

Honkarakenne

Seurannan aloitus

21.9.2021 19:48



Matias Arola
+358 40 935 3632
matias.arola@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Tutkan alla lentävä hirsirakentaja

Honkarakenne on tehnyt viime vuosina operatiivisessa suorittamisessaan merkittävän tasokorjauksen ja selkeät kysyntäajurit yhdessä yhtiön oman kannattavuusparannuspotentiaalin kanssa tarjoavat myös lähivuosille vahvat tuloskasvunäkymät. Tuloskasvusta, korkeasta osinkotuotosta ja kertoimien nousuvarasta muodostuva vuotuinen tuotto-odotus asettuu arviomme mukaan yli 20 % tasolle ja näemme osakkeen tuotto/riski-suhteen erittäin hyvänä. Aloitamme Honkarakenteen seurannan 8,0 euron tavoitehinnalla ja osta-suosituksella.

Honkarakenteella on vahva markkina-asema omalla toimialallaan

Honkarakenne on kotimainen hirsirakentaja, joka valmistaa Honka-tuotemerkillään laadukkaita, terveellisiä ja ekologisia omakotitaloja, vapaa-ajan asuntoja ja julkisia rakenuksia suomalaisesta massiivipuusta. Honkarakenteen juuret ulottuvat aina vuoteen 1958 asti, jolloin Saarelaisen veljekset perustivat maailman ensimmäisen teollisen hirsitalovalmistajan Pohjois-Karjalan Lieksassa. Honkarakenteen markkina-asema on omalla toimialallaan vahva, sillä yhtiö on Suomen hirsiteollisuusalan toiseksi suurin toimija vajaan viidenneksen markkinaosuudella ja alan suurin suomalainen vientiyritys. Yhtiön päämarkkina-alueet ovat Suomi, Venäjä, Keski-Eurooppa ja Japani. Honkarakenteen sijoitusprofiili on viime vuosien vahvan taloudellisen kehityksen myötä muuttunut käänneyhtiöstä kannattavan kasvuyhtiön suuntaan. Vankan taseaseman, pienten investointitarpeiden ja vahvan kassavirran myötä yhtiöllä on näkemyksemme mukaan edellytykset avokätiseen voitonjakoon. Osinkoyhtiön profiilia tukee myös vahva perheomisteisuus.

Hyvät kysyntänäkymät ja kannattavuusparannuspotentiaali luo edellytykset vahvalle tuloskasvulle

Honkarakenteen kysyntänäkymiä tukevat useat ajurit (mm. puurakentamisen suosion kasvu, ilmastonmuutostoimet, terveellinen asuminen), mikä yhdessä yhtiön oman kannattavuusparannuspotentiaalin kanssa luo pohjan ennustamallemme lähivuosien vahvalle tuloskasvulle (oik. EPS CAGR 2020-24e ~15 %). Lyhyen aikavälin tuloskehitykselle selvää painetta tulee näkemyksemme mukaan aiheuttamaan voimakkaasti nousseet raaka-ainekustannukset ja organisaation vahvistamiseksi tehdyt rekrytoinnit. Odotammekin H2-tuloksen jäävän vahvasta volyymikasvusta huolimatta vertailukauden alapuolelle, eikä myöskään negatiivisen tulosvaroituksen mahdollisuutta voida mielestämme täysin sulkea pois. Vuonna 2022 odotamme yhtiöltä reipasta tulosparannusta liikevaihdon kasvun, terveemmän myyntikatteen sekä parantuvan tuottavuuden myötä. Honkarakenteen tase on vankka (H1'21: nettovelkaantumisaste -64 %) ja vahvan kassavirran myötä tase pysyy ennusteissamme kasvavasta voitonjakosuhteesta huolimatta myös lähivuosina vahvasti pääomittuna.

Tuotto-odotus erittäin hyvä

Honkarakenteen vahvan taseen huomioivat EV/EBIT-kertoimet vuosille 2021 ja 2022 ovat 8x ja 5x, kun taas vastaavat P/E-luvut ovat 12x ja 8x. Kertoimet ovat absoluuttisesti matalat ja painottuvat ensi vuoteen katsottaessa yhtiölle hyväksyvämmä kerroinhaarukan (EV/EBIT 7x-9x ja P/E 10x-13x) alapuolelle. Aliarvostuksesta kielii myös DCF-mallimme mukainen arvo (9,6 euroa / osake) ja verrokkiryhmästä saatava ohut viitekehys. Tuloskasvusta, korkeasta osinkotuotosta ja kertoimien nousuvarasta muodostuva vuotuinen tuotto-odotus asettuu arviomme mukaan yli 20 % tasolle. Tämä on yli kaksinkertainen yhtiölle soveltamaamme oman pääoman tuottovaatimukseen nähden, mitä heijastellen pidämme osakkeen tuotto/riski-suhdetta erittäin houkuttelevana.

Suositus

Osta

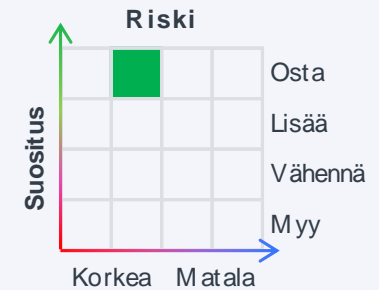
(aik. -)

8,00 EUR

(aik. - EUR)

Osakekurssi:

6,00



Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	52,9	66,5	74,6	78,3
kasvu-%	11 %	26 %	12 %	5 %
EBIT oik.	3,4	3,4	5,1	6,0
EBIT-% oik.	6,4 %	5,2 %	6,8 %	7,7 %
Nettotulos	2,8	3,0	4,5	4,8
EPS (oik.)	0,53	0,50	0,77	0,82

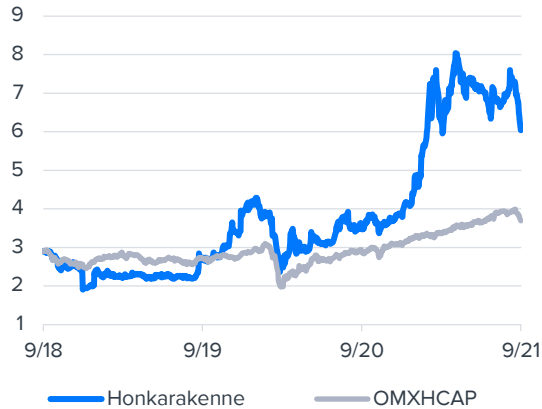
P/E (oik.)	8,1	11,9	7,8	7,3
P/B	1,7	2,1	1,8	1,6
Osinkotuotto-%	4,2 %	4,6 %	7,7 %	8,9 %
EV/EBIT (oik.)	6,5	8,2	4,7	3,6
EV/EBITDA	4,5	5,0	3,3	2,6
EV/Liikevaihto	0,4	0,4	0,3	0,3

Lähde: Inderes

Ohjeistus

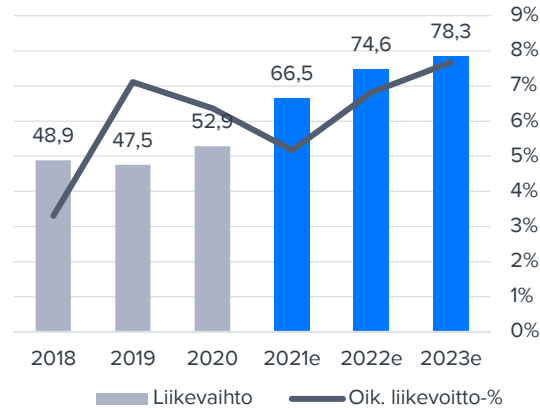
Honkarakenteen näkemyksen mukaan vuonna 2021 liikevaihto kasvaa ja tulos ennen veroja on parempi kuin edellisellä vuonna.

Osakekurssi



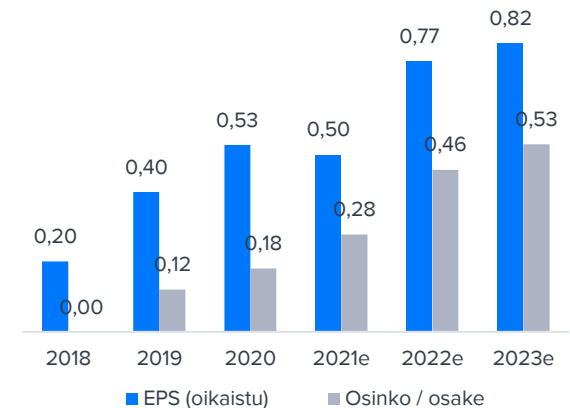
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Kasvava kiinnostus puurakentamista kohtaan tukee orgaanisia kasvunäkymiä
- Viennin kasvu
- Vahva markkina-asema
- Kannattavuudessa parannuspotentiaalia
- Vahva tase tarjoaa puskuria heikkenevään markkinaan ja mahdollistaa avokätisen voitonjaon



Riskitekijät

- Kysynnän sykliisyys
- Kotimaisen hirsitaloteollisuuden tiukka kilpailutilanne
- Voimakkaasti nousseet raaka-ainehinnat
- Vahva riippuvuus Suomen ja Venäjän markkinoista
- Vientipanostuksissa onnistuminen

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	6,00	6,00	6,00
Osakemäärä, milj. kpl	5,86	5,86	5,86
Markkina-arvo	35	35	35
Yritysarvo (EV)	28	24	22
P/E (oik.)	11,9	7,8	7,3
P/E	11,9	7,8	7,3
P/Kassavirta	7,6	6,1	6,8
P/B	2,1	1,8	1,6
P/S	0,5	0,5	0,4
EV/Liikevaihto	0,4	0,3	0,3
EV/EBITDA (oik.)	5,0	3,3	2,6
EV/EBIT (oik.)	8,2	4,7	3,6
Osinko/tulos (%)	55,0 %	60,0 %	65,0 %
Osinkotuotto-%	4,6 %	7,7 %	8,9 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-10
Markkina- ja kilpailutilanne	11-13
Strategia	14-15
Taloudellinen tilanne	16-17
Sijoitusprofiili	18-19
Ennusteet	20-24
Arvonmääritys	25-29
Liitteet	30
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	31

Honkarakenne lyhyesti

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

1958

Perustamisvuosi

1987

Listautuminen

52,9 MEUR (+11 % vs. 2019)

Liikevaihto 2020

70% / 30%

Suomen / Viennin osuus liikevaihdosta 2020

3,4 MEUR (6,4 % lv:sta)

Oikaistu liikevoitto 2020

176

Henkilöstö keskimäärin H1'21-katsauskaudella

- Liikevaihto laskee globaalin finanssikriisin myötä jyrkästi ja kustannuksia ei kyetä sopeuttamaan laskenutta volyymia vastaavaksi
- Tuloparannusohjelman käynnistäminen ja heikentyneen taseen paikkaaminen 3,4 MEUR:n suunnatulla annilla vuonna 2010

- Kilpailutilanne kotimassa 2000-luvun alkupuolella hirsirakentajien välillä epäterve
- Vientimarkkinoilla kannattavan kasvun aikaansaaminen haasteellista

- Suomen vahva rakennussuhdanne tukee kasvua kotimaassa
- Panostukset julkis- ja hoivarakentamiseen alkavat tuottamaan tulosta ja yhtiö alkaa saada sektorilta merkittäviä tilauksia
- Liiketoiminnassa nähdään merkittävä tuloskäänte
- Yli 7 MEUR:n investointiohjelma Karstulan tehtaalla 2018-2020
- Kiinnostus terveellistä asumista ja puurakentamista kohtaan voimistuu
- Markkinatilanne Venäjällä haastava, koronapandemia vaikeuttaa projektivientiä

- Tuotannon keskittäminen Karstulaan asteittain 2013 alkaen, uuden säästöohjelman käynnistäminen 2014
- Markkinatilanne Suomessa ja Venäjällä haastava
- Nykyinen toimitusjohtaja aloittaa tehtävässään vuonna 2015
- Venäläisen Sisteman ostarjousyritys 2016
- Tase heikkenee uudelleen tappiollisen tuloskehityksen myötä, 1,5 MEUR:n suunnattu osakeanti vuonna 2017



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/4

Yhtiökuvaus

Honkarakenne lyhyesti

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 85 000 rakennusta 50 eri maahan. Honkarakenteen tehdas ja kotipaikka sijaitsevat noin 90 kilometriä Jyväskylän pohjoispuolella Karstulassa.

Honkarakenne on hirsitaloalan suurin vientiyritys ja yhtiön päämarkkina-alueita ovat Suomi, Venäjä, Keski-Eurooppa ja Japani. Yhtiön kolme liiketoiminta-aluetta ovat 1) omakotitalot, 2) vapaa-ajan asunnot ja 3) B2B-projektit. Honkarakenteen liikevaihto oli viime vuonna noin 52,9 MEUR ja oikaistu liikevoitto 3,4 MEUR. Yhtiön palveluksessa oli H1'21:llä keskimäärin 176 työntekijää.

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 suurin osakkeenomistaja on osakkeiden kappalemäärällä mitattuna jyväskyläläinen sijoitusyhtiö AKR-Invest Oy, josta tuli yhtiön suurin osakkeenomistaja vuonna 2017 toteutetun suunnatun osakeannin myötä. Yhtiössä äänivalta on kuitenkin Saarelaisten suvulla ja suvun sijoitusyhtiö Saarelainen Oy:n osuus äänivallasta on noin 27 %.

Historiallinen kehitys

Honkarakenteen lähihistoria on tapahtumarikas ja yhtiön liiketoiminnassa on nähty viimeisen parin vuosikymmenen aikana useita käännteitä. Avaamme yhtiön historiallista kehitystä lyhyesti seuraavissa kappaleissa.

2000-2007: Haasteita kotopuolella ja maailmalla

Honkarakenteen taloudelliselle kehitykselle haasteita aiheutti 2000-luvun alkupuolella IT-kuplan jälkeinen heikko talousuhdanne. Suomessa kilpailutilanne oli hirsirakentajien välillä myös vuosituhatien alkupuolella epäterve ja toimialalla kärsittiin merkittävästä ylikapasiteetista. Suomessa markkinakasvu oli ollut pitkään vaatimatonta ja tämän myötä Honkarakenne keskitti 2000-luvun alussa monen muun toimijan tapaan panostuksiaan vientiin. Viennissä Honkarakenteen pääfokuksessa olivat Venäjän, Saksan ja Japanin markkinat.



