,4	0,5	0,2	0,3	0,4	0,5	0,4	0,3	0,3
EV/EBITDA	4,5	5,6	2,5	7,5	neg.	neg.	5,2	3,7	2,9
EV/EBIT (oik.)	6,5	9,3	3,7	51,2	neg.	neg.	15,7	7,5	5,3
Osinko/tulos (%)	37,5 %	44,1 %	52,7 %	neg.	0,0 %	0,0 %	0,0 %	26,3 %	50,0 %
Osinkotuotto-%	4,2 %	3,4 %	5,8 %	2,8 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	2,4 %	6,0 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e
Bonava	348	696	8,2	6,3	8,2	6,3	0,7	0,5	8,7	5,8			0,5
JM	865	1821	25,4	17,5	25,5	17,6	1,7	1,4	18,4	11,8	2,7	4,0	1,1
LapWall	61	72	12,8	8,7	7,9	6,3	1,3	1,1	14,7	9,9	5,2	6,9	3,2
Peab	2412	3425	12,8	11,7	8,2	7,7	0,6	0,5	11,7	10,6	4,4	4,8	1,4
YIT	750	1650	18,9	14,4	14,8	12,0	0,9	0,8	46,2	17,0	0,3		1,0
Honkarakenne (Inderes)	17	19	-5,2	15,7	-14,2	5,2	0,5	0,4	-5,5	22,4	0,0	0,0	1,6
Keskiarvo			16,5	11,7	13,2	9,8	0,9	0,8	18,0	10,3	3,2	4,8	1,3
Mediaani			15,8	11,7	11,4	8,3	0,8	0,7	13,2	10,3	3,6	4,4	1,0
Erotus-% vrt. mediaani			-133 %	34 %	-225 %	-37 %	-33 %	-38 %	-142 %	118 %	-100 %	-100 %	52 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	H1'24	H2'24	2024	H1'25	H2'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	46,3	14,5	22,2	36,7	16,7	20,8	37,5	43,8	52,2	56,3
Käyttökate	2,1	-1,6	1,5	-0,1	-1,7	0,4	-1,3	3,4	4,5	5,0
Poistot ja arvonalennukset	-2,2	-1,1	-1,2	-2,3	-1,1	-1,2	-2,3	-2,3	-2,3	-2,3
Liikevoitto ilman kertaeriä	0,3	-2,7	0,4	-2,3	-2,8	-0,8	-3,6	1,1	2,2	2,7
Liikevoitto	-0,1	-2,7	0,3	-2,4	-2,8	-0,8	-3,6	1,1	2,2	2,7
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	-2,9	-0,9	-3,8	0,9	2,0	2,5
Verot	0,0	0,6	-0,2	0,4	0,6	0,2	0,8	-0,2	-0,4	-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	-2,3	-0,8	-3,1	0,8	1,6	2,0
EPS (oikaistu)	0,03	-0,46	0,11	-0,35	-0,39	-0,13	-0,52	0,13	0,27	0,34
EPS (raportoitu)	-0,04	-0,46	0,09	-0,37	-0,39	-0,13	-0,52	0,13	0,27	0,34

Tunnusluvut	2023	H1'24	H2'24	2024	H1'25	H2'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	-37,2 %	-37,0 %	-4,7 %	-20,7 %	15,2 %	-6,3 %	2,2 %	16,9 %	19,0 %	8,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-92,6 %	#####	566,7 %	-841,9 %	3,7 %	-311,4 %	59 %	-131 %	89 %	26 %
Käyttökate-%	4,6 %	-11,0 %	6,8 %	-0,3 %	-10,2 %	1,7 %	-3,6 %	7,9 %	8,5 %	8,9 %
Oikaistu liikevoitto-%	0,7 %	-18,6 %	1,8 %	-6,3 %	-16,8 %	-4,1 %	-9,7 %	2,6 %	4,2 %	4,8 %
Nettotulos-%	-0,5 %	-18,6 %	2,4 %	-5,9 %	-13,8 %	-3,6 %	-8,2 %	1,7 %	3,0 %	3,6 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	14,7	14,6	14,5	14,4	14,4
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	11,6	11,5	11,5
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	11,4	12,1	14,1
Vaihto-omaisuus	5,3	4,5	4,3	4,8	5,5
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	3,8	2,6	2,6	2,8	3,4
Likvidit varat	6,3	4,9	4,5	4,4	5,2
Taseen loppusumma	30,0	26,7	25,9	26,5	28,5

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	16,5	13,7	10,6	11,4	13,0
Osakepääoma	9,9	9,9	9,9	9,9	9,9
Kertyneet voittovarot	2,6	-0,9	-4,0	-3,2	-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	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	5,8	5,4	4,8
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	5,5	5,1	4,4
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	9,5	9,7	10,7
Korolliset velat	0,8	0,8	1,2	0,5	0,3
Lyhytaikaiset korottomat velat	9,9	8,2	8,3	9,2	10,4
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	30,0	26,7	25,9	26,5	28,5

