

HONKARAKENNE

27.08.2026 07.50 EEST



Atte Jortikka, Analyttikko
+358 40 054 3725
atte.jortikka@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
YHTIÖRAPORTTI



Kello käy kääntein suhteen

Honkarakenteen heikot ensimmäisen vuosipuoliskon luvut eivät tulleet yllätyksenä viime viikon tulosvaroituksen jäljiltä. Näemme yhtiöllä olevan hyvät edellytykset toisella vuosipuoliskolla voitolliseen tulokseen tilauskannan ollessa kesäkuun lopussa korkeimmillaan muutama vuoteen. Vahvempi tuloskäänne edellyttää kuitenkin näkemyksemme mukaan liikevaihdon selvempää piristymistä, ja mielestämme nykyinen hinnoittelu ei tarjoa tässä vaiheessa tarvittavaa korvausta käänneriskin kantamisesta. Samalla heikko tulostrendi on alkanut kiristää yhtiön tasetilannetta asteittain, mikä korostaa tuloskääntein ja sen ajoituksen merkitystä. Laskemme tavoitehinnan 2,6 euroon (aik. 2,7). Suositus säilyy vähennä-tasolla.

Ensimmäinen vuosipuolisko oli heikko

Honkarakenteen heikko H1/26-tulos oli tiedossa viime viikon tulosvaroituksen jäljiltä eikä siten tullut yllätyksenä. Yhtiön ensimmäisen vuosipuoliskon liikevaihto laski noin 5 % ja oli 15,8 MEUR (H1'25: 16,7 MEUR). Operatiivinen liiketulos parani hieman vertailukaudesta, mutta jäi edelleen raskaasti tappiolliseksi -2,2 MEUR:oon (H1'25: -2,8 MEUR). Luvut jäivät selvästi aiemmista odotuksistamme, sillä olimme ennustaneet 19,5 MEUR:n liikevaihtoa ja -1,2 MEUR:n oikaistua liiketulosta. Liikevaihto jäi odotuksistamme etenkin viennissä (toteuma 3,0 MEUR, ennuste 4,9 MEUR). Yhtiö perusteli viennin liikevaihdon laskua vertailukaudesta tuotannossa olevien projektien eriaikaisista toimitusajankohdista. Kustannusrakenteessa ei tullut merkittäviä yllätyksiä ennusteisiimme nähden, ja täten odotuksiamme heikempi kannattavuus johtui ennusteitamme matalammasta liikevaihdosta.

Positiivisena pilkahduksena yhtiön tilauskanta kasvoi kesäkuun loppuun mennessä 35 % edellisen vuoden lopusta 33,6 MEUR:oon (12/2025: 24,8 MEUR). Toisaalta tilauskanta oli linjassa 34,0 MEUR:n odotuksemme kanssa, kun huomioidaan ennusteitamme heikempi alkuvuoden liikevaihto.

Heikko tulokset näkyi myös edelleen taseessa, sillä

omavaraisuusaste laski 41,7 prosenttiin (vertailukaudella 52,3 %) ja nettovelka nousi 2,2 MEUR:oon sekä vertailukauden (-0,8 MEUR) että vuodenvaihteen (1,0 MEUR) tasolta. Tasetilanteen asteittainen kiristyminen korostaa mielestämme tuloskääntein aikaansaamisen tärkeyttä.

Tilaukanta tukee toisen vuosipuoliskon kehitystä

Viime viikon tulosvaroituksen yhteydessä annetun uuden ohjeistuksen mukaan vuoden 2026 liikevaihdon ja operatiivisen liiketuloksen odotetaan nousevan edellisvuotta korkeammiksi. Olemme tehneet toiselle vuosipuoliskolle vain kevyitä ennustemuutoksia, joten kuluva vuoden ennustemuutokset liittyvät erityisesti aiempia odotuksiamme heikompaan H1:een. Ennustamme nyt yhtiön liikevaihdon kasvavan noin 9 % 41 MEUR:oon ja oik. liikevoiton jäävän noin 1 MEUR tappiolliseksi. Uskomme, että yhtiöllä on vahvan tilauskannan myötä hyvät edellytykset kääntää liikevaihto toisella vuosipuoliskolla selvään kasvuun. Tämä yhdessä tehostustoimien kanssa nostaa ennusteissamme myös H2-tuloksen voitolliseksi. Olemme leikanneet ennusteitamme myös tuleville vuosille, joskin oletamme kasvun jatkuvan ensi vuonna. Tätä tukevat osaltaan ensi vuodelle ajoittuvat projektitoimitukset sekä ennusteemme vuoden lopun vertailukautta selvästi korkeammasta tilauskannasta.

Hinnoittelu mukavuusalueen ylärajoilla myös ensi vuoden ennusteilla

Olemme pitäneet Honkarakenteella hyväksyttävänä arvostuskertoimina EV/EBIT 7-9x sekä P/E 9-11x tasoja. Päivitetyillä ennusteillamme ensi vuodelle kertoimet asettuvat arvostushaarukoiden ylälaitaan (EV/EBIT 9x, P/E 11x). Pidämme tätä jokseenkin perusteltuna, sillä ennustamamme tulostaso on vielä mielestämme selvästi Honkarakenteen potentiaalinen alapuolella. Toisaalta ennusteemme vaatii yhtiöltä selvää tuloskäännettä johon näkyvyys on rajallinen. Mielestämme myös osakkeen riskitaso on noussut, kun tuloskäännä on ottanut aiempia arvioitamme pidemmän ajan ja samalla tasetilanne kiristynyt.