Honkarakenne lyhyesti

- Vuonna 1958 perustettu hirsirakentaja, joka valmistaa omakotitaloja, vapaa-ajan asuntoja ja julkisia rakennuksia suomalaisesta massiivipuusta
- Päämarkkina-alueet Suomi, Venäjä, Keski-Eurooppa ja Japani
- Yhtiön liikevaihto viime vuonna noin 52,9 MEUR ja oikaistu liikevoitto noin 3,4 MEUR
- Suurin osakkeenomistaja AKR-Invest Oy, mutta äänivalta keskittynyt Saarelaisten suvulle

Suurimmat osakkeenomistajat 8/21	Osuus osakkeista	Osuus äänistä
AKR-Invest Oy	16 %	8 %
Saarelainen Oy	10 %	27 %
Saarelainen Marko Tapani	5 %	7 %
Honka Management Oy	5 %	2 %
Sijoitusrahasto Nordea Nordic Small Cap	4 %	2 %
Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö Varma	4 %	2 %
Nordea Bank Abp *	2 %	1 %
Nordea Henkivakuutus Suomi Oy	2 %	1 %
Ruuska Pirjo Helena	1 %	2 %
Etola Markus Eerikki	1 %	1 %
10 suurinta osakkeenomistajaa yhteensä	50 %	53 %

*Hallintarekisteri

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/4

Kasvupotentiaalia yhtiö näki 2000-luvun alussa etenkin Venäjällä, jossa aluerakentaminen kasvoi vauhdilla. Vuosituhannen alkupuolella noin kaksi kolmasosaa liikevaihdosta tuli viennistä.

Vientimarkkinoilla kannattavan kasvun aikaansaaminen osoittautui Honkarakenteelle kuitenkin haastavaksi. Kannattavuushaasteista yhtiö kärsi etenkin Saksassa, jossa kilpailutilanne oli kotimarkkinoiden tapaan ankara. Yhtiöllä oli ongelmia myös Aasiassa, missä yhtiön kilpailukykyä rasitti muun muassa Japanin jenin voimakas heikentyminen. Haasteita oli niin ikään myös yhtenäisen brändin rakentamisen kanssa, sillä Honkarakenteen brändin ydinsanoma oli eri markkina-alueilla hyvinkin erilainen.

Kokonaisuudessaan Honkarakenteen tuloskehitys oli 2000-luvun alkupuolella heikkoa ja yhtiö teki tuolloin useita sopeutustoimia kannattavuutensa parantamiseksi. Kulusepeutusten lisäksi yhtiö teki liiketoiminnassaan tuolloin myös useita rakennejärjestelyitä ja esimerkiksi sahaustoiminta lopetettiin kannattamattomana 2003 ja Lieksan tehdas suljettiin vuonna 2005.

2008-2016: Finanssikriisi ja sitä seurannut korpivaellus

Yhdysvaltain asuntoluottomarkkinoiden vuosien 2006-2007 ongelmat levisivät globaalin pankkijärjestelmän kautta aina reaalityalouteen asti ja aiheuttivat vuosina 2008-2009 maailmantalouteen syvän taantuman. Globaali finanssikriisi iski voimalla Honkarakenteeseen, sillä yhtiön liikevaihto laski vuonna 2008 noin 16

% ja vuonna 2009 peräti 33 %.

Yhtiö pyrki sopeuttamaan kulutusoja voimakkaasti laskeneisiin volyymeihin, mutta sopeutustoimet osoittautuivat riittämättömiksi. Laman syvetessä kilpailutilanne kotimaassa kiristyi entisestään, mikä aiheutti edelleen painetta kannattavuudelle. 2000-luvun alkupuolen vaisun tuloskehityksen ja suhteellisten korkeiden investointien myötä Honkarakenne ajoi finanssikriisiin jo valmiiksi korkealla velkalastilla ja vuonna 2009 yhtiön nettovelkaantumisaste nousi peräti 149 %:iin. Honkarakenne käynnisti vuonna 2010 tulosparannusohjelman ja paikkasi finanssikriisissä voimakkaasti heikentynyttä tasettaan 3,4 MEUR:n suunnatulla osakeannilla.

2010-luvun alkupuolella markkinatilanne säilyi Honkarakenteen kannalta haastavana. Suomessa kilpailutilanne hirsirakentajien välillä oli edelleen kireä ja viennille haasteita aiheuttivat osaltaan Eurokriisi ja vuonna 2014 alkanut Ukrainan kriisi. Honkarakenteen volyymit jatkoivat 2010-luvun alkupuolella laskuaan. Tähän sopeutuakseen yhtiö ryhtyi keskittämään tuotantoaan Karstulaan asteittain vuodesta 2013 lähtien ja käynnisti vuonna 2014 noin 3 MEUR:n säästöohjelman. Heikon tuloskehityksen johdosta Honkarakenteen taloudellinen tilanne heikkeni vuosina 2014-2016 uudelleen. Vuonna 2016 venäläinen sijoitusyhtiö Sistema teki yhtiöstä myös julkisen 8 MEUR:n ostotarjouksen, joka torpattiin pääomistaja Saarelainen Oy:n johdolla.

2017-2020: Liiketoiminnassa nähdään merkittävä käänne

Honkarakenne vahvistui keväällä 2017 heikentynyttä tasettaan noin 1,5 MEUR:n suunnatulla osakeannilla ja tämä antoi yhtiölle selvää taloudellista liikkumatilaa. Suomessa rakentamisen suhdanne oli alkanut osoittamaan merkkejä selvästä vahvistumisesta vuodesta 2016 alkaen ja tämä luonnollisesti heijastui positiivisesti myös Honkarakenteen kysyntänäkymiin. Honkarakenteen tekemät panostukset julkis- ja hoivarakentamiseen alkoivat vuonna 2017 tuottamaan myös tulosta ja yhtiö rupesi saamaan sektorilta merkittäviä tilauksia. Vuosi 2017 olikin Honkarakenteelle käännteentekevä, sillä pitkään laskenut liikevaihto kääntyi takaisin kasvu-uralle ja keventyneen kustannusrakenteen myötä liiketoiminnassa nähtiin merkittävä tuloskäänne.

Honkarakenteen kysyntänäkymät ovat säilyneet vuoden 2017 jälkeen vahvoina ja liikevaihto on kasvanut 2017-2020 välillä noin 7 % vuosivauhtia (CAGR-%). Kasvu on tullut pitkälti Suomesta, jossa yhtiö on päässyt mukaan toteuttamaan useita julkisen puolen rakennusprojekteja, kuten päivä- ja hoivakoteja sekä koulurakennuksia. Kiinnostus hirteen rakennusmateriaalina on kasvanut myös kuluttajien keskuudessa ja kysyntä hirsirakenteisia omakotitaloja ja vapaa-ajan asuntoja kohtaan on vahvistunut. Liikevaihdon kasvu on heijastunut positiivisesti myös Honkarakenteen kannattavuuskehitykseen ja yhtiö ylsi viime vuonna hyvään 6,4 % oikaistuun liikevoittomarginaaliin. Tuloskäänteen jälkeen yhtiön taseasema on vahvistunut huomattavasti ja parantunut taloudellinen tilanne on mahdollistanut yhtiölle myös investoimisen.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/4

Liiketoimintamalli

Yli kaksi kolmasosaa liikevaihdosta Suomesta

Honkarakenne raportoi liikevaihtonsa Suomen ja viennin välillä. Yhtiön viime vuoden 52,9 MEUR:n liikevaihtokuormasta 31,3 MEUR eli 70 % tuli Suomesta ja viennin osuus koko konsernin liikevaihdosta oli vajaa kolmannes. Honkarakenne ei avaa viennin maantieteellistä jakaumaa tarkemmin, mutta on kertonut viennin suuntautuvan Keski-Eurooppaan, Venäjälle ja IVY-maihin sekä Aasiaan. Yhtiö jakoi vuoteen 2019 asti viennin Venäjä & CIS- sekä Global Markets -liiketoiminta-alueisiin. Venäjän & CIS-maiden osuus viennistä oli tuolloin 31 % ja muiden markkina-alueiden eli Global Marketsin 69 %.

Keski-Euroopassa Honkarakenteen vienti suuntautuu valtaosin Saksaan. Venäjän markkinatilanteen yhtiö on kertonut olleen viime vuosina haastava ja yhtiön volyymit ovatkin laskeneet Venäjällä yhtämittaisesti jo pidempään. Venäjällä Honkarakenne on aiemmin keskittynyt pääasiassa suurempiin aluerakennushankkeisiin, mutta viime vuosina yhtiö on alkanut saada yhä suurempia projekteja muun muassa erilaisissa resort-kohteissa.

Aasiassa yhtiön tärkeimmät markkinat ovat käsityksemme mukaan Japani, Kiina ja Mongolia. Yhtiö aloitti myynnin Kiinassa vuonna 2014 ja sai tuotehyväksynnän markkinoille 2016, mikä mahdollisti pääsyn valtiollisiin hankkeisiin. Yhtiö on kertonut näkevänsä Kiinassa merkittävää potentiaalia, mutta volyymit markkinalla ovat jääneet toistaiseksi maltillisiksi. Honkarakenne uudeelleenorganisoiti H1'21:llä Japanin tytäryhtiönsä

ja on kertonut jatkavansa muun Aasian alueen organisoitua H2'21:llä.

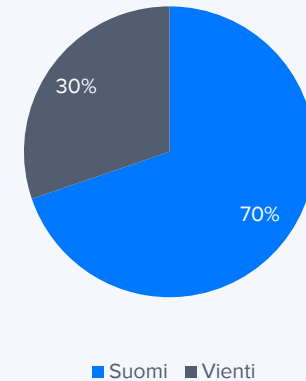
Kolme liiketoiminta-alueetta

Honkarakenteen kolme liiketoiminta-alueetta ovat omakotitalot, vapaa-ajan asunnot sekä B2B-projektit. Yhtiö ei ole avannut tarkemmin liikevaihdon jakautumista liiketoiminta-alueittain, mutta arviomme mukaan Suomen liikevaihdosta karkeasti reilu neljännes tulee B2B-projekteista ja loppuosa jakautuu suunnilleen tasan omakotitalojen ja vapaa-ajan asuntojen välillä. B2B-projektit käsittävät muun muassa julkisrakentamisen, resort-kohteissa toteutettavat projektit (esim. hiihto- ja golfkeskukset) sekä aluerakentamiskohteet. B2B-myynti sisältää myös aihiomyyntiä ja prosessissa syntyneiden sivutuotteiden myynnin kierrätyksen. Vienti on käsityksemme mukaan varsin vahvasti B2C-vetoista. B2B-projektien osalta viennin kasvua on käsityksemme mukaan osaltaan jarruttanut se, että hirren käyttö julkispuolen hankkeissa on Suomen tapaan myös maailmalla vielä verrattain uutta.

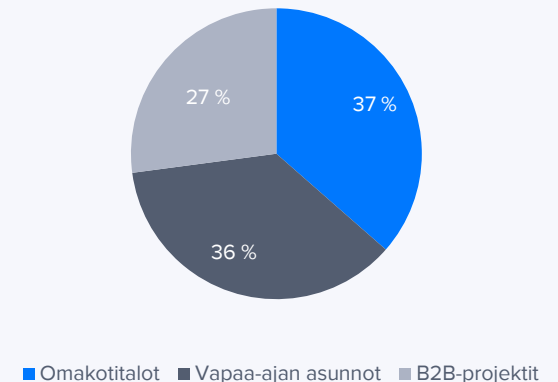
Kysynnässä on kausiluonteisuutta ja syklistyyttä

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. Hirsirakentaminen on muun rakennusteollisuuden tapaan myös hyvin syklistä. Ääriesimerkin syklistyydestä antaa 2009 finanssikriisi, jolloin kotimaisen hirsitaloteollisuuden liikevaihto laski Suomessa noin 27 %.

Liikevaihdon maantieteellinen jakauma (2020)



Suomen liikevaihdon jakautuminen liiketoiminta-alueittain (2020)*



* Inderes arvio

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/4

Tilaukanta kiertää normaalioloissa nopeasti

Honkarakenteen tilaukanta käsittää tilaukset, joiden toimitusajankohta on seuraavan 24 kuukauden sisällä. Tilaukanta kiertää normaalioloissa nopeasti, sillä päämarkkina-alueella Suomessa aika asiakkaan tekemästä tilauksesta toimitukseen on tyypillisesti noin 3 kuukautta. Vientimarkkinoilla toimitusajat ovat käsityksemme mukaan jonkin verran tätä pidemmät ja arviomme mukaan tavanomaisesti noin 3-12 kuukautta. Tällä hetkellä toimitusajat ovat poikkeuksellisesta kysyntä/tarjonta-tilanteesta johtuen kuitenkin merkittävästi normaalia pidemmät ja arviomme mukaan yhtiön H1'21:n lopun ennätysvahvan tilaukannan (60,5 MEUR) toimitukset ulottuvat pitkälle ensi vuoteen. Lyhytaikaisen markkinaepätasapainon taustalla on erityisesti sahateollisuudessa koronapandemian johdosta tehdyt tuotannonrajoitukset ja pandemian aikana vahvuudellaan yllättänyt rakentamisaktiiviteetti (etenkin vapaa-ajan ja asuntorakentaminen).

Kulurakenne

Honkarakenteen kustannusrakenteen suurin yksittäinen erä on aine- ja tarvikeostot, jotka muodostivat viime vuonna noin 69 % kokonaiskustannuksista. Aine- ja tarvikeostot ovat luonteeltaan käytännössä täysin muuttuvia ja siten ei-skaalautuvia. Liikevaihtoon suhteutettuna aine- ja tarvikeostojen osuus on viime vuosina liikkunut noin 64-69 % maastossa ja näin ollen myyntikate on ollut 31-36 % tasolla. Taso on kohtuullisen matala ja heijastelee arviomme mukaan osaltaan yhtiön rajallista hinnoitteluvoimaa sekä alan tiukkaa hintakilpailua. Myyntikatteeseen vaikuttaa

muun muassa myyntimix, kulloinenkin kysyntä/tarjonta-tilanne sekä raaka-ainehinnat.