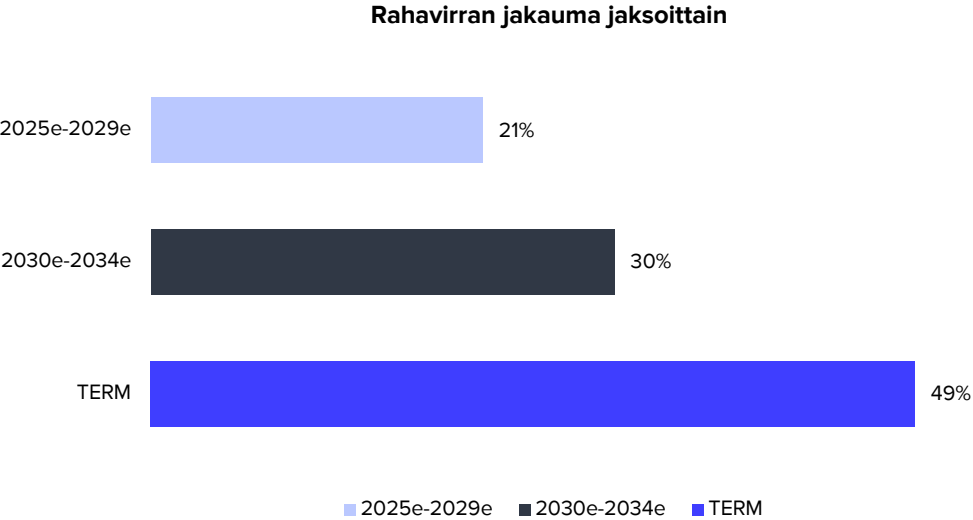
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-20,7 %	2,2 %	16,9 %	19,0 %	8,0 %	4,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	-6,5 %	-9,7 %	2,6 %	4,2 %	4,8 %	4,5 %	4,2 %	4,2 %	4,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %
Liikevoitto	-2,4	-3,6	1,1	2,2	2,7	2,6	2,5	2,6	2,5	1,9	2,0	
+ Kokonaispoistot	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	
- Maksetut verot	0,0	0,8	-0,2	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-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	0,2	0,2	0,2	0,0	0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	
Operatiivinen kassavirta	0,1	-0,4	3,4	4,0	4,9	4,4	4,4	4,4	4,3	3,9	3,9	
+ 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	-2,3	-2,3	-2,3	-2,3	-2,4	-2,4	-2,3	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-1,7	-2,6	1,2	1,8	2,6	2,2	2,0	2,0	2,0	1,5	1,6	
+/- 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	-2,6	1,2	1,8	2,6	2,2	2,0	2,0	2,0	1,5	1,6	18,9
Diskontattu vapaa kassavirta		-2,6	1,1	1,5	1,9	1,4	1,2	1,1	1,0	0,7	0,7	7,7
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		15,6	18,3	17,2	15,7	13,8	12,3	11,1	10,0	9,0	8,3	7,7
Velaton arvo DCF		15,6										
- Korolliset velat		-4,4										
+ Rahavarat		4,9										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		16,2										
Oman pääoman arvo DCF per osake		2,7										

