

# Honkarakenne

Laaja raportti

18.4.2023 20:42



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Toimialansa kärkeä

Honkarakenne on tehnyt takavuosina liiketoiminnassaan merkittävän tuloskäänteen ja yhtiön kannattavuus on vakiintunut kotimaisten hirs- ja pientalorakentajien kärkikastiin. Honkarakenteen lyhyen aikavälin näkymät ovat heikentyneestä rakentamisen suhdanteesta ja tärkeän Venäjän viennin loppumisesta johtuen haastavat, mutta näemme yhtiön selviävän vahvan taseen ansiosta ongelmitta heikommastakin markkinasta. Osakkeen arvostus näyttääytyy myös useimpien menetelmien valossa yhä maltilliselta. Tarkistamme tavoitehintamme 5,0 euroon (aik. 4,8 euroa) ja toistamme lisää-suosituksemme.

## Vahvan markkina-aseman ja kannattavuuden omaava hirsirakentaja

Honkarakenne on kotimainen hirsirakentaja, joka valmistaa Honka-tuotemerkillään laadukkaita, terveellisiä ja ekologisia omakotitaloja, vapaa-ajan asuntoja ja julkisia rakennuksia suomalaisesta massiivipuusta. Honkarakenteen markkina-asema on omalla toimialallaan vahva, sillä yhtiö on Suomen hirsitaloteollisuuden toiseksi suurin toimija noin 18 % markkinaosuudella ja alan suurin suomalainen vientiyritys. Honkarakenteen sijoitusprofiili on viime vuosien vahvan taloudellisen kehityksen myötä muuttunut käänneyhtiöstä kannattavan kasvuyhtiön suuntaan. Vahva tase, toimialan kärkeä oleva kannattavuus ja hyvä kassavirta mahdollistavat yhtiölle halutessaan kasvuinvestointien tekemisen tai vaihtoehtoisesti verrattain avokätisen voitonjaon. Honkarakenteen sijoitustarinnalle epäjatkuvuuskohdan aiheuttaa viime vuoden puolivälissä päättynyt tärkeä Venäjän vienti. Venäjän poisjäännin aiheuttamia liikevaihtomenetyksiä (Venäjän vuotuinen liikevaihto arvioimme mukaan ~10-15 MEUR) yhtiö pyrkii paikkaamaan keskittämällä panostuksia muille vientimarkkinoille, mutta näiden panostusten onnistuminen on vielä kysymysmerkki.

## Lyhyen aikavälin näkymät haasteelliset, odotamme kannattavuuden parantuvan asteittain 2024-2026

Honkarakenteen näkymät ovat vuodelle 2023 selvästi viime vuosia heikommat. Lyhyen aikavälin näkymiin vaikuttavat negatiivisesti rakennussuhdanteen selvä jäähtyminen, minkä lisäksi vuosi 2023 on ensimmäinen, jolloin Venäjän viennin loppumisen vaikutukset näkyvät yhtiön numeroissa täysimääräisesti. Ennustamme Honkarakenteen liikevaihdon laskevan kuluvana vuonna 27,5 %:lla 53,5 MEUR:oon. Ennustamastamme liikevaihdon laskusta noin 8 %-yksikköä selittyy Venäjän viennin päättymisellä ja muilla markkinoilla odotamme liikevaihdon laskevan lähes 20 %. Liikevoiton odotamme laskevan liikevaihtopudotuksen johdosta kuluvana vuonna 2,2 MEUR:oon (2022: 4,1 MEUR), mikä vastaa noin 4,1 %:n EBIT-marginaalia. Vuosina 2024-2026 ennustamme Honkarakenteen liikevaihdon kääntyvän maltilliseen kasvuun (3-4 % p.a.) ja ennustamme myös kannattavuuden parantuvan operatiivisen tulosivun johdosta asteittain (2026e: EBIT-marginaali 5,3 %).

## Näemme arvostuksen tarjoavan vielä nousuvaraa

Olemme tarkastelleet Honkarakenteen arvostusta DCF-mallin, historiallisten arvostuskertoimien, lähimmän verrokkiyhtiö LapWallin sekä hypoteettisen LBO-skenaarion kautta. Osake vaikuttaa useimpien arvostusmenetelmien kautta tarkasteltuna yhä maltillisesti arvostetulta (arvostusmenetelmät 4,1-6,3 euroa/osake), joskin yhtiön lähivuosien tuloskerioimet (2023-2024e EV/EBIT 7-8x) ovat hieman historiallisten tasojen yläpuolella. Mielestämme Honkarakenteen arvostuskertoimet ovat olleet kuitenkin lähihistoriassa kroonisesti matalat ja näkemyksemme mukaan yhtiötä voitaisiin hinnoitella sen kannattavuusprofiiliin valossa perustellusti myös korkeammilla kertoimilla. Kokonaisuudessaan näemme osakkeen tuotto/riski-suhteen yhä positiivisena.

## Suositus

### Lisää

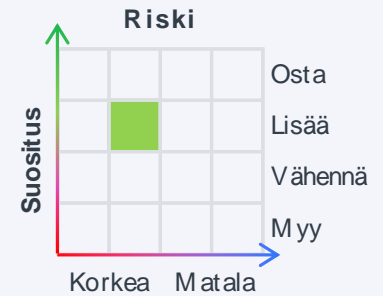
(aik. Lisää)

**5,00 EUR**

(aik. 4,80 EUR)

**Osakekurssi:**

4,77



## Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Liikevaihto</b>	73,7	53,5	55,1	57,3
<b>kasvu-%</b>	6 %	-27 %	3 %	4 %
<b>EBIT oik.</b>	4,1	2,2	2,4	2,8
<b>EBIT-% oik.</b>	5,6 %	4,1 %	4,4 %	4,9 %
<b>Nettotulos</b>	2,7	1,7	1,9	2,1
<b>EPS (oik.)</b>	0,46	0,29	0,32	0,35
<b>P/E (oik.)</b>	9,4	16,7	14,9	13,5
<b>P/B</b>	1,4	1,5	1,4	1,4
<b>Osinkotuotto-%</b>	5,8 %	3,1 %	4,2 %	4,6 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	3,8	8,4	7,0	5,7
<b>EV/EBITDA</b>	2,5	4,2	3,6	3,1
<b>EV/Liikevaihto</b>	0,2	0,3	0,3	0,3

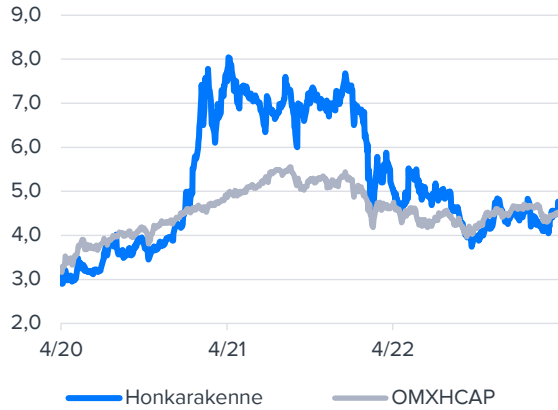
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

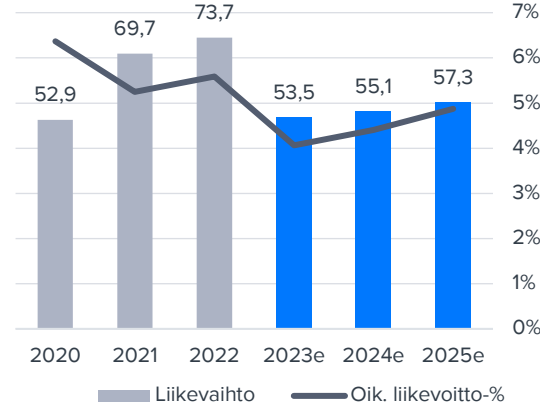
Honkarakenteen näkemyksen mukaan vuonna 2023 konsernin liikevaihto laskee edellisvuodesta ja jää 50–56 miljoonaan euroon. Konsernin liiketulos laskee ja jää 1,6–2,4 miljoonaan euroon.

## Osakekurssi



Lähde: Millistream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

- 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



### Riskitekijät

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

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	4,77	4,77	4,77
Markkina-arvo	28	28	28
Yritysarvo (EV)	18	17	16
P/E (oik.)	16,7	14,9	13,5
P/B	1,5	1,4	1,4
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA (oik.)	4,2	3,6	3,1
EV/EBIT (oik.)	8,4	7,0	5,7
Osinko/tulos (%)	52,5 %	62,5 %	62,4 %
Osinkotuotto-%	3,1 %	4,2 %	4,6 %

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>6-10</b>
Liiketoimintamallin riskiprofiili	<b>11</b>
Markkina- ja kilpailuympäristö	<b>12-16</b>
Taloudellinen kehitys ja tilanne	<b>17-20</b>
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	<b>21</b>
Sijoitusprofiili	<b>22-23</b>
Ennusteet	<b>24-27</b>
Arvonmääritys	<b>28-31</b>
Liitteet	<b>32-36</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>37</b>

# 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

**73,7 MEUR** (+6 % vs. 2021)

Liikevaihto 2022

**4,1 MEUR** (5,6 % lv:sta)

Oikaistu liikevoitto 2022

**~29 %**

Sijoitetun pääoman tuotto 2018-2022 keskimäärin

**21 %**

Markkinaosuus hirsitaloteollisuudessa vuonna 2022

2013–2016

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

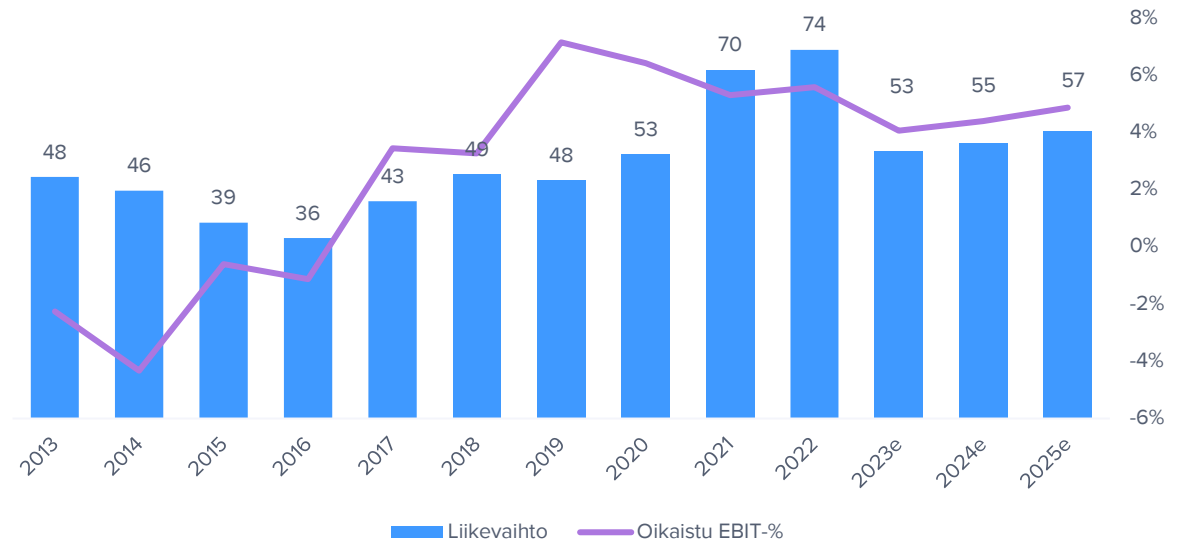
2017–2022

- Vuodesta 2017 alkaen vahvistunut rakennussuhdanne tukee kasvua ja kannattavuus nousee hyvälle tasolle
- Karstulan +8 MEUR:n investointiohjelman läpiviemi
- COVID-19-pandemia vauhdittaa etenkin vapaa-ajan asuntojen kysyntää, raaka-ainehinnat korkealla
- Ukrainan sota ja Venäjän kaupan päättyminen H1'22:lla

2023–

- Näkymät heikkenevät mm. korkojen nousun ja inflaation seurauksena
- Tuloksen puolustaminen heikommassa markkinatilanteessa
- Vientipanostuksissa ja Venäjän liikevaihtomenetysten korvaamisessa onnistuminen
- Kannattavuus parantuu vuoden 2023 jälkeen asteittain liikevaihdon kasvun mukana

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/5

## 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 85 000 rakennusta ympäri maailman.

Honkarakenne on hirsitaloteollisuuden suurin vientiyritys. Yhtiön liikevaihto oli viime vuonna noin 73,7 MEUR ja liikevoitto 3,4 MEUR. Honkarakenteen palveluksessa oli vuonna 2022 keskimäärin 190 työntekijää.