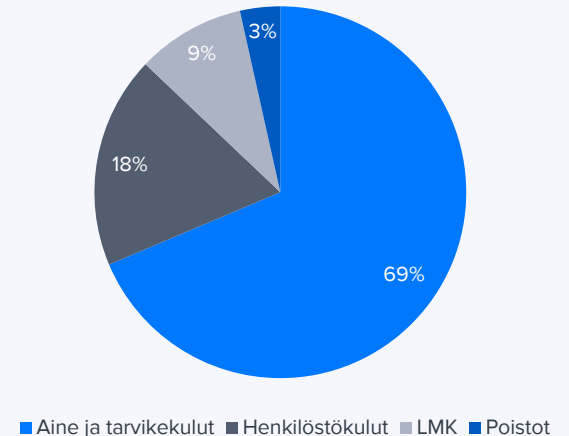
Yhtiön toiseksi suurin kuluerä on henkilöstökulut, joiden osuus kokonaiskustannuksista oli viime vuonna noin 18 % (17,5 % lv:sta). Henkilöstökulujen suhteellinen osuus liikevaihdosta on ollut viime vuosina noin 16-18 % ja arviomme mukaan näiden kulujen tulisi tarjota tulevina vuosina jonkinasteista skaalautumispotentiaalia.

Liiketoiminnan muut kulut muodostivat viime vuonna 9 % kaikista kustannuksista ja olivat niin ikään myös 9 % liikevaihdosta. Muista kuluista suurimpia kulueriä ovat myynti- ja markkinointikulut (2020: 3,3 % liikevaihdosta) sekä muut liiketoiminnan kulut (2020: 1,6 % liikevaihdosta). Yhtiö on viime vuosina onnistunut laskemaan muiden kulujen suhteellista osuutta ja arviomme mukaan kulujen tulisi skaalautua jatkossakin.

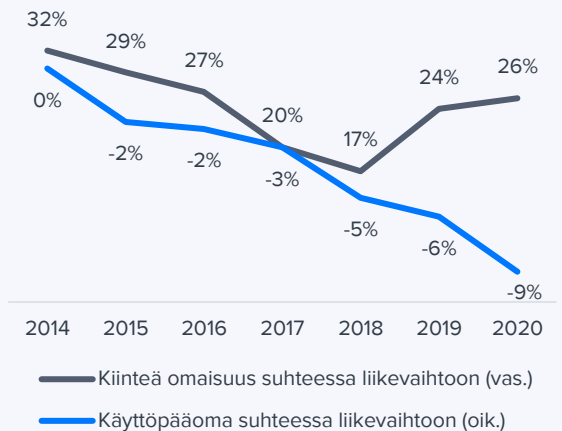
Liiketoiminnan pääomatarpeet kohtuullisia

Honkarakenteen liiketoiminnassa valtaosa pääomasta sitoutuu kiinteään omaisuuteen, mikä on tyypillistä valmistustoimintaa harjoittavalle yhtiölle. Yhtiön käyttöomaisuus (ml. IFRS 16) muodosti vuonna 2020 noin 42 % taseesta ja sen osuus liikevaihdosta oli noin 26 %. Vaikka liiketoiminta sitookin pääomaa kiinteään omaisuuteen kohtuullisesti, ovat pääomatarpeet kokonaisuudessaan maltilliset, sillä asiakkailta saatavien ennakkomaksujen johdosta yhtiö kykenee operoimaan negatiivisella käyttöpääomalla. Maltillinen pääomaintensiivisyys on sijoittajien kannalta ehdottomasti positiivista, sillä terveiden marginaalien ja kevyen taserakenteen ansiosta yhtiöllä on edellytykset tehdä erinomaista tuottoa sijoitetulle pääomalle.

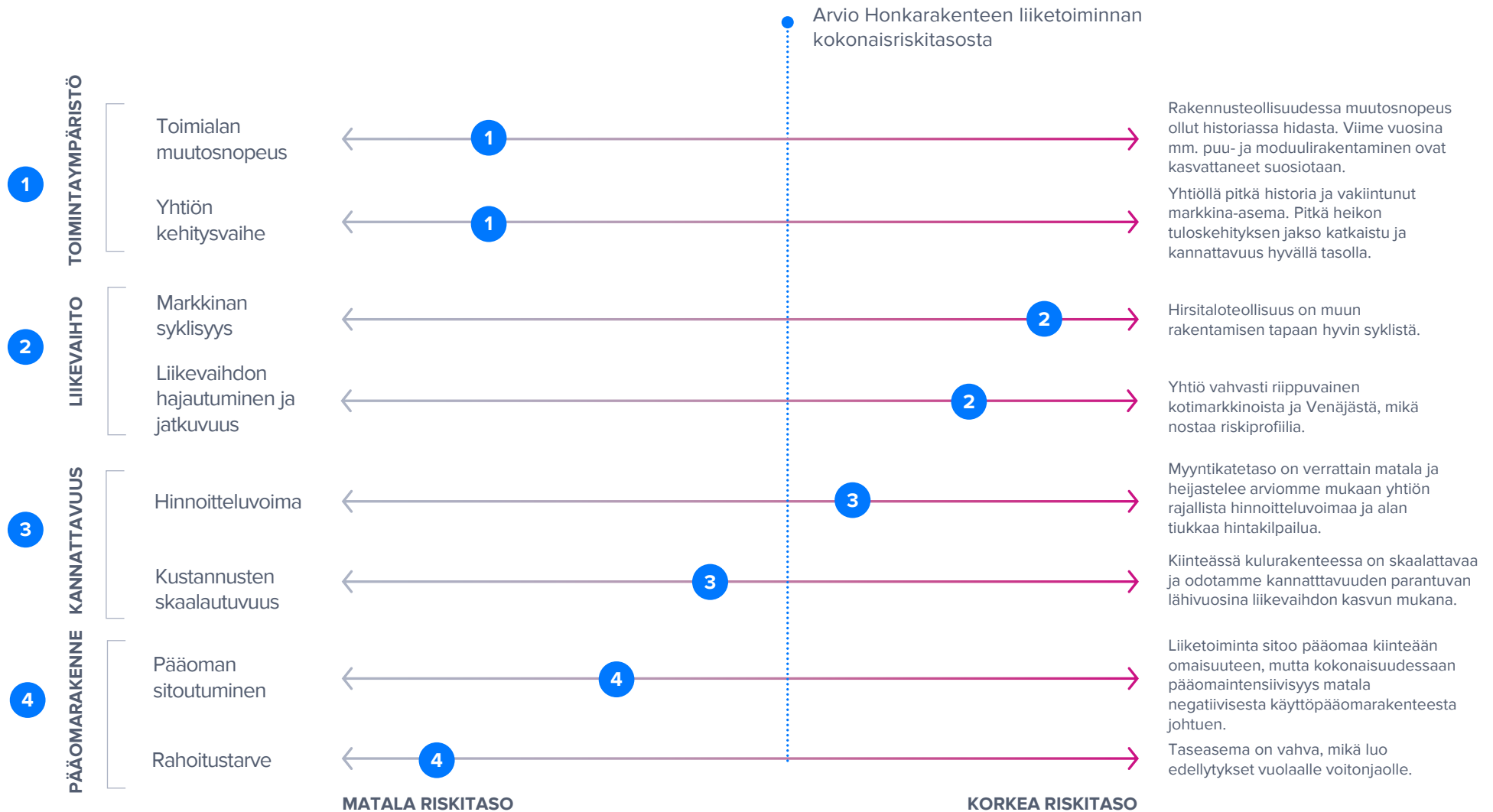
Kulurakenne (2020)



Pääomien sitoutuminen suhteessa liikevaihtoon



Liiketoimintamallin riskiprofiili



Markkina- ja kilpailutilanne 1/3

Taloukasvunäkymät ovat vahvistuneet

Suomen taloukasvu on viime kuukausina vahvistunut parantuneen rokotekattavuuden ja maailmantalouden yleisen elpymisen myötä selvästi ja koronakriisiä edeltänyt tuotannon taso saavutettiin Suomen Pankin mukaan toukokuussa. Talouden elpyminen on ollut kotimaassa laaja-alaista ja veto on ollut vahvaa etenkin teollisuudessa, rakentamisessa ja kaupan alalla.

Euroopan komissio ennustaa Suomen kansantalouden kasvavan kuluvana vuonna noin 2,7 % ja vuonna 2022 noin 2,9 %. Euroalueella kasvun odotetaan olevan Suomea ripeämpää ja BKT:n ennustetaan kasvavan kuluvana vuonna noin 4,8 % ja ensi vuonna 4,5 %. Vaikka lähivuosien taloukasvuodotukset ovat vahvat, liittyy toimintaympäristöön myös epävarmuustekijöitä. Lyhyellä aikavälillä talouden suurimpina uhkakuvina nähdään mahdolliset uudet virusvariantit, globaalit komponentti- ja tuotantoketjuhaasteet sekä viime kuukausien korkeat inflaatioluvut.

Hirsi on vallannut markkinaosuutta

Honkarakenteelle yhtenä keskeisenä markkina-ajurina toimii omakotitalojen rakentamisaktiiviteetti. Omakotitaloasuminen on 2000-luvulla menettänyt Suomessa selvästi jalansijaa muille asumismuodoille ja Rakennusteollisuus RT:n mukaan Suomessa aloitettiin viime vuonna noin 6 600 omakotitalon rakentaminen, kun vuonna 2011 aloituksia oli vielä noin 11 000. Omakotitalorakentamista on vähentänyt arviomme mukaan etenkin kaupungistumiskehitys sekä

pienten 1-2 hengen kotitalousten määrän kasvu.

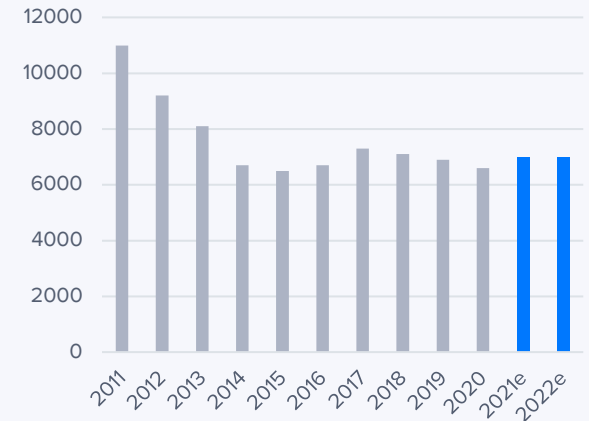
Vaikka omakotitalorakentamisen volyymit ovat laskeneet Suomessa jo pidempään, on hirsi vallannut viime vuosina omakotitaloissa markkinaosuutta selvästi muilta rakennusmateriaaleilta. Tänä päivänä joka neljäs omakotitalo rakennetaan hirsistä. Arviomme mukaan markkinaosuuden nousun taustalla on ihmisten kasvanut ymmärrys hirsiasumisen terveys- ja ympäristöhyötyihin sekä kuluttajien halu vaikuttaa omilla toimillaan ilmastonmuutokseen liittyviin haasteisiin.

Rakennusteollisuus RT ennustaa omakotitalojen aloitusmäärien asettuvan lähivuosina noin 7 000 kappaleeseen. Pidemmällä aikavälillä omakotitalojen aloituksissa on vaikea nähdä asumisen ja asuntomarkkinoiden isot trendit huomioiden merkittävää kasvua ja omakotitaloissa Honkarakenteen kasvumahdollisuudet nojaavatkin näkemyksemme mukaan pitkälti siihen, että hirsi voittaa myös jatkossa markkinaosuutta muilta rakennusmateriaaleilta.

Koronapandemia on vauhdittanut mökkirakentamista

Omakotitalotuotannon tapaan myös vapaa-ajan asuntojen rakentaminen on vähentynyt Suomessa jo pidempään, mutta vuonna 2020 alkanut koronapandemia muutti tilannetta, kun kuluttajat alkoivat panostamaan aiempaa enemmän vapaa-ajanviettomahdollisuuksiin. Tilastokeskuksen mukaan vapaa-ajan asuntojen aloitusvolyymit kasvoivat viime vuonna kuutiomäärällä mitattuna noin 14 % vuoden 2019 tasosta.

Omakotitalojen kappalemääräiset asuntoaloitukset



Lähde: Rakennusteollisuus RT

Hirren markkinaosuus omakotitalorakentamisessa



Lähde: Honkarakenne, RTS. Huom. 2011-2019 markkinaosuudet illustratiivisia palkkien ollessa likiarvoja

Markkina- ja kilpailutilanne 2/3

Aktiviteetti on jatkunut myös kuluvana vuonna vahvana ja H1'21:llä rakennuslupia myönnettiin vapaa-ajan rakentamiseen kuutiomäärällä mitattuna 49 % viime vuotta enemmän. Vapaa-ajan asuntojen rakentamisvolyymit tulevat oletettavasti normalisoitumaan selvästi koronapandemian hellittäessä ja yhteiskunnan palatessa normaaliin arkirytmiin. Pidemmällä aikavälillä mökkirakentamisen määrä on pitkälti riippuvainen siitä, miten ihmisten ja etenkin nuoremmen sukupolven vapaa-ajanviettopreferenssit tulevat kehittymään.

Julkisrakentaminen

Rakennusteollisuus RT ennustaa julkisten palvelurakennusten aloitusten vähenevän kuluvana vuonna viime vuosien vahvalta tasolta noin 4,9 miljoonaan kuutiometriin. Julkisirakentamisen laskua selittää pitkälti suurten sairaalahankkeiden vähentyminen, mutta vastaavasti Honkarakenteelle relevanttien koulujen uudisrakentamisen ennakoidaan kääntyvän kuluvana vuonna kasvuun.

Suomessa julkinen sektori on viimeisen vuosikymmenen aikana ulkoistanut hoiva- ja päivähoidon tuottamista muun muassa kustannuspaineiden johdosta yhä enemmän yksityisille sektorille. Yksityiset operaattorit toimivat hoiva- ja päiväkotikiinteistöissä tavanomaisesti vuokralaisina ja kiinteistöt ovat pääsääntöisesti erilaisten instituutiosijoittajien omistuksessa, jotka ovat rakennuttaneet nämä kohteet rakennusliikkeillä. Tällä hetkellä hoiva- ja päiväkotisektorin lyhyen aikavälin näkymät ovat osaltaan epävarmat, sillä yksityisten toimijoiden investointiaktiiviteettia jarruttaa etenkin sote-

uudistukseen liittyvät kysymysmerkit.

