

Honkarakenne

Laaja raportti

17.4.2024 07:00



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Suhdanteen pauloissa

Toistamme Honkarakenteen vähennä-suosituksen tarkistaen tavoitehintamme 3,20 euroon (aik. 3,30 euroa) laajan raportin päivityksen yhteydessä. Hirsirakentaja on kohdannut hyvien suhdannevuosien jälkeen merkittävän romahduksen kysynnässä. Hyvinä vuosina tehty tuloskäänne ja parantunut taloudellinen asema avittavat Honkarakennetta läpi vaikeamman suhdanteen. Suhdanteen piristyessä odotamme tuloskasvun olevan ripeää, mutta erittäin vilkkaan kotimaisen markkinan ja lopetetun Venäjän viennin tukemiin huippuvuosien kannattavuuksiin emme näe toistaiseksi paluuta. Alan haastavat näkymät huomioiden osakkeen tuotto-odotus ei mielestämme ole riittävän houkuttelevalla tasolla.

Vahva markkina-asema kilpaillulla alalla

Honkarakenne on kotimainen hirsirakentaja, joka valmistaa Honka-tuotemerkillään omakotitaloja, vapaa-ajan asuntoja ja julkisia rakennuksia suomalaisesta massiivipuusta. Honkarakenteen markkina-asema on toimialallaan vahva, sillä yhtiö on Suomen hirsitaloteollisuuden toiseksi suurin toimija laskelmiemme perusteella. Honkarakenne on viimeisen 10 vuoden aikana kehittänyt kriisiyhtiöstä vakavaraiseksi ja alan kannattavimmaksi toimijaksi. Aina vuoteen 2022 asti yhtiö kasvoi hyvin ja tulos kehittyi nousujohteisesti volyymien mukana. Vuonna 2022 yhtiö kuitenkin lopetti kannattavan Venäjän viennin ja kysyntä romahti kotimaassa erittäin heikolle tasolle vuonna 2023. Liikevaihto palasi yhdessä vuodessa 5 vuoden takaiselle tasolleen noin 46 MEUR:oon ja liiketulos laski nollan tuntumaan. Suhdanteen piristyessä liikevaihto tulee palautumaan, mutta koronan tukema kysyntäbuumi ei tule arviomme mukaan lyhyellä aikavälillä toistumaan. Lisäksi Venäjän vientiä pyritään paikkaamaan keskittämällä panostuksia muille vientimarkkinoille, mutta näiden panostusten onnistuminen on vielä kysymysmerkki.

Kahden vuoden pohjat luovat kysyntää palautumiselle 2025-2026

Honkarakenteen näkymät ovat vuoden 2024 alussa haastavat. Kuluttaja-asuntomarkkina on Suomessa pysähdyksissä, eikä viennin kasvuavaukset tai projektimarkkinan (julkinen rakentaminen) tuki pysty tätä paikkaamaan. Ennustamme Honkarakenteen vuoden 2024 liikevaihdon jäävän alhaiselle vertailukauden tasolle ja tuloksen pysyvän nollan tuntumassa. Syklisen alan luonteen vuoksi odotamme liikevaihdon ja tuloksen lähtevän voimakkaaseen nousuun vuosien 2025-2026 aikana Suomen asuntomarkkinan palautumisen ja vientimarkkinan panostusten avulla. Kokonaisuutena tulostaso jää kuitenkin historiaa (viimeisen 5 vuoden EBIT-marginaali ka. 5,0 %) alhaisemmalle tasolle kannattavan Venäjän vientiliiketoiminnan lopetuksen ja historiaa alhaisempien volyymien vuoksi. Viennin onnistumiset useassa eri maassa, Suomen kuluttajamarkkinan odotuksia nopeampi palautuminen sekä markkinaosuuksien voittaminen kotimaassa voisivat nostaa tulevaisuuden odotuksia myös korkeammalle.

Tuotto-odotus ei houkuttele tällä tasolla

Arvostus on lyhyellä aikavälillä alhaisen tuloksen vuoksi Honkarakenteelle korkea (EV/EBIT 24e: +80x, P/E: >100). Vahvemman markkinan tukema tuloskasvu laskee vuosien 2025 ja 2026 kertoimet (25-26e ka.: EV/EBIT: 8x, P/E: 13x) maltillisemmaksi, mutta ei omaisi nousuvaraa hyväksytyillä arvostustasoillamme (EV/EBIT: 7-9x, P/E: 9-11x). Osinkotuotto ei myöskään merkittävästi tue lyhyen aikavälin tuotto-odotusta (2-3 %). DCF-laskelma heijastaa pidemmän aikavälin potentiaalin olevan korkeammalla (4,5 €), mutta emme näe sen ohjaavan hinnoittelua lyhyellä aikavälillä. Osakkeen nousuvara vaatisi mielestämme ennusteitamme vahvempaa tuloskehitystä sekä selkeitä merkkejä markkinan odotuksia nopeammasta palautumisesta.

Suositus

Vähennä

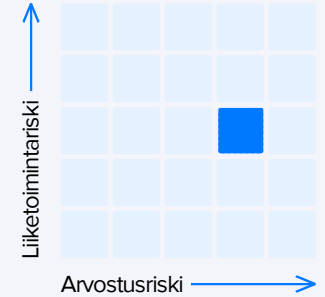
(aik. Vähennä)

3,20 EUR

(aik. 3,30 EUR)

Osakekurssi:

3,07



Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	46,3	46,6	52,2	56,8
kasvu-%	-37 %	1 %	12 %	9 %
EBIT oik.	0,3	0,2	1,7	2,2
EBIT-% oik.	0,7 %	0,4 %	3,2 %	3,9 %
Nettotulos	-0,2	0,0	1,2	1,6
EPS (oik.)	0,03	0,00	0,20	0,27

P/E (oik.)	>100	>100	15,5	11,3
P/B	1,1	1,2	1,1	1,0
Osinkotuotto-%	2,8 %	2,0 %	3,3 %	4,4 %
EV/EBIT (oik.)	51,2	84,4	9,6	6,7
EV/EBITDA	7,5	6,3	3,7	2,9
EV/Liikevaihto	0,3	0,4	0,3	0,3

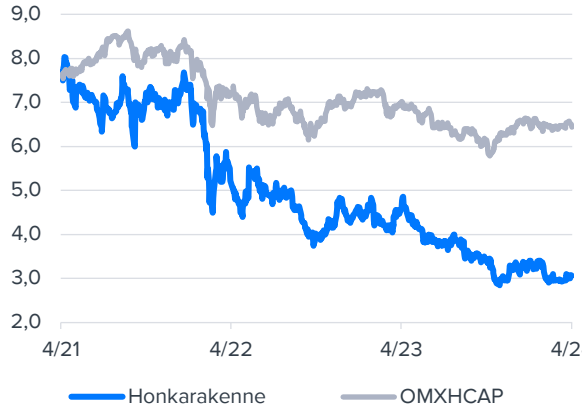
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

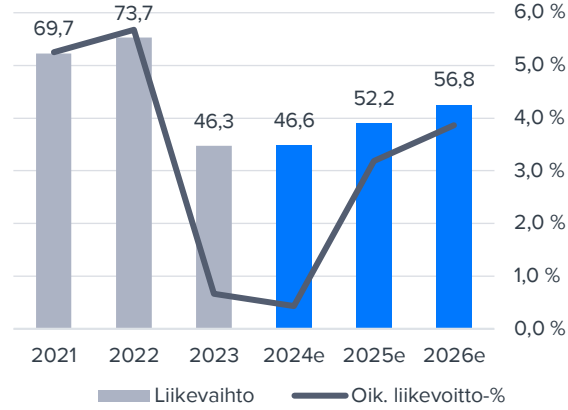
Vuonna 2024 liikevaihto on edellisvuoden tasolla ja on 43–50 MEUR (2023: 46,3 MEUR). Konsernin liiketulos on +/-0,0 – +0,5 MEUR (2023: -0,1 MEUR).

Osakekurssi



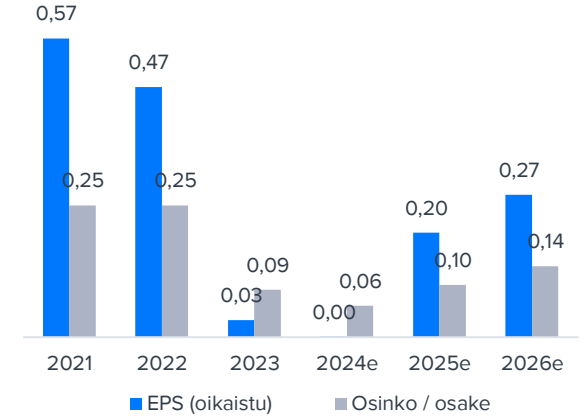
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

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



Riskitekijät

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

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	3,07	3,07	3,07
Markkina-arvo	18	18	18
Yritysarvo (EV)	17	16	15
P/E (oik.)	>100	15,5	11,3
P/B	1,2	1,1	1,0
EV/Liikevaihto	0,4	0,3	0,3
EV/EBITDA (oik.)	6,3	3,7	2,9
EV/EBIT (oik.)	84,4	9,6	6,7
Osinko/tulos (%)	>100 %	50,3 %	50,0 %
Osinkotuotto-%	2,0 %	3,3 %	4,4 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6-11
Strategia ja sijoitusprofiili	12-13
Markkina- ja kilpailuympäristö	14-19
Taloudellinen kehitys ja tilanne	20-23
Ennusteet	24-27
Arvonmääritys	28-33
Liitteet	34-35
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	36

Honkarakenne lyhyesti

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

1958

Perustamisvuosi

1987

Listautuminen

46,3 MEUR (-37 % vs. 2022)

Liikevaihto 2023

18,8 MEUR (-35 % vs. 2022)

Tilaukanta 2023 lopussa

0,3 MEUR (0,7 % lvrsta)

Oikaistu liikevoitto 2023

~24 %

Sijoitetun pääoman tuotto (ROIC-%) 2019-2023 keskimäärin

-18 %

Nettovelkaantumisaste-% 2023 lopussa

2013–2016

- Markkinatilanne haastava ja tuloskehitys heikkoa
- Kannattavuutta pyritään parantamaan mm. tuotantoa keskittämällä ja säästöohjelmalla
- Nykyinen CEO aloittaa tehtävässään 2015
- Venäläisen Sisteman ostotarjousyritys 2016

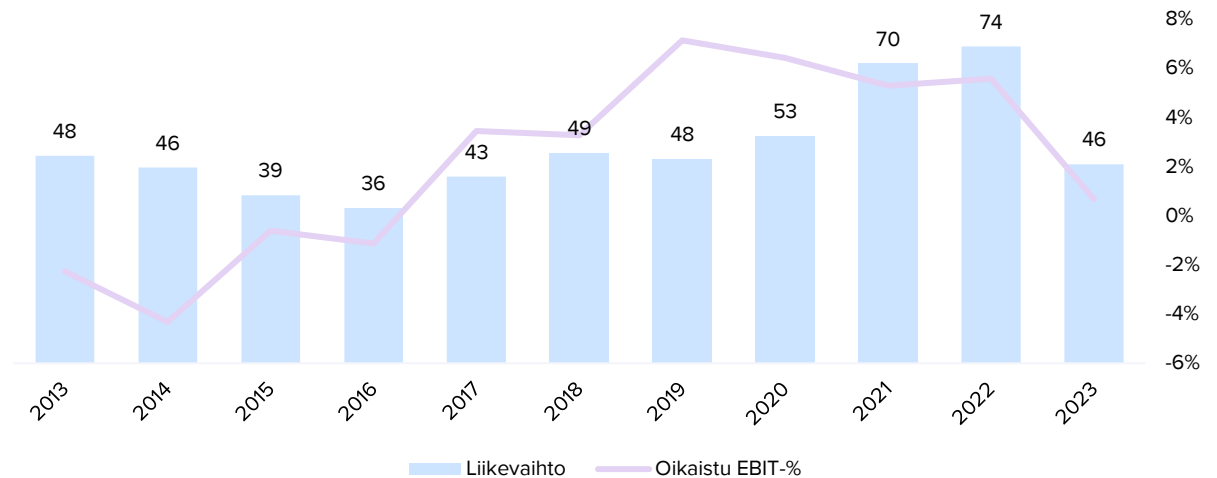
2017–2022

- 2017 vahvistunut suhdanne tukee kasvua ja kannattavuus nousee erinomaiselle tasolle
- Karstulan +8 MEUR:n investointiohjelman läpivienti
- 2020 koronapandemia vauhdittaa etenkin vapaa-ajan asuntojen kysyntää
- Kysyntä erittäin vahvaa, mutta raaka-ainehinnat ja inflaatio alentavat marginaaleja
- Ukrainan sota ja Venäjän kaupan päätyminen H1'22:lla

2023–

- Heikko rakennusmarkkina ja kuluttajien kysynnän lasku iskevät kysyntään rajusti
- Vienti laskee Venäjältä irtautumisen vuoksi
- Säästötoimet ja tuloksen puolustaminen
- Vuoden 2024 alussa markkinatilanne vielä heikko
- Kysynnän palautumisen aikataulu ja vientipanostuksissa onnistuminen liiketoiminnan ajureina

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/4

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. 65-vuotisen toimintahistoriansa aikana Honkarakenne on toimittanut yli 90 000 rakennusta ympäri maailman.

Honkarakenne on vuoden 2023 luvuilla hirsitaloteollisuuden suurin vientiyritys ja toiseksi suurin hirsirakentaja Inderesin tietojen mukaan. Yhtiön liikevaihto oli viime vuonna noin 46,3 MEUR ja oikaistu liikevoitto 0,3 MEUR (oik. EBIT-%: 0,7 %). Honkarakenteen palveluksessa oli vuonna 2023 keskimäärin 183 työntekijää.

Suomi tuo suurimman osan liikevaihdosta

Honkarakenne raportoi liikevaihtonsa Suomen ja viennin välillä. Yhtiön viime vuoden 46,3 MEUR:n liikevaihtokuormasta 69 % eli 31,8 MEUR tuli Suomesta ja viennin osuus koko konsernin liikevaihdosta oli noin 31 % eli 14,5 MEUR. Suomessa Honkarakenteen liikevaihto jakautuu alueellisesti kohtalaisen tasaisesti ympäri Suomea, mutta arviomme ja markkinatietojen mukaan yhtiöllä on parempi asema Etelä-Suomessa kuin Pohjois-Suomessa.

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

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

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

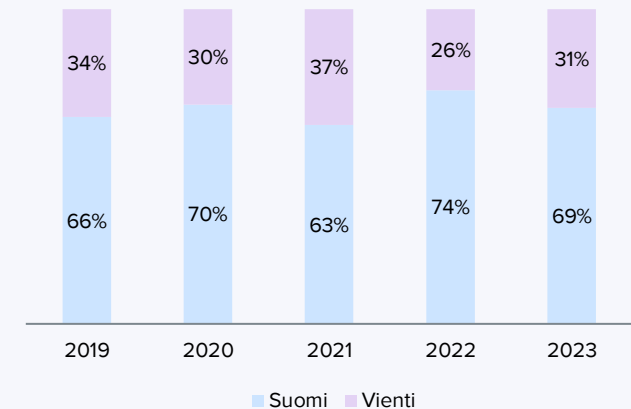
Kolme liiketoiminta-alueetta

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



- Hirsitalot
- Hirsimökit ja saunat
- Honka Frame -puutalot
- Asunto- ja aluerakentaminen
- Koulut ja päiväkodit
- Hoivakodit
- Ravintola ja matkailu

Liikevaihdon jakautuminen



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/4

Honkarakenteen vienti on käsityksemme mukaan ollut historiassa kuluttajavetoista (Venäjä), mutta muuttunut yhä enemmän B2B-projektihankkeiden vetämäksi. Viime vuonna suurimmat toimitukset liittyivät Aasian vapaa-ajanviettokeskukseen toimitettuihin hotelli- ja lomatalohankkeisiin.

Kysynnässä on kausiluonteisuutta ja syklistä

Honkarakenteen liiketoiminta on kausiluonteista, sillä rakentaminen painottuu kotimaassa kesälle ja tämän myötä toimituksia on tyypillisesti enemmän kesällä ja syksyllä kuin talvella. Yhtiö pyrkii tasaamaan kausiluonteisuutta muun muassa markkinointitoimenpiteiden avulla.

Hirsitaloteollisuus on muun rakentamisen tapaan myös syklistä. Syklisyydestä (tai jokseenkin ääripään syklisyydestä) esimerkkinä toimii viime vuosi, kun Honkarakenteenkin liikevaihto laski lähes 40 %:lla.