Suositus

Vähennä

(aik. Vähennä)

Tavoitehint:

2,60 EUR

(aik. 2,70 EUR)

Osakekurssi:

2,38 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2025	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	37,2	40,5	49,8	54,8
kasvu-%	1 %	9 %	23 %	10 %
EBIT oik.	-3,9	-1,0	1,6	2,3
EBIT-% oik.	-10,4 %	-2,6 %	3,2 %	4,1 %
Nettotulos	-4,1	-1,5	1,2	1,8
EPS (oik.)	-0,68	-0,22	0,21	0,30

P/E (oik.)	neg.	neg.	11,3	7,9
P/B	1,8	1,7	1,5	1,3
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	6,3 %
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	9,2	5,3
EV/EBITDA	neg.	30,5	4,2	3,0
EV/Liikevaihto	0,5	0,4	0,3	0,2

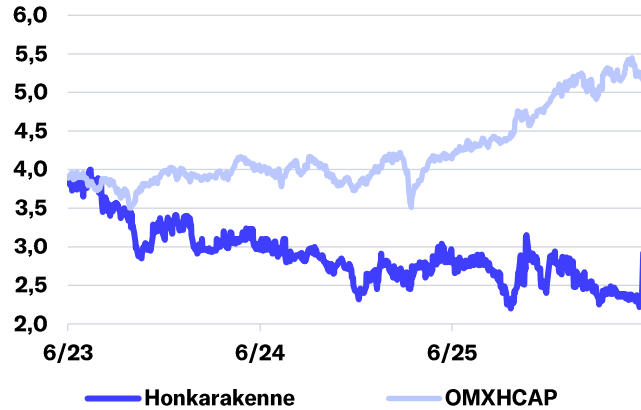
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Uusi ohjeistus)

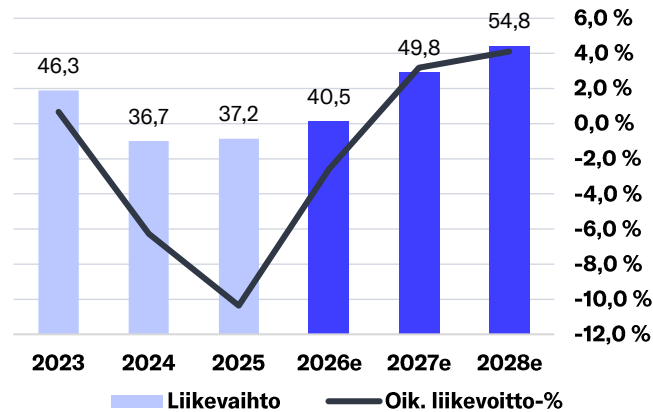
Vuoden 2026 liikevaihdon ja operatiivisen liiketuloksen odotetaan nousevan edellisvuotta korkeammiksi.

Osakekurssi



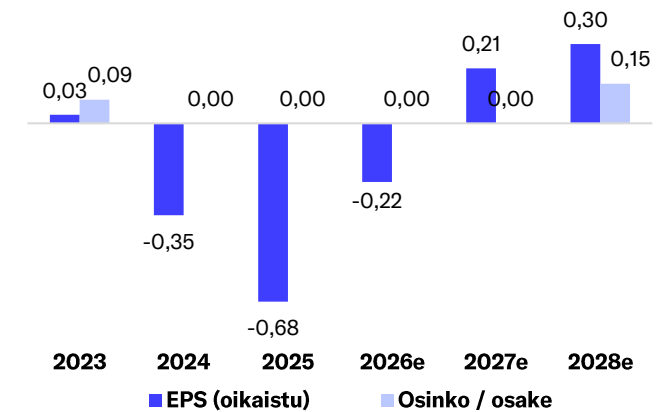
Lähde: Millistream Market Data AB

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

Riskitekijät

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

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	2,38	2,38	2,38
Markkina-arvo	14	14	14
Yritysarvo (EV)	17	15	12
P/E (oik.)	neg.	11,3	7,9
P/B	1,7	1,5	1,3
EV/Liikevaihto	0,4	0,3	0,2
EV/EBITDA	30,5	4,2	3,0
EV/EBIT (oik.)	neg.	9,2	5,3
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	50,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	6,3 %

Lähde: Inderes

Ensimmäisen vuosipuoliskon suoritus oli heikko

Liikevaihto jäi selvästi aiemmasta ennusteestamme

Honkarakenteen tammi-kesäkuun liikevaihto laski 5 % vertailukaudesta 15,8 MEUR:oon, kun ennustimme viime vuoden siirtyneiden viennin toimitusten tukemana 19,5 MEUR:n liikevaihtoa (+16 % v/v). Tämä ei kuitenkaan tullut yllätyksenä, sillä yhtiö julkaisi tulosvaroituksen yhteydessä ennakkotiedot alkuvuoden liikevaihdosta ja tuloksesta. Suomen liikevaihto laski 4 % ja viennin liikevaihto 9 %. Odotimme etenkin viennin projektitoimitusten tukevan alkuvuoden kehitystä, mutta toimitukset ovat käsityksemme mukaan siirtyneet edelleen loppuvuoteen ainakin osittain. Viennin liikevaihto jäikin ennusteistamme selvemmin (-38 % vs. ennuste), joskin myös kotimaan liikevaihdon kehitys alitti odotuksemme (-12 %).