Sektorin rakenteelliset kasvuajurit ovat kuitenkin ennallaan ja demograafisten tekijöiden sekä julkisen sektorin velkaantumisen johdosta kunnilla on pidemmällä aikavälillä voimakas tarve lisätä yksityisten hoivapaikkojen määrää. Päivähoidossa yksityisten päiväkotien osuus on Suomessa edelleen suhteellisen matala ja odotamme yksityisten investointien päiväkotikiinteistöihin kasvavan keskipitkällä aikavälillä, mikä tarjoaa liiketoimintamahdollisuuksia myös rakentajille.

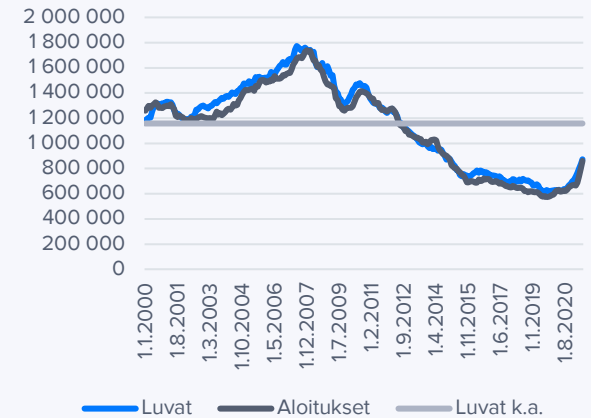
Poliittiset tahtotilat tukevat puurakentamista

Julkisella sektorilla on alettu ymmärtämään viime vuosina yhä paremmin puurakentamisen hyötyjä ja vuonna 2016 Suomessa aloitettiin ympäristöministeriön johtama Puurakentamisen ohjelma. Ohjelmalla on viisi painopistealuetta ja vuosina 2020-2022 toimenpideohjelman keskeisiä teemoja ovat:

- Puun käytön edistäminen julkisessa rakentamisessa
- Alueellisen osaamisen kasvattaminen
- Viennin tukeminen

Puurakentamisen ohjelman tavoitteena on, että puurakentamisen markkinaosuus julkisessa uudisrakentamisessa nousee vuoteen 2022 mennessä noin 31 % tasolle ja vuonna 2025 edelleen noin 45 %:iin. Vuonna 2019 puurakentamisen osuus julkisirakentamisesta oli 15 %. Kehityskulku on luonnollisesti Honkarakenteen ja muiden puurakentajien kannalta positiivista ja odotamme puurakentamisen saavan 2020-luvulla yhä vahvemman jalansijan julkisirakentamisessa.

Vapaa-ajan asuinrakennukset, m3
(liukuva 12kk vuosisumma)



Julkiset palvelurakennukset, m3
(liukuva 12kk vuosisumma)



Markkina- ja kilpailutilanne 3/3

Hirsitaloteollisuudessa kireä kilpailutilanne

Hirsitaloteollisuus ry:n jäsenkyselyn mukaan Suomen hirsitaloteollisuuden yhteenlaskettu liikevaihto oli vuonna 2020 noin 255 MEUR, josta viennin osuus oli noin 48 MEUR. Toimialan kilpailukenttä on varsin hajanainen ja alan suurimmat toimijat ovat käsityksemme mukaan PRT-Forest-konserniin kuuluva pudasjärveläinen Kontiotuote Oy sekä Honkarakenne, joiden yhteenlaskettu markkinaosuus on laskelmiemme mukaan noin 44-45 %. Näiden lisäksi markkinalla toimii muutama 10-20 MEUR:n liikevaihtoluokassa oleva yritys sekä joukko pienempiä hirsirakentajia.

Kilpailutilanne kotimaisten hirsirakentajien välillä on käsityksemme mukaan ankara ja myös Honkarakenne on nostanut alan kireän kilpailutilanteen esiin useita kertoja. Alalla on nähty

viime vuosina myös useampia konkurssseja. Vuonna 2010 konkurssiin hakeutui kotimaan viidenneksi suurin hirsitalotehdas Rantasalmi Oy ja vuonna 2019 vuorossa olivat oululaiset hirsirakentajat Honkamajat Oy ja Pohjois-Suomen Hirsitalokeskus.

Hirsitaloteollisuuden kannattavuustasosta ei ole olemassa tarkkaa dataa, mutta arvioimme alan keskimääräisen kannattavuustason olevan liikevoittomarginaalilla mitattuna karkeasti noin 0-5 % välillä. Koska toimialalla pelkällä tarjoamalla on vaikea erottautua kilpailijoista, vaatii keskitasoa paremman kannattavuustason saavuttaminen näkemyksemme mukaan esimerkiksi bränditunnettuutta sekä tiettyjä mittakaavaetuja. Tuotekehityksen avulla alalla on mahdollista saavuttaa hetkellistä suhteellista etumatkaa, mutta toiminnan luonteesta johtuen sen kestäväksi

muuttaminen on arviomme mukaan haastavaa.

CLT-rakentaminen on kasvattanut viime vuosina suosiotaan

Ristiinliimattuun massiivipuuhun eli CLT-teknologiaan perustuva puurakentaminen on kasvattanut Suomessa viime vuosina suosiotaan. CLT-rakentamiseen keskittyviä yrityksiä toimialalla ovat esimerkiksi CLT Plant Oy ja Crosslam. CLT:n etuja ovat sen jäykkyys, ja keveys, ja hirren tapaan myös sen ekologisuus sekä terveyttä edistävät vaikutukset. CLT:tä on hyödynnetty Suomessa tähän mennessä pääasiassa puukerrostalojen osien valmistuksessa. Honkarakenne näkee itse CLT:n relevanttina kerrosrakentamisessa, muttei usko teknologian tulevan suuressa mittakaavassa pientalorakentamiseen sen hintarakenteesta johtuen.

Kotimaisen hirsitaloteollisuuden suurimpia toimijoita liikevaihdolla mitattuna (MEUR)



Strategia 1/2

Nykyinen strategia julkaistiin kesällä 2018

Honkarakenne julkaisi nykyisen vuoteen 2021 uloittuvan strategiansa [kesällä 2018](#). Strategian päämääränä oli nostaa Honkarakenteen liiketoiminta uudelle tasolle ja vahvistaa yhtiön asemaa johtavana, kansainvälisenä laadukkaan puurakentamisen ja palveluiden tuottajana. Strategiakauden keskeiset tavoitteet olivat:

- Liikevaihdon kannattava kasvattaminen
- Palveluista tulevan liikevaihdon kasvattaminen
- Viennin määrän kasvattaminen
- Omavaraisuusasteen säilyttäminen vahvana
- Tuotannon tehostaminen kilpailukykyä parantavien toimintamallien ja investointien avulla

Strategiakauden onnistuminen

Honkarakenteen strategiakausi on lähestymässä loppuaan ja arvioimme strategisten tavoitteiden onnistumista lyhyesti seuraavassa:

Liikevaihdon kannattavan kasvattamisen osalta strategiakautta voidaan pitää erittäin hyvin onnistuneena. Honkarakenteen rullaava 12 kk:n liikevaihto oli kesäkuussa 2018 noin 45,2 MEUR ja H1'21:n lopussa vastaavasti noin 59,9 MEUR. Tämä tarkoittaa noin 32 % kasvua lähtötilanteeseen nähden. Samalla aikavälillä oikaistu liiketulos on nelinkertaistunut eli kasvu on ollut kannattavaa.

Palveluliikevaihdon kasvun arviointi on vaikeaa, sillä yhtiö ei avaa tarkemmin liikevaihdon jakautumista tuote- ja palvelumyynnin välillä. Yhtiön palvelumyynti koostuu suunnittelu- ja rakentamispalveluista ja käsityksemme mukaan näiden kehitys jäi

strategiakaudella selvästi yhtiön omista odotuksista. Yhtiö näkee palvelumyynnissä edelleen selviä kasvumahdollisuuksia ja esimerkiksi huoltopalveluiden myynti talopakettien yhteydessä voisi tarjota yhtiölle uusia ansaintalähteitä. Viennin kasvun osalta strategiakausi on jättänyt niin ikään toivomisen varaa, sillä Honkarakenteen viennistä tuleva rullaava 12 kk:n liikevaihto oli H1'21:n lopussa noin 3 % H1'18-lähtötilannetta pienempi (17,7 MEUR).

Honkarakenteen tase on vahvistunut hyvän tuloskehityksen myötä selvästi ja yhtiön omavaraisuusaste on noussut kesäkuun 2018 lähtötilanteesta 8 prosenttisyksiköllä 53 %:n tasolle. Vahvistuneen vakavaraisuuden myötä yhtiöllä on ollut edellytykset palkita omistajiaan strategiakaudella myös voitonjaolla ja tämän lisäksi yhtiö on kyennyt myös investoimaan.

Honkarakenne toteutti strategiakaudella Karstulan tehtaalla yli 7 MEUR:n investointiohjelman, minkä puitteissa yhtiö uudisti tehtaan tuotantolinjastoa. Lähökohtina investoinneissa olivat etenkin tuotannon laatu-, turvallisuus- ja tehokkuusnäkökulmat ja näiden lisäksi investoinnit toivat tehtaalle myös hieman uutta kapasiteettia. Uusi tuotantolinja otettiin Karstulassa käyttöön H2'20:lla ja yhtiö toteuttaa tuotantolinjastoon täydennysinvestointeja vielä vuoden 2021 aikana.

Kokonaisuudessaan Honkarakenteen strategiakautta voidaan pitää mielestämme erittäin onnistuneena ja yhtiö on mennyt 2018-2021 välillä sekä strategisella että operatiivisella tasolla merkittävästi eteenpäin. Odotamme yhtiön päivittävän strategiaansa viimeistään H2'21-raportin yhteydessä.



Strategiakauden 2018-2021 painopistealueet

- Liikevaihdon kannattava kasvattaminen
- Palveluista tulevan liikevaihdon kasvattaminen
- Viennin määrän kasvattaminen
- Omavaraisuusasteen säilyttäminen vahvana
- Tuotannon tehostaminen kilpailukykyä parantavien toimintamallien ja investointien avulla

Liikevaihto ja oik. EBIT-% (rullaava 12kk)



Strategia 2/2



Finanssikriisin jälkeinen korpivaellus

- Honkarakenteen volyymikehitys oli finanssikriisin jälkeen heikkoa ja markkinatilanne haastava
- Yhtiö vahvisti finanssikriisissä voimakkaasti heikentynyttä tasettaan 3,4 MEUR:n suunnatulla osakeannilla
- Toimintaa ja kulutusoja pyrittiin sopeuttamaan laskenutta volyymiä vastaavaksi
- Yhtiö keskitti tuotantonsa Karstulaan asteittain 2013 alkaen
- Nykyinen toimitusjohtaja aloitti tehtävässään 2015

Merkittävä tuloskäännö

- Vahva rakennussuhdanne tuki kysyntänäkymiä kotimaassa
- Viennissä kasvun aikaansaaminen oli haastavaa
- Yhtiö alkoi saamaan B2B-puolella yhä vahvempaa jalansijaa julkis- ja päiväkotirakentamisessa
- Liikevaihto nousi selvälle kasvu-uralle ja keventyneen kustannusrakenteen myötä liiketoiminnassa nähtiin merkittävä kannattavuuskäännö
- Puurakentaminen kasvatti suosiotaan ja mökkirakentaminen piristyi koronapandemian aikana

Kannattavan kasvun jatkaminen

- Vahvan orgaanisen kasvun jatkaminen kotimaassa
- Viennin kasvattaminen
- Puurakentamisen vahvojen kysyntänäkymien hyödyntäminen
- Suhteellisen kannattavuustason parantuminen liikevaihdon kasvun mukana

Strategian ydinkohdat ja haasteet

Toteutunut

- Pitkään jatkunut heikko tuloskehitys saatiin katkaistua ja kannattavuus nostettiin hyvälle tasolle
- Tase on vahvistunut merkittävästi
- Karstulan tehtaan investointiohjelma on loppusuoralla
- Tilauskanta ennätystasolla

Lähitulevaisuus 1-2v

- Kohonneiden raaka-ainekustannusten aiheuttamien negatiivisten vaikutusten selättäminen
- Kannattavan orgaanisen kasvun jatkaminen kotimaassa
- Viennin saaminen takaisin kasvu-uralle

Seuraavat 5 vuotta

- Riittävät panostukset tuotekehitykseen, jotta mallistot pysyvät kilpailukykyisinä ja kuluttajien näkökulmasta relevantteina
- Honkarakenteen brändin vahvistaminen, markkinoinnissa ja myynnissä onnistuminen
- Vahvan kassavirran onnistunut uudelleenallokointi ja ylimääräisen pääoman palauttaminen osakkeenomistajille

Taloudellinen tilanne 1/2

Taseen pitkäaikaiset varat muodostuvat valtaosin käyttöomaisuudesta

Honkarakenteen taseen pitkäaikaiset varat (H1'21: 16,3 MEUR) koostuvat pääasiassa käyttöomaisuudesta, jonka määrä oli H1'21:n lopussa 13,5 MEUR. 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. Aineettoman omaisuuden määrä taseessa on vähäinen ja se koostuu liikearvosta (H1'21: 0,1 MEUR) ja muista aineettomista oikeuksista (H1'21: 0,5 MEUR).

Honkarakenteen osakkuusyhtiösijoitukset (H1'21: 0,4 MEUR) pitävät sisällään 25,9 % omistussuuden Puulakson Energia Oy:stä ja 39,3 % omistuksen Pielishonka Oy:stä. Muut pitkäaikaiset varat koostuvat pääasiassa laskennallisista verosaamisista (H1'21: 1,7 MEUR) sekä saamisista (H1'21: 0,1 MEUR). Taseen laskennalliset verosaamiset liittyvät väliaikaisiin eroihin ja aikaisempien vuosien verotuksessa vahvistettuihin tappioihin.

Lyhytaikaiset varat koostuvat käyttöpääomaeristä ja kassasta

Honkarakenteen taseen lyhytaikaiset varat olivat H1'21:n lopussa 27,5 MEUR. Lyhytaikaisista varoista noin puolet ovat sitoutuneet vaihto-omaisuuteen (6,4 MEUR) ja saamiin (8,1 MEUR). Honkarakenteen vaihto-omaisuus koostuu

valmiista ja keskeneräisistä tuotteista sekä tonttivarannoista, joiden osuus vaihto-omaisuudesta on vähäinen (2020 lopussa 0,9 MEUR). Käyttöpääomaerien lisäksi lyhytaikaiset varat pitävät sisällään kassan, joka oli H1'21:n lopussa 13,0 MEUR.