Tilaukanta normaalioloissa noin puolen vuoden mittainen

Honkarakenteen tilaukanta käsittää tilaukset, joiden toimitusajankohta on seuraavan 24 kuukauden sisällä. Suomessa aika asiakkaan tekemästä tilauksesta toimitukseen on lyhimmillään noin 3 kuukautta, mutta kaupoissa saattaa kuitenkin rakennuslupa- ja rahoitusehtoja, jolloin monestikin läpimenoaika menee lähemmäksi puolta vuotta. Viime vuosina Honkarakenteen tilaukanta on laskelmiemme mukaan tuloutunut liikevaihdoksi keskimäärin hieman alle 6 kuukaudessa.

Myynti tapahtuu jälleenmyyjien kautta

Honkarakenteen kuluttajamyynni (B2C) tapahtuu Suomessa myyntiedustajien kautta ja yhtiön oma

myyntiorganisaatio vastaa vain B2B-projekteista. Yhtiön Suomen edustajaverkosto käsittää noin 30-35 myyntiedustajaa, jotka toimivat yksityisyrityksinä ja myyvät tuotteita Honkarakenteen nimiin. Honkarakenteen vienti tapahtuu useimpiin maihin paikallisten jälleenmyyjien kautta. Tärkeissä vientimaissa Japanissa ja Saksassa yhtiöllä on omat tytäryhtiöt.

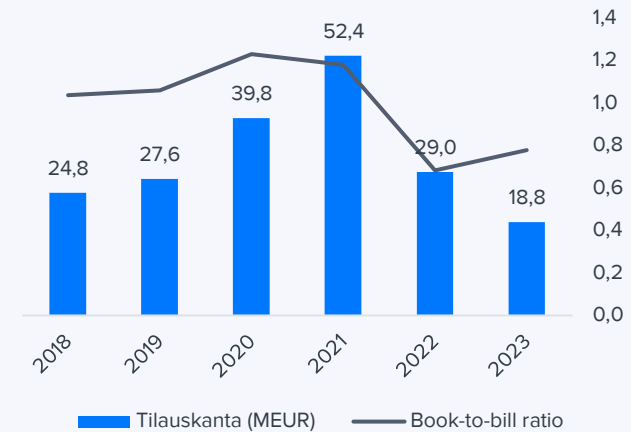
Kulurakenteessa suurin osa muuttuvia kuluja

Honkarakenteen kulurakenteen suurin yksittäinen erä on aine- ja tarvikeostot, jotka muodostivat vuonna 2023 noin 66 % kokonaiskuluista. Aine- ja tarvikeostot koostuvat pitkälti raaka-ainekuluista ja kulut ovat luonteeltaan muuttuvia eli sidoksissa toiminnan volyyymiin. Liikevaihtoon suhteutettuna aine- ja tarvikeostojen osuus on viime vuosina liikkunut noin 64-72 % maastossa ja näin ollen yhtiön myyntikate on ollut 28-36 % tasolla.

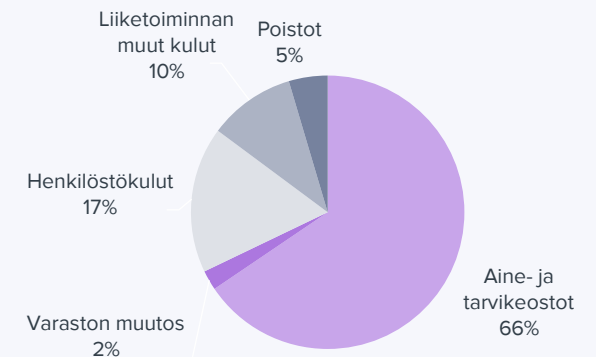
Suhteellinen myyntikate on kohtuullisen matala ja heijastelee arviomme mukaan osaltaan yhtiön rajallista hinnoitteluvoimaa sekä alan tiukkaa hintakilpailua. Myyntikatteeseen vaikuttaa muun muassa myynnin rakenne, kulloinenkin kysyntä/tarjonta-tilanne sekä raaka-ainehinnat.

Yhtiön toiseksi suurin kuluerä on henkilöstökulut, joiden osuus kokonaiskuluista oli viime vuonna noin 17 %. Honkarakenteen henkilöstökulut ovat kasvaneet historiassa liikevaihtoa hitaammin ja näin ollen tämä kuluerä tarjoaa yhtiölle myynnin kasvaessa operatiivista tulosvipua. Kysynnän heikentyessä henkilöstökuluja voidaan sopeuttaa lomautuksilla sekä henkilöstövähennyksillä, mutta ne eivät jousta yhtä nopeasti kuin liikevaihto, kuten vuonna 2023 on nähtävissä.

Tilaukannan kehitys

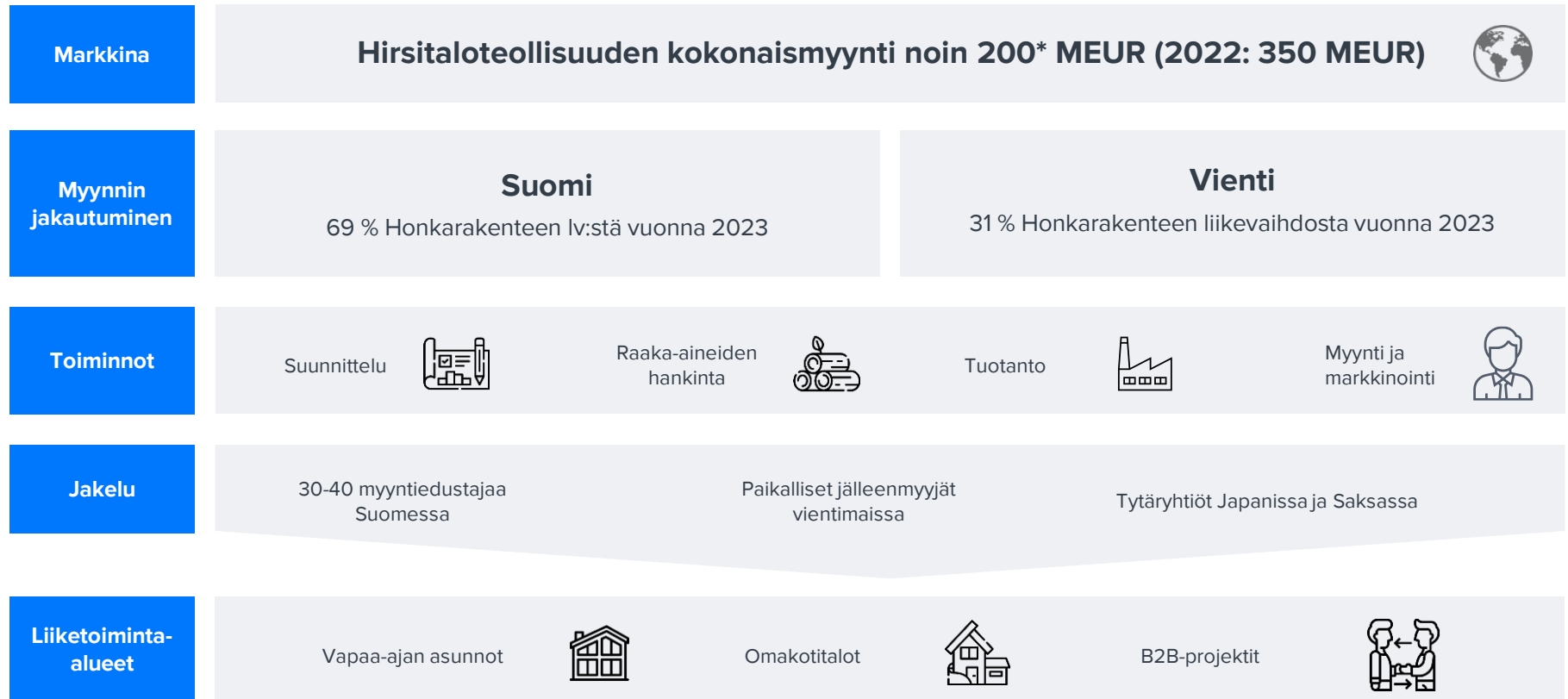


Kulurakenne 2023



Lähde: Inderes, Honkarakenne
Book-to-bill ratio = Katsauskauden laskennalliset uudet tilaukset/Katsauskauden liikevaihto

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli



Lähde: Honkarakenne, Inderes, Hirsitaloteollisuus ry (markkinakoko 2022)

*Inderes arvio julkaistujen tilinpäätöstietojen ja yrityksien liikevaihdon kehityksen kautta

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/4

Liiketoiminnan muut kulut muodostivat viime vuonna 10 % kaikista Honkarakenteen kuluista ja olivat noin 9 % liikevaihdosta. Muista kuluista suurimpia kulueriä ovat myynti- ja markkinointikulut sekä muut liiketoiminnan kulut. Liiketoiminnan muut kulut ovat arviomme mukaan valtaosin kiinteitä.

Tuotanto on keskittynyt Karstulaan

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

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

Honkarakenne toteutti Karstulassa 2019–2021 yli 8 MEUR:n investointiohjelman, minkä puitteissa yhtiö uudisti tehtaan tuotantolinjastoa. Lähtökohtina investoinneissa olivat etenkin tuotannon laatu-, turvallisuus- ja tehokkuusnäkökulmat ja näiden lisäksi investoinnit toivat tehtaalle myös hieman

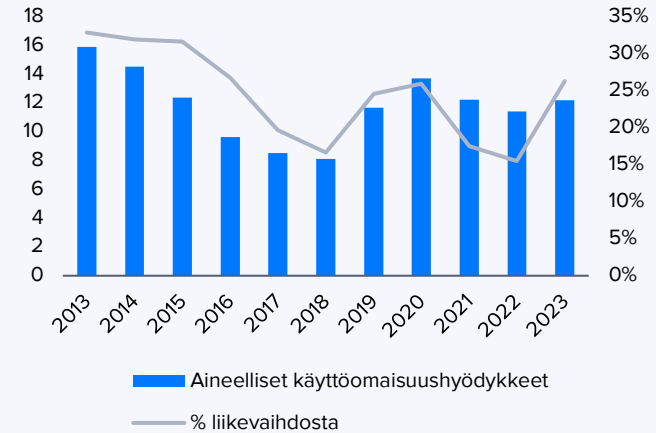
uutta kapasiteettia. Tuotanto ei toimi Honkarakenteen kasvulle pullonkaulana ja paremmassa kysyntätilanteessa yhtiöllä pitäisi nykyisellä kapasiteetilla olla arviomme mukaan mahdollisuuksia päästä jopa 90–100 MEUR:n liikevaihtokuorma.

Vuoden 2024 helmikuussa yhtiö teki myös painumattoman hirren tuotantolinjastoon noin 1,7 MEUR:n investoinnin parantaakseen tuotantoa. Investointeja on hyvä tehdä hiljaisen ajan vallitessa, jotta kapasiteetti on valmiina uutta noususuhdannetta varten. Yhtiö on ollut edelläkävijä painumattoman hirren käyttöönotossa. Normaali hirsi painuu kuivuessaan, mikä on vaikeuttanut sen rakennusteknistä käyttöä erityyppisissä kohteissa (esim. julkiset rakennukset ja kaupunkialueet). Honkarakenteelta valmistui ensimmäinen painumattoman hirren rakennus jo vuonna 2003.

Liiketoiminnan pääomatarpeet kohtuullisia

Honkarakenteen liiketoiminnassa valtaosa pääomasta sitoutuu kiinteään omaisuuteen, mikä on tyypillistä valmistustoimintaa harjoittavalle yritykselle. Käyttöomaisuus muodosti vuonna 2023 noin 41 % taseesta ja sen osuus liikevaihdosta nousi 26 %:iin heikentyneen liikevaihdon seurauksena. Käyttöomaisuus koostuu Karstulan tehdaskiinteistöistä ja tuotantoon liittyvistä koneista ja kalustosta. Tämän lisäksi käyttöomaisuus pitää sisällään myös pienemmän määrän IFRS 16-käyttöoikeusomaisuuseriä, jotka liittyvät myyntikonttorien ja Karstulan liimahallin vuokrasopimuksiin.

Kiinteä omaisuus edustaa suurinta osaa taseesta



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/4

Vaikka Honkarakenteen liiketoiminnassa pääomaa sitoutuukin kiinteään omaisuuteen, ovat pääomatarpeet kokonaisuudessaan maltilliset, sillä asiakkailta saatavien ennakkomaksujen johdosta nettokäyttöpääoma on negatiivinen (2023: -2 % lv:sta). Liiketoiminnan kasvaessa negatiivinen käyttöpääoma tarkoittaa sitä, että kasvu vapauttaa käyttöpääomaa ja tukee edelleen yhtiön kassavirtaa. Vastaavasti liikevaihdon laskiessa käyttöpääoman muutoksella on kassavirtaa heikentävä vaikutus.

Ei merkittäviä yritysostoja lähihistoriassa

Honkarakenteella ei ole merkittävää M&A-historiaa ja yritysostot rajoittuvat 1990-luvulla hankittuun lamelli-hirsivalmistaja Finnwoodiin sekä vuonna 2006 hankittuun (ja myöhemmin myytyyn) 38 %:n osakkuuteen lahtelaisesta puutaloyritys Oy TimberHeart Ltd:stä. Vaikka yritysostot eivät ole viime vuosina näytelleet Honkarakenteen liiketoiminnassa merkittävää roolia, suhtautuu yhtiö käsityksemme mukaan avoimesti mahdollisiin yritysjärjestelyihin. Potentiaalisten yritysostokohteiden identifiointi kilpailijakentästä on mielestämme kuitenkin vaikeaa. Yhtiö ei käsityksemme mukaan ole kiinnostunut lähtökohtaisesti puhtaasti lisäkapasiteetin ostamisesta, vaan yritysjärjestelyiden tulisi tarjota uutta teknologiaa tai osaamista.

Äänivalta Saarelaisten suvulla

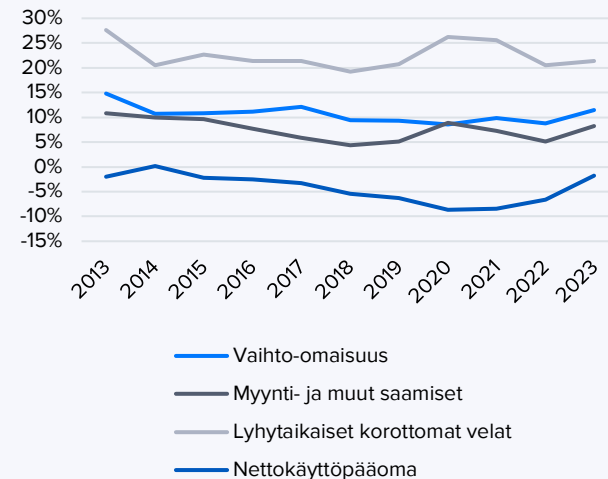
Honkarakenteella on kaksi osakesarjaa A- ja B-laji, joilla on erilainen oikeus osinkoon ja äänimäärään. B-lajin osakkeille maksetaan jaettavasta voitosta

päältäpäin 0,20 euroa ja sen jälkeen maksetaan A-lajin osakkeille samoin 0,20 euroa, jonka jälkeen jäljellä oleva voitto jaetaan tasan kaikkien osakkeiden kesken. B-lajin osake tuottaa yhden äänen ja A-lajin osake tuottaa kaksikymmentä ääntä. Honkarakenteen B-osakesarja on noteerattu Helsingin pörssissä vuodesta 1987 alkaen.

Honkarakenteen suurin osakkeenomistaja on osakkeiden kappalemäärällä mitattuna jyvaskyläläinen sijoitusyhtiö Akr-Invest Oy, josta tuli yhtiön suurin osakkeenomistaja vuonna 2017 toteutetun suunnatun osakeannin myötä. Akr-Investin omistavat jyvaskyläläiset Arimo ja Kirsti Ristola. Arimo Ristolán tausta on kuulonsuojaimia valmistavassa Silenta Groupissa, jonka enemmistöomistuksen hän myi vuonna 2016. Vaikka Akr-Invest Oy on Honkarakenteen suurin osakkeenomistaja, on äänivalta yhtiössä kuitenkin Saarelaisten suvulla ja suvun sijoitusyhtiö Saarelainen Oy:n osuus äänivallasta on noin 27 %.