Liikevaihdon heikko kehitys näkyi selvästi tuloksessa

Oikaistu liikevoitto oli -2,2 MEUR, kun ennustimme -1,2 MEUR:n tulosta. Noin 1,0 MEUR:n ero toteuman ja

ennusteen välillä selittyy pääosin odotuksiamme matalammalla liikevaihdolla. Kustannusrakenteessa ei ollut merkittävämpiä yllätyksiä ennusteisiimme nähden. Raportoitu liikevoitto oli -2,4 MEUR eli kertaerien vaikutus oli 0,2 MEUR. Kertaerät liittyivät toimitusjohtajan vaihdokseen. Odotuksiamme heikomman operatiivisen tuloksen myötä myös osakekohtainen tulos jäi selvästi ennusteistamme ja oli -0,40 euroa (ennuste -0,18 euroa).

Uudet tilaukset ennusteidemme tasolla

Tilaukanta oli kesäkuun lopussa 33,6 MEUR, mikä on 28 % vertailuajankohtaa (26,2 MEUR) ja 35 % vuodenvaihdetta (24,8 MEUR) korkeampi. Uusia tilauksia saatiin alkuvuonna 24,6 MEUR eli 19 % enemmän kuin vertailukaudella. Olimme ennustaneet 25 MEUR uusia tilauksia joten toteuma vastasi ennusteitamme. Tilaukanta on yleisesti näkemyksemme mukaan vahvalla tasolla ja korkeimmillaan sitten vuoden 2022 joka tukee yhtiön kehitystä loppu vuoden ja ensi vuoden aikana.

Tulostrendin myötä tase heikentyi yhä

Honkarakenteen nettorahoitusvelat olivat kesäkuun lopussa 2,2 MEUR, kun vuotta aiemmin konsernilla oli vielä nettokassaa 0,8 MEUR. Yhtiön omavaraisuusaste laski 41,7 %:iin (52,3 %) ja nettovelkaantumisaste nousi 30,8 %:iin (-7,4 %). Likvidit varat olivat katsauskauden lopussa 1,5 MEUR (5,0). Yhtiöllä oli käyttöpääomarahoitusta varten 3,0 MEUR:n shekkitalilimiitti, josta oli käytössä 0,7 MEUR. Yhtiö kuvaa rahoitusasemaansa tyydyttäväksi, mutta taseen puskurit ovat ohentuneet nopeasti, joten tuloksen kääntäminen on mielestämme rahoitusaseman kannalta tärkeää.

Ennustetaulukko MEUR / EUR	H1'25 Vertailu	H1'26 Toteutunut	H1'26e Inderes	Erotus (%) Tot. vs. inderes	2025
Liikevaihto	16,7	15,8	19,5	-19 %	42,7
Liikevoitto (oik.)	-2,8	-2,2	-1,2	-79 %	-1,0
Liikevoitto	-2,8	-2,4	-1,2	-95 %	-1,2
Tulos ennen veroja	-2,9	-2,4	-1,3	-80 %	-4,4
EPS (raportoitu)	-0,39	-0,40	-0,18	-121 %	-0,70
Liikevaihdon kasvu-%	15,2 %	-5,0 %	16,8 %	-21,8 %-yks.	9,0 %
Liikevoitto-% (oik.)	-16,8 %	-13,9 %	-6,3 %	-7,6 %-yks.	-2,4 %

Lähde: Inderes

Alkuvuosi jäi odotuksistamme, mutta tilauskanta tukee loppuvuoden ennusteita

Uskomme tilauskannan tukevan liikevaihdon kasvua toisella vuosipuoliskolla

Uuden ohjeistuksen mukaan vuoden 2026 liikevaihdon ja operatiivisen liike tuloksen odotetaan nousevan edellisvuotta korkeammiksi. Ohjeistus edellyttää täyttyäkseen, että liikevaihto ylittää viime vuoden 37,2 MEUR:n tason ja operatiivinen liike tulos jää edellisvuoden - 3,9 MEUR:aa vähemmän tappiolliseksi. Ensimmäisen vuosipuoliskon toteuma huomioiden tämä tarkoittaa toiselta vuosipuoliskolta yli 21,4 MEUR:n liikevaihtoa (H2/25: 20,5 MEUR) ja yli -1,7 MEUR:n operatiivista liike tulosta (H2/25: -1,1 MEUR). Liikevaihtorima on mielestämme matala suhteessa kesäkuun lopun 33,6 MEUR:n tilauskantaan, joka oli 28 % vertailukautta korkeampi, vaikka tilauskanta ulottuukin seuraavan 24 kuukauden toimituksiin eikä kaikki siitä realisoitu vielä loppuvuonna. Tulostarima puolestaan sallii vertailukautta heikomman kannattavuuden, joten pidämme ohjeistusta varovaisena emmekä lue siitä juuri signaalia loppuvuoden todellisesta tulostasosta. Aiemmin

yhtiö odotti 42–45 MEUR:n liikevaihtoa ja -1,0 – +0,5 MEUR:n liike tulosta.