Käyttöpääoma selvästi negatiivinen

Honkarakenne operoi selvästi negatiivisella käyttöpääomalla (2020: -9 % liikevaihdosta) ja näin ollen liikevaihdon kasvu vapauttaa käyttöpääomaa ja tukee yhtiön rahavirtaa. Negatiivisen käyttöpääoman taustalla on alalle tyypillinen maksupolitiikka, missä asiakkaat maksavat osan kauppahinnasta ennakkoon (2020: saadut ennakat 13 % liikevaihdosta). Myyntisaamisten ja ostovelkojen välinen tasapaino on sijoittajan kannalta myös erittäin terve, sillä laskelmiemme mukaan myyntisaamiset ovat kotiutuneet viime vuosina keskimäärin noin 30 päivässä ja vastaavasti ostovelkojen kiertoaika on ollut noin kaksi kuukautta.

Negatiivisen käyttöpääoman johdosta Honkarakenteen operatiivinen liiketoiminta sitoo varsin maltillisesti pääomaa ja näin ollen yhtiön tase kiertää tehokkaasti. Maltillisen pääoman sitoutumisen ja hyvän kannattavuustason myötä Honkarakenteella onkin edellytykset yltää liiketoiminnassaan vahvaan pääoman tuottoon.

Taseasema tukevasti nettokassan puolella

Honkarakenteella oli H1'21:n lopussa korollista velkaa noin 3,4 MEUR:n edestä ja näin ollen yhtiöllä oli kesäkuussa vahva 9,6 MEUR:n

nettokassa. Omaa pääomaa yhtiöllä oli H1'21:n lopussa 15 MEUR ja yhtiön vakavaraisuus onkin vahvalla pohjalla (nettovelkaantumisasaste -64 %).

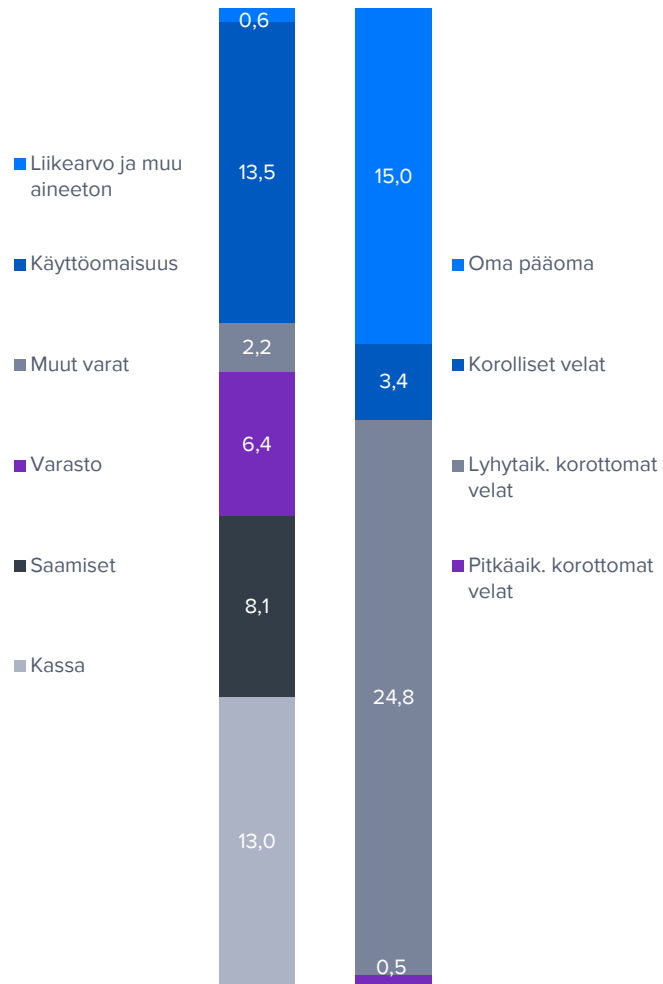
Honkarakenteen tase on vahvistunut viime vuosien hyvän tuloskehityksen myötä merkittävästi. Vahva tase on mielestämme perusteltu liiketoiminnan syklinen perusluonne ja käyttöpääoman dynamiikka huomioiden, sillä liikevaihdon mahdollinen lasku painaisi yhtiön kannattavuutta ja käyttöpääoman sitoutuminen heikentäisi puolestaan kassavirtaa (vrt. liikevaihdon voimakas lasku 2009 finanssikriisissä). Nykyinen tase on kuitenkin niin vahva, että uskomme yhtiön palauttavan pääomia lähivuosina yhä kasvavissa määrin omistajien suuntaan.

Omavaraisuuden osalta tavoitteena yli 35 % taso, ei virallista voitonjakopolitiikkaa

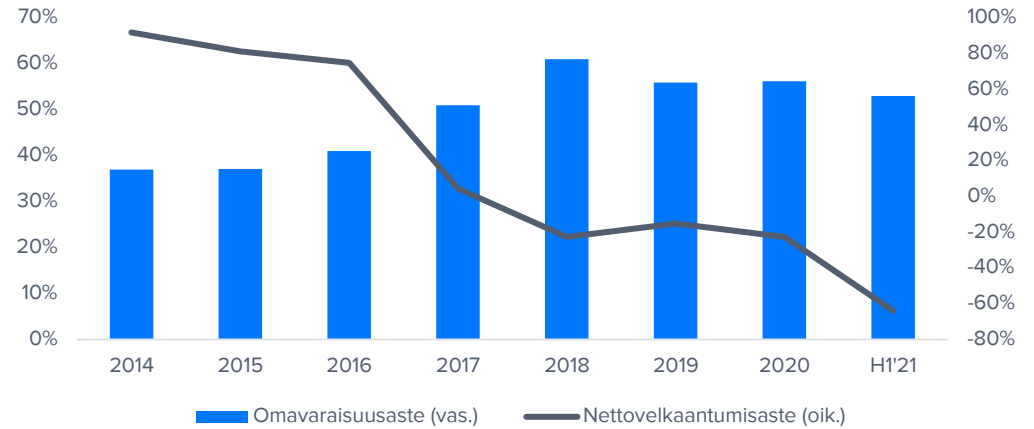
Honkarakenteen pääomarakennetta koskevat tavoitteet on sidottu omavaraisuusasteeseen ja yhtiön tavoitteena on pitää omavaraisuusaste taloudellinen toimintaympäristö huomioiden yli 35 % tasolla (H1'21: 53 %). Yhtiöllä ei ole virallista voitonjakopolitiikkaa ja vuosina 2019-2020 yhtiön maksamat pääomanpalautukset ovat olleet 30-37,5 % raportoidusta tuloksesta. Ennustamme jakosuhteen asettuvan vuosina 2021-2024 noin 55-70% välille ja pidämme myös isompaa kertaluontoista pääomanpalautusta mahdollisena.

Taloudellinen tilanne 2/2

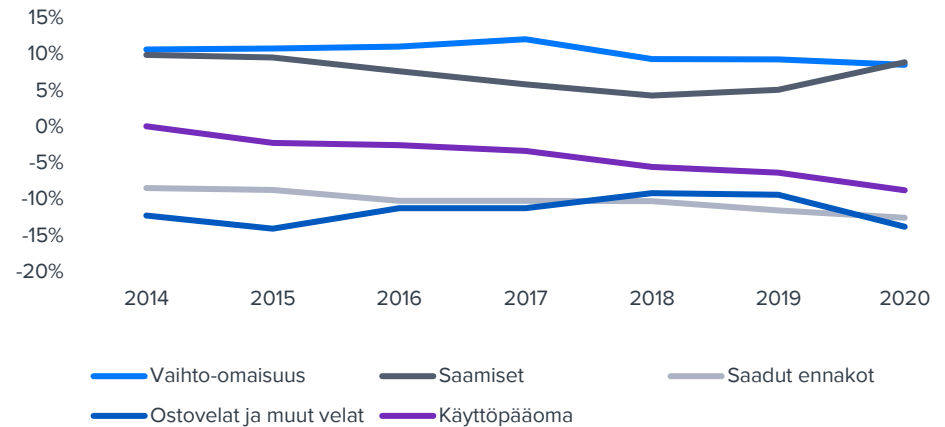
Taserakenne H1'21:n lopussa



Taseen avainlukujen kehitys



Käyttöpääomaerien kehitys suhteessa liikevaihtoon



Sijoitusprofiili 1/2

Sijoitusprofiili

Käänneyhtiöstä kannattavaksi kasvajaksi

Honkarakenteen sijoitusprofiili on näkemyksemme mukaan muuttunut viime vuosien vahvan taloudellisen kehityksen myötä käänneyhtiöstä kannattavan kasvuyhtiön suuntaan. Vankan taseaseman, pienten investointitarpeiden ja vahvan kassavirran myötä yhtiöllä on näkemyksemme mukaan edellytykset avokätiseen voitonjakoon ja osinkoprofiilia tukee myös vahva perheomisteisuus.

Positiiviset arvoajurit ja vahvuudet

Hyvät orgaaniset kasvunäkymät. Kasvava kiinnostus puurakentamista kohtaan tukee hirstaloteollisuuden kysyntänäkymiä ja arviomme mukaan Honkarakenteen orgaaniset kasvunäkymät ovat lähivuosille hyvät.

Vahva markkina-asema. Honkarakenteen markkina-asema on vahva, sillä yhtiö on Suomen hirsiteollisuusalan toiseksi suurin toimija vajaan viidenneksen markkinaosuudella ja vastaavasti alan suurin suomalainen vientiyritys. Vahva markkina-asema tarjoaa yhtiölle näkemyksemme mukaan tiettyjä tuotannon mittakaavaetuja.

Viennin kasvattaminen. Uskomme hirren saavan rakennusmateriaalina myös maailmalla tulevina vuosina asteittain yhä vahvempaa jalansijaa ja odotamme tämän tukevan myös Honkarakenteen kasvunäkymiä. Nykyisten vientimarkkinoiden lisäksi potentiaalia voisi arviomme mukaan olla pidemmällä aikavälillä myös esimerkiksi Pohjois-

Amerikassa.

Kannattavuudessa parannuspotentiaalia.

Honkarakenteen kiinteän kulutason tulisi tarjota näkemyksemme mukaan skaalautumispotentiaalia ja odotamme liikevaihdon kasvun heijastuvan lähivuosina positiivisesti yhtiön suhteelliseen kannattavuuteen.

Vahva tase. Honkarakenteen taseasema on tällä hetkellä vankka (nettovelkaantumisaste -64 %) ja vahvan kassavirran myötä tase pysyy ennusteissamme kasvavasta voitonjakosuhteesta huolimatta myös lähivuosina vahvasti pääomitettuna. Pidämmekin hyvin mahdollisena, että yhtiön voitonjako tulee olemaan lähivuosina ennusteitamme avokätisempää.

Negatiiviset arvoajurit ja riskit

Kysynnän sykliisyys. Hirsirakentaminen on muun rakennusteollisuuden tapaan hyvin syklistä ja rakentamisen suhdanteen heikkeneminen heijastuisi arviomme mukaan myös Honkarakenteeseen. Vaikka yhtiö kykenisi sopeuttamaan toimintaansa myös heikompaan markkinatilanteeseen, heijastuisi volyymilasku kulurakenteen kiinteistä elementeistä johtuen väistämättä myös tuloskehitykseen ja negatiivinen käyttöpääomarakenne voimistaisi vaikutusta rahavirrassa.

Raaka-aineiden hintakehitys ja saatavuus. Puu- ja sahatavaran hintakehitys on ollut viime aikoina hyvin volatiilia ja nousseet raaka-ainehinnat aiheuttavat lyhyellä aikavälillä todennäköisesti painetta yhtiön kannattavuuteen.

Riippuvuus Suomen ja Venäjän markkinoista.

Honkarakenne on hyvin riippuvainen sekä kotimarkkinoista että Venäjältä, sillä yhtiön liikevaihdosta noin 70 % tulee Suomesta ja viennistä arviomme mukaan noin puolet Venäjältä. Näin ollen yhtiö on hyvin vahvasti riippuvainen näiden markkinoiden yleisestä talouskehityksestä.

Viennissä onnistuminen. Viennissä onnistuminen näyttelee Honkarakenteen pidemmän aikavälin sijoittatarinassa mielestämme keskeistä roolia, sillä vahvan kasvun ylläpitäminen käy Suomessa ennen pitkää haastavaksi kotimarkkinoiden pieni koko ja yhtiön vahva markkina-asema huomioiden. Yhtiön pidemmän aikavälin näytöt ovat viennin kannattavan kasvun osalta toistaiseksi vaatimattomat, minkä myötä vientimarkkinoiden kasvumahdollisuuksiin liittyy epävarmuutta.

Omistajarakenne. Honkarakenteella on kaksi osakesarjaa ja äänivaltaa yhtiössä käyttää Saarelaisten suku. Mielestämme kaksi osakesarjaa ja omistuksen keskittyneisyys on Honkarakenteen arvonmuodostuksen kannalta jossain määrin negatiivinen tekijä, sillä kaikissa skenaariossa pääomistajasuvun ja muiden osakkaiden intressit eivät välttämättä kohtaa (esim. ostoparjoustilanne). Toisaalta perustajasuvun vahvassa läsnäolossa on myös positiivisia puolia muiden sijoittajien kannalta ja arviomme sen takaavan, että yhtiötä johdetaan pitkäjänteisesti ja omistaja-arvoa vaalien.

Sijoitusprofiili 2/2

1.

Hyvät orgaaniset kasvunäkymät

2.

Vahva markkina-asema

3.

Kannattavuudessa parannuspotentiaalia

4.

Vahva tase ja pienet investointitarpeet mahdollistavat avokätisen voitonjaon

5.