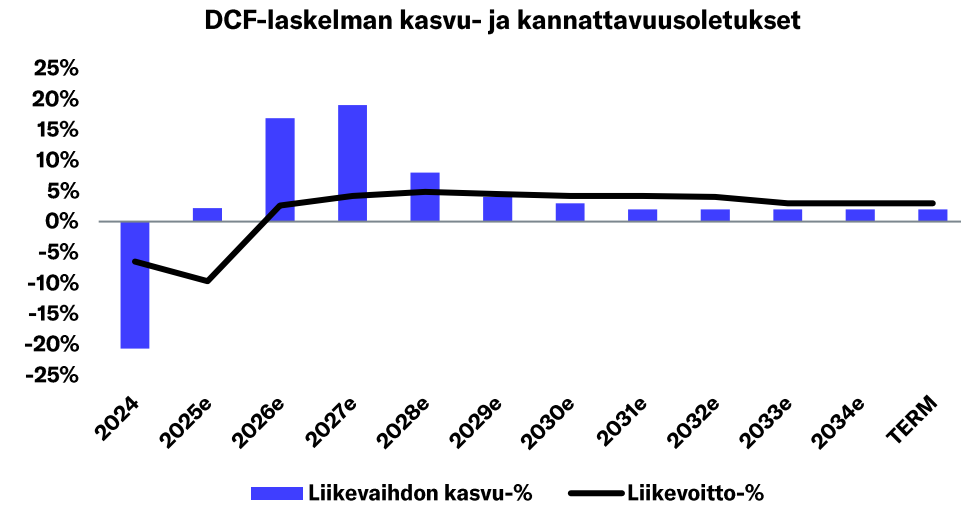
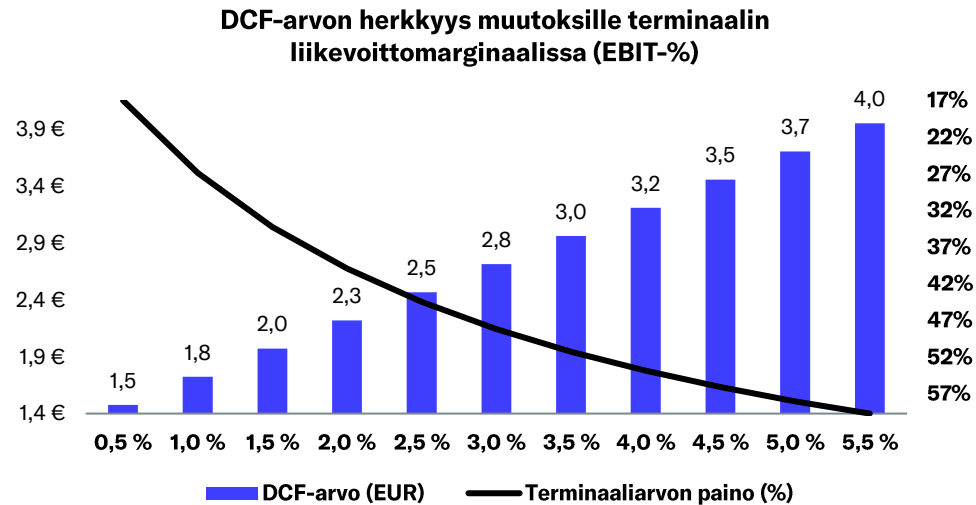
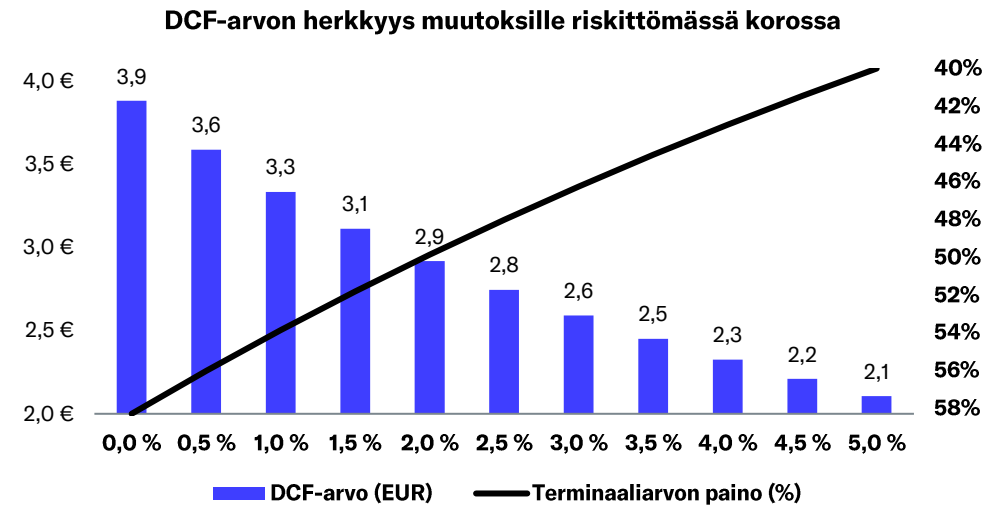
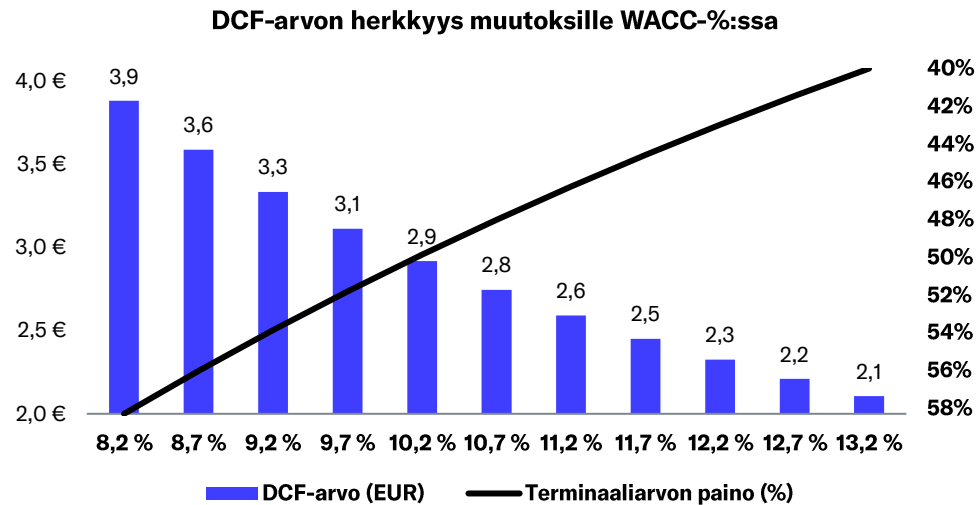
Pääoman kustannus (WACC)