Päivitetty ennustemme jää liikevaihdon sekä oikaistun liike tuloksen osalta aikaisemman ohjeistushaaran sekä viime vuoden toteuman välimaastoon (liikevaihto 40,5 MEUR, oik. liike voitto -1,2 MEUR). Ennustemme perustuu odotukseemme nykyisen tilauskannan tuloutumisesta toisella vuosipuoliskolla. Huomautamme kuitenkin, että yhtiöllä on nykyisellään tilauskannassa useita merkittäviä yksittäisiä toimituksia jolloin ajoitus voi siirtää liikevaihdon tuloutumista vuosien välillä.

Ennustamme yhtiön tuloksen olevan toisella vuosipuoliskolla positiivinen, jota tukee odotuksemme vertailukaudesta selvästi kasvavasta liikevaihdosta sekä sopeutustoimien vaikutuksesta.

Tulos palautuu ennusteissamme liikevaihdon kasvun kautta 2027-2028

Arvioimme Honkarakenteen liikevaihdon yltävän noin 55

MEUR:oon vuonna 2028, kun se kasvaa 23 % vuonna 2027 ja edelleen 10 % vuonna 2028. Ennusteissamme liikevaihdon vahvaa kasvua tukee vuosien 2025-2026 alhaisten lähtötasojen lisäksi markkinan elpymisen sekä tehtyjen vientipanostusten realisoituminen. Viimeksi mainittuun liittyy mielestämme kuitenkin selvää epävarmuutta, sillä vientipanostukset eivät ole toistaiseksi näkyneet myynnissä odottamallamme tavalla. Ennustamme kuluven vuoden toisen vuosipuoliskon tilauskertymän olevan viime vuotta pirteämpi jolloin ensi vuoteen lähdetään selvästi vertailukautta korkeammalla tilauskannalla. Oikaistun EBIT-marginaalin odotamme volyymikasvun sekä tehtyjen tehostustoimien näkyessä luvuissa täysimääräisesti kipuavan noin 4 %: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 tulevina vuosina viime vuosien tasolla. Näin ollen kannattavuuden paraneminen heijastuu suoraan osakekohtaisen tuloksen kasvuna.

Ennustemuutokset	2026	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos	2028e	2028e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	44,2	40,5	-8 %	52,2	49,8	-4 %	56,3	54,8	-3 %
Käyttökate	2,1	0,6	-74 %	3,9	3,5	-12 %	4,3	4,0	-7 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	0,3	-1,0	-455 %	2,1	1,6	-23 %	2,5	2,3	-12 %
Liikevoitto	0,3	-1,2	-523 %	2,1	1,6	-23 %	2,5	2,3	-12 %
Tulos ennen veroja	0,1	-1,3	-1482 %	1,9	1,5	-18 %	2,3	2,2	-7 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,01	-0,22	-1842 %	0,25	0,21	-17 %	0,32	0,30	-5 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,00	0,00		0,00	0,00	

Lähde: Inderes

Riski/tuotto-suhde jää heikoksi

Käännetarina hakee yhä konkretiaa

Kuluvan vuoden jäädessä yhä vahvemmin väli vuodeksi painotamme arvonmäärittämissämme tulevien vuosien ennusteitamme. Osakkeen arvostus ei saa tukea kuluvan vuoden päivitetystä ennusteistamme tulostason jäädessä tappiolliseksi. Honkarakenteen arvostustaso on tulevina vuosina näkemyksemme mukaan kohtuullinen ottaen huomioon ennustamamme huomattavan tulosparannuksen syklin pohjalta. Kuitenkin riskikorjattu tuotto-odotus jää vaisuksi, huomioiden käänteeseen liittyvät epävarmuudet koskien kotimaan markkinatilannetta, yhtiön onnistumista vientikaupassa sekä tavoiteltujen kulusäästöjen toteutumisesta. Osakkeen odotuksiamme suurempi nousupotentiaali seuraavan vuoden aikana edellyttäisi ennusteitamme voimakkaampaa käännettä niin kotimarkkinalla kuin viennissäkin. Lisäksi osakkeen riskitaso on mielestämme hieman noussut tasetilanteen kiristyessä heikon tuloskehityksen mukana.

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

Verrokkiryhmän soveltuvuus yleisesti heikko

Honkarakenteelle on vaikea löytää hyviä listattuja

verrokkiyhtiöitä. Muodostamamme verrokkiryhmä pitää sisällään pohjoismaisia asuntorakentajia ja kotimaisen rakennustuoteyhtiö LapWallin. Verrokkiryhmästä Honkarakenteelle parhaaksi vertailuyhtiöksi identifioituu mielestämme vuonna 2022 listautunut rakennustuoteyhtiö LapWall.

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

Kassavirtamallin käypä arvo tukee tavoitehintaa

Näemme DCF-mallin olevan jokseenkin käyttökelpoinen Honkarakenteen arvonmäärittämissä, 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-arvonmäärittämissä Honkarakenteelle 11,1 % (aik. 10,7 %) oman pääoman tuottovaatimusta. DCF-mallimme indikoi Honkarakenteen osakekannan arvoksi 15,5 MEUR eli 2,6 euroa per osake.