## Suomi toi viime vuonna 74 % liikevaihdosta, vienti suuntautuu Keski-Eurooppaan ja Aasiaan

Honkarakenne raportoi liikevaihtonsa Suomen ja viennin välillä. Yhtiön viime vuoden 73,7 MEUR:n liikevaihtokuormasta 74 % eli 54,8 MEUR tuli Suomesta ja viennin osuus koko konsernin liikevaihdosta oli noin 26 % eli 18,9 MEUR.

Honkarakenne ei avaa viennin maantieteellistä jakaumaa tarkemmin, mutta kerrottujen tietojen mukaan tärkeitä vientimarkkinoita yhtiölle ovat historiassa olleet Keski-Eurooppa, Venäjä ja muut IVY-maat sekä Aasia. Honkarakenne lopetti myynnin Venäjälle [maaliskuussa 2022](#) Venäjän aloittaman Ukrainan hyökkäyssodan vuoksi ja viimeiset toimitukset maahan tehtiin H1'22:lla. Yhtiöllä ei ollut valmistustoimintaa eikä sijoitettuja

varoja Venäjällä ja myynti maahan tapahtui pitkäaikaisen paikallisen maahantuontikumppanin kautta.

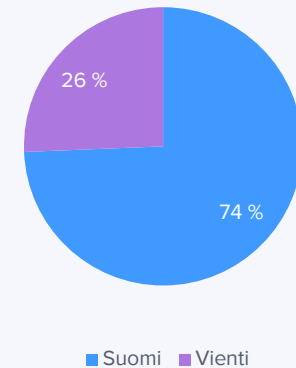
Keski-Euroopassa Honkarakenteen vienti suuntautuu valtaosin Saksaan. Aasiassa yhtiölle tärkeitä maita ovat mm. Japani, Mongolia ja Kiina. Yhtiö aloitti myynnin Kiinassa vuonna 2014 ja sai tuotehyväksynnän markkinoille 2016, mikä mahdollisti pääsyn valtiollisiin hankkeisiin. Yhtiö on kertonut näkevänsä Kiinassa merkittävää potentiaalia, mutta volyymit markkinalla ovat jääneet tähän asti maltillisiksi.

Honkarakenne ei ole avannut H1'23:lla loppuneen Venäjän myynnin kokoluokkaa, mutta Venäjä on joka tapauksessa ollut yhtiölle tärkeä vientimarkkina. Historiatietojen ja viennin viime vuosien yleisen kehityksen perusteella arvelemme, että Venäjän vuotuinen liikevaihto oli ennen viennin lopettamista noin 10-15 MEUR:n kokoluokassa. Venäjän poisjäännin aiheuttamia liikevaihtomenetyksiä yhtiö pyrkii paikkaamaan keskittämällä panostuksia muille vientimarkkinoille.

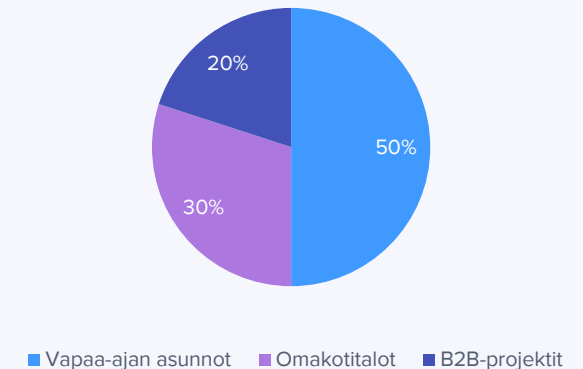
## Kolme liiketoiminta-alueetta

Honkarakenteen kolme liiketoiminta-alueetta ovat omakotitalot, vapaa-ajan asunnot sekä B2B-projektit. Yhtiö ei ole avannut liikevaihdon jakautumista liiketoiminta-alueittain, mutta karkean arviomme mukaan noin 80 % liikevaihdosta tuli viime vuonna kuluttajamyynnistä eli omakotitaloista sekä vapaa-ajan-asunnoista ja B2B-projektien osuus Suomen liikevaihdosta oli noin viidennes. B2B-projektit käsittävät muun muassa julkisrakentamisen, resort-kohteissa toteutettavat projektit sekä aluerakentamiskohteet.

Liikevaihdon jakautuminen Suomen ja viennin välillä (2022)



Suomen liikevaihdon jakautuminen liiketoiminta-alueittain (2022)<sup>1</sup>



<sup>1</sup> Inderesin arvio

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/5

Honkarakenteen vienti on käsityksemme mukaan varsin vahvasti B2C-vetoista. Viennissä B2B-projektien kasvua on käsityksemme mukaan osaltaan jarruttanut se, että hirren käyttö julkispuolen hankkeissa on 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.

Hirsitaloteollisuus on muun rakentamisen tapaan myös syklistä. Ääriesimerkin syklistyydestä antaa 2009 finanssikriisi, jolloin toimialan liikevaihto laski Suomessa 27 %.

## 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 B2C-myynti tapahtuu Suomessa myyntiedustajien kautta ja yhtiön oma myyntiorganisaatio vastaa vain B2B-projekteista.

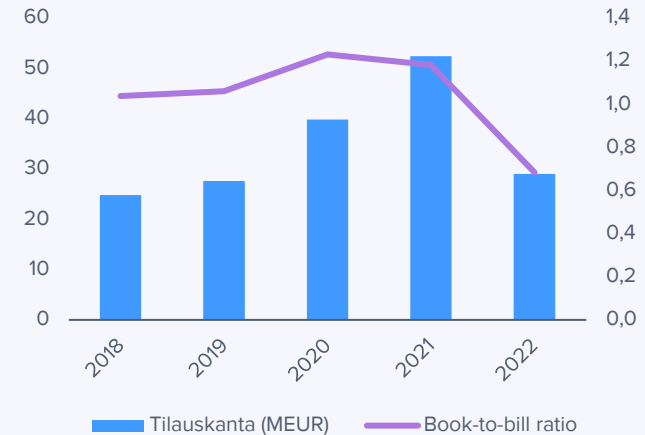
Yhtiön Suomen edustajaverkosto käsittää noin 30-35 myyntiedustajaa, jotka toimivat yksityisyrityksinä ja myyvät tuotteita Honkarakenteen nimiin. Honkarakenteen vienti tapahtuu useimpiin maihin paikallisten jälleenmyyjien kautta. Tärkeissä vientimaissa Japanissa ja Saksassa yhtiöllä on omat tytäryhtiöt. Lisäksi Honkarakenteella on myös oma edustustoimisto (representative office) Kiinassa.

## Kulurakenne

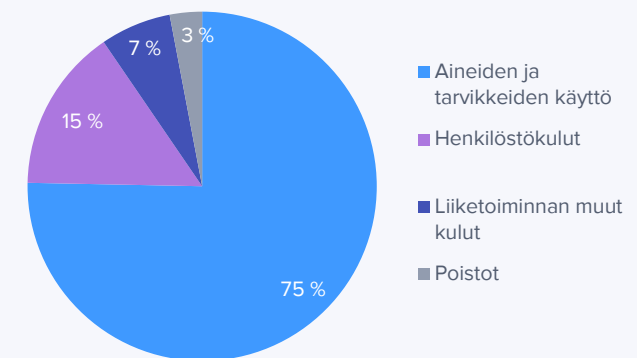
Honkarakenteen kulurakenteen suurin yksittäinen erä on aine- ja tarvikeostot, jotka muodostivat vuonna 2022 noin 75 % kokonaiskuluista. Aine- ja tarvikeostot ovat koostuvat pitkälti raaka-ainekuluista ja kulut ovat luonteeltaan muuttuvia eli sidoksissa toiminnan volyymiin. Liikevaihtoon suhteutettuna 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, kulloinkin kysyntä/tarjonta-tilanne sekä raaka-ainehinnat.

Yhtiön toiseksi suurin kuluerä on henkilöstökulut, joiden osuus kokonaiskuluista oli viime vuonna noin 15 % (14 % lv:sta). Honkarakenteen henkilöstökulut ovat kasvaneet viime vuosina selvästi liikevaihtoa hitaammin ja näin ollen tämä kuluerä tarjoaa yhtiölle myynnin kasvaessa operatiivista tulosvipua. Kysynnän heikentyessä henkilöstökuluja voidaan sopeuttaa lomautuksilla sekä henkilöstövähennyksillä.

## Tilaukannan kehitys<sup>1</sup>



## Kulurakenne (2022)



<sup>1</sup>Book-to-bill ratio = Katsauskauden laskennalliset uudet tilaukset/Katsauskauden liikevaihto

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/5

Liiketoiminnan muut kulut muodostivat viime vuonna 7 % kaikista Honkarakenteen kuluista ja olivat noin 6 % liikevaihdosta. Muista kuluista suurimpia kulueriä ovat myynti- ja markkinointikulut sekä muut liiketoiminnan kulut. Liiketoiminnan muut kulut ovat arviomme mukaan valtaosin kiinteitä ja ne ovat henkilöstökulujen tapaan skaalautuneet viime vuosina kasvun mukana.

## 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. Yhtiön henkilöstöstä noin 80 % työskentelee käsityksemme mukaan Karstulan tehtaalla.

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 liikevaihtokuormaun.

## Liiketoiminnan pääomatarpeet kohtuullisia

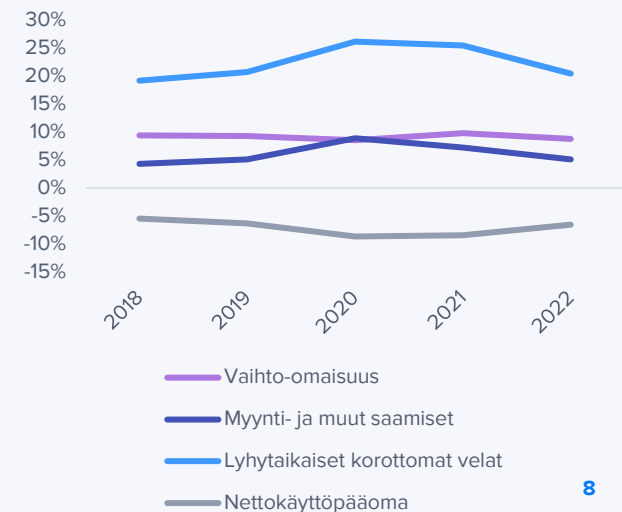
Honkarakenteen liiketoiminnassa valtaosa pääomasta sitoutuu kiinteään omaisuuteen, mikä on tyypillistä valmistustoimintaa harjoittavalle yritykselle. Käyttöomaisuus muodosti vuonna 2022 noin 31 % taseesta ja sen osuus liikevaihdosta oli noin 15 %. Käyttöomaisuus koostuu Karstulan tehdaskiinteistöistä ja tuotantoon liittyvistä koneista ja kalustosta. Tämän lisäksi käyttöomaisuus pitää sisällään myös pienemmän määrän IFRS 16-käyttöoikeusomaisuuseriä, jotka liittyvät myyntikonttorien ja Karstulan liimahallin vuokrasopimuksiin.

Vaikka Honkarakenteen liiketoiminnassa pääomaa sitoutuukin kiinteään omaisuuteen, ovat pääomatarpeet kokonaisuudessaan maltilliset, sillä asiakkailta saatavien ennakkomaksujen johdosta nettokäyttöpääoma on negatiivinen (2022: -7 % 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. Käyttöpääoman rakenne ja toimialan syklisyys huomioiden pidämme nettovelatonta tasetta hyvänä lähtökohtana.

## Aineelliset käyttöomaisuushyödykkeet



## Käyttöpääomaerien kehitys (% liikevaihdosta)





# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/5



Lähde: Honkarakenne, Hirsitaloteollisuus ry, Inderes

<sup>1</sup>Inderesin arvio. Arvioitu osuus Suomen liikevaihdosta vuonna 2022.

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/5

## 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 jyväskyläinen sijoitusyhtiö Akr-Invest Oy, josta tuli yhtiön suurin osakkeenomistaja vuonna 2017 toteutetun suunnatun osakeannin myötä. Akr-Investin omistavat jyväskyläläiset 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 tytäryhtiö Honka Management Oy, joka hallinnoi johdon kannustinjärjestelmään liittyviä osakkeita. Tytäryhtiön omistuksessa oli helmikuun lopussa 286 250 Honkarakenteen B-osaketta.