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

Käyttöpääomaerien kehitys (% liikevaihdosta)

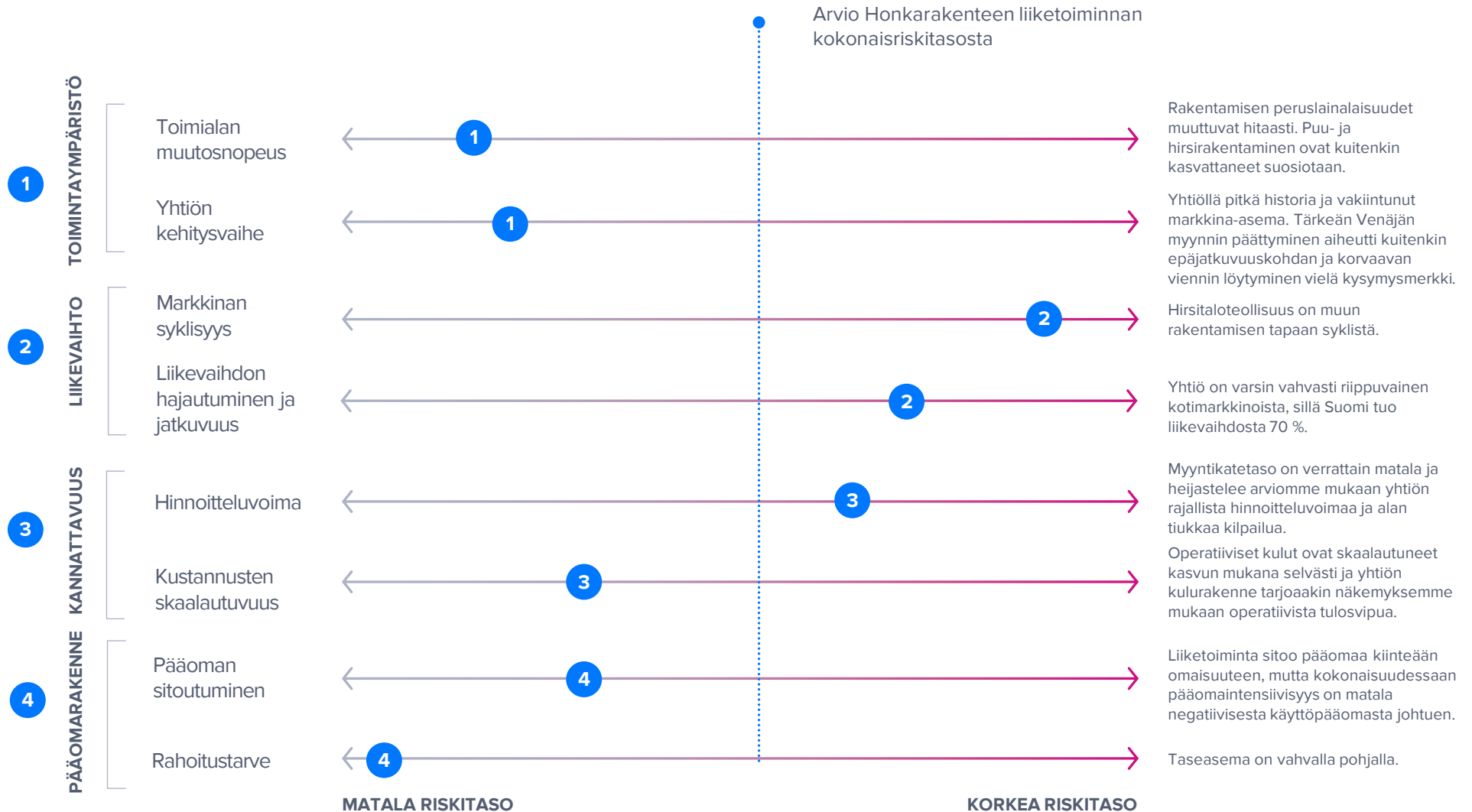


Suurimmat osakkeenomistajat 2/2024	Osuus osakkeista	Osuus äänistä
Akr-invest Oy	16,9 %	8,8 %
Saarelainen Oy	10,4 %	27,2 %
Saarelainen Marko Tapani	6,0 %	7,2 %
Honkarakenteen Oy	5,2 %	2,7 %
Nordea Nordic Small Cap Fund	4,1 %	2,1 %
Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö Varma	3,6 %	1,9 %
Arimo Kalervo Ristola	1,8 %	4,1 %
Ruuska Pirjo Helena	1,4 %	1,7 %
Syrjänen Eva Annika Elisabeth	1,3 %	0,7 %
Nordea Henkivakuutus Suomi Oy	1,3 %	0,7 %
10 suurinta yhteensä	51,9 %	57,0 %

Lähde: Honkarakenteen

Lähde: Inderes, Honkarakenteen

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Strategia ja taloudelliset tavoitteet

Honkarakenteen strategiakausi 2022-2024



Sijoitusprofiili

1.

Puurakentamisen suosion kasvu tukee toimialan kasvunäkymiä

2.

Yhtiöllä vahva ja vakiintunut markkina-asema, kannattavuus toimialan kärkeä

3.

Vakavarainen tase ja hyvä taloudellinen suoritus mahdollistaa kasvuinvestoinnit

4.

Toimialan syklisyys, tiukka kilpailutilanne ja raaka-ainehintojen vaihtelut keskeisiä riskejä

5.

Vientivetoisen kasvustrategian onnistuminen vielä kysymysmerkki

Potentiaali



- Kasvava kiinnostus puurakentamista kohtaan ja hirsirakentamisen terveys- sekä ilmastohyödyt tukevat toimialan pidemmän aikavälin kasvunäkymää
- Vientihankkeissa onnistuminen
- Vahva markkina-asema tuo liiketoimintaan tiettyä vakautta ja tarjoaa joitain mittakaavaetuja
- Vahva tase ja hyvä kassavirta mahdollistavat kasvuinvestointien tekemisen tai vaihtoehtoisesti verrattain avokätisen voitonjaon

Riskit



- Hirsitaloteollisuuden syklisyys ja rakentamisen selvästi heikentyneet lyhyen aikavälin näkymät
- Kotimaisen hirsitaloteollisuuden tiukka kilpailutilanne
- Raaka-ainehintojen vaihtelut
- Vahva riippuvuus kotimarkkinoista
- Vientipanostuksissa ja Venäjän liikevaihto- sekä tulosmenetysten korvaamisessa onnistuminen

Markkina- ja kilpailuympäristö 1/5

Suomen talousnäkymä säilyy heikkona vuonna 2024

Suomen talousnäkymät ovat tälle vuodelle vaisut, vaikka parempaa oli jo odotuksissa heikon vuoden 2023 jälkeen. Laajamittaiset lakot, epävarma kuluttajien luottamus sekä vielä korkeana pysynyt korkotasoa vaikuttavat kuitenkin nyt heikentävästi Suomen talouteen. Edellä mainitut tekijät ovat heijastuneet myös rakennussektoriin ja etenkin asuntorakentamisen määrän ennustetaan tippuvan edelleen vuonna 2024 selvästi.

Oikealla nähtävissä Suomen BKT-ennusteissa uusimmat päivitykset odottavat Suomen talouden jatkavan tänä vuonna laskussa. Talouskehitykseen heijastuu negatiivisesti etenkin yksityisen kulutuksen supistuminen, investointien vähentyminen ja nyt pinnalla olevilla lakoillakin on vaikutuksensa. Vuoden 2025 aikana talouden odotetaan kuitenkin laaja-alaisesti palautuvan. Tätä tukee etenkin odotuksissa oleva laskeva korkotasoa (keskuspankkien koronlaskut) ja investointien piristyminen.

Omakotitalojen volyymit laskussa

Honkarakenteelle yhtenä keskeisenä kysyntääjuriina toimii omakotitalojen rakentamisaktiiviteetti. Omakotitaloasuminen on 2000-luvulla menettänyt Suomessa selvästi jalansijaa muille asumismuodoille. Suomessa aloitettiin vuosien 2018-2022 aikana keskimäärin 7 100 omakotitalon rakentaminen, kun vielä vuonna 2011 aloituksia oli vuositasolla noin 11 000. Omakotitalorakentamista on vähentänyt arviomme mukaan etenkin kaupungistumiskehitys ja pienten 1-2 hengen kotitalousten määrän kasvu.

Vuonna 2023 nähtiin vielä selvempi romahdus muun asuntorakentamisen mukana, kun aloitusmäärät laskivat Rakennusteollisuus RT:n mukaan 3 700 omakotitaloon vuoden 2022 noin 6 800 omakotitalosta (-45 % v/v). Lasku on hyvin samansuuntainen kuin Honkarakenteen ja Kontiotuotteen (Honkarakenteen isoimman kilpailijan) liikevaihdon kehitys vuonna 2023. Nopeaa palautumista ei Rakennusteollisuus RT odota, sillä ennusteissa omakotitalojen aloitukset jäävät vuonna 2024 3 700 kappaleeseen ja nousevat vuonna 2025 4 700 kappaleeseen (+27 % v/v).

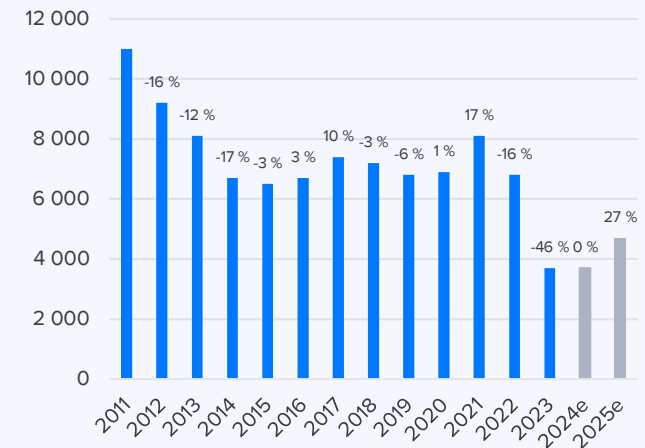
Vaikka omakotitalorakentamisen volyymit ovat pidemmällä aikavälillä olleet Suomessa laskevia, on hirsi vallannut omakotitaloissa markkinaosuutta muilta rakennusmateriaaleilta Hirsitaloteollisuuden historiallisten katsausten perusteella. Vuoden 2010 hieman yli 10 %:n markkinaosuudesta teollisen hirren markkinaosuus omakotitaloissa on arvioltamme noussut lähemmäs 30 %:iin nykypäivänä. Arviomme mukaan markkinaosuuden nousun taustalla ovat puu- ja hirsirakentamisen nousussa oleva trendikkyys, ihmisten kasvanut ymmärrys hirsiasumisen terveys- ja ympäristöhyötyihin sekä kuluttajien halu vaikuttaa omilla toimillaan ilmastonmuutokseen ja kestävään kehitykseen.

Pidemmällä aikavälillä omakotitalojen aloituksissa on vaikea nähdä asumisen ja asuntomarkkinoiden isot trendit huomioiden merkittävää kasvua ja omakotitaloissa Honkarakenteen kasvumahdollisuudet nojaavatkin pitkälti siihen, että hirsi voittaa myös jatkossa markkinaosuutta muilta rakennusmateriaaleilta. Pidämme tätä todennäköisenä kehityskulkuna.

BKT:n muutos	2024e	2025e
VM	0,7 %	2,0 %
Euroopan komissio	0,6 %	1,6 %
Nordea	-1,0 %	2,0 %
OP Ryhmä	0,0 %	1,4 %
Handelsbanken	0,1 %	1,7 %
Hypo	0,0 %	2,0 %
Danske Bank	-0,4 %	1,9 %
Säästöpankkiryhmä	0,0 %	1,2 %
Suomen pankki	-0,5 %	1,7 %

Lähde : Finanssialan ry

Omakotitalojen aloitusmäärät (kpl, vasen) ja vuosimuutos (%)



Lähde: Rakennusteollisuus RT, Inderes

Markkina- ja kilpailuympäristö 2/5

Vapaa-ajan asunnot kohta vuosikymmenen laskutrendissä

Honkarakenteelle myös tärkeät vapaa-ajan asuntojen rakentamismäärät ovat olleet pidemmällä aikavälillä trendinomaisessa laskussa. Vapaa-ajan asuntojen kysyntä sai nostetta vuoden 2020 koronapandemiasta, jolloin kotitaloudet panostivat aiempaa enemmän vapaa-ajanviettoon. Tämä noste näkyy selkeästi oikealla näkyvästä kuviosta vapaa-ajan asuntojen lupa- sekä aloitusmäärissä. Koronan jälkeisessä piikissä vapaa-ajan asuntoja aloitettiin vuoden aikana kumulatiivisesti (12kk summa) 900 tuhannen kuution edestä, mikä on noin 40 % pandemiaa edeltävien vuosien 2017-2019 (noin 650 tuhatta kuutiota) yläpuolella. Viime vuonna vapaa-ajan asuntojen aloitukset laskivat kuutiomäärällä mitattuna noin 15 %, kun taas lupamäärät laskivat edelleen noin 30 %:n vuosivauhtia. Niin lupien kuin aloitusten lasku on kuitenkin loiventunut ja pienoista tasaantumista kuviossakin on havaittavissa.

Julkisen rakentamisen tukenut kysyntää

Julkisrakentaminen on ollut vahvaa muun rakentamisen alakulossa. Rakennuslupa- sekä aloitusmäärät ovat edelleen pitkän aikavälin keskiarvon yläpuolella, kuten oikealla olevasta kuviosta näkee. Rakennusteollisuus (RT) odottaa hyvän vauhdin jälleen jatkuvan ja aloitusten nousevan vuonna 2024 yli 10 %:lla 4,9 tuhanteen kuution. Etenkin isot sairaalahankkeet ovat pitäneet julkista rakentamista pinnalla, mutta myös koulujen, päiväkotien ja hoivakotien kysyntä on ollut vakaata. Julkisrakentamisen osalta Honkarakenteelle tärkeitä segmenttejä ovat

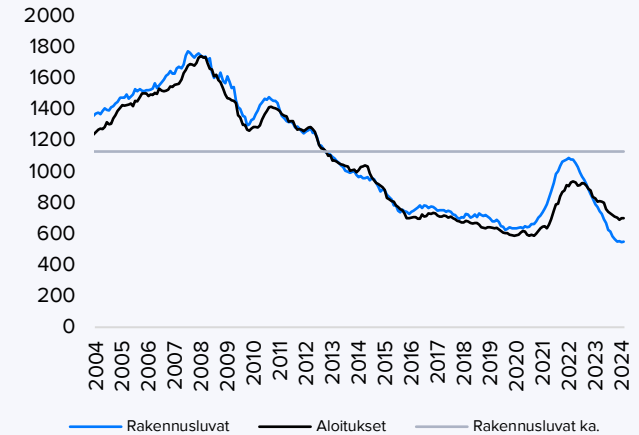
etenkin hoiva-, koulu- ja päiväkotirakentaminen.

Ilmastonmuutos kuriin puulla

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

Suomessa Ympäristöministeriön tavoitteena on ollut puunrakentamisen osuuden nostaminen julkisessa uudisrakentamisessa vuoden 2019 15 %:sta 45 %:iin vuoden 2025 loppuun mennessä. Vuoden 2022 loppuun mennessä puun osuus oli noussut Ympäristöministeriön mukaan jo 31 %:iin. Vaikka tavoite nyt lyhyellä aikavälillä vaikuttaa kunnianhimoiselta, kuvastaa se kuitenkin ympäristötekijöiden tärkeyttä rakentamisen materiaalivalintoihin ja siten puurakentamisen markkinakasvuun kumpuavaa muutospainetta Suomessa. Puun osuus on ollut jo pitkään korkealla pientaloissa (80-85 % 2005-2022) ja viime vuosina nousussa MDI:n Ympäristöministeriölle tekemän [tutkimuksen](#) perusteella. Kerrostaloissa puun osuus on vielä pientä (noin 5 %), vaikka puukerrostalojen määrä onkin viime vuosina kasvanut.

Vapaa-ajan asunnot, m3 (1000x) (rullaava 12kk)



Julkiset palvelurakennukset, m3 (1000x) (rullaava 12kk)



Markkina- ja kilpailuympäristö 3/5

Hirsitaloteollisuuden suhdanneherkkyys näkyi vuonna 2023

Kotimaisen hirsitaloteollisuuden kokonaisliikevaihto oli Hirsitaloteollisuus ry:n mukaan vuonna 2022 noin 352 MEUR, josta Suomen osuus oli noin 302 MEUR ja viennin 50 MEUR. Vuoden 2023 tietoja meillä ei ole saatavilla, mutta arvioimme liikevaihdon laskeneen jopa 40-50 % alan isoimpien toimijoiden liikevaihtojen kehityksen perusteella kertoen alan voimakkaasta syklisyydestä. Arvioimme, että liikevaihto koko alalla on laskenut takaisin vuosien 2015-2017 tasolle.

Toimiala oli eurokriisin ja heikon talouskasvun aikaan matelevan liikevaihdon laskun tilassa aina vuoteen 2015 asti. Vuonna 2016-2017 noususuhdanne alkoi vaikuttamaan myös hirsirakentajiin. Vahva veto etenkin Suomen markkinoilla piristi kasvua samaan aikaan, kun vienti supistui. Viennin vähentymiseen on arvioimme mukaan vaikuttanut ajanjaksolla selvästi supistunut, ja lopulta vuonna 2022 päätynyt, Venäjän kauppa. Ilman vientiä ja vain Suomen markkinaan keskittyen kehitys onkin ollut pitkällä aikavälillä paljon vahvempaa (CAGR-% 2012-2022: +6 %).