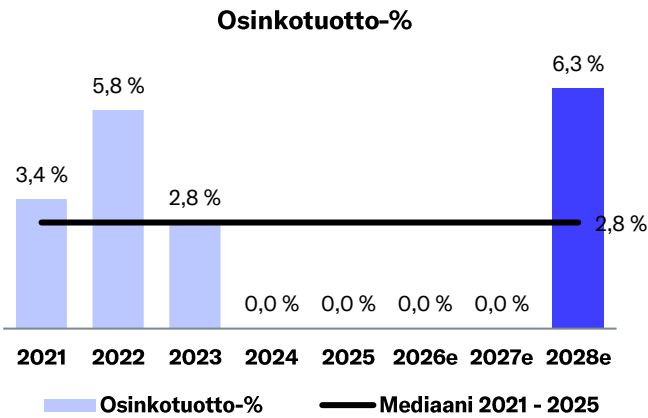
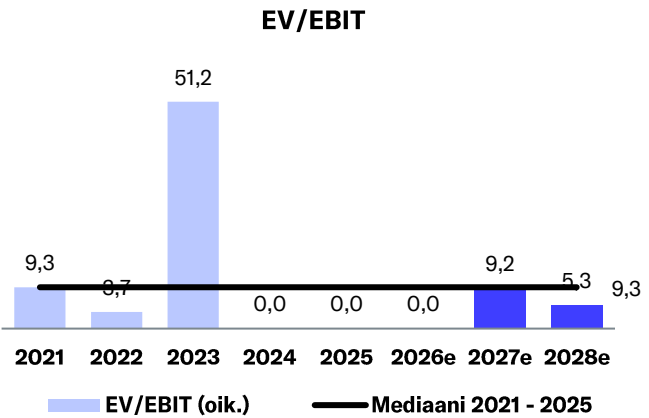
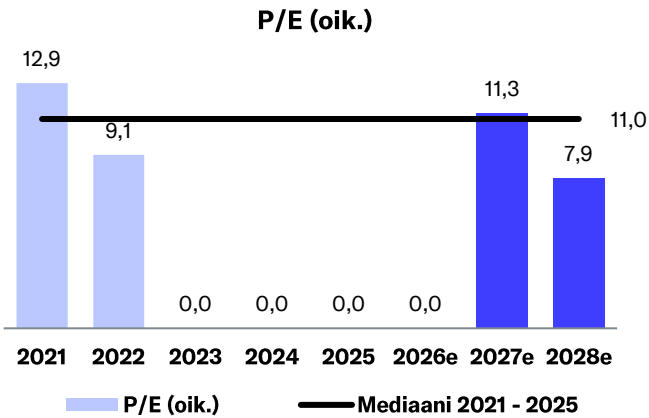
Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	2,38	2,38	2,38
Markkina-arvo	14	14	14
Yritysarvo (EV)	17	15	12
P/E (oik.)	neg.	11,3	7,9
P/B	1,7	1,5	1,3
EV/Liikevaihto	0,4	0,3	0,2
EV/EBITDA	30,5	4,2	3,0
EV/EBIT (oik.)	neg.	9,2	5,3
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	50,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	6,3 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Osakekurssi	7,32	4,34	3,22	2,32	2,88	2,38	2,38	2,38	2,38
Markkina-arvo	43	26	19	14	17	14	14	14	14
Yritysarvo (EV)	34	16	16	13	18	17	15	12	10
P/E (oik.)	12,9	9,1	>100	neg.	neg.	neg.	11,3	7,9	6,9
P/B	2,5	1,4	1,1	1,0	1,8	1,7	1,5	1,3	1,1
EV/Liikevaihto	0,5	0,2	0,3	0,4	0,5	0,4	0,3	0,2	0,2
EV/EBITDA	5,6	2,5	7,5	neg.	neg.	30,5	4,2	3,0	2,5
EV/EBIT (oik.)	9,3	3,7	51,2	neg.	neg.	neg.	9,2	5,3	4,0
Osinko/tulos (%)	44,1 %	52,7 %	neg.	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	50,0 %	50,0 %
Osinkotuotto-%	3,4 %	5,8 %	2,8 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	6,3 %	7,2 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e
Bonava	258	604	8,9	6,1	8,9	6,1	0,7	0,6	10,8	5,4			0,4
JM	678	1779	34,2	23,7	35,1	23,7	1,8	1,6	22,2	13,8	2,1	3,7	0,9
LapWall	61	72	16,0	9,0	10,3	6,5	1,4	1,1	19,1	10,0	3,8	6,7	3,2
Peab	2376	3263	11,9	11,2	7,8	7,5	0,6	0,6	11,3	10,4	4,6	5,0	1,4
YIT	614	1356	18,1	12,5	14,4	10,4	0,7	0,7	44,1	14,7		0,8	0,9
Honkarakenne (Inderes)	14	17	-16,2	9,2	30,5	4,2	0,4	0,3	-10,6	11,3	0,0	0,0	1,7
Keskiarvo			18,2	12,3	15,1	11,2	0,9	0,8	26,7	10,8	3,0	3,8	1,3
Mediaani			17,0	11,4	12,1	8,9	0,7	0,6	20,6	10,4	3,0	3,7	0,9
Erotus-% vrt. mediaani			-195 %	-19 %	153 %	-53 %	-42 %	-54 %	-152 %	9 %	-100 %	-100 %	91 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2024	H1'25	H2'25	2025	H1'26e	H2'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihto	36,7	16,7	20,4	37,2	15,8	24,7	40,5	49,8	54,8	57,0
Käyttökate	-0,1	-1,7	-0,1	-1,8	-1,5	2,1	0,6	3,5	4,0	4,2
Poistot ja arvonalennukset	-2,3	-1,1	-1,1	-2,2	-0,9	-0,9	-1,8	-1,9	-1,7	-1,6
Liikevoitto ilman kertaeriä	-2,3	-2,8	-1,1	-3,9	-2,2	1,2	-1,0	1,6	2,3	2,6
Liikevoitto	-2,4	-2,8	-1,2	-4,0	-2,4	1,2	-1,2	1,6	2,3	2,6
Nettorahoituskulut	-0,2	-0,1	-0,3	-0,4	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Tulos ennen veroja	-2,6	-2,9	-1,5	-4,4	-2,4	1,1	-1,3	1,5	2,2	2,5
Verot	0,4	0,6	-0,4	0,3	0,0	-0,2	-0,2	-0,3	-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	-2,2	-2,3	-1,8	-4,1	-2,4	0,8	-1,5	1,2	1,8	2,0
EPS (oikaistu)	-0,35	-0,39	-0,29	-0,68	-0,37	0,14	-0,22	0,21	0,30	0,34
EPS (raportoitu)	-0,37	-0,39	-0,31	-0,70	-0,40	0,14	-0,26	0,21	0,30	0,34