## Johtoryhmässä vahva Honka-tausta, mutta osakeomistuksia ainoastaan CEO:lla

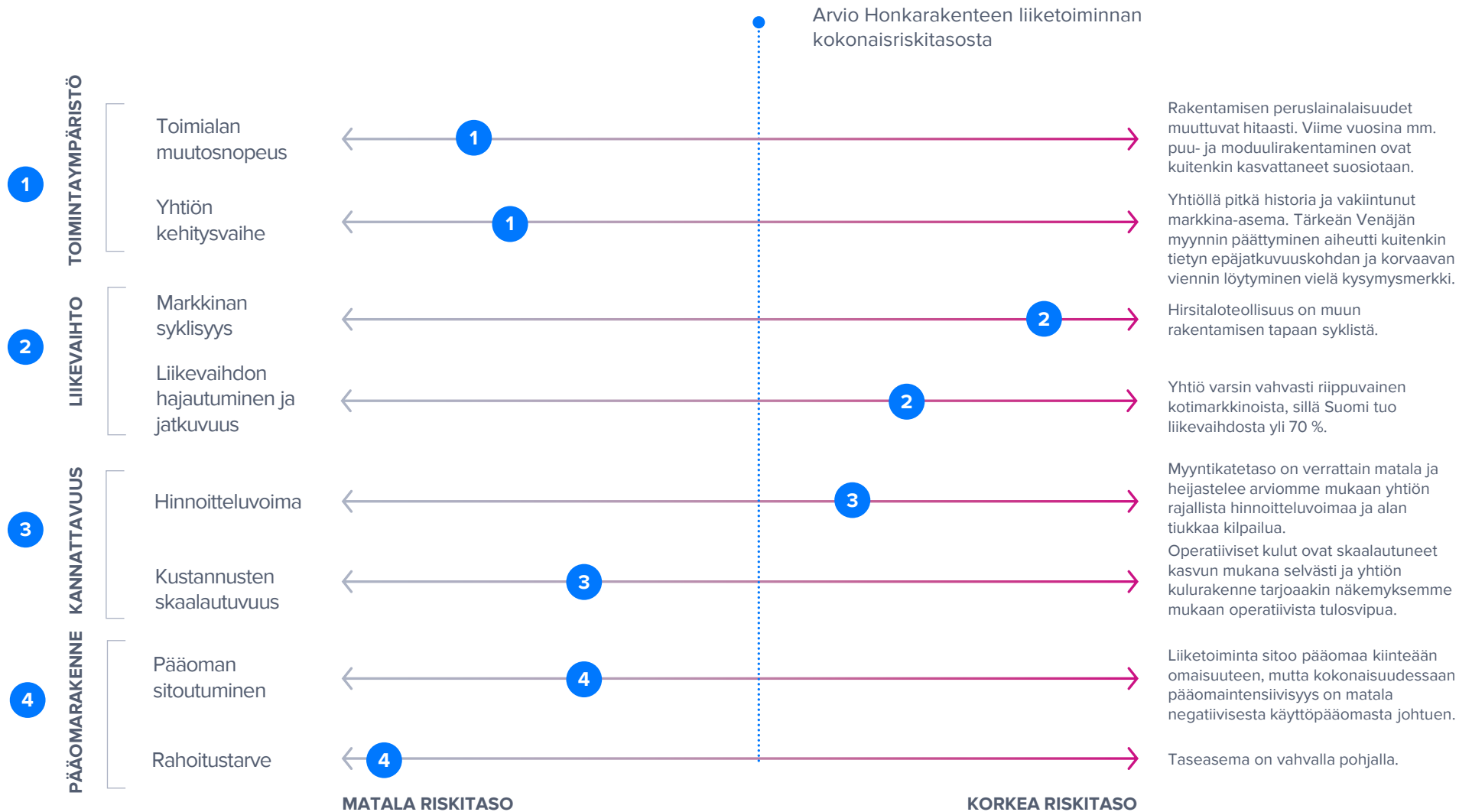
Honkarakenteen johtoryhmä käsittää kuusi jäsentä. Yhtiön toimitusjohtajana on toiminut vuodesta 2015 lähtien Marko Saarelainen. Ennen toimitusjohtajapestiä Saarelainen toimi Honkarakenteen Japanin tytäryhtiön toimitusjohtajana 1990-luvun alusta alkaen. Yhtiön talousjohtajana on toiminut vuodesta 2021 lähtien Maarit Jylhä. Jylhällä on aiempaa työkokemusta Honkarakenteesta, sillä hän toimi Honkarakenteen talouspäällikkönä ja Group controllerina vuosina 2000-2011. Myös muilla johtoryhmän jäsenillä on varsin vahva Honkarakenteen tausta, sillä muut jäsenet ovat olleet yhtiön palveluksessa laskelmiemme mukaan keskimäärin noin kahdeksan vuotta.

Honkarakenteen toimitusjohtaja omistaa noin 355 000 Honkarakenteen osaketta eli noin 5,7 % osakekannasta ja 7,0 % äänimäärästä. Saarelaista lukuun ottamatta muilla johtoryhmän jäsenillä ei osakeomistuksia yhtiössä ole. Johtoryhmän palkitsemisjärjestelmä koostuu kiinteästä kuukausipalkasta ja konsernin liiketaloudelliseen tulokseen (budjetoitu käyttökate) perustuvasta bonuspalkasta. Toimitusjohtajalla bonuspalkkio on osin käteis- ja osin osakeperusteinen, kun taas muilla johtoryhmän jäsenillä mahdollinen bonus maksetaan rahana. Honkarakenteen hallitus on viisipaikkainen, koostuen kolmesta yhtiöstä ja sen suurimmista osakkeenomistajista riippumattomasta jäsenestä ja kahdesta jäsenestä, jotka edustavat suurimpia osakkeenomistajia Akr-Invest Oy:tä sekä Saarelainen Oy:tä.

Suurimmat osakkeenomistajat 3/2023	Osuus osakkeista	Osuus äänistä
Akr-invest Oy	16,1 %	8,4 %
Saarelainen Oy	10,4 %	27,2 %
Saarelainen Marko Tapani	5,7 %	7,0 %
Honka Management Oy	4,6 %	2,4 %
Nordea Nordic Small Cap Fund	4,1 %	2,1 %
Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö Varma	3,6 %	1,9 %
Ruuska Pirjo Helena	1,4 %	1,7 %
Syrjänen Eva Annika Elisabeth	1,3 %	0,7 %
Nordea Henkivakuutus Suomi Oy	1,3 %	0,7 %
Etola Markus Eerikki	1,3 %	0,7 %
<b>10 suurinta yhteensä</b>	<b>49,7 %</b>	<b>52,7 %</b>

Lähde: Honkarakenteen

# Liiketoimintamallin riskiprofiili



# Markkina- ja kilpailuympäristö 1/4

## Suomen talouden odotetaan supistuvan kuluvana vuonna lievästi

Suomen talousnäkymät ovat tälle vuodelle viime vuotta vaisummat. Kasvunäkymiä ovat heikentäneet etenkin Euroopassa Ukrainan sota, korkea inflaatio ja keskuspankkien aloittamat rahapolitiikan kiristystoimet. Edellä mainitut tekijät ovat heijastuneet myös rakennussektoriin ja etenkin asuntorakentamisaktiiviteetin arvioidaan tippuvan selvästi viime vuosien vahvoilta tasoilta.

Suomen Pankki odottaa Suomen talouden vajoavan tänä vuonna taantumaan ja ennustaa BKT:n supistuvan -0,2 %. Talouskehitykseen heijastuu negatiivisesti etenkin yksityisen kulutuksen supistuminen ja investointien vähentyminen. Suomen Pankki odottaa taantuman kuitenkin jäävän lyhytaikaiseksi ja ennustaa talouden kääntyvän ensi vuonna jälleen kasvuun (+0,9 %).

## Hirsi on vallannut markkinaosuutta omakotitaloissa

Honkarakenteelle yhtenä keskeisenä kysyntäajurina toimii omakotitalojen rakentamisaktiiviteetti. Omakotitaloasuminen on 2000-luvulla menettänyt Suomessa selvästi jalansijaa muille asumismuodoille ja Rakennusteollisuus RT:n mukaan Suomessa aloitettiin viime vuonna noin 6 700 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.

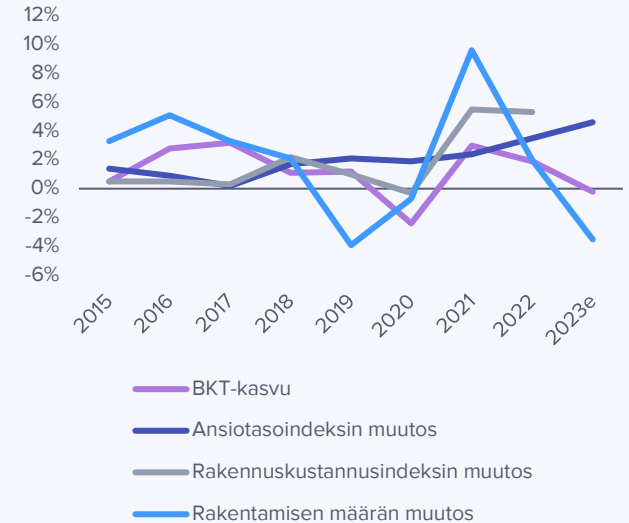
Vaikka omakotitalorakentamisen volyymit ovat pidemmällä aikavälillä olleet Suomessa laskevia, on hirsi vallannut omakotitaloissa markkinaosuutta muilta rakennusmateriaaleilta ja käsityksemme mukaan tänä päivänä noin 20-25 % pienomakotitaloista rakennetaan hirrestä. Arviomme mukaan markkinaosuuden nousun taustalla on ihmisten kasvanut ymmärrys hirsiasumisen terveys- ja ympäristöhyötyihin sekä kuluttajien halu vaikuttaa omilla toimillaan ilmastonmuutokseen.

Rakennusteollisuus RT ennustaa viimeisimmässä suhdannekatsauksessa omakotitalojen aloitusmäärien laskevan tänä vuonna noin 4 %:lla 6 400 kappaleeseen. 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.

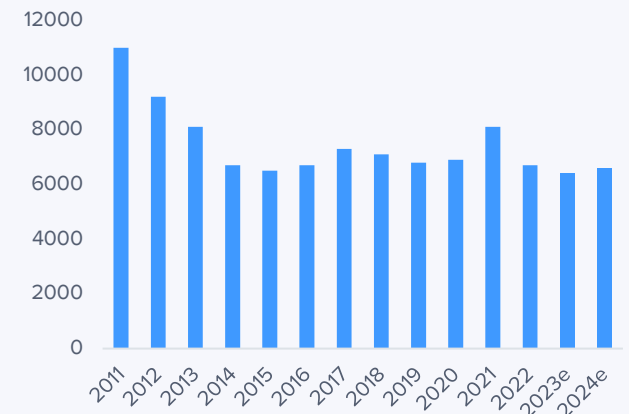
## Vapaa-ajan asunnoissa aloitukset ja luvat selvässä laskussa

Myös vapaa-ajan asunnoissa rakentamismäärät ovat olleet pidemmällä aikavälillä trendinomaisessa laskussa. Vapaa-ajan asuntojen kysyntä sai kuitenkin vuodesta 2020 alkaen huomattavaa nostetta koronapandemiasta, mikä sai kotitaloudet panostamaan aiempaa enemmän vapaa-ajanviettoon.

Rakentamisen suhdanneparametrit



Omakotitalojen aloitusmäärät



# Markkina- ja kilpailuympäristö 2/4

Koronapandemian tuoma noste näkyy selkeästi esimerkiksi vuosien 2020-2021 vapaa-ajan asuntojen aloitusmäärissä. Vuosina 2020-2021 vapaa-ajan asuntoja aloitettiin rakentamaan kumulatiivisesti noin 1568 tuhannen kuution edestä, mikä on noin 29 % koronapandemiaa edeltävien vuosien 2018-2019 (1219 tuhatta kuutiota) yläpuolella. Viime vuonna vapaa-ajan asuntojen aloitukset laskivat kuutiomäärällä mitattuna noin 9 %. Vapaa-ajan asuntojen rakennuslupamäärät laskivat kuutioilla mitattuna viime vuonna peräti 30 %:lla ja kehitys antaa indikaatiota markkinan selvästä jäähtymisestä.