Kilpailukenttä ei rajoitu vain hirsitaloalastiin

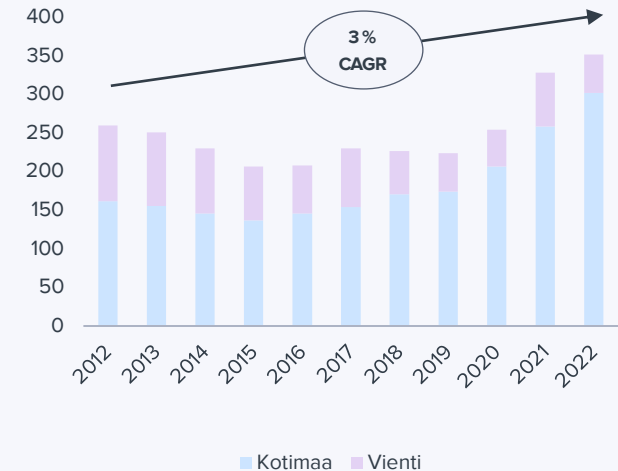
Hirsitaloteollisuuden kilpailukenttä on muutaman isomman tekijän jälkeen hajanainen. Alan suurimmat toimijat ovat käsityksemme mukaan pudasjärveläinen Kontiotuote sekä Honkarakenne, joiden yhteenlaskettu markkinaosuus oli vuonna

2023 arvioimme mukaan 40-50 %. Näiden lisäksi markkinalla on muutama arviolta 10-20 MEUR:n liikevaihtoluokassa oleva hirsitaloalastiin ja sekä iso joukko pienempiä toimijoita. Hirsitaloalastiinista kilpailijoihin kuuluvat mm. Honkatalot, Ollikaisen Hirsirakenne ja Kuusamo Hirsitalot.

Honkarakenteen kilpailukenttä ei rajoitu ainoastaan hirsitaloalastiin, vaan yhtiö kilpailee myös muiden puurakenteisten pientaloalastiin kanssa. Laveammalla katsantokannalla kilpailijoiksi voidaan nähdä myös kivirakenteisten omakotitalojen rakentajat.

Kotimaisista pientaloalastiinista Honkarakenteelle suurimpia kilpailijoita ovat liikevaihdolla mitattuna Den Finland ja Kastellitalot. Den Finlandin Kodit-liiketoiminta-alueen liikevaihto oli vuonna 2022 noin 179 MEUR ja Kastelli-talojen 153 MEUR. Molemmat kilpailijat tarjoavat myös hirsivalmisteisia pientaloja: Den Finland Finnlamelli-tuotemerkillä ja Kastellitalot Hirsi-Kastelli-nimellä. Vuoden 2023 lukuja ei vielä huhtikuun alussa ollut tarjolla, mutta arvioimme, että myös muilla pientaloalastiinilla rakennetyypistä riippumatta liikevaihdot ovat olleet orgaanisesti laskussa.

Kotimaisen hirsitaloteollisuuden liikevaihto (MEUR)



Markkina- ja kilpailuympäristö 4/5

Merkittäviä kilpailukilpailuja vuonna 2023

Kilpailutilanne kotimaisten pientalovalmistajien välillä on ollut tavallisesti tiukka ja heikompia toimijoita on pudonnut alalta vaikeammissa suhdanteissa pois, kuten nyt vuoden 2023 aikana nähtiin. Yksi alan merkittävimmistä kilpailuista sattui Honkarakenteen kilpailijalle Jukkatalolle, joka on yksi suurimpia pientalovalmistajia Suomessa.

Jukkatalon liikevaihto oli vuonna 2022 jopa 95 MEUR ja yhtiön palveluksessa oli yli 230 työntekijää. Vuonna 2022 yhtiö teki kuitenkin jo 4,6 MEUR:n liiketappiot, vaikka aikaisempina vuosina liiketulos oli ollut voitollinen. Taannoisten julkisuuteen annettujen tietojen perusteella Jukkatalon taloudellisia toimintaedellytyksiä heikensivät mm. alalla nähty voimakas materiaalikustannusten nousu, materiaalien ja työvoiman saatavuushaasteet sekä heikentyneen rakentamisen suhdanteen myötä voimakkaasti supistunut tilauskanta.

Lisäksi viime vuoden lopulla kilpailuun ajautui myös pientaloja etenkin pääkaupunkiseudulle valmistanut Sajucon (2022 liikevaihto 115 MEUR) sekä asuntoja ja toimitiloja rakentanut Siklatilat (2021 liikevaihto 107 MEUR). Myös pörssissä oleva Lehto Group on hakeutunut yrityssaneeraukseen ja sen tytäryhtiöt ovat haettu kilpailuun. Vaikka Lehto ei ollut suoranainen kilpailija Honkarakenteelle, kertoo se alan heikosta kysyntätilanteesta.

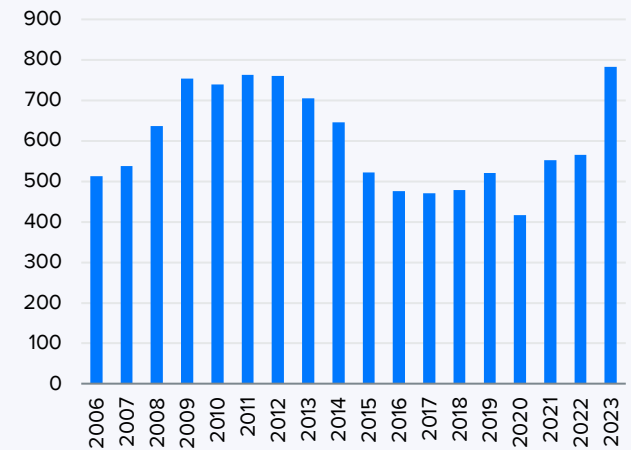
Näiden isojen toimijoiden kilpailuun lisäksi Suomessa nähtiin vuonna 2023 noin 800 kilpailua rakennusalaan Tilastokeskuksen mukaan. Tämä on lähes 40 %:n kasvu edellisvuoteen nähden. Lukumäärä ylittää jo finanssikriisin tason, vaikka luvut eivät absoluuttisesti olekaan vertailukelpoisia.

Talonrakentamisessa kilpailuun nähtiin noin 450 vuonna 2023, jossa suhteellista kasvua edellisvuoteen on hieman enemmän kuin koko rakentamisessa. Tämä kertoo arviomme mukaan siitä, että etenkin talonrakentamisessa ja asuntorakentamisessa on kysyntä heikentynyt voimakkaammin. Koko rakentamisen osalta tilanne on kysynnän osalta vakaampi ja sitä tukee etenkin julkinen rakentaminen niin toimitila- kuin infrapuolella.

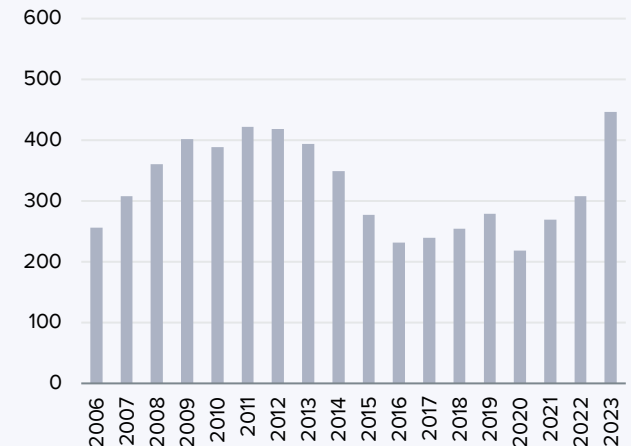
Kilpailu kuitenkin todennäköisesti jatkuu vuoden 2024 puolella, mikä tulee suosimaan alalla vakavaraisia toimijoita. Kuitenkin huomioitava on, että pientalotoimittajat kamppailevat tällä hetkellä erittäin heikon kysynnän kanssa ja suurien talopakettitoimittajien tai talovalmistajien kilpailu voivat edelleen heikentää kuluttajien asunnonostoaikeita. Luottamus isojenkin toimijoiden taloudelliseen tilanteeseen voi olla koetuksella. Honkarakenteen nettovelattomuus, bränditunnettuus sekä pitkäikäisyys osaltaan mielestämme hieman parantaa kuitenkin yhtiön asemaa tällä hetkellä markkinalla.

Arviomme myös, että kilpailuun myötä pientalomarkkinoilta voi poistua kapasiteettia ja tällä voi arviomme mukaan olla helpottava vaikutus alan kilpailutilanteeseen. Kilpailudynamiikan osalta huomionarvoista kuitenkin on, että kilpailuun ajautuneiden yhtiöiden liiketoiminnoille voi myös löytyä jatkajia. Kapasiteetin poistuma ei lisäksi nykyisessä kysyntätilanteessa juuri auta yhtiöitä. Suhdanteen piristyessä kapasiteettia voidaan myös arviomme mukaan kohtalaisen nopeasti käynnistää uudestaan, mikäli tehdaskapasiteettia pystytään pitämään ajan tasalla.

Koko rakentamisen kilpailut



Talonrakentamisen kilpailut



Markkina- ja kilpailuympäristö 5/5

Kestävät kilpailuedut vähäisiä

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

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

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

Honkarakenne tekee alan parhaimpia kannattavuuksia

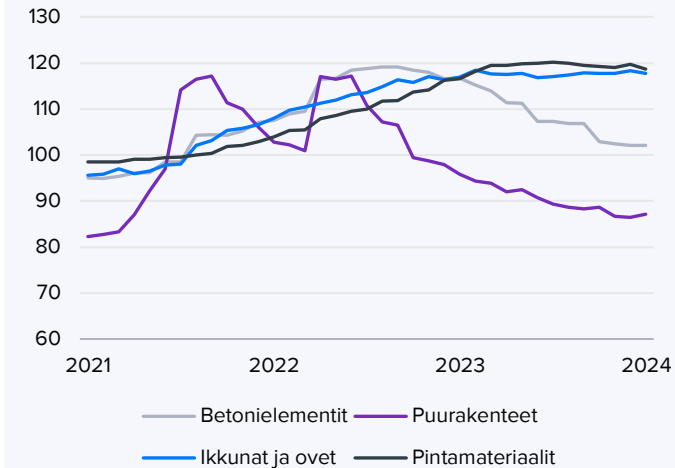
Olemme keränneet kannattavuustietoja alan suurimpien tekijöiden osalta. Käytämme vuoteen 2022 ulottuvia tietoja, sillä monelta puuttuu vielä vuoden 2023 tilinpäätös ja mielestämme myös vuosi 2023 ei kuvasta kovin hyvin yhtiöiden normaalia tulokuntoa ennennäkemättömän heikon kysynnän vuoksi. Laskelmiemme perusteella suurimmat hirs- ja pientalovalmistajat ovat yltäneet viiden vuoden aikana (2018-2022) keskimäärin noin 2 %:n EBIT-marginaaliin, joskin yhtiöiden välisissä kannattavuuksissa on huomattavia eroja. Honkarakenne on saavuttanut näiden viiden

vuoden aikana keskimäärin 5,6 % liikevoittomarginaalin ja kannattavuus on toimialan kärkipäätä. Hirsitalovalmistajista erottuu myös Kuusamo Hirsitalot lähes 5 %:n keskimääräisellä kannattavuudellaan vuosien 2018-2022 aikana. Honkarakenteen kanssa samassa mittakaavassa toimiva Kontiotuote on tehnyt samalla ajanjaksolla keskimäärin 2,7 %:n liikevoittomarginaalin. Vain kolme tekijää ylittää 4 %:n marginaalitason pidemmällä aikajaksolla tarkasteltuna ja usealla kannattavuudet ovat tätä selvästi heikompia. Arviomme mukaan kannattavuuden ovat kuitenkin kärsineet poikkeuksellisen paljon nyt nousseista materiaalikustannuksista. Etenkin sahatavaran ja puun hinnannousu ennen vahvaa kysyntäjaksoa kuritti arviomme mukaan montaa tekijää.

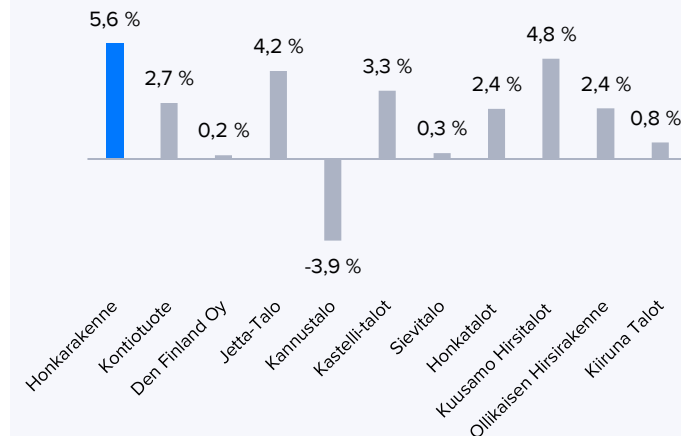
Arviomme mukaan Honkarakenteen parempi kannattavuus selittyy tehokkaammista liiketoimintaprosesseista kumpuavilla kustannuseduilla. Yhtiön Karstulan tehtaaseen on tehty merkittäviä investointeja ja järjestelmiä on tuotannossa sekä myös hallinnossa pyritty pitämään tehokkaina. Honkarakenteen brändin arvioimme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

Lisäksi arviomme mukaan viennin suurempi osuus on myös vaikuttanut positiivisesti Honkarakenteen kannattavuuteen verrattuna muihin. Etenkin Venäjä-vienti oli Honkarakenteelle arviomme mukaan hyvin kannattavaa toimintaa. Tämän poistuma tulee arviomme mukaan tasoittamaan eroa verrokkeihin.

Hintojen kehitystä rakentamisen eri osa-alueissa



Kannattavuudet alalla vaihtelevat



Honkarakenteen keskeisiä kilpailijoita

Yhtiö	Kuvaus	Liikevaihto (MEUR)	Henkilöstö	EBIT-% 5v keskimäärin	Omistus
 DEN	Suomen suurin pientalovalmistaja, hirsitaloja markkinoidaan Finnlamelli-tuotemerkillä	179	534	0,2 %	CapManin, Tesin ja toimivan johdon omistuksessa
 KASTELLI KODIN MERKKI	Kotimainen pientalovalmistaja, hirsitaloja markkinoidaan Hirsi-Kastelli-nimellä	153	247	3,3 %	Perheyhtiö Harjavalta Oy:n omistuksessa
 KONTIO	Maaailman suurin hirsirakennusten valmistaja	95	276	2,7 %	Pääomistajina Sydänmetsän ja Rönnin suvut sekä eläkevakuuttaja Ilmarinen
 HONKA	Hirsitaloteollisuuden suurin vientiyriyys	74	190	5,6 %	Listattu, äänivalta keskittynyt Saarelaisten suvulle
KANNUSTALO*	Puurakenteisten pientalojen valmistaja, tuotanto Kannuksessa	37	87	-3,9 %	Perheomisteinen
 JETTATALO	Perholainen talopakettivalmistaja	34	92	4,2 %	Perheomisteinen
 SIEVITALO	Kokkolalainen talopakettitoimittaja	26	46	0,3 %	Osa Sievi Group-rakennuskonsernia
 Honkatalot	Hirsitalojen ja -huviloiden valmistaja, tuotanto Töysässä	29	83	2,4 %	Perheomisteinen
 OLLIKAINEN	Vuonna 1974 perustettu ruoveteläinen hirsitalovalmistaja	14	48	2,4 %	Perheomisteinen
 KIIRUNA TALOT	Kotimainen pientalovalmistaja, valmistus nojaa moduulirakentamiseen, talotehdas Torniossa	19	71	0,8 %	n.a.
 KUUSAMO HIRSITALOT	Kuusamolainen hirsitalovalmistaja	19	n.a.	4,8 %	Perheomisteinen
Keskimäärin		62	173	2,1 %	

Lähde: Inderes, yhtiöt, Asiakastieto

Huom. Liikevaihto ja henkilöstömäärä vuodelta 2022. EBIT-marginaali 2018-2022. Sievitalo EBIT-marginaali 2019-2022 keskiarvo. Denin kohdalla liikevaihto pitää sisällään Kodit-liiketoiminta-alueen liikevaihdon.