Tunnusluvut	2024	H1'25	H2'25	2025	H1'26e	H2'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihdon kasvu-%	-20,7 %	15,4 %	-8,1 %	1,2 %	-5,6 %	21,0 %	9,0 %	23,0 %	10,0 %	4,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-841,9 %	-3,7 %	-362,5 %	-67,4 %	21,4 %	209,9 %	73 %	252 %	42 %	14 %
Käyttökate-%	-0,3 %	-10,2 %	-0,2 %	-4,7 %	-9,5 %	8,3 %	1,4 %	6,9 %	7,3 %	7,3 %
Oikaistu liikevoitto-%	-6,3 %	-16,7 %	-5,1 %	-10,4 %	-13,9 %	4,7 %	-2,6 %	3,2 %	4,1 %	4,5 %
Nettotulos-%	-5,9 %	-13,7 %	-8,8 %	-11,0 %	-14,9 %	3,4 %	-3,7 %	2,5 %	3,2 %	3,6 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Pysyvät vastaavat	14,6	13,5	12,8	12,0	11,4
Liikearvo	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Aineettomat hyödykkeet	0,7	0,6	0,7	0,6	0,5
Käyttöomaisuus	11,7	10,4	9,6	8,9	8,4
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Laskennalliset verosaamiset	1,5	1,7	1,7	1,7	1,7
Vaihtuvat vastaavat	12,1	8,3	11,1	13,2	14,5
Vaihto-omaisuus	4,5	4,3	4,5	5,0	5,5
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	2,6	1,6	2,6	3,2	3,6
Likvidit varat	4,9	2,5	4,1	5,0	5,5
Taseen loppusumma	26,7	21,8	23,9	25,2	25,9

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Oma pääoma	13,7	9,6	8,1	9,4	11,1
Osakepääoma	9,9	9,9	9,9	9,9	9,9
Kertyneet voittovarot	-0,9	-5,0	-6,5	-5,2	-3,5
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Muu oma pääoma	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	3,9	3,0	6,4	5,3	3,7
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Korolliset velat	3,6	2,7	6,1	5,0	3,4
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	9,0	9,2	9,4	10,5	11,1
Korolliset velat	0,8	0,7	0,9	0,5	0,1
Lyhytaikaiset korottomat velat	8,2	8,5	8,5	10,0	11,0
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	26,7	21,9	23,9	25,2	25,9