## Julkisrakentaminen

Julkisrakentamisen osalta Rakennusteollisuus (RT) näkee aloitusten vähentyvän kuluvana vuonna sairaalarakennuksissa. Selvästi suurimmaksi rakennustyyppiksi nousseissa opetusrakennuksissa RT näkee aloitusten kasvavan kuluvana vuonna. Julkisrakentamisen osalta Honkarakenteelle tärkeitä segmenttejä ovat etenkin hoiva-, koulu- ja päiväkotirakentaminen.

## Poliittiset tahtotilat tukevat puurakentamista

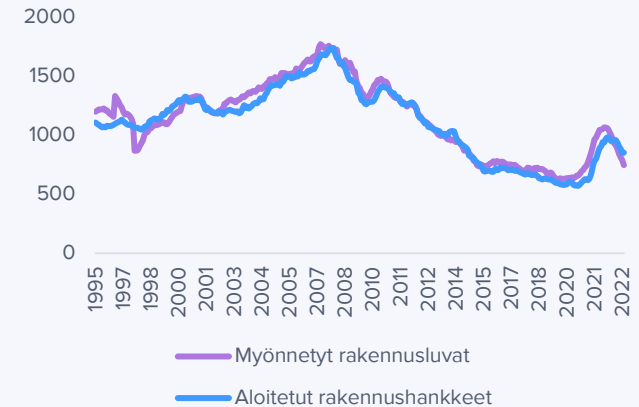
Rakentaminen on yksi resurssi-intensiivisimmistä teollisuudenaloista. Rakentamisen on arvioitu tuottavan jopa 30 % globaaleista hiilidioksidipäästöistä, joten materiaalivalinnat ovat iso päästölähde ja samalla materiaalivalintojen muutoksilla on ilmastonmuutosasioiden kokonaisuudenkin kannalta merkitystä. Rakentamisen hiilidioksidipäästöjen vähentämiseen puurakentaminen on

hiilinegatiivisuutensa takia hyvä vaihtoehto. Puun keveys ja lujuus yhdessä hyvän työstettävyyden kanssa tekevät siitä myös hyvän materiaalin teolliseen rakentamiseen.

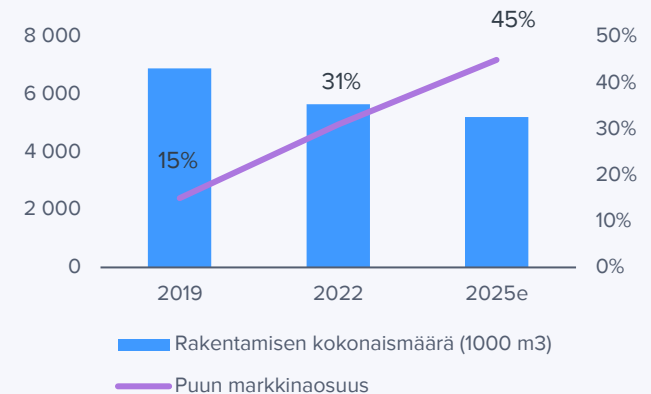
Lainsäädännölliset muutokset Suomessa, EU:ssa ja muualla maailmassa ovat asteittain mahdollistaneet puun käytön rakennusmateriaalina yhä suuremmissa rakennuksissa. Suomessa puurakentamiselle on vahva valtiollinen tuki, sillä Ympäristöministeriön tavoitteena on ollut puunrakentamisen osuuden nostaminen julkisessa uudisrakentamisessa vuoden 2019 15 %:sta 45 %:iin vuoden 2025 loppuun mennessä. Vuodesta 2019 lähtien puun osuus rakentamisesta oli omakotitaloissa noin 90 %, julkisissa rakennuksissa 15 %, muissa kuin asuinrakennuksissa 15 % ja kerrostaloissa 5%. Pidämme Ympäristöministeriön tavoitetta kunnianhimoisena emmekä nojaa Suomen markkinakasvun odotustamme sen varaan, mutta tavoite kuvaa kuitenkin ympäristökäytöstä rakentamisen materiaalivalintoihin ja siten puurakentamisen markkinakasvuun kumpuavaa muutospainetta Suomessa.

Sääntelyn muutoksia rakentamisen osalta on myös nähty muissa Euroopan maissa. Esimerkiksi Ranskan hallitus on vaatinut, että kaikki uudet julkiset rakennukset on rakennettava vähintään 50 %:ti puutavaraa tai muista kestävästä materiaalista. Tämän lisäksi Saksassa ”Charter for wood 2.0” -ohjelman tavoitteena on lisätä kestävä metsätalouden ja puun käytön osuutta ilmastonmuutoksen lieventämisessä.

Vapaa-ajan asuinrakennukset, tuhatta kuutiota (liukuva 12kk vuosisumma)



Ympäristöministeriön puurakentamisen tavoite kaikesta julkisesta uudisrakentamisesta



# Markkina- ja kilpailuympäristö 3/4

## Hirsitaloteollisuus on kasvanut noin 3 % vuosivauhtia

Kotimaisen hirsitaloteollisuuden kokonaisliikevaihto oli vuonna 2022 noin 352 MEUR, josta Suomen osuus oli noin 302 MEUR ja viennin 50 MEUR. Toimialan kokonaisymyynti on kasvanut viimeisen kymmenen vuoden aikana keskimäärin 3,1 % vuosivauhtia. Kasvu on tullut viimeisen vuosikymmenen aikana vahvasti Suomesta, sillä kotimaan vuotuinen markkinakasvu on ollut ajanjaksolla noin 6,4 % ja vastaavasti vienti on supistunut tarkastelujaksolla keskimäärin noin 6,5 % vuodessa. Viennin vähentymiseen on arviomme mukaan vaikuttanut ajanjaksolla selvästi supistunut, ja lopulta vuonna 2022 päätyneet Venäjän kauppa.

Hirsitaloteollisuuden kilpailukenttä on varsin hajanainen ja alan suurimmat toimijat ovat käsityksemme pudasjärveläinen Kontiotuote sekä Honkarakenne, joiden yhteenlaskettu markkinaosuus (Kontiotuotteen sahaustoiminnasta puhdistettuna) on laskelmiemme mukaan noin 45-46 %. Näiden lisäksi markkinalla on muutama 10-20 MEUR:n liikevaihtoluokassa oleva hirsitaloalvalmistaja sekä joukko pienempiä toimijoita.

## Kilpailukenttä ei rajoitu vain hirsitaloalvalmistajiin

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

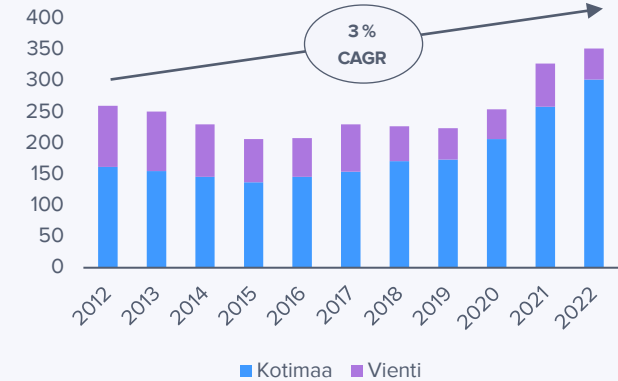
pientaloalvalmistajista Honkarakenteelle suurimpia kilpailijoita ovat liikevaihdolla mitattuna Den Finland ja Kastelli-talot. Den Finlandin Koditliiketoiminta-alueen liikevaihto oli vuonna 2021 noin 139 MEUR ja Kastelli-talojen 120 MEUR. Molemmat kilpailijat tarjoavat myös hirsivalmisteisia pientaloja: Den Finland Finnlamelli-tuotemerkillä ja Kastellitalot Hirsi-Kastelli-nimellä.

## Kestävät kilpailuedut ovat alalla tiukassa

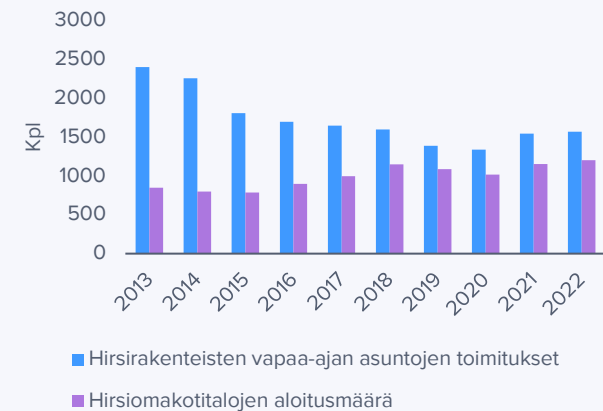
Kilpailutilanne kotimaisten pientaloalvalmistajien välillä on ollut tavallisesti tiukka ja heikompia toimijoita on pudonnut alalta vaikeammassa suhdanteissa pois. Näkemyksemme mukaan toimialalla pelkällä tarjoamalla on vaikea erottautua kilpailijoista ja keskitasoa parempi kannattavuus vaatii näkemyksemme mukaan taakseen joko 1) bränditunnettuutta tai 2) mittakaavasta/tehokkaammista liiketoimintaprosesseista syntyvää kustannusetua.

Suurimmat hirsi- ja pientaloalvalmistajat ovat yltäneet laskelmiemme mukaan viime vuosina keskimäärin 1,8 % EBIT-marginaaliin, joskin yhtiöiden välisissä kannattavuuksissa on huomattavia eroja. Honkarakenne on saavuttanut viimeisen viiden vuoden aikana keskimäärin 5,6 % liikevoittomarginaalin ja kannattavuus on toimialan kärkipäätä. Arviomme mukaan Honkarakenteen parempi kannattavuus selittyy tehokkaammista liiketoimintaprosesseista kumpuavilla kustannuseduilla, emmekä näe esimerkiksi brändin tuovan yhtiölle merkittävää hinnoitteluvoimaa pääkilpailijoihin nähden.

Kotimaisen hirsitaloteollisuuden liikevaihto (MEUR)



Hirsitaloalvalmistukset ja vapaa-aajan asuntojen toimitukset



# Markkina- ja kilpailuympäristö 4/4

## Toimialalla on nähty joitain yritysjärjestelyitä

Kotimaisten pientalovalmistajien keskuudessa on nähty viime vuosina joitain yritysjärjestelyitä. Toimialan lähihistorian suurin yrityskauppa nähtiin vuonna 2011, kun CapManin hallinnoimat rahastot ostivat Pohjolan Design Talon Ruukki Groupilta 75 MEUR:n kauppahinnalla. CapMan on kasvattanut Pohjolan Design Taloja (nykyään Den Finland) edelleen yritysostoilla ja osti muun muassa 2017 hirsitalovalmistaja Finnlamellin.

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

liiketoiminnassa merkittävää roolia, suhtautuu yhtiö käsityksemme mukaan avoimesti mahdollisiin yritysjärjestelyihin. 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.