Perheomisteisuus tuo liiketoimintaan pitkäjänteisyyttä

Potentiaali



- Kasvava kiinnostus puurakentamista kohtaan tukee orgaanisia kasvunäkymiä kotimaassa
- Viennin kasvu
- Vahva markkina-asema tuo skaalaetuja, kannattavuudessa parannuspotentiaalia
- Vahva tase tarjoaa puskuria heikkenevään markkinaan ja mahdollistaa avokätisen voitonjaon

Riskit



- Kysynnän syklisyys
- Kotimaisen hirsitaloteollisuuden tiukka kilpailutilanne
- Voimakkaasti nousseet raaka-ainehinnat
- Vahva riippuvuus Suomen ja Venäjän markkinoista
- Vientipanostuksissa onnistuminen

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 kiinteän kulurakenteen kehitystä. Pitkän aikavälin ennusteemme pohjautuvat arvioihimme markkinan pidemmän aikavälin kasvuvauhdista ja Honkarakenteen kestävästä kannattavuustasosta.

H1'21: Alkuvuosi sujui markkinaolosuhteet huomioiden vahvasti

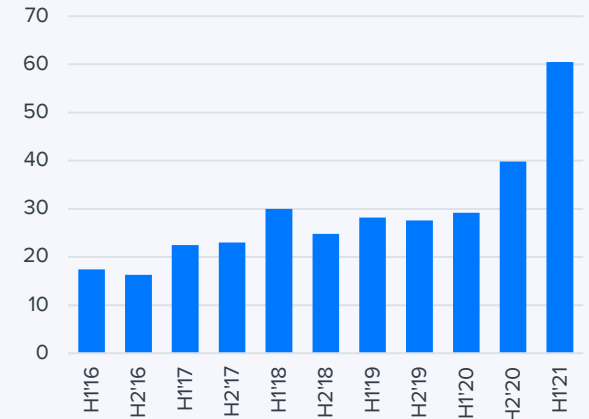
Honkarakenteen alkuvuosi sujui myynnillisesti erittäin hyvin. Yhtiön liikevaihto kasvoi H1:llä vertailukaudesta 31 % 29,6 MEUR:oon ja samalla tilauskanta kohosi kesäkuun lopussa kaikkien aikojen ennätystasolle 60,5 MEUR:oon. Honkarakenteen liikevaihdon kasvua veti H1:llä etenkin Suomi, jossa liikevaihto kasvoi alkuvuonna 36 % vapaa-ajan asuntojen ja omakotitalojen vahvan kysynnän vetämänä. Viennissä yhtiön liikevaihto kasvoi alkuvuonna vertailukaudesta noin 18 %. Vienti veti yhtiön mukaan H1:llä hyvin etenkin Venäjällä, mutta Aasian markkinoilla kauppaa haittasi edelleen koronapandemiasta johtuneet ajoittaiset talouksien sulkutoimet ja liikkumisrajoitukset.

Honkarakenteen mukaan raaka-aineiden saatavuuteen ja logistiikkaan liittyneet haasteet (mm. konttien saatavuus ja rahtihinnat) heijastuivat H1:llä vientitoimituksiin ja ovat aiheuttaneet toimitusaikojen pidentymistä. Toimitusajat ovat

venyneet raaka-aineiden saatavuushaasteiden johdosta käsityksemme mukaan selvästi myös Suomessa ja arvioimme H1'21:n lopun ennätysvahvan tilauskannan toimitusten ulottuvan pitkälle ensi vuoteen. Raaka-ainemarkkinoilla nähtiin alkuvuonna puutavaran kohdalla poikkeuksellinen hinnannousu, sillä toukokuuhun mennessä puutavaran hinta käytännössä kaksinkertaistui vuodenvaihteen tasolta. Poikkeuksellisen hintapiikin taustalla oli arvioimme mukaan koronapandemian myötä sahateollisuudessa tehdyt kapasiteetin leikkaukset, mitkä yhdessä odotuksia vahvemman rakentamisaktiiviteetin kanssa ajoivat markkinan hetkelliseen epätasapainotilaan.

Honkarakenne ylsi H1:llä 1,7 MEUR:n liikevoittoon (H1'20: 1,0 MEUR), mikä vastasi markkinaolosuhteet huomioiden hyvää 5,7 % liikevoittomarginaalia. Yhtiö kuitenkin kertoi raaka-aineiden hinnannousun ja saatavuusongelmien vaikutusten alkaneen näkyä selvemmin katsauskauden loppupuolella ja odotamme näiden aiheuttavan selvää painetta H2:n kannattavuustasoon. Puutavaran globaaleissa markkinahinnoissa on ollut nähtävissä viime kuukausina selvää normalisoitumista, mutta odotamme tämän heijastuvan yhtiön kannattavuustasoon vasta viiveellä hinnoittelun ollessa Honkarakenteen ja yhtiön tavarantoimittajien välillä pitkälti paikallista. Honkarakenne toisti H1-raportissa aiemman ohjeistuksen, jonka mukaan liikevaihdon sekä tuloksen ennen veroja odotetaan kasvavan edellisvuodesta.

Honkarakenteen tilauskannan kehitys (MEUR)



Puutavarahinnan kehitys



Lähde: Nasdaq

Ennusteet 2/3

H2'21: Raaka-aineiden hinnannousu ja rekrytoinnit painavat kannattavuutta

Ennustamme Honkarakenteen liikevaihdon kasvavan H2:lla ennätystasolla olevaa tilauskantaa ja vahvaa kysyntäympäristöä heijastellen 22 % 36,9 MEUR:oon. Vahva liikevaihdon kasvu hautautuu ennusteissamme H2:lla kuitenkin osittain kohonneiden raaka-ainekustannusten alle, sillä odotamme puu- ja sahatavaran hinnanousun aiheuttavan lähes 3 %-yksikön paineen yhtiön myyntikatteeseen H2'20-vertailukauteen nähden. Honkarakenne kertoi H1-raportissa käynnistäneensä alkuvuonna useita organisaatiota vahvistavia rekrytointeja (mm. suunnittelu, HR, ICT, rakentamispalvelut, projektiliiketoiminta ja myynnin johto) ja odotamme näiden nostavan yhtiön kiinteää kulutasoa H1-katauskaudesta.

Raaka-aineinflaation myötä paineessa olevan myyntikatteen, vertailukautta korkeampien operatiivisten kustannusten sekä investointien myötä lievästi kasvaneen poistotason johdosta ennustamme Honkarakenteen oikaistun liikevoiton jäävän H2:lla vertailukauden alapuolelle 1,7 MEUR:oon (H2'20: 2,4 MEUR), mikä vastaa noin 4,7 % EBIT-marginaalia. Sijoittajan on hyvä huomata, että H2'20-vertailukauden luvut pitivät sisällään noin 0,3 MEUR:n kertakulut tuotannon uudelleenorganisointiin liittyen.

Tuloslaskelman alariveillä ennustamme yhtiön kirjaavan H2:lla pienet negatiiviset rahoituserät. Yhtiön veroasteen odotamme jäävän H2:lla laskennallista 20 % veroastetta matalammaksi

yhtiön hyödyntäessä aiempien vuosien vähenyskelpoisia tappioita ja ennustamme oikaistun EPS:n asettuvan 0,25 euroon.

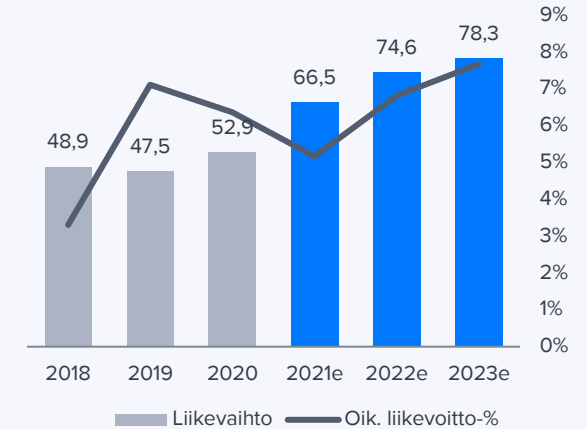
Edellä esitettyjä H2-odotuksia heijastellen koko vuoden ennusteemme asettuu liikevaihdon osalta 66,5 MEUR:oon ja liikevoiton sekä PTP:n osalta 3,4 MEUR:oon. Näin ollen koko vuoden ennusteemme on linjassa yhtiön H1-raportissa toistaman ohjeistuksen kanssa. Honkarakenteen voitonjaon ennustamme nousevan 0,28 euroon osakkeelta (2020: 0,18e) yhtiön vankkaa taseasemaa ja vahvaa kassavirtaa heijastellen.

2022: Odotamme kysyntäympäristön säilyvän hyvänä

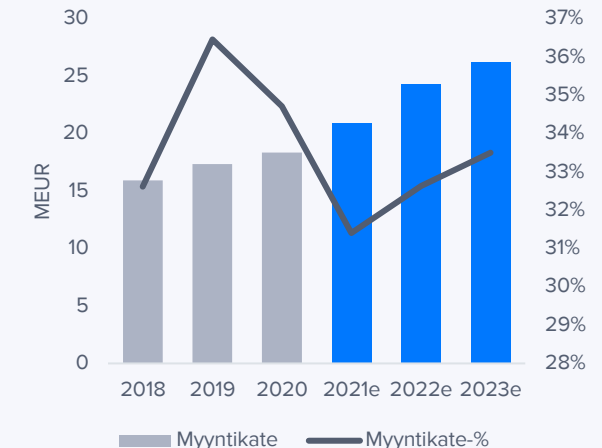
Odotamme kysyntäympäristön säilyvän myös vuonna 2022 Honkarakenteen kannalta hyvänä ja ennustamme yhtiön liikevaihdon kasvavan ensi vuonna noin 12 % 74,6 MEUR:oon. Odotamme myös raaka-ainekustannusten aiheuttamien rasitteiden helpottavan asteittain vuoden edetessä ja ennustamme Honkarakenteen myyntikatteen parantuvan tämän johdosta vuoden 2021 tasosta 1,2 prosenttiyksiköllä 32,6 % tasolle.

Liikevaihdon kasvun, terveemmän myyntikatetason ja parantuvan tuottavuuden myötä ennustamme Honkarakenteen liikevoiton kasvavan ensi vuonna 48 % 5,1 MEUR:oon, mikä vastaa noin 6,8 % liikevoittomarginaalia. EPS:n ennustamme kohoavan operatiivista tuloskasvua heijastellen 0,77 euroon ja voitonjaon 0,46 euroon, mikä vastaa noin 60 % jakosuhdetta.

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Myyntikatteen kehitys



Ennusteet 3/3

Pidemmän aikavälin ennusteet

Vuosina 2023-2024 ennustamme Honkarakenteen liikevaihdon kasvun asettuvan noin 4-5 % tasolle yleistä markkinakasvua ja hienoisia markkinaosuusvoittoja heijastellen. Merkittävästi korkeammat liikevaihdon kasvuennusteet vaatisivat näkeyksemme mukaan taakseen etenkin voimakkaampaa viennin kasvua, sillä kotimaassa vahvan kasvuvauhdin ylläpitäminen käy ennen pitkää vaikeaksi Suomen markkinoiden pieni koko ja yhtiön korkea markkinaosuus huomioiden. Honkarakenteen (ja koko kotimaisen hirsiteollisuuden) näytöt ovat viennin kannattavan kasvun osalta kuitenkin suhteellisen ohuet ja siksi tietty konservatiivisuus pidemmän aikavälin kasvuennusteissa on mielestämme paikallaan.

Vuosina 2023-2024 ennustamme Honkarakenteen liikevoiton asettuvan noin 6,0-6,8 MEUR:oon ja tulostaso vastaa noin 7,7-8,3 % liikevoittomarginaalia. Parantuva kannattavuustaso tulee ennusteissamme pitkälti myyntikatteen kautta, kun ennusteissamme H1'22-vertailukaudelle osuvat raaka-ainehintojen aiheuttamat rasitteet poistuvat vuosina 2023-2024. EPS:n ennustamme asettuvan vuosina 2023-2024 operatiivisen tuloskasvun myötä 0,82-0,92 euroon ja voitonjaon 0,53-0,65 euroon osakkeelta, mikä vastaa 65-70 % jakosuhdetta.

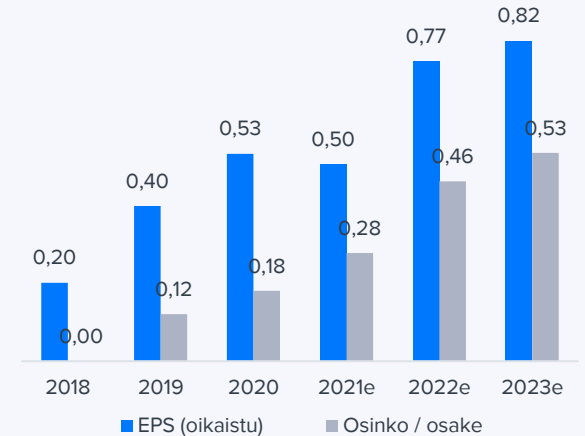
Lähivuosien investointitarpeet pienet

Karstulan tehtaan investointiohjelma on pitkälti loppusuoralla, eikä Honkarakenteella ole käsityksemme mukaan lähivuosina edessä suurempia kapasiteetin kasvattamiseen tähtääviä investointeja. Ennustamme Honkarakenteen vuotuisten bruttoinvestointien olevan lähivuosina noin 2,8 % liikevaihdosta. Taso on selvästi kahta edellisvuotta matalampi (6,7-7,8 % liikevaihdosta), mutta linjassa pidemmän aikavälin keskimääräisen tason kanssa (2014-2020: keskimäärin 2,9 % liikevaihdosta).

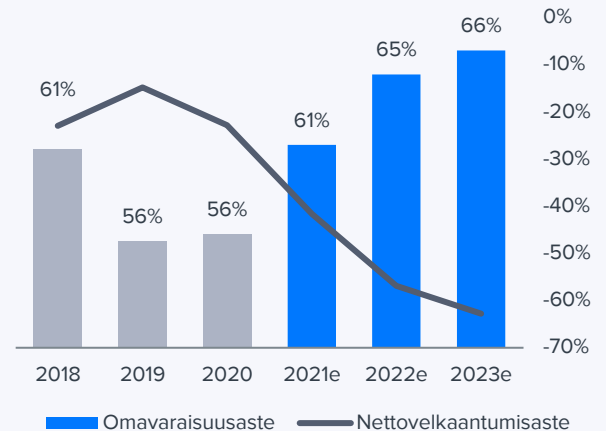
Tase säilyy vahvana

Nykyisillä tulos- ja voitonjakoennusteillamme Honkarakenteen taseasema säilyy ennustejaksollamme hyvin vahvana, sillä omavaraisuusaste kohoaa vuosina 2023-2024 noin 66-68 % välille ja vastaavasti nettovelkaantuneisuusaste painuu noin -63...-67 % välille. Vaikka vahva tase on Honkarakenteen liiketoiminnan syklinen luonne ja käyttöpääoman dynamiikka huomioiden perusteltua, on tase ennusteissamme lähivuosina hyvin konservatiivinen. Pidämmekin hyvin mahdollisena, että yhtiön voitonjako tulee olemaan lähivuosina ennusteitamme avokätisempää.