Taloudellinen kehitys ja tilanne 1/4

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

Kasvu lähti käyntiin suhdanteen mukana

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

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

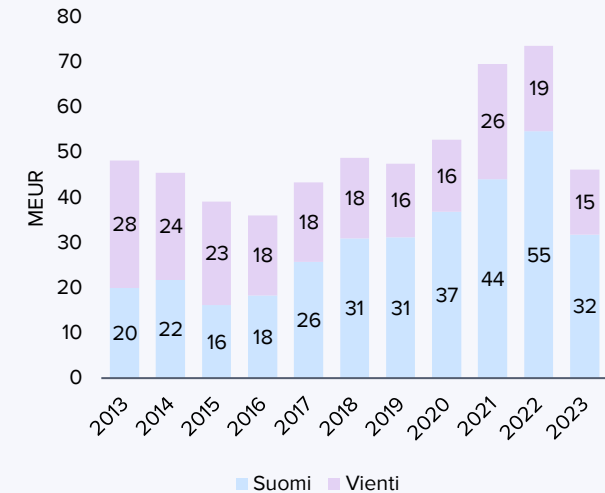
Honkarakenteen liikevaihto kasvoikin vuosien 2013-2022 aikana keskimäärin 4,3 % vuodessa (CAGR), mikä on enemmän kuin hirsiteollisuuden alalla yhteensä (+3 % CAGR-%). Honkarakenteen toimialaa nopeampi kasvu tällä ajanjaksolla johtuu arviomme mukaan yhtiön viennin kasvusta sekä

vahvemman jalansijan saamisesta julkisrakentamisessa. Toimialaa nopeamman kasvun myötä Honkarakenne on pystynyt ottamaan markkinaosuutta. Arvioimme Honkarakenteen markkinaosuuden olevan nyt vuoden 2023 loputtua noin 20 %:ssa tai hieman sen yli. Vuoden 2023 liikevaihdon romahdus vei kuitenkin kymmenen vuoden kasvun negatiiviseksi Honkarakenteella ja arviomme mukaan myös alalla yleisesti. Venäjän viennin lakkauttaminen ja ennennäkemättömän heikko kysyntätilanne Suomen markkinoilla johti syklisen alan kysynnän romahtamiseen.

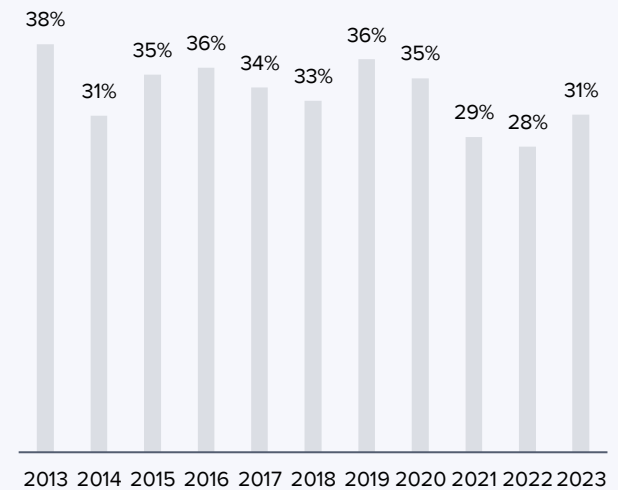
Myyntikateprosentti heikentynyt selvästi

Honkarakenteen viime vuosien kehityksessä silmiin pistävää on suhteellisen myyntikatteen selvä heikentyminen. Yhtiön myyntikate oli vielä vuosina 2013-2015 noin 31-38 % liikevaihdosta, mutta viime vuosina myyntikate on painunut 30 %:n tasolle. Arviomme mukaan myyntikatteen heikentymisen taustalla on toimialan tiukka hintakilpailu sekä Honkarakenteen myynnin rakenteessa tapahtuneet muutokset (mm. hyväkatteisen Venäjän myynnin lasku vuosina 2013-2019). Lisäksi vuosina 2021-2022 myyntikatetta ovat rasittaneet osaltaan poikkeuksellisen korkeat raaka-ainehinnat, jossa on nähty jo helpotusta vuonna 2023. Vaikka myyntikatteen vertailun mielekkyyttä edeltäviin vuosin vähentääkin poikkeuksellinen kustannusinflaatio, on suhteellisen myyntikatteen laskutrendi ollut selkeä. Esimerkiksi vuosia 2013-2022 edeltäneen kymmenen vuoden ajanjaksolla Honkarakenteen myyntikate oli keskimäärin noin 41 %.

Liikevaihdon kehitys



Myyntikate-% kehitys



Taloudellinen kehitys ja tilanne 2/4

Kulurakenne tehostunut

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

Vuoden 2023 liikevaihdon romahduksen jälkeen kulurakenteen suhteelliset osuudet ovat ymmärrettävästi kasvaneet, mutta arviomme mukaan nykyisellään yhtiö on selvästi tehokkaampi sekä tuottavampi kuin historiassa. Liikevaihdon kasvaessa jälleen, on Honkarakenteella mielestämme selkeää tulosvipua ylöspäin.

Investointitarpeet ovat olleet maltilliset

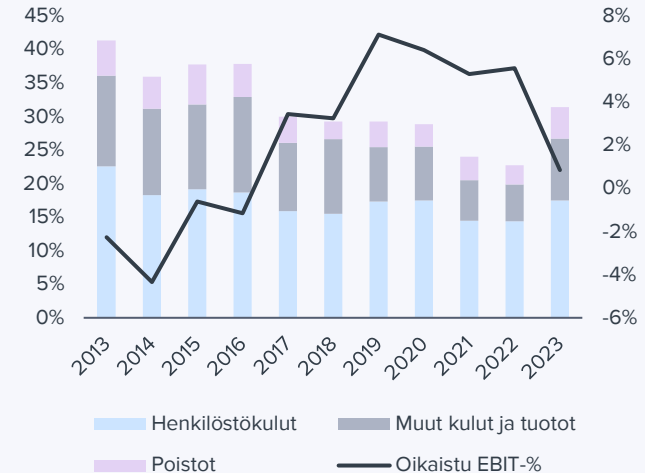
Honkarakenteen investointitarpeet ovat olleet viimeisen kymmenen vuoden aikana maltillisia ja etenkin vuosina 2014-2017 yhtiön heikko taloudellinen asema rajoitti investointeja. Vuoden 2013 investoinnit pitivät sisällään Karstulan tehtaaseen tehdyt koneinvestoinnit ja vuosina 2018-2020 bruttoinvestointeihin heijastui yhtiön läpiviemä yli 8 MEUR:n investointiohjelma.

Honkarakenteen käyttöomaisuusinvestoinnit ovat olleet tarkastelujaksolla poistoja pienempiä ja tämä

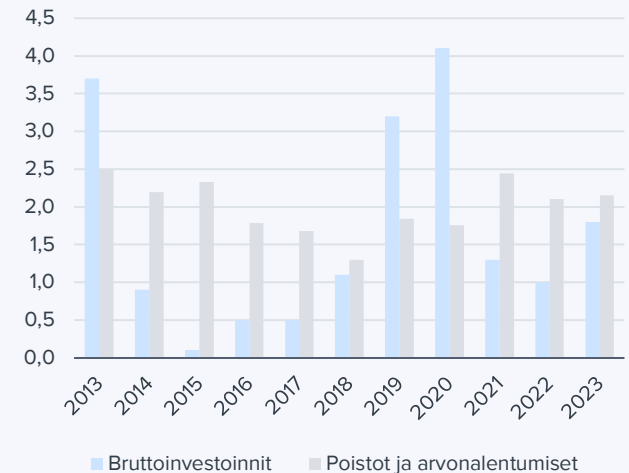
on pienentänyt kiinteän omaisuuden määrää taseessa. Arviomme mukaan Honkarakenteelle on vuosien saatossa kertynyt jonkin verran investointivelkaa muun muassa konekantaan liittyen, joita yhtiö tällä hetkellä toteuttaa (liimoitin, lamellihöylä, logistiikka). Lisäksi yhtiöllä on meneillään asiakasrajapintaan ja järjestelmiin heijastuvaa IT-kehitystä (Asiakas 360 –hanke). Vuonna 2024 Honkarakenne investoi painumattoman hirren kehittämiseen noin 1,7 MEUR, mikä nostaa investointeja kuluvana vuonna.

Emme näiden pienempien investointien lisäksi näe yhtiön joutuvan tekemään lähivuosina yksittäisiä suurempia kertainvestointeja. Honkarakenteen bruttoinvestoinnit ovat olleet viimeisen vuosikymmenen aikana keskimäärin noin 3 % vuotuisesta liikevaihdosta ja arviomme mukaan tulevia vuosia silmällä pitäen realistinen taso investoinneille on noin 3-4 % vuotuisesta liikevaihdosta. Investointisuhde on linjassa myös pääkilpailija Kontiotuotteen kanssa, jonka bruttoinvestoinnit ovat olleet julkisten tilinpäätöstietojen mukaan viime vuosina niin ikään keskimäärin noin 3 % liikevaihdosta.

Kulurakenne ja EBIT, % liikevaihdosta



Bruttoinvestoinnit ja poistot (MEUR)



Taloudellinen kehitys ja tilanne 3/4

Käyttöpääoman hallinta on tehostunut

Honkarakenteen käyttöpääoman hallinta on tehostunut vuosien saatossa selvästi, sillä nettokäyttöpääoman suhde liikevaihtoon laski vuoden 2013 noin -2 %:sta jopa -9 %:iin vuonna 2020. Muutosta selittää vaihto-omaisuuden ja myynti- ja muiden saamisten hallinnan tehostuminen sekä hyvin kehittynyt liiketoiminta. Poikkeuksellisen vuoden 2023 aikana luku nousi jälleen -2 %:iin, mutta arvioimme tilanteen normalisoituessa luvun asettuvan 4-5 % negatiiviseksi.

Pääoman käytön tehostumisesta kerto myös, että Honkarakenteen vaihto-omaisuus oli vuonna 2013 noin 15 % liikevaihdosta, kun vuonna 2023 suhde liikevaihtoon oli laskenut noin 11 %:iin. Arvioimme mukaan varastonhallinnan tehostumiseen heijastuu etenkin vuonna 2013 tehty Alajärven tehtaan sulkeminen. Honkarakenteen myynti- ja muiden saamisten kiertoaika on myös lyhentynyt tarkastelujaksolla selvästi, sillä lyhytaikaisten saamisten suhde liikevaihtoon on laskenut vuosien 2013-2022 välillä 11 %:sta 8 %:iin. Ostovelkojen ja muiden lyhytaikaisten korottomien velkojen (sisältäen saadut ennakot) suhde liikevaihtoon on ollut viime vuosina (5 v) keskimäärin noin 23 %.

Sijoitetun pääoman tuotto parantunut huomattavasti

Honkarakenteen kannattavuudessa nähty merkittävä tasokorjaus heijastuu myös pääoman tuotoissa, sillä yhtiön sijoitetun pääoman tuotto (ROIC) on noussut vuoden 2013 noin -11 %:sta noin 40 %:iin vuonna 2022. Heikon tuloskehityksen myötä ROIC-% laski kuitenkin vuonna 2023 1 %:n

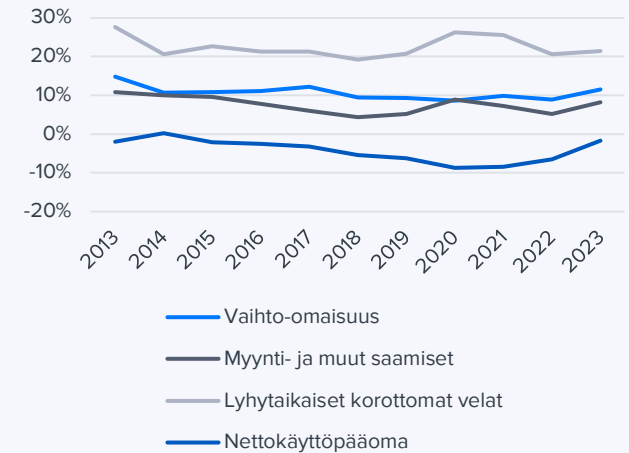
negatiiviseksi. Kehitys kuitenkin kertoo pitkällä aikavälillä, että on kyennyt luomaan taloudellista lisäarvoa (ROIC>WACC 9,5 %) systemaattisesti vuodesta 2017 lähtien. Myös negatiiviset vuodet huomioiden pääomantuoton keskiarvo nousee 11 %:iin. Pidämme vuoden 2022 40 %:n tasoa kuitenkin poikkeuksellisen hyvänä ja arvioimme pitkän aikavälin tason pääoman tuotossa asettuvan Honkarakenteella lähemmäs keskiarvoa.

Honkarakenteen parantunut sijoitetun pääoman tuotto on luonnollisesti osaltaan seurausta vahvistuneesta operatiivisesta kannattavuudesta. Honkarakenteen liikevoittomarginaali nousi vuosien 2013-2022 aikajaksolla -3,5 %:sta noin 5,6 %:iin. Merkittävä selittävä tekijä Honkarakenteen sijoitetun pääoman tuoton nousussa on myös pääoman käytön tehostuminen.

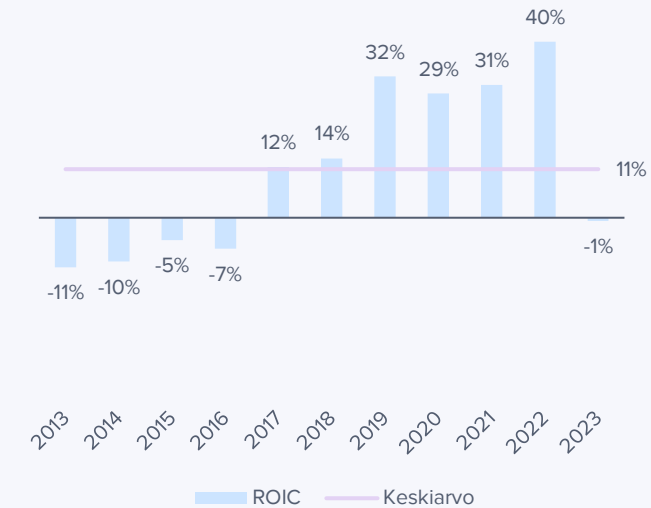
Koska yhtiön käyttöomaisuusinvestoinnit ovat olleet tarkastelujaksolla poistoja pienemmät, on yhtiön pitkäaikaisen operatiivisen pääoman määrä taseessa supistunut. Lisäksi yhtiön käyttöpääoman hallinnan tehostuminen on edelleen parantanut sijoitetun pääoman kiertoa (liikevaihto/sijoitettu pääoma).

Honkarakenne kykeni laskelmiemme mukaan tekemään vuonna 2013 reilun 14 MEUR:n sijoitetulla pääomalla 48 MEUR:n liikevaihdon, mikä tarkoittaa että yhtiön sijoitetun pääoman kiertonopeus oli kyseisenä vuonna noin 3,4x. Vastaavasti vuosien 2020-2024 aikana Honkarakenne kykeni noin 7x-tasoiseen sijoitetun pääoman kiertonopeuteen. Liikevaihto on kasvanut ja sijoitetun pääoman määrä vähentynyt.

Käyttöpääomaerien kehitys (% liikevaihdosta)



Sijoitetun pääoman tuotto



Lähde: Honkarakenne, Inderes

Taloudellinen kehitys ja tilanne 4/4

Vahva kassavirta on kääntänyt taseaseman tukevasti nettokassan puolelle

Parantuneen operatiivisen kannattavuuden ja hyvän kassavirran ansiosta Honkarakenteen taseasema on vahvistunut viimeisen vuosikymmenen aikana merkittävästi. Vuoden 2023 lopussa yhtiöllä oli 3 MEUR negatiiviset nettovelat, kun vielä vuonna 2015 yhtiöllä oli 8 MEUR:n nettovelat. Lisäksi yhtiöllä on vielä noin 3 MEUR:n käyttämätön shekkililimiitti likviditeetin tukemiseksi.

Nettokassaan tosin sisältyy Honkarakenteen tapauksessa iso määrä saatuja ennakoita, minkä vuoksi negatiivinen nettovelka on Honkarakenteen tapauksessa jopa toivottua. Yhtiö saa maksuja asiakkailtaan tuotteista, joita ei olla vielä toimitettu, mikä nostaa kassaa, mutta myös velkamäärää. Saatujen ennakoiden kirjaaminen on normaalia, mutta Honkarakenteen tapauksessa niiden osuus on ollut merkittävä kokonaisuudesta. Tämä tulee myös osaltaan ottaa huomioon yhtiön arvostuksessa kassan huomioivia EV-pohjaisia kertoimia käytettäessä.

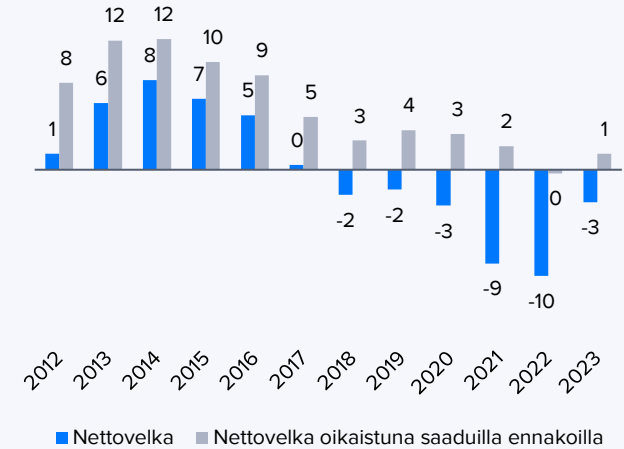
Taseen tunnusluvut terveellä tasolla

Honkarakenteen taseen tunnusluvut ovat terveellä tasolla nettovelattoman taseen ansiosta. Honkarakenteen nettovelkaantumisaste oli vuonna 2023 -18 % ja omavaraisuusaste 64 %. Viimeisen vuosikymmenen aikana molemmat luvut ovat parantuneet selvästi.