## 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 korkeammasta hintatasosta johtuen.

## Toimialan yrityskauppoja

Ajankohta	Ostaja	Ostokohde	Kauppahinta (MEUR)	Ostetun liiketoiminnan kokoluokka
2011	Kannustalo	Orvais Talon (90 %)	n.a.	Liikevaihto 16 MEUR, 100 työntekijää
2011	CapManin rahastot	Pohjolan Design Talon	75	150 työntekijää
2013	Kastelli-talot	Osake-enemmistö Rakennusliike Lapti Oy:stä	n.a.	n.a.
2017	Pohjolan Design-Talon	Finnlamelli	n.a.	Liikevaihto 28 MEUR, 105 työntekijää

# Honkarakenteen keskeisiä kilpailijoita

Yhtiö	Kuvaus	Liikevaihto (MEUR)	Henkilöstö	EBIT-% 5v keskimäärin	Omistus
 DEN	Suomen suurin pientalovalmistaja, hirsitaloja markkinoidaan Finnlamelli-tuotemerkillä	139	491	0,7 %	CapManin, Tesin ja toimivan johdon omistuksessa
 KASTELLI KODIN MERKKI	Kotimainen pientalovalmistaja, hirsitaloja markkinoidaan Hirsi-Kastelli-nimellä	120	209	4,3 %	Perheyhtiö Harjavalta Oy:n omistuksessa
 KONTIO	Maaailman suurin hirsirakennusten valmistaja	95	284	2,7 %	Pääomistajina Sydänmetsän ja Rönnin suvut sekä eläkevakuuttaja Ilmarinen
 HONKA	Hirsitaloteollisuuden suurin vientiyhtiö	74	190	5,6 %	Listattu, äänivalta keskittynyt Saarelaisten suvulle
JUKKATALO	Pyhäntäläinen pientalovalmistaja	72	198	0,8 %	Osa PRT-Forest -konsernia, joka Sydänmetsän perheen omistuksessa
KANNUSTALO®	Puurakenteisten pientalojen valmistaja, tuotanto Kannuksessa	33	82	-5,9 %	Perheomisteinen
 JETTATALO	Perholainen talopakettivalmistaja	30	89	3,0 %	Perheomisteinen
 SIEVITALO	Kokkolalainen talopakettitoimittaja	24	44	1,3 %	Osa Sievi Group-rakennuskonsernia
 Honkatalot	Hirsitalojen ja -huviloiden valmistaja, tuotanto Toysässä	24	76	2,3 %	Perheomisteinen
 OLLIKAINEN	Vuonna 1974 perustettu ruoveteläinen hirsitalovalmistaja	21	42	1,5 %	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
<b>Keskimäärin</b>		<b>56</b>	<b>161</b>	<b>1,8 %</b>	

Lähde: Inderes, yhtiöt, Suomen Asiakastieto

Huom. Liikevaihto ja henkilöstömäärä vuoden 2022 tieto Honkarakenteen, Kontiotuotteen, Kuusamo Hirsitalojen sekä Kiirunatalojen osalta. Näiden yhtiöiden kohdalla EBIT-marginaali 2018-2022 keskiarvo. Muilla yhtiöillä liikevaihto ja henkilöstömäärä vuoden 2021 tieto ja EBIT-marginaali 2017-2021 keskiarvo (pl. Sievitalo, jolla EBIT-marginaali 2019-2021 keskiarvo). Denin kohdalla liikevaihto pitää sisällään Kodit-liiketoiminta-alueen liikevaihdon.



# Taloudellinen kehitys ja tilanne 1/4

Honkarakenteen taloudellisessa kehityksessä on nähty merkittävä tasonnosto viimeisen vuosikymmenen aikana. Yhtiön kannattavuus oli 2010-luvun alkupuolella vaatimatonta ja heikko tuloskehitys ajoi myös yhtiön taloudellisen tilanteen tuolloin tukalaksi. Honkarakenne on kuitenkin saanut liikevaihtonsa vuodesta 2017 lähtien selvälle kasvu-uralle, mikä yhdessä takavuosina tehtyjen sopeutustoimien kanssa on parantanut merkittävästi operatiivista kannattavuutta. Viime vuosien hyvä kannattavuus ja kassavirta ovat tukeneet myös yhtiön taseasemaa, joka on kääntynyt tukevasti nettokassan puolelle.

## Honkarakenne on onnistunut kasvamaan muuta hirsitaloteollisuutta nopeammin

Honkarakenteen liikevaihto on kasvanut 2013-2022 aikana keskimäärin 4,8 % vuodessa (CAGR) ja kasvu on ollut orgaanista. 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 kysyntänäkyymiä vauhditti koronapandemia, joka sai aikaan huomattavan nosteen etenkin vapaa-ajan

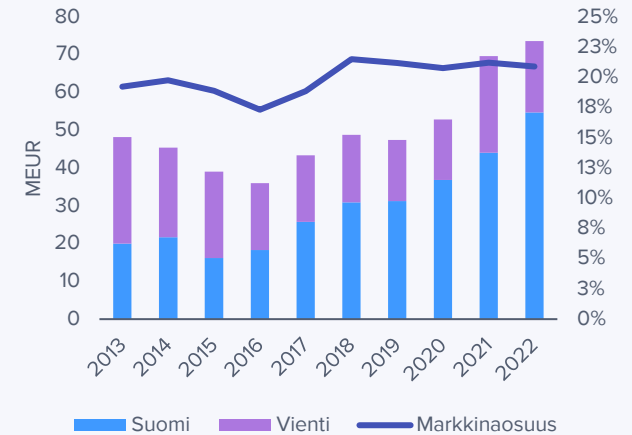
asuntojen rakentamisessa.

Honkarakenteen kasvu on ollut viimeisen vuosikymmenen aikana markkinaa nopeampaa, sillä hirsitaloteollisuuden kokonaisliikevaihto on kasvanut vuosina 2013-2022 noin 3,1 % vuodessa. Toimialaa nopeamman kasvun myötä Honkarakenteen markkinaosuus on noussut on noussut tarkastelujaksolla 19 %:sta noin 21 %:iin. Arviomme mukaan markkinaosuuden nousua selittää Honkarakenteen toimialaa nopeampi viennin kasvu sekä vahvemman jalansijan saaminen julkisrakentamisessa, mikä on heijastunut positiivisesti Suomen markkinaosuuskehitykseen.

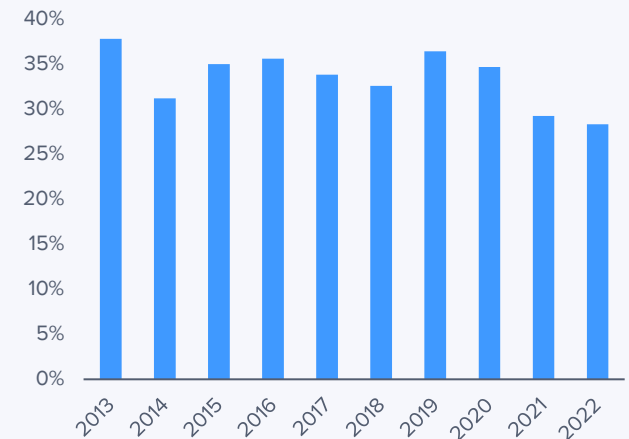
## Suhteellinen myyntikate on heikentynyt selvästi

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 alle 30 %:n tason. 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. Vaikka 2021-2022 myyntikatetason vertailun mielekkyyttä edeltäviin vuosin (2013-2020) nähden vähentääkin poikkeuksellinen kustannusinflaatio, on suhteellisen myyntikatteen laskutrendi ollut selkeä. Esimerkiksi vuosia 2013-2022 edeltäneen kymmenen vuoden ajanjaksolla Honkarakenteen myyntikate oli keskimäärin noin 41 %.

## Liikevaihdon ja markkinaosuuden kehitys



## Myyntikate-%



# Taloudellinen kehitys ja tilanne 2/4

## Kulurakenne on tehostunut huomattavasti

Honkarakenteen tuottavuudessa on nähty merkittävä parantuminen, sillä yhtiö on onnistunut vuosien 2013-2022 välillä 1,5-kertaistamaan liikevaihtonsa ja pienentämään samaan aikaan vuotuisia operatiivisia kuluja noin 15 %:lla. Käytännössä tämä on tarkoittanut sitä, että henkilöstökulujen ja liiketoiminnan muiden kulujen osuus liikevaihdosta on laskenut 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 järjeistämisestä.

## Operatiivinen kannattavuus nostettu hyvälle tasolle

Liikevaihdon kasvu ja kulurakenteen tehostuminen ovat luonnollisesti heijastuneet positiivisesti Honkarakenteen operatiiviseen kannattavuuteen ja yhtiön vertailukelpoinen liikevoittomarginaali on noussut vuoden vuosien 2013-2022 välillä -2,3 %:sta noin 5,6 %:iin (raportoitu EBIT -3,5 % → 5,6 %). Yhtiön peruskannattavuus onkin mielestämme tällä hetkellä hyvällä tasolla ja kotimaisten hirsij- ja pientalovalmistajien kärkeä.

## Investointitarpeet ovat olleet maltilliset

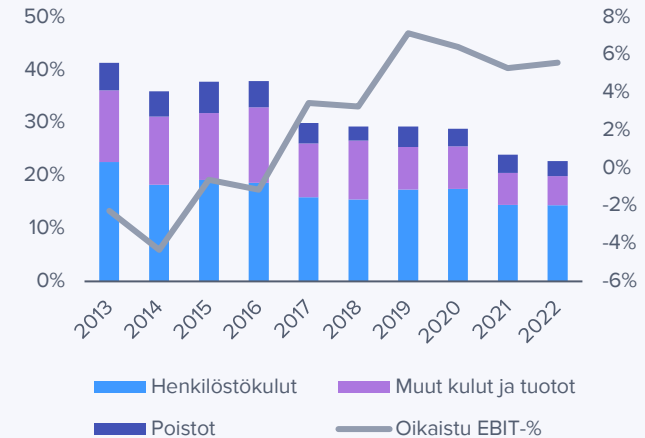
Honkarakenteen investointitarpeet ovat olleet viimeisen kymmenen vuoden aikana maltillisia ja etenkin vuosina 2014-2017 yhtiön heikko taloudellinen asema rajoitti investointeja. Vuoden 2013 investoinnit pitivät sisällään Karstulan tehtaaseen tehdyt koneinvestoinnit ja vuosina

2018-2020 bruttoinvestointeihin heijastui yhtiön läpiviemä yli 8 MEUR:n investointiohjelma.

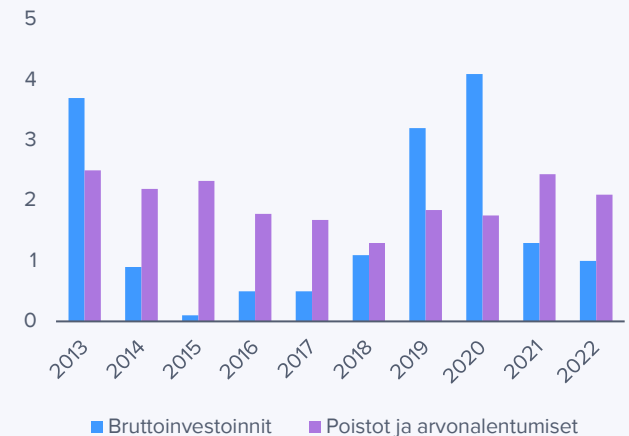
Honkarakenteen käyttöomaisuusinvestoinnit ovat olleet tarkastelujaksolla poistoja pienempiä ja tämä on pienentänyt kiinteän omaisuuden määrää taseessa. Arviomme mukaan Honkarakenteelle on vuosien saatossa kertynyt jonkin verran investointivelkaa muun muassa konekantaan liittyen, sillä takavuosien heikko taloudellinen tilanne ei mahdollistanut investointien tekemistä. Lisäksi yhtiöllä on käsityksemme mukaan tarkoituksena tehdä tulevaisuudessa asiakasrajapintaan heijastuvaa IT-kehitystä.

Vaikka yhtiöllä onkin kertynyt aiemmilta vuosilta jonkin verran käyttöomaisuuteen liittyvää investointivelkaa, emme näe yhtiön joutuvan tekemään lähivuosina yksittäisiä suurempia kertainvestointeja. Emme myöskään näe aikaisempina vuosina syntyneen investointivelan olevan yhtiön kilpailukykyä rapauttava tekijä. Honkarakenteen bruttoinvestoinnit ovat olleet viimeisen vuosikymmenen aikana keskimäärin noin 3,2 % 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 on laskenut vuoden 2013 noin -2 %:sta noin -7 %:iin. Muutosta selittää vaihto-omaisuuden ja myynti- sekä muiden saamisten hallinnan tehostuminen.

Honkarakenteen vaihto-omaisuus oli vuonna 2013 noin 15 % liikevaihdosta, kun vuonna 2022 suhde liikevaihtoon oli laskenut noin 9 %:iin. Arviomme 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 5%:iin. Ostovelkojen ja muiden lyhytaikaisten korottomien velkojen (sisältäen saadut ennakot) suhde liikevaihtoon on ollut viime vuosina keskimäärin noin 23 %.

Negatiivinen käyttöpääoma on osaltaan rahoittanut Honkarakenteen kasvua ja yhdessä tehostuneen käyttöpääoman hallinnan kautta nettokäyttöpääomasta on vapautunut pääomaa tarkastelujaksolla noin 5 MEUR.