DCF-laskelma

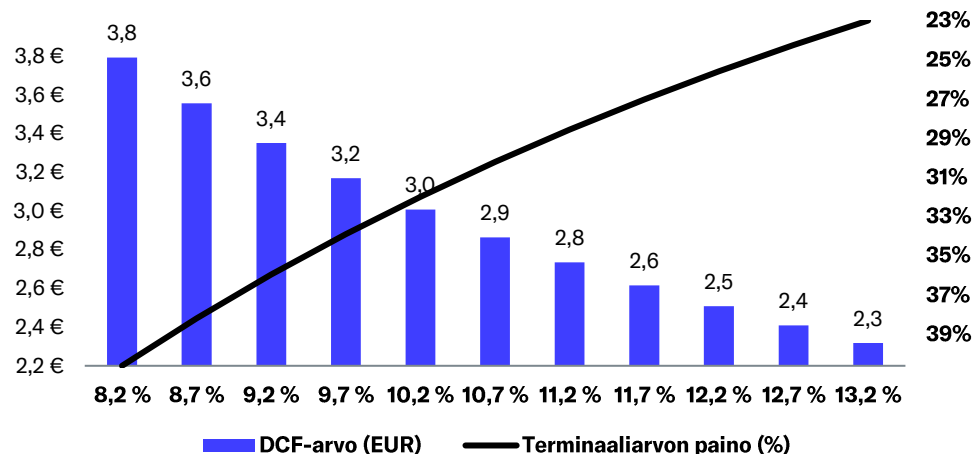
DCF-laskelma	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	1,2 %	9,0 %	23,0 %	10,0 %	4,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	-10,6 %	-3,1 %	3,2 %	4,1 %	4,5 %	4,2 %	4,2 %	4,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %
Liikevoitto	-4,0	-1,2	1,6	2,3	2,6	2,5	2,5	2,4	1,9	1,9	1,9	
+ Kokonaispoistot	2,2	1,8	1,9	1,7	1,6	1,5	1,4	1,4	1,3	1,3	1,3	
- Maksetut verot	0,1	-0,2	-0,3	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,3	-0,4	-0,4	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	1,6	-1,2	0,3	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Operatiivinen kassavirta	-0,1	-0,9	3,5	3,7	3,8	3,6	3,5	3,4	2,9	2,9	2,9	
+ 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	-0,9	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,2	-1,2	-1,2	-1,4	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-1,1	-2,0	2,4	2,6	2,6	2,4	2,4	2,3	1,7	1,7	1,5	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-1,1	-2,0	2,4	2,6	2,6	2,4	2,4	2,3	1,7	1,7	1,5	16,8
Diskontattu vapaa kassavirta		-1,9	2,1	2,0	1,9	1,5	1,4	1,2	0,8	0,7	0,6	6,3
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		16,5	18,4	16,3	14,3	12,4	10,9	9,5	8,4	7,6	6,8	6,3
Velaton arvo DCF		16,5										
- Korolliset velat		-3,4										
+ Rahavarat		2,5										
+ Osakkuusyhtiöt		0,0										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		15,5										
Oman pääoman arvo DCF per osake		2,6										
Rahavirran jakauma jaksoittain												
		2026e-2030e										34%
		2031e-2035e										28%
		TERM										38%
		■ 2026e-2030e ■ 2031e-2035e ■ TERM										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	18,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,5 %
Yrityksen Beta	1,5
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,50 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	11,1 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	11,1 %

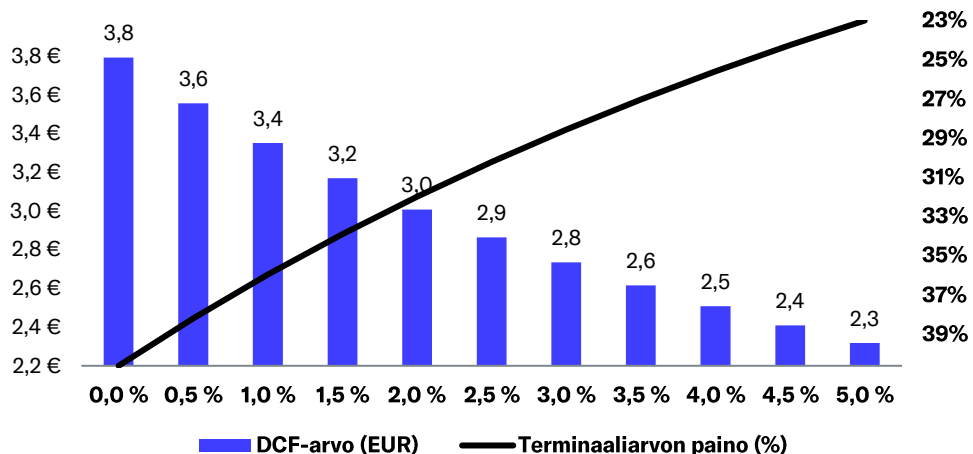
Lähde: Inderes

DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

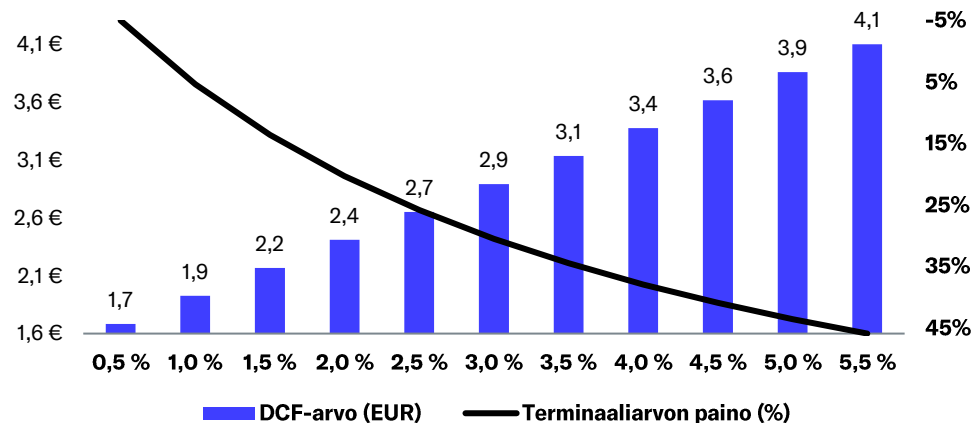
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