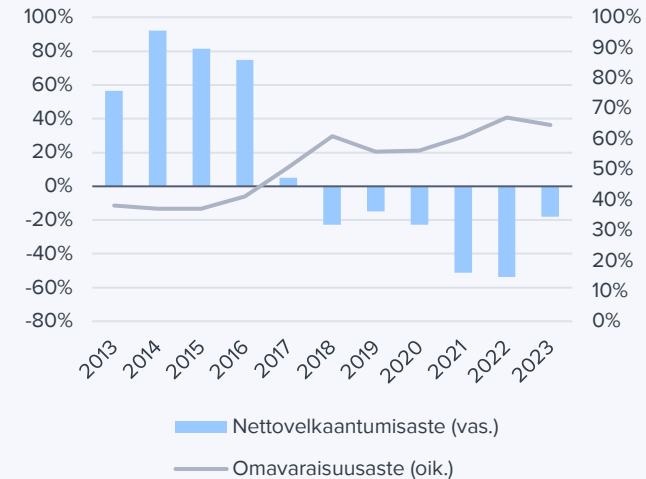
Hirsitaloteollisuuden syklinen luonne ja negatiivinen käyttöpääomarakenne huomioiden

pidämme nettovelatonta tasetta liiketoiminnassa hyvänä lähtökohtana. Honkarakenteen liiketoiminnan luonne huomioiden on mielestämme äärimmäisen tärkeää, että hyvän suhdanteen aikana kerrytetään puskuria omaan taloudelliseen tilanteeseen, jotta selvitään nytkin käynnissä olevasta heikommasta suhdanteesta.

Nettovelan kehitys (MEUR)



Taseen tunnusluvut (%)



Ennusteet 1/4

Ennustemalli

Teimme laajan raportin päivityksessä vain pieniä säätöjä ennusteisiimme. Vuonna 2024 muutokset näkyvät isoina %-muutoksina alhaisen absoluuttisen tason vuoksi.

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

Lyhyen aikavälin näkymät ovat haasteelliset

Honkarakenteen ja koko hirsitaloteollisuuden näkymät ovat heikon vuoden 2023 jälkeen edelleen myös vuodelle 2024 alavireiset. Alan lyhyen aikavälin näkymiin vaikuttavat negatiivisesti kuluttajien sekä Suomen talouden epävarmuus, kuluttajien heikko luottamus, selvästi kohonnut korkotaso ja rakennusmarkkinan merkittävä lasku

Joitain valopilkkujakin on liiketoiminnoissa kuitenkin Honkarakenteen mukaan nähtävissä. Kotimaan projektimyynnissä yhtiö kertoi H2-raportissaan nähneensä piristymistä, vaikka kuluttajakaupan osalta näkymät ovat säilyneet vaisuina. Kuluttajamarkkinan elpymisestä nopealla aikataululla ei ole mielestämme saatu alkuvuonna merkkejä.

Viennissä yhtiö kertoo nähneensä positiivisia projektiavauksia, mutta kysyntänäkymät ovat

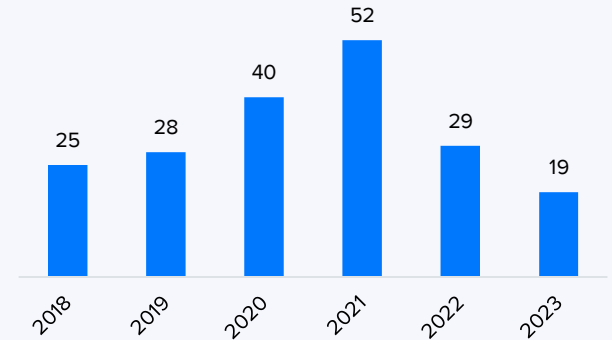
yleisesti vielä matalavireiset. Vuoden 2023 lopussa nähtiin yhtiön mukaan Aasiassa ja Saksassa pientä piristymistä, mutta kysynnän tai aktiviteetin johtaminen tilauksiin on vielä epävarmaa, sillä kustannukset ovat eri vientimaissa pysyneet suhteellisen korkeilla tasoilla.

Vuosi 2024 jää vielä heikoksi

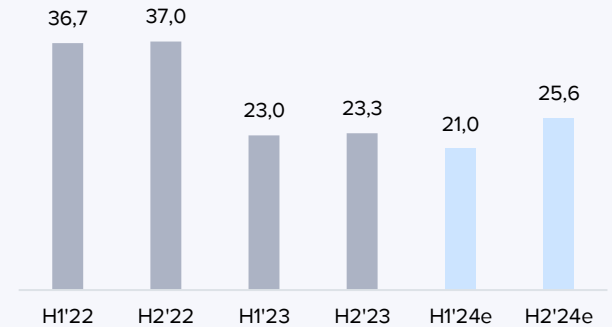
Honkarakenne ohjeistaa sen kuluvaan vuoden liikevaihdon olevan edellisvuoden tasolla ja asettuvan 43-50 MEUR:n välille (2023: 46,3 MEUR). Liiketuloksen odotetaan parantuvan hieman (pienet luvut huomioiden) ja asettuvan 0,0-0,5 MEUR:n välille (2023: -0,1 MEUR). Liikevaihto-ohjeistus indikoi liikevaihdon laskevan enimmillään 7 %:lla ja nousevan enimmillään 8 %:lla. Keskikohdassa liikevaihto jäisi ennalleen. Liikevoittohaarukan keskikohta liikevaihdon keskikohdalla indikoi EBIT-marginaalin jäävän kuluvaan vuonna noin 0,5 %:iin (2023: -0,2 %).

Ennustamme Honkarakenteen liikevaihdon olevan kuluvaan vuonna 46,6 MEUR ja jäävän vertailukauden tasolle. Odotamme liikevaihdon laskevan H1:llä, mutta lähtevän nousuun H2:lla etenkin Suomen markkinan piristymisen seurauksena. Alkukevään ja kesän tilauskertymä sekä aktiviteetti kertovat pitkälti, mihin Honkarakenne kuluvaan vuonna voi yltää tuloksellisesti ja liikevaihdollisesti. Erittäin hyvän aktiviteetin myötä mahdollisuudet on mielestämme ohjeistuksen ylälaitaan (50 MEUR), mutta alalaitaankin yltämiseen yhtiön täytyy saada kauppaa, sillä nykyinen tilauskanta (19 MEUR) on hyvin alhainen. Huomioonotettavaa on, että vastassa on kuitenkin nyt myös erittäin heikko vertailukausi.

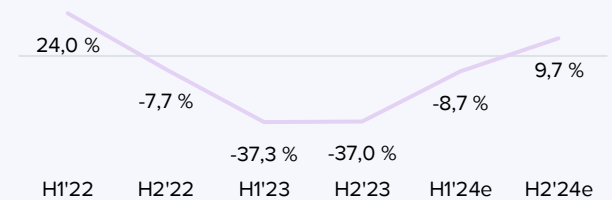
Tilauksen kehitys (MEUR)



Liikevaihdon kehitys puolivuositain (MEUR)



Liikevaihdon kasvu (%)



Ennusteet 2/4

Ennustamme Honkarakenteen myyntikatteen parantuvan kuluvana vuonna noin 32 %:iin (2023: 31 %). Myyntikatetta tukevat laskevat raaka-aine- ja alihankintatuotteiden kustannukset, mutta heikentävästi tähän arviomme mukaan vaikuttaa kilpailutilanteen luomat kiristyvät hinnoittelupaineet.

Ennustamme Honkarakenteen operatiivisten kulujen (henkilöstökulut ja liiketoiminnan muut kulut) olevan vertailukauden tasolla. Muutosneuvottelujen ja säästötoimenpiteiden (vuotuiset 1,6 MEUR:n säästöt) vaikutukset heijastuvat vielä H1:llä selkeämmin, mutta arvioimme kulujen kasvavan liikevaihdon mukana H2:lla. Suhteellisesti liikevaihtoon nähden odotamme kulujen kokonaisuudessaan hieman laskevan toimien myötä.

Tasaisen liikevaihdon ja vain maltillisesti skaalautuvan operatiivisen kulutaakan vuoksi emme odota tulosmarginaaleihin vielä selkeää parannusta vuonna 2024. Lisäksi ennustamme yhtiön poistotason olevan viime vuotta korkeampi kasvavien investointien vuoksi. Edellisiä oletuksia mukaillen odotamme Honkarakenteen liikevoiton jäävän kuluvana vuonna 0,2 MEUR:oon (2023: -0,1 MEUR). Liikevoittotaso vastaa noin 0,4 %:n EBIT-marginaalia.

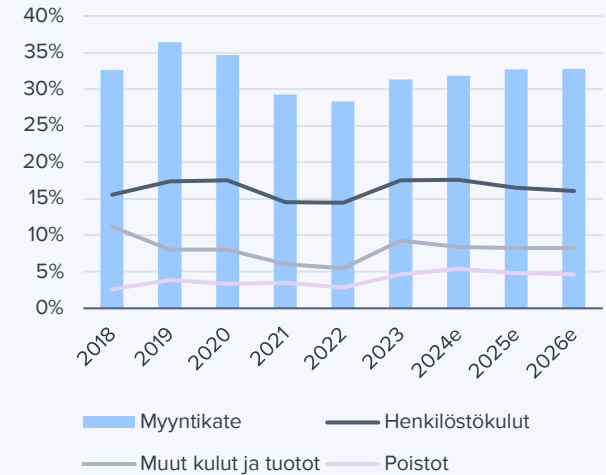
Yhtiön absoluuttiset rahoituskulut säilyvät vähäisestä velkamäärästä johtuen matalina ja osakkuusyhtiötuloksen sekä normaalien verojen jälkeen odotamme nettotuloksen asettuvan nolllille. Osinkoa/pääoman palautusta odotamme Honkarakenteen jakavan symboliset 0,06 euroa per osake (2023: 0,09 €).

Odotamme liikevaihdon ja tuloksen kääntyvän kasvuun vuosina 2025-2026

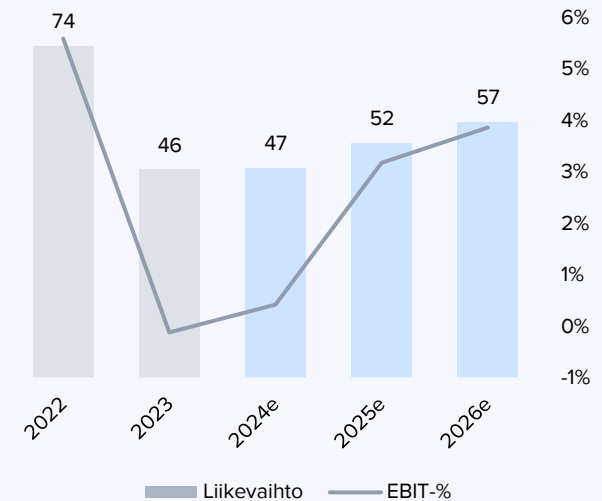
Syklisen alan luonteen vuoksi odotamme liikevaihdon lähtevän voimakkaaseen nousuun vuosien 2025-2026 aikana Suomen asuntomarkkinan palautumisen ja vientimarkkinan panostusten avulla. Ennustamme liikevaihdon nousevan vuonna 2025 12 %:lla 52,2 MEUR:oon ja vuonna 2026 edelleen 9 %:lla 56,8 MEUR:oon. Suomen osalta odotamme omakotitalojen ja vapaa-ajan asuntojen markkinan piristyvän selvästi kahden vuoden selvästä alakulostaan. Viennissä odotuksissamme on, että panostukset Aasiassa, Saksassa ja muissa Pohjoismaissa (Ruotsi) alkavat parantamaan viennin lukuja. Ennustamme kuitenkin, että isompi osa kasvusta tulee Suomen markkinoiden palautumisesta, missä myös kannattavuus on arviomme mukaan vientiä vahvempaa.

Vuodesta 2026 eteenpäin liikevaihdon jatkuva kasvattaminen vaatii mielestämme etenkin vientipanostuksissa onnistumista, sillä Suomen markkinoiden palautumisen jälkeen muutamia prosentteja kovempi kasvu kotimarkkinoilta on pitkälti puurakentamisen penetraation nousun ja markkinaosuuksien valtaamisen varassa hyvin kilpaillulla alalla. Tulostason odotamme operatiivisen vivun (OPEX %-osuus laskee) ja myyntikatteen parantumisen (hinnoittelu, volyymit + myyntimix) vuoksi nousevan myös selvästi vuosien 2025-2026 aikana. Vuoden 2025 liikevoittomarginaalin ennustamme nousevan 3,2 %:iin ja vuonna 2026 edelleen 3,9 %:iin. Liikevoitto nousee ennusteissamme vuoden 2026 lopussa 2,2 MEUR:oon nykyiseltä nolllatasoiltaan.

Myyntikate, OPEX ja poistot (% liikevaihdosta)



Liikevaihdon (MEUR) ja kannattavuuden kehitys (%)



Ennusteet 3/4

Tulostaso jää kuitenkin historiaa (viimeisen 5v EBIT-marginaali ka. 5,0 %) alhaisemmalle tasolle kannattavan Venäjän vientiliiketoiminnan lopetuksen (lopetettu vuonna 2022) ja historiaa alhaisempien volyymien vuoksi. Jotta entisiin kannattavuuksiin voitaisiin mielestämme yltää, tulisi yhtiön saada lisää tehoja koneesta irti (uusia säästöjä) tai saada nostettua liikevaihtonsa vielä yli nykyisten ennusteidemme.

Rahoituskulujen ennustamme olevan edelleen vakaan pienet ja odotamme alarivillä nettotulokseen voimakasta kasvua, kun vuonna 2025 ennustamme sen nousevan noin 1,2 MEUR:oon ja vuonna 2026 noin 1,6 MEUR:oon. Osakekohtaisen tuloksen odotamme nousevan 0,20 euroon per osake vuonna 2025 ja edelleen 0,27 euroon per osake vuonna 2026. Osinkojen odotamme nousevan noin 50 %:iin tuloksesta vuoden 2026 aikana.

Pidemmän aikavälin ennusteet

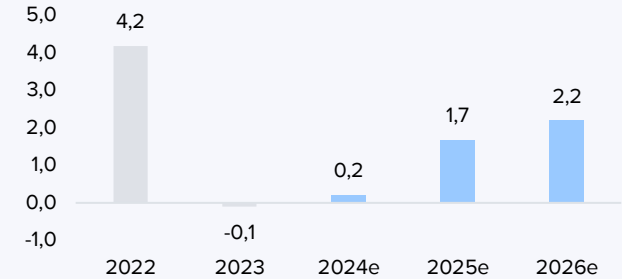
Vuoden 2026 jälkeen odotamme Honkarakenteen liikevaihdon kasvavan noin 2-3 %:n vuosivauhtia ja olevan vuonna 2030 noin 63 MEUR:oon. Kasvu on yhtiön historiallista kasvua hitaampaa (10 v. CAGR-% +4 % pl. 2023) ja myös absoluuttisesti liikevaihdon taso jää huippuvuosien tasosta selvästi (2022: 75 MEUR). Venäjän liiketoiminnan poistuman sekä mielestämme 2020-luvun alun epänormaalin kuumen markkinan myötä paluu entisille tasoille on mielestämme lyhyellä aikavälillä epätodennäköistä. Tason ylitys vaatisi mielestämme merkittävän onnistumisen vientipanostuksissa. Näemme kuitenkin

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

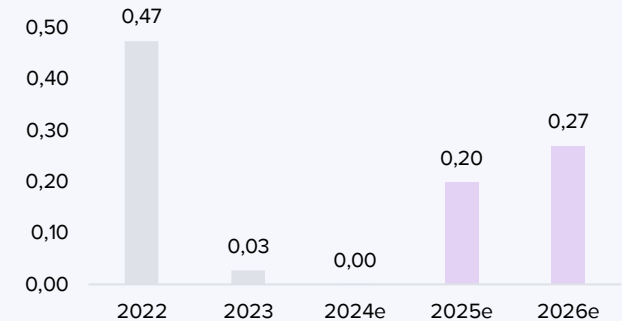
Ennustamme Honkarakenteen suhteellisen myyntikatteen säilyvän pidemmällä aikavälillä suhteellisen vakaana ja näemme operatiivisten kulujen skaalautuvan liikevaihdon kasvun vain maltillisesti vuodesta 2026 eteenpäin. Tätä mukaillen odotamme yhtiön suhteellisen kannattavuuden olevan noin 4 %:n tasolla pitkällä aikavälillä. Arviomme mukaan kannattavuus voi väliaikaisesti hyvän kysynnän mukana nousta ylikin 4 %:n tason, mutta yli syklin ja suhdanteen 4 %:n marginaalitaso vaikuttaa mielestämme realistiselta arviolta.