## Sijoitetun pääoman tuotto parantunut huomattavasti

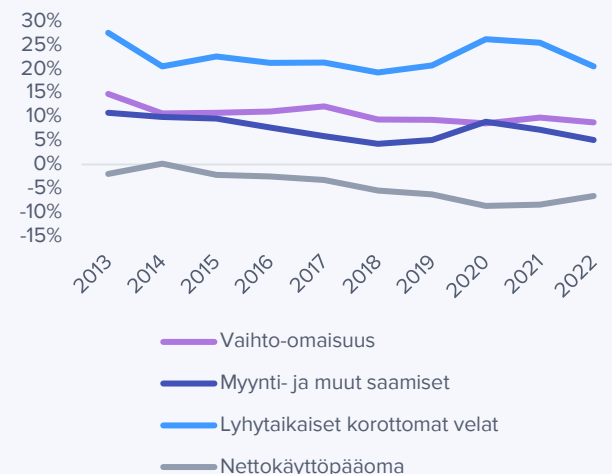
Honkarakenteen kannattavuudessa on nähty viimeisen vuosikymmenen aikana merkittävä tasokorjaus, sillä yhtiön sijoitetun pääoman tuotto (ROIC) on noussut vuoden 2013 noin -11 %:sta noin 40 %:iin. Olemme soveltaneet Honkarakenteelle

noin 9,4 % painotettua keskimääräistä pääoman kustannusta (WACC) ja tähän suhteutettuna yhtiö on kyennyt luomaan taloudellista lisäarvoa (ROIC>WACC) systemaattisesti vuodesta 2017 lähtien.

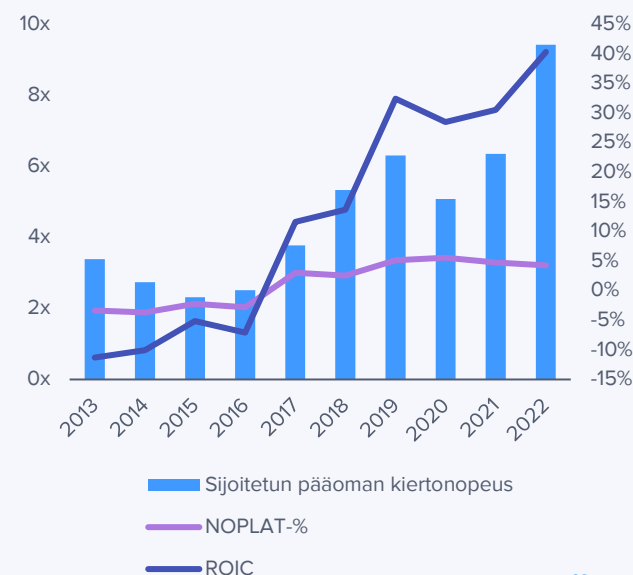
Honkarakenteen parantunut sijoitetun pääoman tuotto on luonnollisesti osaltaan seurausta vahvistuneesta operatiivisesta kannattavuudesta. Kuten aiemmin totesimme, on Honkarakenteen liikevoittomarginaali noussut tarkastelujaksolla -3,5 %:sta noin 5,6 %:iin, mikä tarkoittaa sitä, että yhtiön verojen jälkeinen operatiivinen kannattavuus (ns. NOPLAT-marginaali<sup>1</sup>) on noussut -3 %:sta yli 4 %:iin.

Merkittävä selittävä tekijä Honkarakenteen sijoitetun pääoman tuoton nousussa on kuitenkin 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<sup>2</sup> 48,3 MEUR:n liikevaihdon, mikä tarkoittaa että yhtiön sijoitetun pääoman kiertonopeus oli kyseisenä vuonna noin 3,4x. Vuonna 2022 Honkarakenne saavutti vajaan 8 MEUR:n sijoitetulla pääomalla puolestaan noin 73,7 MEUR:n liikevaihtokuorman, eli sijoitetun pääoman kiertonopeus oli yli 9x tasolla.

Käyttöpääomaerien kehitys (% lv:sta)



Sijoitetun pääoman tuoton komponentit



<sup>1</sup> NOPLAT-marginaali NOPLAT/Liikevaihto, NOPLAT = Net operating profit less adjusted taxes = EBITA \* (1-veroaste)

<sup>2</sup> Sijoitetulla pääomalla viitataan tässä yhteydessä tilikauden alun sijoitettuun pääomaan

# Taloudellinen kehitys ja tilanne 4/4

## Vahva kassavirta on kääntänyt taseaseman tukevasti nettokassan puolelle

Honkarakenteella oli vuoden 2012 lopussa nettovelkaa 1,4 MEUR. Parantuneen operatiivisen kannattavuuden ja hyvän kassavirran ansiosta Honkarakenteen taseasema on vahvistunut viimeisen vuosikymmenen aikana merkittävästi, sillä vuoden 2022 lopussa yhtiöllä oli 9,8 MEUR:n nettokassa. Näin ollen yhtiön nettokassa on vahvistunut viimeisen kymmenen vuoden aikana yli 11 MEUR:lla.

Nettokassan muutokset voidaan jakaa seuraaviin eriin:

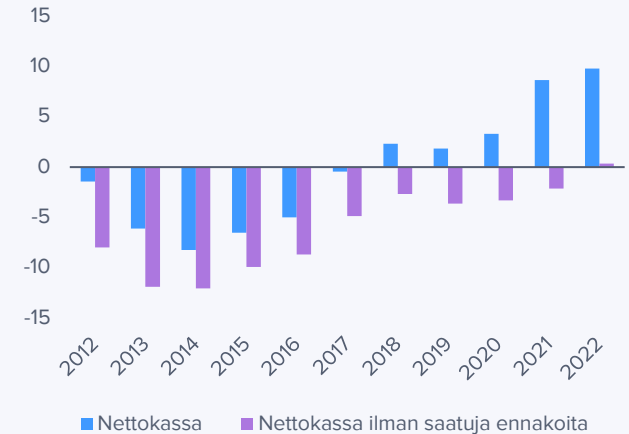
- Liiketoiminnan kumulatiivinen rahavirta ennen käyttöpääoman muutoksia +26 MEUR
- Käyttöpääoman muutos +5 MEUR
- Investointien ja divestointien nettorahavirta -13 MEUR
- Voitonjako ja vuoden 2015 suunnattu osakeanti yhteensä nettona -2 MEUR
- Muut erät, pääasiassa IFRS 16-standardin käyttöönotto vuonna 2019, rahoitusleasingvelkojen maksut, valuuttakurssimuutokset sekä pörssiosakkeiden arvonmuutokset, yhteensä -4 MEUR

## Nettovelaton tase on mielestämme liiketoiminnassa hyvä peruslähtökohta

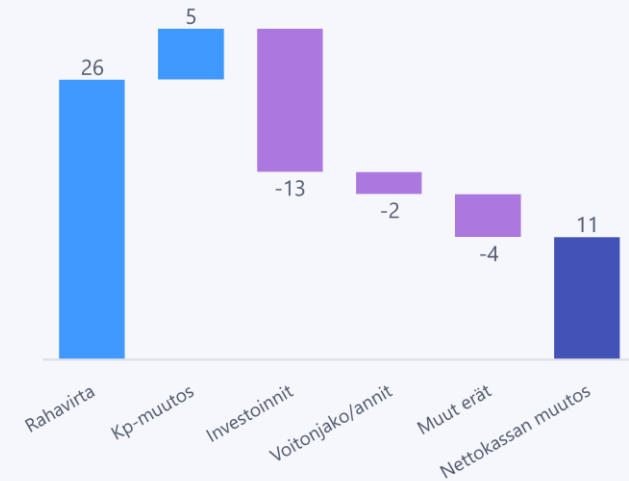
Honkarakenteen taseen tunnusluvut ovat terveet, sillä yhtiön nykyinen 9,8 MEUR:n nettokassa vastaa noin -54 % nettovelkaantumisasastetta ja

yhtiön omavaraisuusaste oli vuoden lopussa 67 %. Hirsitaloteollisuuden syklinen luonne ja negatiivinen käyttöpääomarakenne huomioiden pidämme nettovelatonta tasetta liiketoiminnassa hyvänä lähtökohtana. Käytännössä näemme, että yhtiö voisi käyttää nykyisen 9,8 MEUR:n nettokassansa esimerkiksi yritysostoihin tai investointeihin taseasemaa vaarantamatta.

Nettokassan kehitys (MEUR)



Nettokassan muutos 2012-2022



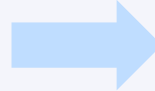
# Strategia ja taloudelliset tavoitteet

## Honkarakenteen strategiakausi 2022-2024

### Strategiset tavoitteet



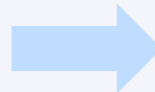
**Viennin kasvattaminen fokusoimalla ja allokoiden resurssit valituille markkina-alueille**



**Asiakas- ja työntekijäkokemuksen kautta parempaan kannattavuuteen**



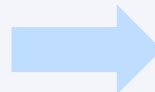
**Vastuullisin, terveys ja turvallisuus edellä**



### Taloudelliset tavoitteet



**Taloudelliset tavoitteet koskevat ainoastaan pääomarakennetta**



- Honkarakenteen tavoitteena on vahvistaa asemaansa Suomen suurimpana puurakennusten vientiyrityksenä.
- Arviomme mukaan yhtiö tulee allokoimaan resursseja valikoituihin Keski-Euroopan ja Aasian maihin.
- Viennin kasvattamisessa onnistuminen on yhtiön kannalta kriittistä, jotta alkuvuonna 2022 päättyneen Venäjän kaupan menetykset onnistutaan asteittain kompensoimaan.
- Vaikka Honkarakenne hakee strategiakaudella kasvua, on yhtiön pääpaino kannattavuudessa. Yhtiö ei ole julkistanut kannattavuustavoitteita, mutta arviomme mukaan ambitiot ovat kuitenkin selvästi viime vuosien tason (2018-22 oik. EBIT-% k.a. 5,6 %) yläpuolella.
- Kannattavuustavoitteiden taustalla on prosessitehokkuus, jossa samalla merkittävästi parannetaan asiakas- ja työntekijäkokemusta.
- Honkarakenteen visiona on olla ekologisen ja terveellisen asumisen johtava toimija valituilla markkina-alueilla.
- Yhtiön missiona on parantaa ihmisten elämisen ja asumisen laatua.
  
- Honkarakenteen taloudelliset tavoitteet koskevat ainoastaan pääomarakennetta: yhtiön tavoitteena on säilyttää omavaraisuusaste yli 35 %:ssa.
- Yhtiöllä ei ole virallista voitonjakopolitiikkaa. Arviomme mukaan viime vuosien voitonjako (~45-55 % raportoidusta tuloksesta) toimii tietynlaisena viitekehystenä osingonjakosuhteelle, mutta vahva tase huomioiden voitonjako voi olla avokätisempääkin.

# Sijoitusprofiili 1/2

## Sijoitusprofiili

### Käänneyhtiöstä kannattavaksi kasvujaksi

Honkarakenteen sijoitusprofiili on näkemyksemme mukaan muuttunut viime vuosien hyvän taloudellisen kehityksen myötä käänneyhtiöstä kannattavan kasvuyhtiön suuntaan. Vahva tase, pienet investointitarpeet ja hyvä kassavirta mahdollistavat yhtiölle halutessaan kasvuihantojen tekemisen tai vaihtoehtoisesti verrattain avokätisen voitonjaon. Keskeisimpien riskien näemme liittyvän toimialan syklisyyteen, rakentamisen heikentyneisiin näkyymiin, alan tiukkaan kilpailutilanteeseen sekä raaka-ainehintojen vaihteluun. Lisäksi strategian mukaisissa vientipanostuksissa onnistuminen ja Venäjän kaupan menetysten onnistunut korvaaminen ovat vielä kysymysmerkkejä.

### Positiiviset tekijät ja vahvuudet

#### Hyvät orgaaniset kasvunäkymät.

Hirsirakentamisen terveys- ja ympäristöhyödyt tukevat toimialan rakenteellista kasvua ja arviomme mukaan Honkarakenteen pidemmän aikavälin kasvunäkymät ovat edelleen hyvät heikentyneestä suhdanteesta huolimatta.

**Vahva markkina-asema.** Honkarakenteen markkina-asema on vahva, sillä yhtiö on Suomen hirsiteollisuusalan toiseksi suurin toimija vajaan viidenneksen markkinaosuudella ja vastaavasti alan suurin suomalainen vientiyrittäjä. Vahva markkina-asema tuo liiketoimintaan tiettyä vakautta ja tarjoaa yhtiölle joitain mittakaavaetuja.