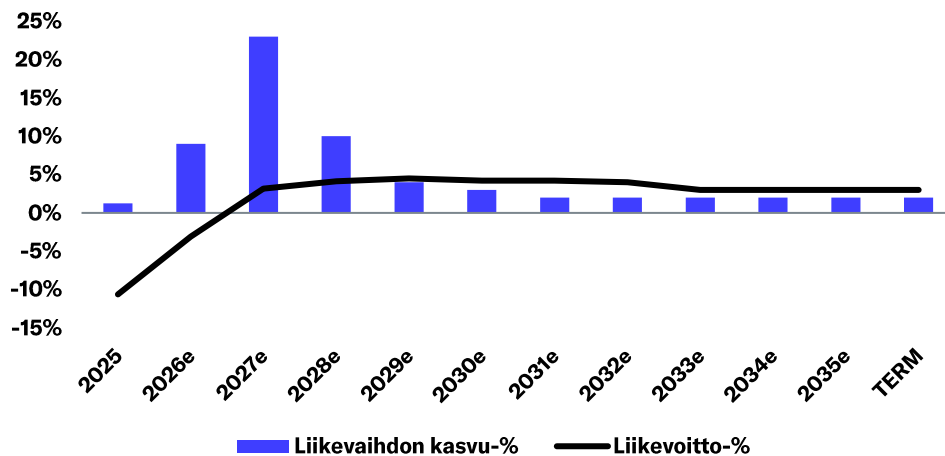
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihto	46,3	36,7	37,2	40,5	49,8
Käyttökate	2,1	-0,1	-1,8	0,6	3,5
Liikevoitto	-0,1	-2,4	-4,0	-1,2	1,6
Voitto ennen veroja	-0,3	-2,6	-4,4	-1,3	1,5
Nettovoitto	-0,2	-2,2	-4,1	-1,5	1,2
Kertaluontoiset erät	-0,4	-0,1	-0,1	-0,2	0,0
Tase	2023	2024	2025	2026e	2027e
Taseen loppusumma	30,0	26,7	21,8	23,9	25,2
Oma pääoma	16,5	13,7	9,6	8,1	9,4
Liikearvo	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Nettovelat	-3,0	-0,5	1,0	2,9	0,6
Kassavirta	2023	2024	2025	2026e	2027e
Käyttökate	2,1	-0,1	-1,8	0,6	3,5
Nettokäyttöpääoman muutos	-3,9	0,2	1,6	-1,2	0,3
Operatiivinen kassavirta	-2,0	0,1	-0,1	-0,9	3,5
Investoinnit	-3,1	-1,9	-0,9	-1,1	-1,1
Vapaa kassavirta	-5,2	-1,7	-1,1	-2,0	2,4
Arvostuskertoimet	2023	2024	2025	2026e	2027e
EV/Liikevaihto	0,3	0,4	0,5	0,4	0,3
EV/EBITDA	7,5	neg.	neg.	30,5	4,2
EV/EBIT (oik.)	51,2	neg.	neg.	neg.	9,2
P/E (oik.)	>100	neg.	neg.	neg.	11,3
P/B	1,1	1,0	1,8	1,7	1,5
Osinkotuotto-%	2,8 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2023	2024	2025	2026e	2027e
EPS (raportoitu)	-0,04	-0,37	-0,70	-0,26	0,21
EPS (oikaistu)	0,03	-0,35	-0,68	-0,22	0,21
Operat. Kassavirta / osake	-0,34	0,02	-0,02	-0,15	0,59
Operat. Vapaa kassavirta / osake	-0,88	-0,30	-0,18	-0,34	0,40
Omapääoma / osake	2,80	2,33	1,64	1,38	1,59
Osinko / osake	0,09	0,00	0,00	0,00	0,00
Kasvu ja kannattavuus	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	-37 %	-21 %	1 %	9 %	23 %
Käyttökatteen kasvu-%	-66 %	-105 %	-1650 %	132 %	524 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	-93 %	-842 %	-67 %	73 %	252 %
EPS oik. kasvu-%	-93 %	-1184 %	-94 %	67 %	194 %
Käyttökate-%	4,6 %	-0,3 %	-4,7 %	1,4 %	6,9 %
Oik. Liikevoitto-%	0,7 %	-6,3 %	-10,4 %	-2,6 %	3,2 %
Liikevoitto-%	-0,2 %	-6,5 %	-10,6 %	-3,1 %	3,2 %
ROE-%	-1,2 %	-14,3 %	-35,1 %	-17,1 %	14,1 %
ROI-%	-0,4 %	-12,9 %	-25,3 %	-8,8 %	10,6 %
Omavaraisuusaste	64,6 %	59,2 %	53,1 %	40,7 %	46,0 %
Nettovelkaantumisaste	-18,2 %	-3,9 %	10,3 %	35,8 %	6,1 %
Nettovelka/käyttökate	-1,4	5,4	-0,6	5,2	0,2
EBITDA/nettorahoituskulut	11,7	-0,7	-4,4	9,2	57,6

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 suosituskin 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 arvonmäärittämis menetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämis menetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
------	---

Lisää	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
Vähennä	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
Myy	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

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

Inderesin tutkimusta latineilla analytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes 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 latineen analyttikon 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.

Suositushistoria (>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 €
Analyttikko 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 €
Analyttikko vaihtuu			
24/11/2025	Vähennä	2,70 €	2,92 €
15/12/2025	Vähennä	2,70 €	2,48 €
23/01/2026	Vähennä	2,70 €	2,86 €
13/02/2026	Vähennä	2,70 €	2,48 €
25/06/2026	Vähennä	2,60 €	2,38 €



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.**