Huomautamme, että lähivuosien kannattavuustasoon ja ennusteisiin liittyy vielä epävarmuutta heikon markkinan palautumisen aikataulun vuoksi. Epäselvää on myös, kuinka suuri negatiivinen vaikutus Venäjän myynnin loppumisella lopulta on konsernitason marginaaleihin, kun markkina palautuu normaalimmaksi. Lähivuosien marginaaliennusteisimme sisältyy myös positiivisen yllätyksen mahdollisuus, mikäli yhtiö onnistuu kasvattamaan myyntiä omia odotuksiamme nopeammin ja/tai operatiiviset kulut joustavat odotuksiamme enemmän alaspäin.

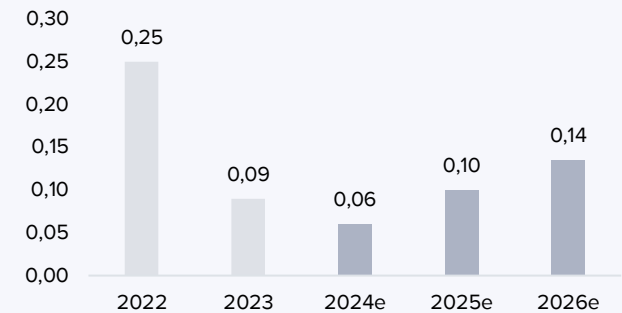
Liikevoitto (MEUR) nousee vahvasti operatiivisen tulosvivun ansiosta



Osakekohtainen tulos (euroa per osake)



Osinko per osake (euroa)



Ennusteet 4/4

Tuloslaskelma	2022	H1'23	H2'23	2023	H1'24e	H2'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	73,7	23,0	23,3	46,3	21,0	25,6	46,6	52,2	56,8	58,0
Käyttökate	6,3	1,0	1,1	2,1	1,0	1,7	2,7	4,3	5,0	5,1
Poistot ja arvonalennukset	-2,1	-1,1	-1,2	-2,2	-1,2	-1,3	-2,5	-2,7	-2,8	-2,8
Liikevoitto ilman kertaeriä	4,2	0,3	0,1	0,3	-0,2	0,4	0,2	1,7	2,2	2,3
Liikevoitto	4,2	0,0	0,0	-0,1	-0,2	0,4	0,2	1,7	2,2	2,3
Nettorahoituskulut	-0,7	-0,4	0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Tulos ennen veroja	3,6	-0,4	0,2	-0,3	-0,3	0,3	0,0	1,5	2,0	2,1
Verot	-0,8	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,0	-0,3	-0,4	-0,4
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	2,8	-0,4	0,2	-0,2	-0,2	0,2	0,0	1,2	1,6	1,7
EPS (oikaistu)	0,47	-0,02	0,06	0,03	-0,04	0,04	0,00	0,20	0,27	0,28
EPS (raportoitu)	0,47	-0,07	0,04	-0,04	-0,04	0,04	0,00	0,20	0,27	0,28

Tunnusluvut	2022	H1'23	H2'23	2023	H1'24e	H2'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	5,7 %	-37,3 %	-37,0 %	-37,2 %	-8,7 %	9,7 %	0,6 %	12,1 %	8,8 %	2,1 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	14,2 %	-88,8 %	-96,9 %	-92,6 %	-184,0 %	584,8 %	-35,2 %	727,9 %	31,8 %	4,0 %
Käyttökate-%	8,5 %	4,3 %	4,8 %	4,6 %	4,7 %	6,7 %	5,8 %	8,3 %	8,8 %	8,8 %
Oikaistu liikevoitto-%	5,7 %	1,1 %	0,3 %	0,7 %	-1,0 %	1,6 %	0,4 %	3,2 %	3,9 %	3,9 %
Nettotulos-%	3,8 %	-1,9 %	1,0 %	-0,5 %	-1,2 %	1,0 %	0,0 %	2,2 %	2,8 %	2,9 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	46,6	46,6	0 %	52,2	52,2	0 %	56,8	56,8	0 %
Käyttökate	2,6	2,7	4 %	4,2	4,3	3 %	5,0	5,0	1 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	0,3	0,2	-33 %	1,7	1,7	-1 %	2,1	2,2	4 %
Liikevoitto	0,3	0,2	-33 %	1,7	1,7	-1 %	2,1	2,2	4 %
Tulos ennen veroja	0,1	0,0	-99 %	1,5	1,5	-1 %	1,9	2,0	5 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,01	0,00	-99 %	0,20	0,20	-1 %	0,26	0,27	5 %
Osakekohtainen osinko	0,06	0,06	0 %	0,10	0,10	0 %	0,14	0,14	0 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 1/3

Arvostuksen yhteenveto

Olemme tarkastelleet Honkarakenteen arvostusta DCF-mallin, historiallisten arvostuskertoimien ja verrokkiyhtiöiden kautta. Merkittävään tuloskäänteeseen nojaava lähivuosien arvostus on mielestämme Honkarakenteelle neutraalilla tasolla ja tuotto-odotus jää markkinan sekä liiketoiminnan kehityksen (viennin onnistuminen, kulusäästöjen läpitulo) riskeihin nähden mielestämme vielä heikoksi. Osakkeen selkeämpi nousuvara 12 kuukauden aikajänteellä vaatisi mielestämme ennusteitamme vahvempaa tuloskehitystä sekä selkeitä merkkejä markkinan nopeasta palautumisesta.

Arviomme osakkeen käyvistä arvosta tässä vaiheessa on 3-5 euroa, mikä pohjautuu soveltamiimme arvonmääritys-menetelmiimme. Nykykurssi on lähellä käyvän arvon haarukan alalaitaa, minkä puolesta emme myöskään näe merkittävää laskuvaraa osakkeessa. Toistamme Honkarakenteen vähennä-suosituksen ja tarkistaen tavoitehintamme 3,20 euroon (aik. 3,30 euroa).

Historialliset arvostuskertoimet

Honkarakenteelle ei ole löydettävissä historiallisia eteenpäin katsovia arvostuskertoimia ja arvostusta voidaan tarkastella vain toteutuneiden 12 kuukauden lukujen (LTM) kautta. Arvostuskertoimien tarkastelussa suosimme Honkarakenteen kohdalla nettovelattoman taseen huomioivia EV-pohjaisia arvostuskertoimia. Olemme huomioineet tilanteen vuoden 2023 loppuun asti (H2'22+H1'23), sillä koko vuoden 2023 lukujen perusteella kertoimet nousevat erittäin korkeiksi heikon tuloksen vuoksi.

Honkarakenne on arvostettu 2017-2023 välillä keskimäärin EV/Liikevaihto-kertoimella 0,4x-tasolle. Tulosperusteisesti yhtiö on hinnoiteltu samalla ajanjaksolla puolestaan keskimäärin EV/EBIT-kertoimella 7x. Näkemyksemme mukaan historialliset tuloskertoimet (EV/EBIT) ovat yhtiön kannattavuusprofiiliin peilattuna maltilliset. Historialliseen kehitykseen liittyvät riskit ja nykyinen liiketoimintaympäristö pitävät kuitenkin riskiprofiilia koholla.

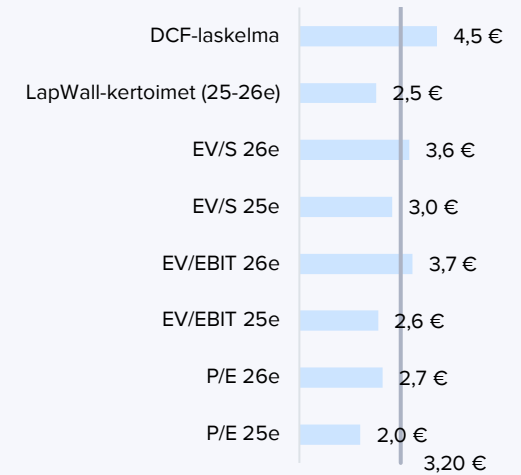
Olemme pitäneet yhtiölle hyväksyttävänä arvostuskertoimina EV/EBIT 7-9x tasoja ja nojaamme tällä hetkellä haarukan keskiväliin. Lisäämme nyt myös pienemmällä painolla hyväksyttävän P/E-luvun (9-11x) tuomaan toista näkökulmaa tulos pohjaiseen arvostukseen. EV/S-kertoimen osalta alennus historialliseen tasoon on mielestämme perusteltu, sillä emme näe yhtiön yltävän historialliselle kannattavuustasolleen.

Arvostus neutraali tulos pohjaisesti

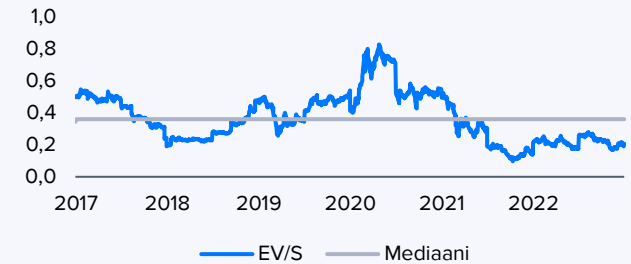
Arvostus on lyhyellä aikavälillä alhaisen tuloksen vuoksi Honkarakenteelle korkea (EV/EBIT 24e: +80x, P/E: <100). Vahvemman markkinan tukema tuloskasvu laskee vuosien 2025 ja 2026 kertoimet (25-26e ka.: EV/EBIT: 8x, P/E: 13x) kuitenkin maltillisemmalle tasolle.

Hyväksyttävän arvostushaarukan keskitasoon ja vuosien 2025-2026 ennusteisiimme perustuen osakekannan arvoksi tulisi noin 2,0-3,7 euroa per osake tulos pohjaisia kertoimia käyttäen (EV/EBIT ja P/E). Mikäli sovellamme liikevaihtopohjaista arvostusta samoille vuosille, muodostuisi osakekannan arvoksi alennetulla kertoimella (0,3x) noin 3,3 euroa per osake.

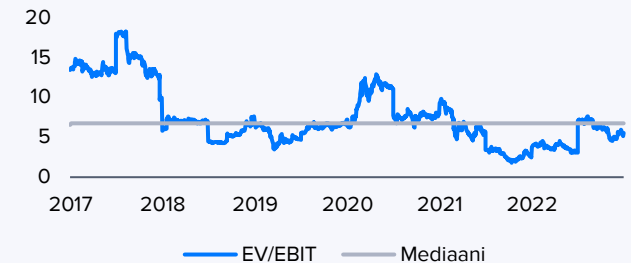
Tavoitehinnan muodostuminen



EV/S (LTM)



EV/EBIT (LTM)



Arvonmääritys 2/3

EV-kertoimiin vaikuttaa tosin voimakkaasti yhtiön vahva kassapositio, jota tukee asiakkailta saadut ennakkomaksut hankkeista. Honkarakenteen kassavarat olivat H2 lopussa noin 6 MEUR, mikä on alle 20 MEUR:n markkina-arvon yhtiölle suuri luku. Tämä vahva kassapositio laskee merkittävästi EV-pohjaisia kertoimia, kun taas toisaalta markkina-arvoon nojaavissa kertoimissa (P/E) arvostus on selvästi korkeampi. Mielestämme vahva kassa tulee ottaa huomioon arvostuksessa ja nojaammekin EV-pohjaisiin kertoimiin. Vahva kassa taseessa ei kuitenkaan sinänsä luo merkittävää arvoa, joten hyväksyttävät kertoimemme ovat pysyneet maltillisina ja olemme myös lisänneet P/E-luvut tarkasteluun.

Verrokkiryhmän arvonmääritys kärsii syklisyydestä

Honkarakenteelle on vaikea löytää hyviä listattuja verrokkiryhmiä. Muodostamamme verrokkiryhmä pitää sisällään pohjoismaisia asuntorakentajia ja kotimaisen rakennustuote-yhtiö LapWallin. Näillä yhtiöllä on näkemyksemme mukaan Honkarakenteen kanssa samanlaisia kysyntäajureita, mutta koska verrokkit ovat pääosin täysiverisiä rakennusliikkeitä, ei vertailuryhmä tarjoa mielestämme kovin hyvää indikaatiota Honkarakenteen arvostukselle.

Kuriositeettina toteamme, että verrokkiryhmä arvostetaan vuoden 2025 konsensusennusteilla noin 18x EV/EBIT-kertoimilla, ja Honkarakenteen vastaavat kertoimet ovat noin 50 % verrokkiryhmän mediaanitason alapuolella. Honkarakenne on historiassa hinnoiteltu selvästi verrokkien alapuolelle. Tällä hetkellä kertoimet ovat kuitenkin mielestämme verrattain korkealla,

mutta kertoimissa heijastuu yhtiöiden alhainen tulostaso eikä niinkään haastava hinnoittelu. Tämänkin vuoksi verrokkien käyttökelpoisuus arvonmäärityksessä on mielestämme tällä hetkellä huono.

LapWall parhaimpia verrokkeja

Verrokkiryhmästä Honkarakenteelle parhaaksi vertailuyhtiöksi identifioituu mielestämme vuonna 2022 listautunut rakennustuote-yhtiö LapWall. LapWall valmistaa valtaosin puusta koostuvia seinä- ja kattoelementtejä, joita käytetään käytännössä kaikenlaisissa rakennuksissa aina pientaloista kerrostaloihin ja teollisuusrakennuksista kouluihin. Yhtiön liikevaihto oli viime vuonna noin 41,9 MEUR ja oikaistu liikevoitto 3,9 MEUR, vastaten 9,4 %:n liikevoittomarginaalia.

LapWall arvostetaan Inderesin vuosien 2025-2026 ennusteilla tulosperusteisesti 6-7x-tasolle EV/EBIT-kertoimilla. Rakennusmarkkinan heikkouden myötä myös LapWallin arvostus on laskenut, ja se on tällä hetkellä jopa alle Honkarakenteen tason. Lähtökohtaisesti LapWallin Honkarakennetta korkeammat arvostuskertoimet ovat mielestämme perusteltuja, sillä yhtiön kasvun ja kannattavuustason ennustetaan olevan lähivuosina Honkarakennetta vahvempaa.

Käyttämällä tämän hetken LapWallin EV/EBIT-kertoimia Honkarakenteen osakkeen arvoksi muodostuisi noin 2,2-2,8 euroa. Tämän perusteella osakkeessa olisi nykytasoilta vielä selkeää laskuvaraa. Huomautamme kuitenkin myös, että LapWallin kertoimet olisivat normaalitilanteessa arvioltamme korkeammat.

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	3,07	3,07	3,07
Markkina-arvo	18	18	18
Yritysarvo (EV)	17	16	15
P/E (oik.)	>100	15,5	11,3
P/B	1,2	1,1	1,0
EV/Liikevaihto	0,4	0,3	0,3
EV/EBITDA (oik.)	6,3	3,7	2,9
EV/EBIT (oik.)	84,4	9,6	6,7
Osinko/tulos (%)	>100 %	50,3 %	50,0 %
Osinkotuotto-%	2,0 %	3,3 %	4,4 %

Lähde: Inderes

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	EV/EBIT	
		2024e	2025e
Bonava	295	29,0	18,5
JM	1128	34,2	26,9
LapWall	44	10,2	6,8
Peab	1632	17,7	16,9
YIT	434	39,0	20,9
Honkarakenne (Inderes)	18	84,4	9,6
Keskiarvo		23,8	16,5
Mediaani		23,3	17,7
Erotus-% vrt. mediaani		262 %	-46 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Arvonmääritys 3/3

DCF-malli

Näemme DCF-mallin olevan käyttökelpoinen Honkarakenteen arvonmäärityksessä, vaikka malli onkin herkkä etenkin terminaalijakson muuttujille. DCF-mallissamme Honkarakenteen liikevaihdon kasvu tasaantuu pitkällä aikavälillä 2 %:iin yleistä talouskasvua heijastellen. Liikevoittomarginaalin ennustamme asettuvan pidemmällä aikavälillä lähelle 4 %:n tasoa.