#### Kulurakenne tarjoaa operatiivista tulosvipua

Honkarakenteen operatiivinen kulurakenne on skaalautunut viime vuosina kasvun mukana erittäin hyvin ja näemmekin kulurakenteen tarjoavan yhtiölle liikevaihdon kasvaessa operatiivista tulosvipua (operatiivinen tulos kasvaa liikevaihtoa nopeammin). Lisäksi negatiivisesta käyttöpääomasta johtuen liikevaihdon kasvu vapauttaa pääomaa ja tukee siten kassavirtaa.

**Vahva tase.** Honkarakenteen taseasema säilyy heikentyvästä tuloksesta huolimatta ennusteissamme lähivuosina vahvana. Vankka taseasema mahdollistaakin yhtiölle halutessaan kasvuihantojen tekemisen (M&A/orgaaniset kasvupanostukset) tai verrattain avokätisen voitonjaon.

### Negatiiviset tekijät ja riskit

#### Kysynnän syklisyys ja rakentamisen

**heikentyneet näkymät.** Hirsirakentaminen on muun rakentamisen tapaan hyvin syklistä ja heikentyneellä rakentamisen suhdanteella tulee olemaan selvä negatiivinen vaikutus myös Honkarakenteen tuloskehitykseen. Negatiivinen käyttöpääomarakenne voimistaa liikevaihdon laskun vaikutusta yhtiön kassavirrassa.

**Raaka-aineiden hintakehitys ja saatavuus.** Puu- ja sahatavaran hintakehitys on paikoin hyvin volatiilista ja parina viime vuonna korkeat raaka-aine- ja alihankintakustannukset ovatkin rasittaneet yhtiön kannattavuutta. Keskeisissä raaka-ainehinnoissa on kuitenkin nähty viime aikoina tasaantumista.

**Riippuvuus kotimarkkinoista.** Honkarakenne on

varsin riippuvainen kotimarkkinoista, sillä yhtiön liikevaihdosta noin 74 % tuli viime vuonna Suomesta. Suomen talouden pidemmän aikavälin kasvunäkymät eivät ole kaksiset ja tämä osaltaan rajoittaa myös kotimaisen hirsitaloteollisuuden kasvumahdollisuuksia.

**Vientipanostuksissa onnistuminen.** Viennissä onnistuminen näyttelee Honkarakenteen pidemmän aikavälin sijoittajatarinassa mielestämme keskeistä roolia, sillä vahvan kasvun ylläpitäminen käy Suomessa ennen pitkää haastavaksi kotimarkkinoiden pieni koko ja yhtiön vahva markkina-asema huomioiden. Vientipanostuksissa onnistuminen on myös korostetun tärkeää, jotta yhtiö onnistuisi asteittain paikkaamaan viime vuonna loppuneen tärkeän Venäjän kaupan. Honkarakenteen ja koko hirsitaloteollisuuden pidemmän aikavälin näytöt ovat viennin kasvattamisen osalta kuitenkin toistaiseksi vaatimattomat, minkä myötä viennin kasvunäkymiin 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. ostotarjoustilanne). 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.

**Puurakentamisen suosion kasvu tukee toimialan kasvunäkymiä**

2.

**Yhtiöllä vahva ja vakiintunut markkina-asema, kannattavuus toimialan kärkeä**

3.

**Vahva tase ja hyvä kassavirta mahdollistavat kasvuinvestointien tekemisen tai vaihtoehtoisesti verrattain avokätisen voitonjaon**

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 (Suomen osuus liikevaihdosta 74 % vuonna 2022)
- Vientipanostuksissa ja Venäjän liikevaihtomenetysten korvaamisessa onnistuminen

# Ennusteet 1/4

## Ennustemalli

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

## Lyhyen aikavälin näkymät haasteelliset

Honkarakenteen ja koko hirsitaloteollisuuden näkymät ovat vuodelle 2023 selvästi viime vuosia heikkommat. Lyhyen aikavälin näkyviin vaikuttavat negatiivisesti rakennusuhdanteen selvä jäähtyminen, jonka taustalla on etenkin korkea inflaatio, siitä seurannut korkotason nousu sekä heikko kuluttajaluottamus. Lisäksi vuosi 2023 on ensimmäinen, jolloin Venäjän viennin loppumisen vaikutukset näkyvät Honkarakenteen numeroissa täysimääräisesti (vuonna 2022 toimitukset päättyivät H1:llä).

Honkarakenne muutti ohjeistustapaansa tilinpäätöksen yhteydessä ja antoi ensimmäistä kertaa numeerisen ohjeistuksen aiemman sanallisen arvion sijaan. Lisäksi yhtiö muutti tulosohjeistuksen koskemaan liikevoittoa, kun yhtiön aiempi sanallinen ohjeistus koski tulosta ennen veroja. Ohjeistuskäytäntöön tehdyt muutokset olivat mielestämme positiivisia ja ne tuovat osaltaan läpinäkyvyyttä lyhyen aikavälin

kehitykseen.

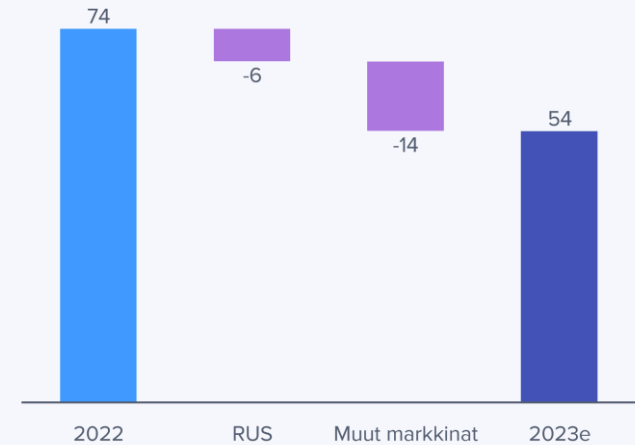
Honkarakenne ohjeistaa sen kuluvan vuoden liikevaihdon jäävän 50-56 MEUR:oon ja liiketuloksen laskevan 1,6-2,4 MEUR:oon. Annettu liikevaihto-ohjeistus indikoi liikevaihdon laskevan kuluvana vuonna noin 24-32 %, ohjeistuksen keskipisteen viitoittaessa 28 %:n liikevaihdon laskua. Honkarakenteen antamat liikevaihto- ja liikevoitto-ohjeistusten keskipisteet indikoivat puolestaan EBIT-marginaalin jäävän kuluvana vuonna noin 3,8 %:iin (2022: 5,6 %).

Ennustamme Honkarakenteen liikevaihdon laskevan kuluvana vuonna 27,5 % 53,5 MEUR:oon. Ennustamamme liikevaihdon lasku tarkoittaa karkeiden hahmotelmiemme mukaan sitä, että yhtiön liikevaihto laskee jatkuvissa toiminnoissa (nykyisillä kohdemarkkinoilla) noin 20 %, minkä lisäksi Venäjän viennin loppumisella on liikevaihtoon noin -6 MEUR:n eli 8 % negatiivinen vaikutus (vertailukaudella Venäjältä kertyi liikevaihtoa vain puolelta vuodelta).

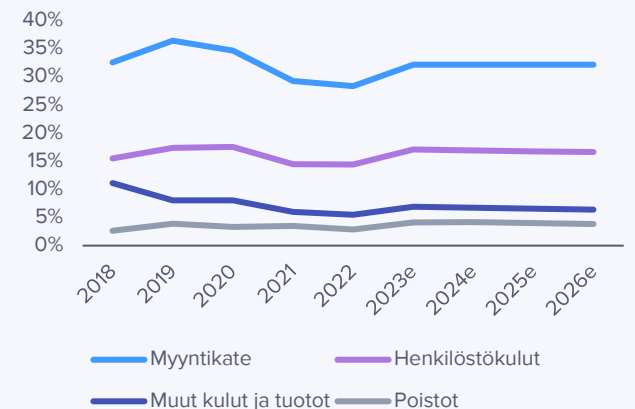
Ennustamme Honkarakenteen myyntikatteen parantuvan kuluvana vuonna noin 32 %:iin (2022: 28 %). Myyntikatetta tukevat laskevat raaka-aine- ja alihankintatuotteiden kustannukset, mutta vastaavasti heikompi myyntimix (korkeampikatteisen Venäjän kaupan poisjäänti) heijastuu siihen negatiivisesti.

Ennustamme Honkarakenteen operatiivisten kulujen (henkilöstökulut ja liiketoiminnan muut kulut) laskevan viime vuodesta (2022: 15,2 MEUR) noin 1,8 MEUR:a sopeutustoimien (lomautukset) ja vähentyvien markkinointipanostusten johdosta.

Hahmotelma 2023e liikevaihtotasosta



Myyntikate, OPEX ja poistot (% liikevaihdosta)





# Ennusteet 2/4

Operatiivisten kulujen lasku (-11 %) jää ennusteissamme kuitenkin liikevaihdon laskua pienemmäksi ja näin ollen operatiivinen tulosvipu heijastuu marginaaleihin negatiivisesti. Yhtiön poistotason odotamme olevan hieman viime vuotta korkeampi (2,2 MEUR vs. 2,1 MEUR).

Edellisiä oletuksia mukailten odotamme Honkarakenteen liikevoiton laskevan kuluvana vuonna 2,2 MEUR:oon (2022: 4,1 MEUR) ja liikevoittotaso vastaa noin 4,1 % EBIT-marginaalia. Yhtiön absoluuttiset rahoituskulut säilyvät vähäisestä velkamäärästä johtuen matalina ja osakkuusyhtiötuloksen sekä normaalien verojen jälkeen odotamme nettotuloksen asettuvan 1,7 MEUR:oon, mikä tarkoittaa 0,29 euron osakekohtaista tulosta (EPS).

## Odotamme liikevaihdon ja tuloksen kääntyvän kasvuun vuonna 2024

Vuonna 2024 ennustamme Honkarakenteen liikevaihdon kasvavan noin 3 %:lla 55,1 MEUR:oon. Näkyvyys vuoteen 2024 on luonnollisesti heikko ja kasvuennusteemme nojaavat oletukseen hieman parantuvasta markkina- ja kysyntätilanteesta.

Odotamme Honkarakenteen suhteellisen myyntikatteen säilyvän vuonna 2024 vakaana vertailukauteen nähden, mutta ennustamme operatiivisten kulujen skaalautuvan liikevaihdon kasvun mukana ja heijastuvan siten marginaaleihin positiivisesti. Ennustamme yhtiön liikevoiton asettuvan vuonna 2024 noin 2,4 MEUR:oon, mikä vastaa 4,4 % EBIT-marginaalia ja 0,3 %-yksikön marginaaliparannusta vuoteen 2023 nähden. Nettotuloksen ennustamme nousevan vuonna 2024 noin 1,9 MEUR:oon, mikä vastaa 0,32 euron osakekohtaista tulosta (EPS).

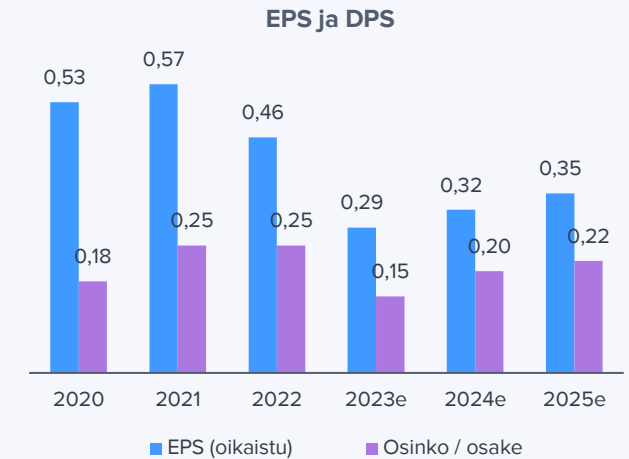
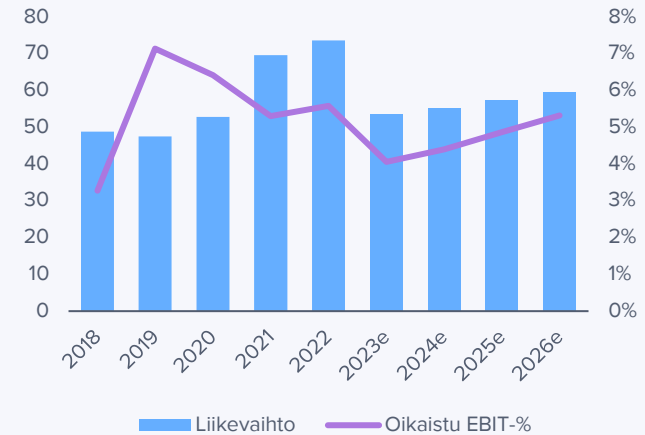
## Pidemmän aikavälin ennusteet

Vuosina 2025-2026 ennustamme Honkarakenteen liikevaihdon kasvavan noin 4 % vuosivauhtia. Kasvu on hieman toimialan viimeisen kymmenen vuoden keskimääräistä kasvua (3,1 % p.a.) nopeampaa, mutta näemme puurakentamisen suosion kasvun tukevan koko toimialan kasvunäkymää ja lisäksi uskomme, että Honkarakenteella on myös jatkossa edellytyksiä ottaa pieniä markkinaosuusvoittoja.