EPS (oikaistu) ja voitonjako



Taseen avainlukujen kehitys



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2019	H1'20	H2'20	2020	H1'21	H2'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	47,5	22,6	30,3	52,9	29,6	36,9	66,5	74,6	78,3	81,5
Käyttökate	5,2	1,9	2,9	4,8	2,8	2,8	5,6	7,3	8,2	9,0
Poistot ja arvonalennukset	-1,8	-0,9	-0,9	-1,8	-1,1	-1,1	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2
Liikevoitto ilman kertaeriä	3,4	1,0	2,4	3,4	1,7	1,7	3,4	5,1	6,0	6,8
Liikevoitto	3,4	1,0	2,1	3,1	1,7	1,7	3,4	5,1	6,0	6,8
Nettorahoituskulut	-0,2	0,0	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	3,2	1,0	1,9	2,9	1,7	1,7	3,4	5,1	6,0	6,8
Verot	-0,9	-0,3	0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,4	-0,6	-1,2	-1,4
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	2,3	0,7	2,1	2,8	1,5	1,5	3,0	4,5	4,8	5,4
EPS (oikaistu)	0,40	0,12	0,41	0,53	0,25	0,25	0,50	0,77	0,82	0,92
EPS (raportoitu)	0,40	0,12	0,36	0,48	0,25	0,25	0,50	0,77	0,82	0,92

Tunnusluvut	2019	H1'20	H2'20	2020	H1'21	H2'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihdon kasvu-%	-2,7 %	4,1 %	17,2 %	11,2 %	31,0 %	21,7 %	25,7 %	12,3 %	5,0 %	4,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	109,4 %	11,1 %	-4,7 %	-0,5 %	70,0 %	-26,6 %	2,1 %	48,1 %	18,1 %	12,5 %
Käyttökate-%	11,0 %	8,4 %	9,7 %	9,1 %	9,5 %	7,7 %	8,5 %	9,8 %	10,5 %	11,0 %
Oikaistu liikevoitto-%	7,1 %	4,4 %	7,8 %	6,4 %	5,7 %	4,7 %	5,2 %	6,8 %	7,7 %	8,3 %
Nettotulos-%	4,9 %	3,1 %	7,0 %	5,3 %	4,9 %	4,0 %	4,4 %	6,0 %	6,1 %	6,6 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Pysyvät vastaavat	14,0	16,3	15,8	15,3	15,2
Liikearvo	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Aineettomat hyödykkeet	0,3	0,5	0,7	0,9	1,1
Käyttöomaisuus	11,6	13,7	13,1	12,8	12,6
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Laskennalliset verosaamiset	1,6	1,7	1,5	1,1	1,1
Vaihtuvat vastaavat	13,9	16,3	19,5	24,0	27,1
Vaihto-omaisuus	4,4	4,6	5,7	6,4	6,7
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,4	0,4	0,4	0,4
Myyntisaamiset	2,5	4,3	5,5	6,1	6,4
Likvidit varat	7,1	7,0	8,0	11,0	13,5
Taseen loppusumma	27,9	32,6	35,4	39,2	42,3

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Oma pääoma	12,5	14,6	16,5	19,4	21,5
Osakepääoma	9,9	9,9	9,9	9,9	9,9
Kertyneet voittovarot	-4,7	-1,9	0,0	2,8	5,0
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	6,8	6,1	6,1	6,1	6,1
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	4,7	3,4	1,3	0,4	0,4
Laskennalliset verovelat	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Varaukset	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Lainat rahoituslaitoksilta	4,4	3,0	0,9	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	10,7	14,6	17,6	19,4	20,4
Lainat rahoituslaitoksilta	0,8	0,8	0,2	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	9,6	13,5	16,9	19,0	20,0
Muut lyhytaikaiset velat	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
Taseen loppusumma	27,9	32,6	35,4	39,2	42,3

Arvonmääritys 1/3

Pääpaino tulos pohjaisessa hinnoittelussa

Annamme Honkarakenteen arvonmäärityksessä pääpainon tulos pohjaisille arvostuskertoimille. Tulos pohjaisten kertoimien tarkastelussa suosimme etenkin yhtiön vahvan nettokassan huomioivaa EV/EBIT-kerrointa. Kuitenkin myös P/E-luku sopii mielestämme kohtuullisen hyvin yhtiön arvostuksen tarkasteluun. Absoluuttisina kertoimina olemme hyödyntäneet yhtiölle määrittelemämme hyväksyttävää hinnoittelukertoimia, jotka pohjautuvat näkemyksemme nykyisestä kasvu-, kannattavuus- ja riskiprofiilista. Keskitymme absoluuttisia arvostuskertoimia tarkastellessa etenkin ensi vuoden kertoimiin, sillä 1) vuoden 2022 ennusteet antavat mielestämme paremman kuvan Honkarakenteen nykyisestä tulos potentiaalista ja 2) oletamme osakemarkkinoiden nojaavan jo tässä vaiheessa vuotta hinnoittelussa yhä vahvemmin vuoteen 2022.

Arvostukseen vaikuttavat tekijät

Mielestämme etenkin seuraavat tekijät tukevat ja painavat Honkarakenteen arvostusta:

- **Lähivuosien hyvät tulos kasvunäkymät.** Honkarakenteen kysytänäkymiä tukevat useat ajurit (mm. puurakentamisen suosion kasvu, ilmastonmuutostoimet, terveellinen asuminen), mikä yhdessä yhtiön oman kannattavuusparannus potentiaalin kanssa tukee lähivuosien tulos kasvunäkymiä.
- **Vahvan markkina-asema.** Honkarakenteen markkina-asema on omalla toimialallaan vahva,

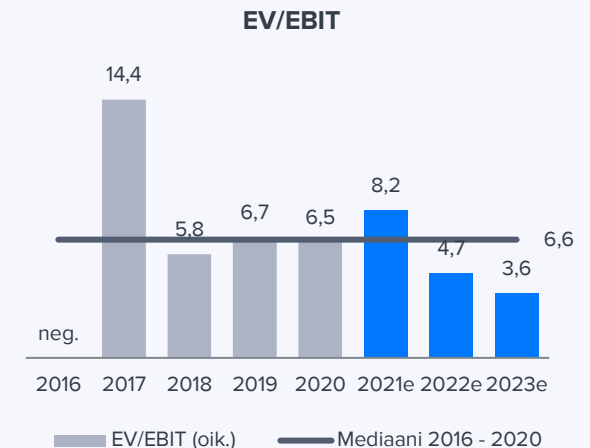
mikä tuo liiketoimintaan tiettyä vakautta ja ennustettavuutta.

- **Liiketoiminnan pienet pääomatarpeet.** Honkarakenteen liiketoiminta sitoo suhteellisen maltillisesti pääomaa ja tämä tukee yhtiön pääoman tuottokykyä, kassavirtaprofiilia ja sitä kautta myös arvostusta.
- **Vankka tase ja vahva kassavirta** mahdollistavat lähivuosina varsin avokätisen voitonjaon, mikä tarjoaa osakkeelle hyvää pohjatuottoa ja tukee kokonaistuotto-odotusta.
- **Liiketoiminnan syklinen perusluonne** heikentää pidemmän aikavälin näkyvyyttä ja kohottaa riskiprofiilia.
- **Vahvalla kotimarkkinariippuvuudella** on näkemyksemme mukaan osakkeen riskiprofiilia nostava vaikutus.
- **Pieni koko ja äänivallan keskittyminen** voivat rajata tietyntyyppisten sijoittajien kiinnostusta yhtiöön ja olemmekin soveltaneet osakkeelle arvonmäärityksessä likviditeetti-premiota.

Näkemyksemme mukaan Honkarakennetta tulisi hinnoitella edellä mainitut tekijät huomioiden EV/EBIT-kertoimella noin 7x-9x ja vastaavasti P/E-kertoimilla 10x-13x. Nämä kerroinhaarukat ovat alalaidoiltaan karkeasti linjassa yhtiön pidemmän aikavälin arvostuskertoimien kanssa. Näkemyksemme mukaan Honkarakenteelle on perusteltavissa myös jonkin verran historiallista korkeampi arvostus viime vuosien vahvan operatiivisen suorittamisen ja sitä kautta laskeneen riskiprofiilin myötä.

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	6,00	6,00	6,00
Osakemäärä, milj. kpl	5,86	5,86	5,86
Markkina-arvo	35	35	35
Yritysarvo (EV)	28	24	22
P/E (oik.)	11,9	7,8	7,3
P/E	11,9	7,8	7,3
P/Kassavirta	7,6	6,1	6,8
P/B	2,1	1,8	1,6
P/S	0,5	0,5	0,4
EV/Liikevaihto	0,4	0,3	0,3
EV/EBITDA (oik.)	5,0	3,3	2,6
EV/EBIT (oik.)	8,2	4,7	3,6
Osinko/tulos (%)	55,0 %	60,0 %	65,0 %
Osinkotuotto-%	4,6 %	7,7 %	8,9 %

Lähde: Inderes



Arvonmääritys 2/3

Absoluuttiset arvostuskertoimet

Honkarakenteen ennusteidemme mukaiset EV/EBIT-kertoimet vuosille 2021 ja 2022 ovat 8x ja 5x, kun taas vastaavat P/E-luvut ovat 12x ja 8x. Kuluva vuoden tulos pohjaiset arvostuskertoimet painottuvat näin ollen EV/EBIT-kertoimella hyväksyttävämmä arvostushaarukan keskikohtaan ja vastaavasti P/E-luvulla sen ylälaitaan. Näkemyksemme mukaan kuluva vuoden tulosennusteemme eivät kuitenkaan anna oikeaa kuvaa Honkarakenteen normaalista tuloskunnosta, sillä odotamme yhtiön kannattavuuden jäävän tänä vuonna selvästi alle todellisen potentiaalin raaka-aineiden voimakkaan hinnannousun aiheuttamista kustannuspaineista johtuen.

Ensi vuoden ennusteillamme tuloskertoimet painottuvat puolestaan selvästi hyväksyttävämmä arvostushaarukan alapuolelle. Tämä ei mielestämme ole perusteltua Honkarakenteen viime vuosien vahva operatiivinen suoritus ja laskenut riskitaso sekä jossain määrin myös rakenteellisesti parantunut kysyntäkuvaa huomioiden. Tätä taustaa vasten absoluuttinen arvostuskuvaa onkin mielestämme houkutteleva ja näemme kertoimissa selkeää nousuvaraa ennustamamme tulosparannuksen realisoituessa.

Vaikka Honkarakenteen ensi vuoden kannattavuustasoon liittyikin toimintaympäristöstä johtuen vielä epävarmuutta, tarjoaa nykyinen arvostustaso mielestämme varsin selvää turvamarginaalia myös mahdollisia negatiivisia ennusteriskejä vastaan. Tätä kuvastaa se, että vaikka yhtiön liikevoittomarginaali jäisi ensi vuonna vuosien 2018-2020 keskimääräiselle tasolle (oik. EBIT-% 5,6 %), olisi osakkeen arvostustaso

nykyisellä volyyymiennusteellamme hyväksyttävämmä arvostushaarukan alapuolella (EV/EBIT ~6x).

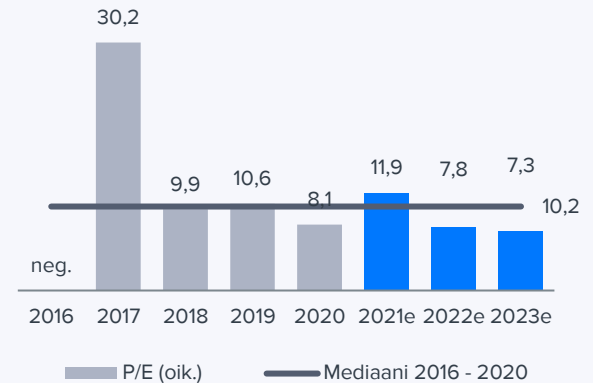
Honkarakenteen osinkotuotot nousevat vuosien 2021-2022 voitonjakoennusteillamme 4,6-7,7 % tasolle. Tasot ovat nykyisessä korkoympäristössä ja Helsingin pörssin kontekstissa houkuttelevat ja tarjoavat näkemyksemme mukaan selvää tukea osakkeelle. Osakkeen tasepohjainen arvostus (P/B 2021e: 2,1x) on mielestämme lähivuosien oman pääoman tuottotasoon suhteutettuna (ROE 2021-2024 välillä keskimäärin ~23 %) varsin neutraali.

DCF-malli

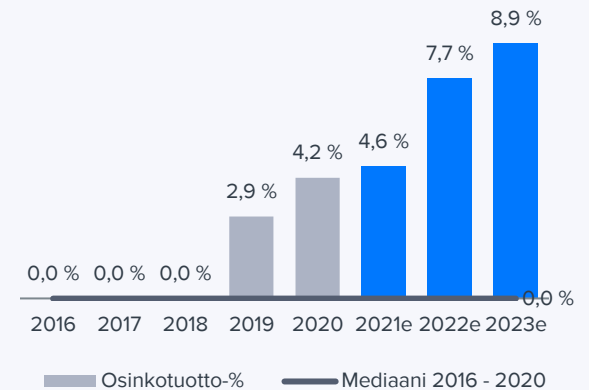
Annamme arvonmäärityksessämme painoarvoa myös kassavirtapohjaiselle mallille (DCF) huolimatta siitä, että se on hyvin herkkä etenkin terminaalijakson muuttujille. Olemme kuitenkin käyttäneet DCF-mallimme terminaalijakson parametreissa varsin konservatiivisia arvioita, mitä peilaten malli tarjoaa mielestämme riittävän relevantin tuen muille käyttämillemme menetelmille ja erityisesti pidemmän aikavälin tuottopotentiaalin tarkastelulle.

DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on 9,6 euroa osakkeelta, mikä tukee muiden käyttämieni menetelmien tapaan näkemystämme osakkeen aliarvostuksesta. Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu pitkällä aikavälillä 2-3 %:iin yleistä talouskasvua heijastellen. Liikevoittomarginaalin ennustamme laskevan kiristyvää kilpailutilannetta heijastellen pitkällä aikavälillä noin 6 % tasolle, eli lähemmäs arvioimaamme toimialan keskitasoa. Mallissamme terminaalijakson painoarvo on maltillisella 39 % tasolla.

P/E (oik.)



Osinkotuotto-%



Arvonmääritys 3/3

DCF-arvonmäärityksessä Honkarakenteelle soveltamamme oman pääoman tuottovaatimus on 10,0 %. Tavoitepääomarakenteen osalta olemme asettaneet velkaantuneisuuden 0 % tasolle, sillä pidämme velatonta tasetta perusteltuna Honkarakenteen liiketoiminnan syklinen luonne ja käyttöpääomadynamiikka huomioiden. Tästä johtuen koko pääoman painotettu keskimääräinen tuottovaatimus (WACC) on yhdenmukainen oman pääoman tuottovaatimuksen kanssa.

Verrokkiryhmä tarjoaa arvostuksen tarkasteluun vain ohuen viitekehysten

Honkarakenteelle on vaikea löytää hyviä listattuja verrokkeja ja kokoamamme verrokkiryhmä muodostuu pohjoismaisista ja eurooppalaisista asuntorakentajista. Vaikka useamman verrokkiryhmän liiketoimintaportfolioon kuuluu pientalorakentamista, eivät verrokkiryhmien liiketoiminnat ole läheskään yhteismitallisia Honkarakenteen kanssa. Tämä johtuu siitä, että verrokkit ovat valtaosin täysiverisiä rakennusyhtiöitä ja kantavat näin ollen liiketoiminnassaan konkreettista rakennusriskiä. Verrokkit toimivat Honkarakenteen kanssa myös eri markkinoilla, mikä osaltaan edelleen rajoittaa vertailtavuutta. Edellä mainituista tekijöistä johtuen emme anna verrokkiryhmään pohjautuvalle arvonmääritykselle oleellista painoarvoa ja verrokkiryhmän hinnoittelu tarjoaakin mielestämme lähinnä ohuen viitekehysten Honkarakenteen arvostuksen tarkastelulle.

Vertailuryhmän mediaanikertoimet vuosille 2021 ja 2022 ovat EV/EBIT-kertoimien osalta noin 16x ja 11x ja vastaavasti P/E-lukujen osalta 15x ja 11x. Näin

ollen Honkarakenne on arvostettu tulos pohjaisesti arvostuskertoimesta riippuen noin 19-58 % suhteellisella alennuksella. Myös volyymipohjainen arvostus on selvällä diskontolla verrokkeihin nähden. Tase pohjainen arvostus on puolestaan selvästi verrokkiryhmän mediaania (P/B 1,3x) korkeampi, mitä pidämme kuitenkin perusteltuna Honkarakenteen korkeampi pääoman tuottotaso huomioiden.

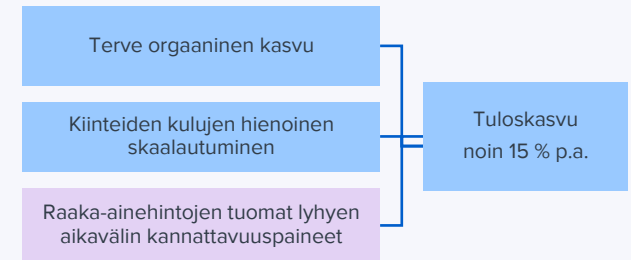
Tuotto-odotus erittäin hyvä

Käyttämämme arvostusmenetelmät indikoivat mielestämme osakkeen olevan selvästi aliarvostettu. Odottamastamme tulos kasvusta, korkeasta osinkotuotosta ja kertoimien nousuvarasta muodostuva vuotuinen tuotto-odotus asettuu arviomme mukaan yli 20 % tasolle. Tämä on yli kaksinkertainen yhtiölle soveltamaamme oman pääoman tuottovaatimukseen nähden, mitä heijastellen pidämme osakkeen tarjoamaa tuotto/riski-suhdetta erittäin houkuttelevana. Huomautamme kuitenkin, että tuottopotentiaalin realisoituminen voi vaatia sijoittajilta ylimääräistä kärsivällisyyttä, sillä viimeaikainen poikkeuksellisen voimakas raaka-aineinflaatio aiheuttaa lyhyellä aikavälillä selvää painetta kannattavuus- ja tuloskehitykselle. Aloitamme Honkarakenteen seurannan 8,0 euron tavoitehinnalla ja osta-suosituksella.

Osaketuoton ajurit 2020-2024

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

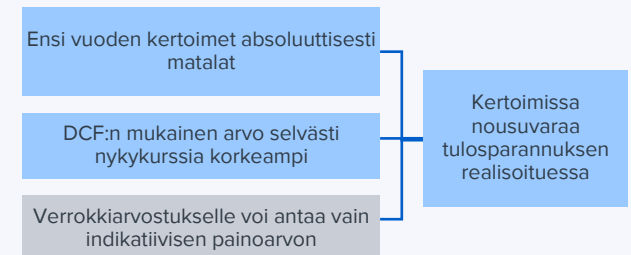
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Osakkeen kokonaistuotto-odotus + 20 % p.a.

DCF-laskelma

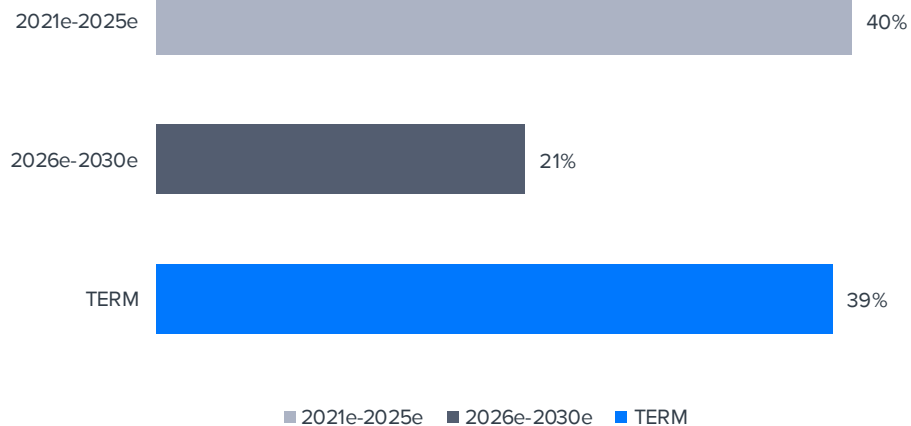
DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
Liikevoitto	3,1	3,4	5,1	6,0	6,8	6,3	6,1	5,8	5,5	5,6	5,7	
+ Kokonaispoistot	1,8	2,2	2,2	2,2	2,2	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	
- Maksetut verot	0,0	-0,3	-0,2	-1,2	-1,4	-1,3	-1,2	-1,2	-1,1	-1,1	-1,1	
- verot rahoituskuluista	0,0	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	0,7	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	
Operatiivinen kassavirta	6,4	6,5	7,8	7,3	7,9	7,6	7,3	7,1	6,8	6,9	7,0	
+ 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	-3,9	-1,9	-2,1	-2,2	-2,2	-2,3	-2,4	-2,4	-2,5	-2,5	-3,1	
Vapaa operatiivinen kassavirta	2,5	4,6	5,8	5,2	5,6	5,3	5,0	4,7	4,3	4,4	3,9	
+/- 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	2,5	4,6	5,8	5,2	5,6	5,3	5,0	4,7	4,3	4,4	3,9	50,4
Diskontattu vapaa kassavirta		4,5	5,1	4,2	4,1	3,5	3,0	2,6	2,2	2,0	1,6	20,8
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		53,6	49,1	44,0	39,8	35,7	32,2	29,2	26,6	24,4	22,5	20,8
Velaton arvo DCF		53,6										
- Korolliset velat		-3,7										
+ Rahavarat		7,0										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-1,1										
Oman pääoman arvo DCF		56,0										
Oman pääoman arvo DCF per osake		9,6										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,5 %
Yrityksen Beta	1,10
Markkinoiden riski-preemio	4,80 %
Likviditeettipreemio	2,70 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	10,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,0 %

Lähde: Inderes

Rahavirranjakauma jaksoittain



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e
Besqab	150,50	228	424	13,1	8,7	29,6	13,2	2,0	1,6	14,8	7,1	2,3	2,9	1,3
Bonava	79,60	862	1269	10,6	8,8	10,2	8,6	0,9	0,8	10,6	8,7	4,1	5,1	1,1
Cairn Homes	97,00	864	1014	19,9	12,2	19,7	12,1	2,5	1,8	23,3	12,9	4,0	5,5	1,1
Glenveagh Properties	1,13	910	969	26,5	14,4	25,4	14,0	2,2	1,7	31,7	16,7	4,4	2,9	1,2
HELMA Eigenheimbau	66,00	264	459	16,9	13,9	15,2	12,9	1,4	1,3	14,5	11,9	2,8	3,2	2,1
Lehto	1,24	110	199	38,4	12,3	13,6	7,2	0,4	0,4	94,5	11,1		2,1	0,9
Springfield Properties	151,00	181	204	9,3	8,6	8,2	7,5	0,9	0,8	10,7	9,6	3,9	4,5	1,4
Traumhaus	16,70	85	139	14,0	10,6	11,9	9,5	1,3	1,1	14,8	10,8	3,6	4,5	2,5
Honkarakenne (Inderes)	6,00	35	28	8,2	4,7	5,0	3,3	0,4	0,3	11,9	7,8	4,6	7,7	2,1
Keskiarvo				18,6	11,2	16,7	10,6	1,4	1,2	26,9	11,1	3,6	3,9	1,4
Mediaani				15,5	11,4	14,4	10,8	1,4	1,2	14,8	11,0	3,9	3,9	1,3
Erotus-% vrt. mediaani				-47 %	-58 %	-65 %	-70 %	-69 %	-73 %	-19 %	-29 %	17 %	99 %	69 %

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

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e	Osakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	48,9	47,5	52,9	66,5	74,6	EPS (raportoitu)	0,20	0,40	0,48	0,50	0,77
Käyttökate	2,9	5,2	4,8	5,6	7,3	EPS (oikaistu)	0,20	0,40	0,53	0,50	0,77
Liikevoitto	1,6	3,4	3,1	3,4	5,1	Operat. kassavirta / osake	0,65	0,87	1,09	1,11	1,34
Voitto ennen veroja	1,5	3,2	2,9	3,4	5,1	Vapaa kassavirta / osake	0,49	-0,07	0,43	0,79	0,98
Nettovoitto	1,2	2,3	2,8	3,0	4,5	Omapääoma / osake	1,73	2,14	2,49	2,82	3,31
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	-0,3	0,0	0,0	Osinko / osake	0,00	0,12	0,18	0,28	0,46
Tase	2018	2019	2020	2021e	2022e	Kasvu ja kannattavuus	2018	2019	2020	2021e	2022e
Taseen loppusumma	21,6	27,9	32,6	35,4	39,2	Liikevaihdon kasvu-%	13 %	-3 %	11 %	26 %	12 %
Oma pääoma	10,1	12,5	14,6	16,5	19,4	Käyttökateen kasvu-%	-13 %	79 %	-8 %	17 %	29 %
Liikearvo	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	Liikevoiton oik. kasvu-%	8 %	109 %	-1 %	2 %	48 %
Nettovelat	-2,3	-1,9	-3,3	-6,9	-11,0	EPS oik. kasvu-%	68 %	98 %	34 %	-5 %	52 %
Kassavirta	2018	2019	2020	2021e	2022e	Käyttökate-%	6,0 %	11,0 %	9,1 %	8,5 %	9,8 %
Käyttökate	2,9	5,2	4,8	5,6	7,3	Oik. Liikevoitto-%	3,3 %	7,1 %	6,4 %	5,2 %	6,8 %
Nettokäyttöpääoman muutos	1,3	0,3	1,6	1,2	0,7	Liikevoitto-%	3,3 %	7,1 %	5,8 %	5,2 %	6,8 %
Operatiivinen kassavirta	3,8	5,1	6,4	6,5	7,8	ROE-%	12,3 %	20,5 %	20,7 %	18,9 %	25,1 %
Investoinnit	-0,9	-5,5	-3,9	-1,9	-2,1	ROI-%	13,9 %	22,8 %	17,3 %	19,7 %	27,5 %
Vapaa kassavirta	2,9	-0,4	2,5	4,6	5,8	Omavaraisuusaste	60,8 %	55,8 %	56,2 %	61,1 %	64,9 %
						Nettovelkaantumisaste	-22,9 %	-14,8 %	-22,8 %	-41,6 %	-56,8 %
Arvostuskertoimet	2018	2019	2020	2021e	2022e						
EV/Liikevaihto	0,2	0,5	0,4	0,4	0,3						
EV/EBITDA (oik.)	3,2	4,3	4,5	5,0	3,3						
EV/EBIT (oik.)	5,8	6,7	6,5	8,2	4,7						
P/E (oik.)	9,9	10,6	8,1	11,9	7,8						
P/B	1,1	2,0	1,7	2,1	1,8						
Osinkotuotto-%	0,0 %	2,9 %	4,2 %	4,6 %	7,7 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välttömät 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 neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 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 arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät 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 yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

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 sijoittajatalaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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
22.9.2021	Osta	8,00 €	6,00 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisöömme tarpeisiin.

Me Inderesillä uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja aktiivisen sijoittajayhteisön pariin.

Pörssiyrityksille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon, ja että sijoittajilta kerätty tieto on yhtiöiden hyödynnettävissä.

Jo yli 100 suomalaista pörssiyritystä haluaa palvella omistajiaan ja sijoittajia kauttamme hyödyntämällä tarjoamiamme yhtiöseurantapalveluita, datapohjaisia sijoittajaviestinnän palveluita, sisältötuotantoa ja konsultointia.

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**