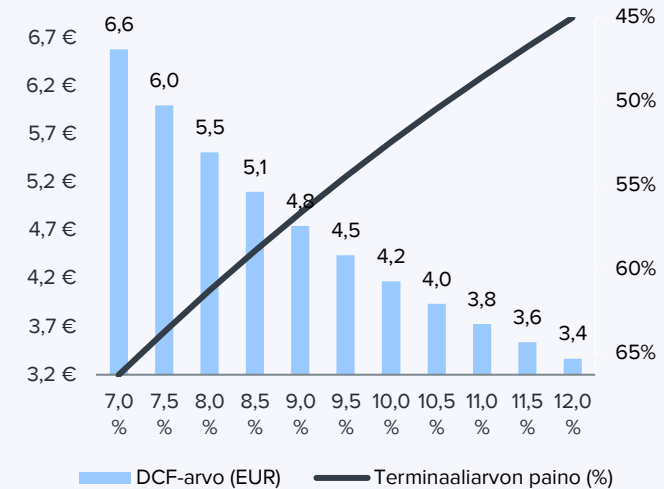
Olemme soveltaneet DCF-arvonmäärityksessä Honkarakenteelle 9,5 % oman pääoman tuottovaatimusta. Tavoitepääomarakenteen osalta olemme asettaneet velkaantuneisuusasteen 0 % tasolle ja tästä johtuen koko pääoman painotettu keskimääräinen tuottovaatimus (WACC) on yhdenmukainen oman pääoman tuottovaatimuksen kanssa.

DCF-mallimme indikoi Honkarakenteen osakekannan arvoksi 26,4 MEUR eli 4,5 euroa per osake. Herkkyystarkastelun perusteella 0,5 %-yksikköä matalammalla tuottovaatimuksella (WACC) osakkeen arvo olisi noin 4,8 euroa. Vastaavasti 0,5 %-yksikköä nykyistä korkeampi tuottovaatimus johtaisi DCF-mallissamme noin 4,2 euron arvoon.

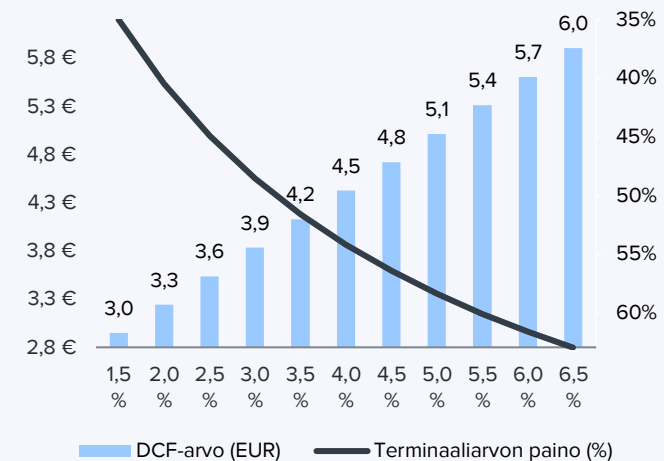
Osakekurssi on selvästi alle nykyisen DCF-mallin arvon. Arvioimme, että markkina ei näe pitkän aikavälin kannattavuuden tällä hetkellä yltävän lähemmäs 4 %:n tasoa ja ei myöskään anna merkittävästi arvoa yhtiön kassalle. Syklisten huolien ja kannattavan Venäjän viennin lopetuksen vuoksi huolet ovat mielestämme

perusteltuja, emmekä siksi näe DCF-laskelman ohjaavan lyhyellä aikavälillä hinnoittelua. Arvo kuitenkin kertoo Honkarakenteen potentiaalista markkinoiden luottamuksen palautuessa ja yhtiön todistaessa liiketoimintansa kyvykkyyden.

DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



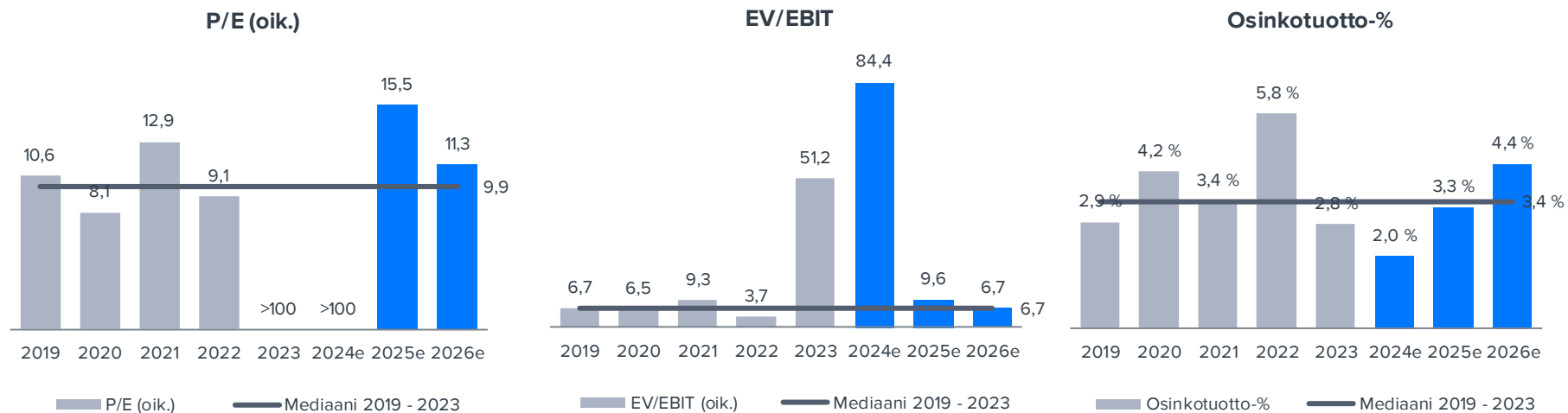
DCF-arvon herkkyys muutoksille terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	4,20	4,28	7,32	4,34	3,22	3,07	3,07	3,07	3,07
Markkina-arvo	25	25	43	26	19	18	18	18	18
Yritysarvo (EV)	23	22	34	16	16	17	16	15	14
P/E (oik.)	10,6	8,1	12,9	9,1	>100	>100	15,5	11,3	10,9
P/B	2,0	1,7	2,5	1,4	1,1	1,2	1,1	1,0	1,0
EV/Liikevaihto	0,5	0,4	0,5	0,2	0,3	0,4	0,3	0,3	0,2
EV/EBITDA (oik.)	4,3	4,5	5,6	2,5	7,5	6,3	3,7	2,9	2,7
EV/EBIT (oik.)	6,7	6,5	9,3	3,7	51,2	84,4	9,6	6,7	6,0
Osinko/tulos (%)	30,2 %	37,5 %	44,1%	52,7 %	neg.	50485,7 %	50,3 %	50,0 %	50,0 %
Osinkotuotto-%	2,9 %	4,2 %	3,4 %	5,8 %	2,8 %	2,0 %	3,3 %	4,4 %	4,6 %

Lähde: Inderes



DCF-laskelma

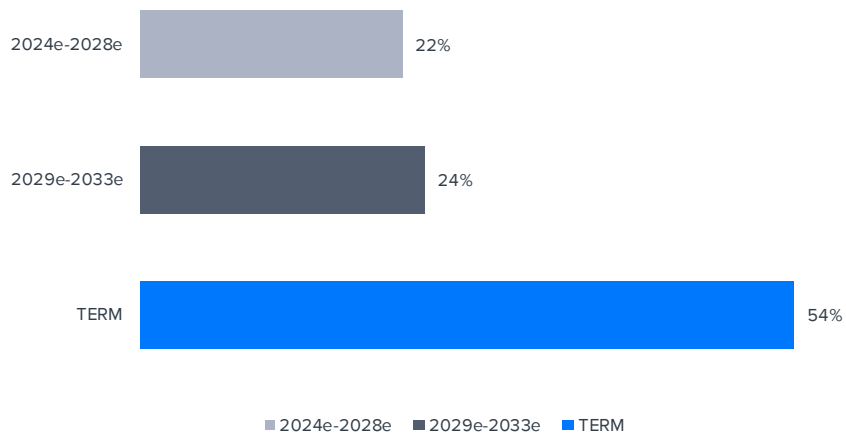
DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-37,2 %	0,6 %	12,1%	8,8 %	2,1%	4,1%	3,0 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	-0,2 %	0,4 %	3,2 %	3,9 %	3,9 %	4,1%	4,2 %	4,1%	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %
Liikevoitto	-0,1	0,2	1,7	2,2	2,3	2,5	2,6	2,6	2,6	2,7	2,7	
+ Kokonaispoistot	2,2	2,5	2,7	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,7	2,7	2,7	
- Maksetut verot	-0,2	0,0	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	
- 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	-3,9	1,0	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
Operatiivinen kassavirta	-2,0	3,6	4,2	4,8	4,7	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-3,1	-4,3	-2,7	-2,7	-2,7	-2,7	-2,7	-2,7	-2,7	-2,7	-2,7	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-5,2	-0,7	1,5	2,1	2,0	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,3	
+/- 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	-5,2	-0,7	1,5	2,1	2,0	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,3	30,8
Diskontattu vapaa kassavirta		-0,6	1,3	1,6	1,4	1,4	1,3	1,2	1,1	1,0	0,9	12,7
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		23,4	24,0	22,7	21,1	19,7	18,3	17,0	15,8	14,7	13,7	12,7
Velaton arvo DCF		23,4										
- Korolliset velat		-3,3										
+ Rahavarat		6,3										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		26,4										
Oman pääoman arvo DCF per osake		4,5										

Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,5 %
Yrityksen Beta	1,1
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	2,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	9,5 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,5 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e
Bonava	295	29,0	18,5	30,0	18,3	1,2	1,1		11,9			0,3
JM	1128	34,2	26,9	33,9	26,7	2,4	2,4	26,1	22,6	3,2	3,9	1,6
LapWall	44	10,2	6,8	6,8	4,5	0,9	0,8	12,0	8,4	4,3	5,0	2,4
Peab	1632	17,7	16,9	10,2	9,8	0,7	0,6	13,9	12,7	3,6	4,5	1,2
YIT	434	39,0	20,9	21,5	15,0	0,7	0,7		28,3			0,5
Honkarakenne (Inderes)	18	84,4	9,6	6,3	3,7	0,4	0,3	25831,9	15,5	2,0	3,3	1,2
Keskiarvo		23,8	16,5	18,6	13,5	1,0	1,0	16,5	15,2	3,0	4,2	1,1
Mediaani		23,3	17,7	15,8	12,4	0,8	0,7	14,0	12,3	3,4	4,2	0,9
Erotus-% vrt. mediaani		262 %	-46 %	-60 %	-70 %	-55 %	-58 %	184677 %	26 %	-43 %	-22 %	27 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Pysyvät vastaavat	13,7	14,7	16,5	16,5	16,4
Liikearvo	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Aineettomat hyödykkeet	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6
Käyttöomaisuus	11,4	12,2	13,9	13,9	13,8
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
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	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1
Vaihtuvat vastaavat	22,9	15,3	14,4	16,2	17,6
Vaihto-omaisuus	6,5	5,3	4,2	4,7	5,1
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	3,8	3,8	3,3	3,7	4,0
Likvidit varat	12,6	6,3	7,0	7,8	8,5
Taseen loppusumma	36,6	30,0	30,9	32,7	34,0

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Oma pääoma	18,2	16,5	15,5	16,3	17,3
Osakepääoma	9,9	9,9	9,9	9,9	9,9
Kertyneet voittovarot	4,2	2,6	2,1	2,9	3,9
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Muu oma pääoma	3,6	3,5	3,0	3,0	3,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	2,6	2,8	4,7	4,6	4,1
Laskennalliset verovelat	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
Korolliset velat	2,1	2,5	4,4	4,3	3,8
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	15,8	10,7	10,7	11,8	12,6
Korolliset velat	0,7	0,8	1,4	1,4	1,2
Lyhytaikaiset korottomat velat	14,7	9,9	9,3	10,4	11,4
Muut lyhytaikaiset velat	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	36,6	30,0	30,9	32,7	34,0

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2021	2022	2023	2024e	2025e	Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	69,7	73,7	46,3	46,6	52,2	EPS (raportoitu)	0,57	0,47	-0,04	0,00	0,20
Käyttökate	6,1	6,3	2,1	2,7	4,3	EPS (oikaistu)	0,57	0,47	0,03	0,00	0,20
Liikevoitto	3,7	4,2	-0,1	0,2	1,7	Operat. kassavirta / osake	1,23	0,80	-0,34	0,62	0,72
Voitto ennen veroja	3,6	3,6	-0,3	0,0	1,5	Vapaa kassavirta / osake	1,09	0,55	-0,88	-0,11	0,26
Nettovoitto	3,3	2,8	-0,2	0,0	1,2	Omapääoma / osake	2,88	3,09	2,80	2,63	2,77
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	-0,4	0,0	0,0	Osinko / osake	0,25	0,25	0,09	0,06	0,10
Tase	2021	2022	2023	2024e	2025e	Kasvu ja kannattavuus	2021	2022	2023	2024e	2025e
Taseen loppusumma	38,6	36,6	30,0	30,9	32,7	Liikevaihdon kasvu-%	32 %	6 %	-37 %	1 %	12 %
Oma pääoma	16,9	18,2	16,5	15,5	16,3	Käyttökateen kasvu-%	26 %	3 %	-66 %	28 %	61 %
Liikearvo	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	Liikevoiton oik. kasvu-%	9 %	14 %	-93 %	-35 %	728 %
Nettovelat	-8,6	-9,8	-3,0	-1,1	-2,2	EPS oik. kasvu-%	7 %	-16 %	-93 %	-100 %	167094 %
Kassavirta	2021	2022	2023	2024e	2025e	Käyttökate-%	8,8 %	8,5 %	4,6 %	5,8 %	8,3 %
Käyttökate	6,1	6,3	2,1	2,7	4,3	Oik. Liikevoitto-%	5,3 %	5,7 %	0,7 %	0,4 %	3,2 %
Nettokäyttöpääoman muutos	1,2	-1,0	-3,9	1,0	0,2	Liikevoitto-%	5,3 %	5,7 %	-0,2 %	0,4 %	3,2 %
Operatiivinen kassavirta	7,2	4,7	-2,0	3,6	4,2	ROE-%	21,1 %	15,9 %	-1,2 %	0,0 %	7,4 %
Investoinnit	-1,0	-1,5	-3,1	-4,3	-2,7	ROI-%	19,5 %	20,8 %	-0,4 %	1,0 %	7,7 %
Vapaa kassavirta	6,4	3,2	-5,2	-0,7	1,5	Omavaraisuusaste	56,5 %	67,0 %	64,6 %	58,4 %	58,8 %
						Nettovelkaantumisaste	-51,1 %	-53,8 %	-18,2 %	-7,3 %	-13,2 %
Arvostuskertoimet	2021	2022	2023	2024e	2025e						
EV/Liikevaihto	0,5	0,2	0,3	0,4	0,3						
EV/EBITDA (oik.)	5,6	2,5	7,5	6,3	3,7						
EV/EBIT (oik.)	9,3	3,7	51,2	84,4	9,6						
P/E (oik.)	12,9	9,1	>100	>100	15,5						
P/B	2,5	1,4	1,1	1,2	1,1						
Osinkotuotto-%	3,4 %	5,8 %	2,8 %	2,0 %	3,3 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsitellä 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 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 arvion 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 omistussuosuuksia 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 yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatalaisuuksien 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
22.9.2021	Osta	8,00 €	6,00 €
25.11.2021	Osta	8,00 €	6,82 €
17.2.2022	Lisää	7,00 €	6,40 €
2.3.2022	Lisää	5,20 €	4,72 €
24.5.2022	Lisää	6,00 €	5,52 €
25.8.2022	Lisää	5,50 €	4,96 €
17.2.2023	Lisää	4,80 €	4,33 €
19.4.2023	Lisää	5,00 €	4,77 €
2.6.2023	Vähennä	4,00 €	3,98 €
23.8.2023	Vähennä	4,00 €	3,89 €
28.8.2023	Vähennä	4,00 €	3,85 €
1.9.2023	Lisää	4,00 €	3,45 €
<i>Analyytikko vaihtuu</i>			
14.12.2023	Vähennä	3,30 €	3,20 €
15.2.2024	Vähennä	3,30 €	3,31 €
17.4.2024	Vähennä	3,20 €	3,07 €

Inderes yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Asiakkainamme on yli 400 pohjoismaista pörssiyritystä, jotka haluavat palvella sijoittajia tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Yhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista sijoittajaa.

Yhteiskunnallisena tavoitteenamme on demokratisoida tieto finanssimarkkinoilla.

Rakennamme pörssiyrityksien tarpeisiin ratkaisuja, joiden avulla voidaan tehdä tehokasta ja oikeat kohderyhmät tavoitettavaa sijoittajaviestintää. Liikevaihdostamme suurin osa muodostuu pörssiyrityksiä asiakkailta, joille tarjottavia päätuotteitamme ovat Tilausanalyysi, Virtuaalitalpahtumaratkaisut (Flik), Yhtiökokousratkaisut sekä Teknologia- ja IR-ratkaisut.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla jäsenet voivat oppia ja kehittyä, tutustua muihin sijoittajiin sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North markkinapaikalla ja toimii Suomessa, Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa.

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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**