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 %
Oman pääoman kustannus	10,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,7 %

Lähde: Inderes



DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina



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

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	73,7	46,3	36,7	37,5	43,8
Käyttökate	6,3	2,1	-0,1	-1,3	3,4
Liikevoitto	4,2	-0,1	-2,4	-3,6	1,1
Voitto ennen veroja	3,6	-0,3	-2,6	-3,8	0,9
Nettovoitto	2,8	-0,2	-2,2	-3,1	0,8
Kertaluontoiset erät	0,0	-0,4	-0,1	0,0	0,0

Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	36,6	30,0	26,7	25,9	26,5
Oma pääoma	18,2	16,5	13,7	10,6	11,4
Liikearvo	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Nettovelat	-9,8	-3,0	-0,5	2,2	1,2

Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e
Käyttökate	6,3	2,1	-0,1	-1,3	3,4
Nettokäyttöpääoman muutos	-1,0	-3,9	0,2	0,2	0,2
Operatiivinen kassavirta	4,7	-2,0	0,1	-0,4	3,4
Investoinnit	-1,5	-3,1	-1,9	-2,2	-2,2
Vapaa kassavirta	3,2	-5,2	-1,7	-2,6	1,2

Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e
EV/Liikevaihto	0,2	0,3	0,4	0,5	0,4
EV/EBITDA	2,5	7,5	neg.	neg.	5,2
EV/EBIT (oik.)	3,7	51,2	neg.	neg.	15,7
P/E (oik.)	9,1	>100	neg.	neg.	22,4
P/B	1,4	1,1	1,0	1,6	1,5
Osinkotuotto-%	5,8 %	2,8 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
EPS (raportoitu)	0,47	-0,04	-0,37	-0,52	0,13
EPS (oikaistu)	0,47	0,03	-0,35	-0,52	0,13
Operat. Kassavirta / osake	0,80	-0,34	0,02	-0,07	0,58
Operat. Vapaa kassavirta / osake	0,55	-0,88	-0,30	-0,44	0,20
Omapääoma / osake	3,09	2,80	2,33	1,81	1,93
Osinko / osake	0,25	0,09	0,00	0,00	0,00

Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	6 %	-37 %	-21 %	2 %	17 %
Käyttökatteen kasvu-%	3 %	-66 %	-105 %	1246 %	-356 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	14 %	-93 %	-842 %	59 %	-131 %
EPS oik. kasvu-%	-16 %	-93 %	-1184 %	48 %	-125 %
Käyttökate-%	8,5 %	4,6 %	-0,3 %	-3,6 %	7,9 %
Oik. Liikevoitto-%	5,7 %	0,7 %	-6,3 %	-9,7 %	2,6 %
Liikevoitto-%	5,7 %	-0,2 %	-6,5 %	-9,7 %	2,6 %
ROE-%	15,9 %	-1,2 %	-14,3 %	-25,1 %	6,8 %
ROI-%	20,8 %	-0,4 %	-12,9 %	-20,6 %	6,7 %
Omavaraisuusaste	67,0 %	64,6 %	59,2 %	47,6 %	51,2 %
Nettovelkaantumisaste	-53,8 %	-18,2 %	-3,9 %	20,7 %	10,1 %

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 sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn 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 yhtiökohtaista ja subjektiivista. Siten eri osakkeilla samansuuruiset 12 kk kokonaistuotto-odotukset voivat johtaa eri suosituksiin eikä eri osakkeiden suosituksia ja 12 kk kokonaistuotto-odotuksia tule verrata keskenään. Tuotto-odotuksen vastapuolena toimii sijoittajan Inderesin näkemyksen mukaan ottama riski, joka vaihtelee voimakkaasti eri yhtiöiden ja tilanteiden välillä. Korkea tuotto-odotus ei siis välttämättä johda positiiviseen suositukseen riskien ollessa poikkeuksellisen suuria, eikä matala tuotto-odotus johda vastaavasti negatiiviseen suositukseen riskien ollessa Inderesin näkemyksen mukaan maltillisia.

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes 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 €



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.**