Ennustamme Honkarakenteen suhteellisen myyntikatteen säilyvän vuosina 2025-2026 vakaana ja näemme operatiivisten kulujen skaalautuvan liikevaihdon kasvun mukana. Tätä mukailten odotamme yhtiön suhteellisen kannattavuuden parantuvan asteittain ja ennustamme EBIT-marginaalin nousevan vuonna 2026 noin 5,3 %:iin. Nykyisillä ennusteillamme EBIT-marginaali jää lähivuosina viime vuosien keskimääräisen tason (2020-2022: 5,8 %) alapuolelle ja heijastelee pienempää liikevaihtokuormaa sekä osaltaan Venäjän myynnin loppumisen vaikutusta myyntimixiin.

Huomautamme, että lähivuosien kannattavuustasoon liittyy epävarmuutta ja epäselvää muun muassa on, kuinka suuri negatiivinen vaikutus Venäjän myynnin loppumisella lopulta on konsernitason marginaaleihin. Lähivuosien marginaaliennusteisimme sisältyy positiivisen yllätyksen mahdollisuus, mikäli yhtiö onnistuu vuodesta 2024 alkaen kasvattamaan myyntiä omia odotuksiamme nopeammin ja/tai operatiiviset kulut joustavat odotuksiamme enemmän alaspäin.

## Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



# Ennusteet 3/4

Pidemmällä aikavälillä (vuodesta 2027 eteenpäin) odotamme Honkarakenteen liikevaihdon kasvun tasaantuvan yleistä talouskehitystä mukaillen noin 2-3 %:iin ja liikevoittomarginaalin asettuvan lähelle 5 % tasoa.

## Kiinteät investoinnit ja käyttö pääoman kehitys

Ennustamme Honkarakenteen bruttoinvestointien olevan vuosina 2023-2026 noin 1,6-2,4 MEUR eli 2,2-4,2 % vuotuisesta liikevaihdosta.

Honkarakenteen nettokäyttöpääoman ja liikevaihdon välisen suhteen odotamme säilyvän lähivuosina vakaana noin -7 %:ssa. Liikevaihdon laskusta johtuen nettokäyttöpääoman muutoksella on kuluvana vuonna kassavirtaa heikentävä vaikutus (-1,2 MEUR), mutta vuodesta 2024 alkaen käyttöpääoman muutos tukee jälleen rahavirtaa.

## Nostimme osinkoennusteitamme, tase säilyy lähivuodet vahvana

Olemme tehneet laajan raportin yhteydessä lähivuosien osinkoennusteisiimme positiivisia tarkistuksia. Honkarakenteen osinkoehdotus tilikaudelta 2022 oli 0,25 euroa/osake ja kuluvana vuonna odotamme osakekohtaisen osingon laskevan heikentyvän tuloksen ja kassavirran myötä 0,15 euroon (aik. 0,13 euroa). Vuosina 2024-2025 odotamme osakekohtaisen osingon asettuvan 0,20-0,22 euroon (aik. 0,15-0,17 euroa) ja ennusteemme vastaavat arvioimastamme vapaasta kassavirrasta (FCFE) laskettuna noin 70-74 % voitonjakosuhdetta.

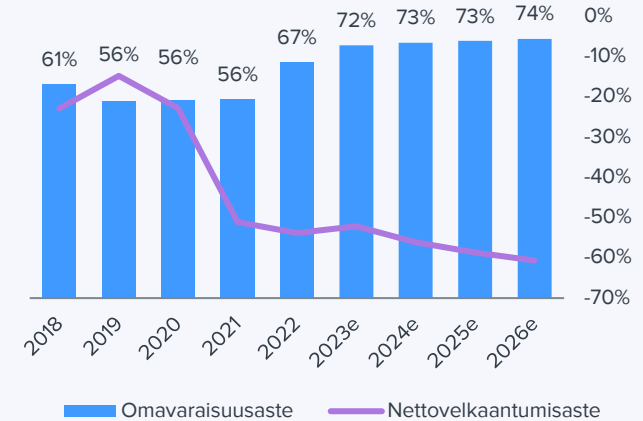
Honkarakenteen taseasema säilyy

ennusteissamme lähivuosina vahvana, sillä omavaraisuusaste nousee vuosina 2023-2026 yli 70 %:iin ja nettovelkaantumisaste laskee vuoteen 2026 mennessä -61 %:iin (2022: -54 %). Näin ollen näemmekin taseen tarjoavan yhtiölle mahdollisuuksia esimerkiksi ylimääräiselle voitonjaolle tai yritysostoille.

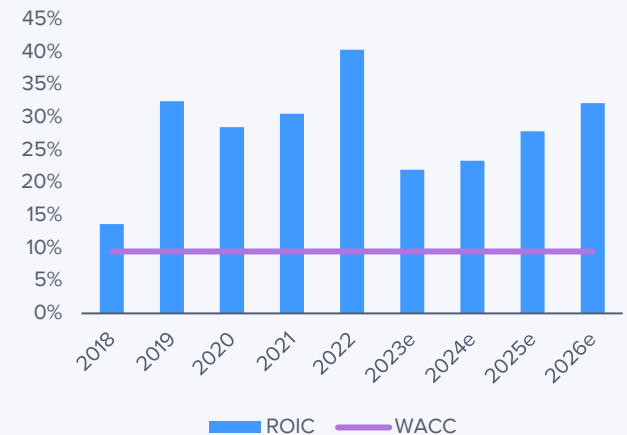
## Taloudellisen lisäarvon luonti jatkuu myös tulevina vuosina

Odotamme nykyisillä ennusteillamme Honkarakenteen sijoitetun pääoman tuoton asettuvan lähivuosina noin 22-32 %:iin. Sijoitetun pääoman tuotto laskee vuoden 2022 ennätystasosta (~40 %) heikentyvän operatiivisen marginaalin sekä liikevaihdon laskun myötä heikentyvän sijoitetun pääoman kiertonopeuden (liikevaihto/sijoitettu pääoma) takia. Sijoitetun pääoman tuotto pysyy kuitenkin myös lähivuodet selvästi yhtiölle soveltamamme 9,4 %:n keskimääräisen pääoman kustannuksen (WACC) yläpuolella ja näin ollen yhtiö luo ennusteissamme selvästi heikentyvästä tuloksesta huolimatta myös lähivuosina taloudellista lisäarvoa.

Taseen avainlukujen kehitys



Sijoitetun pääoman tuotto



# Ennusteet 4/4

Tuloslaskelma	2021	H1'22	H2'22	2022	H1'23e	H2'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	69,7	36,7	37,0	73,7	25,9	27,6	53,5	55,1	57,3	59,6
Käyttökate	6,1	3,2	3,0	6,2	2,2	2,2	4,4	4,7	5,1	5,4
Poistot ja arvonalennukset	-2,4	-1,0	-1,1	-2,1	-1,1	-1,1	-2,2	-2,3	-2,3	-2,2
Liikevoitto ilman kertaeriä	3,7	2,2	1,9	4,1	1,1	1,1	2,2	2,4	2,8	3,2
Liikevoitto	3,7	2,2	1,9	4,1	1,1	1,1	2,2	2,4	2,8	3,2
Nettorahoituskulut	-0,1	-0,6	-0,1	-0,7	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Tulos ennen veroja	3,6	1,7	1,8	3,5	1,1	1,0	2,1	2,3	2,6	3,0
Verot	-0,3	-0,4	-0,4	-0,8	-0,2	-0,2	-0,4	-0,4	-0,5	-0,6
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	3,3	1,3	1,4	2,7	0,9	0,8	1,7	1,9	2,1	2,4
EPS (oikaistu)	0,57	0,22	0,24	0,46	0,15	0,14	0,29	0,32	0,35	0,40
EPS (raportoitu)	0,57	0,22	0,24	0,46	0,15	0,14	0,29	0,32	0,35	0,40

Tunnusluvut	2021	H1'22	H2'22	2022	H1'23e	H2'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	32 %	24,0 %	-7,7 %	6 %	-29,5 %	-25,5 %	-27,5 %	3,1 %	4,0 %	4,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	8,7 %	30,0 %	-2,6 %	12,6 %	-51,4 %	-42,4 %	-47,2 %	11,7 %	14,9 %	13,7 %
Käyttökate-%	8,8 %	8,7 %	8,1 %	8,4 %	8,4 %	8,0 %	8,2 %	8,6 %	8,9 %	9,1 %
Oikaistu liikevoitto-%	5,3 %	6,0 %	5,2 %	5,6 %	4,1 %	4,0 %	4,1 %	4,4 %	4,9 %	5,3 %
Nettotulos-%	4,8 %	3,6 %	3,8 %	3,7 %	3,4 %	2,9 %	3,1 %	3,4 %	3,6 %	4,0 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	53,3	53,5	0 %	55,7	55,1	-1 %	58,3	57,3	-2 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	2,0	2,2	11 %	2,4	2,4	3 %	2,7	2,8	3 %
Liikevoitto	2,0	2,2	11 %	2,4	2,4	3 %	2,7	2,8	3 %
Tulos ennen veroja	1,9	2,1	12 %	2,3	2,3	3 %	2,5	2,6	3 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,26	0,29	11 %	0,31	0,32	3 %	0,34	0,35	3 %
Osakekohtainen osinko	0,13	0,15	17 %	0,15	0,20	29 %	0,17	0,22	29 %

Lähde: Inderes

# Arvonmääritys 1/4

## Arvostuksen yhteenveto

Olemme tarkastelleet Honkarakenteen arvostusta DCF-mallin, historiallisten arvostuskertoimien, lähimmän verrokkiyhtiö LapWallin sekä hypoteettisen LBO-skenaarion kautta. Osake vaikuttaa useimpien arvostusmenetelmien valossa edelleen maltillisesti arvostetulta, joskin lähivuosien tulostulokset (2023-2024e EV/EBIT 7-8x) ovat hieman historiallisten tasojen yläpuolella. Mielestämme Honkarakenteen arvostuskertoimet ovat olleet lähihistoriassa kuitenkin kroonisesti matalat ja näkemyksemme mukaan yhtiötä voitaisiin hinnoitella sen kannattavuusprofiiliin valossa myös korkeammilla kertoimilla. Kokonaisuudessaan näemme osakkeen tuotto/riski-suhteen yhä positiivisena. Tarkistamme tavoitehintamme 5,0 euroon (aik. 4,8 euroa) ja toistamme lisää-suosituksemme.

## DCF-malli

Näemme DCF-mallin olevan käyttökelpoinen Honkarakenteen arvonmäärityksessä, vaikka malli onkin herkkä etenkin terminaalijakson muuttujille. DCF-mallissamme Honkarakenteen liikevaihdon kasvu tasaantuu pitkällä aikavälillä 2-3 %:iin yleistä talouskasvua heijastellen. Liikevoittomarginaalin ennustamme asettuvan pidemmällä aikavälillä lähelle 5 % tasoa.

Olemme soveltaneet DCF-arvonmäärityksessä Honkarakenteelle 9,4 % oman pääoman tuottovaatimusta. Oman pääoman tuottovaatimus perustuu osaketutkimuksessamme yleisesti sovellettuun 2,5 % riskittömään korkoon ja 4,75 %:n markkinariskipreemioon sekä Honkarakenteen kohdalla sovellettuun beta-kertoimeen 1,0 ja 2,0 %

likviditeettipreemioon. Tavoitepääomarakenteen osalta olemme asettaneet velkaantuneisuusasteen 0 % tasolle ja tästä johtuen koko pääoman painotettu keskimääräinen tuottovaatimus (WACC) on yhdenmukainen oman pääoman tuottovaatimuksen kanssa.

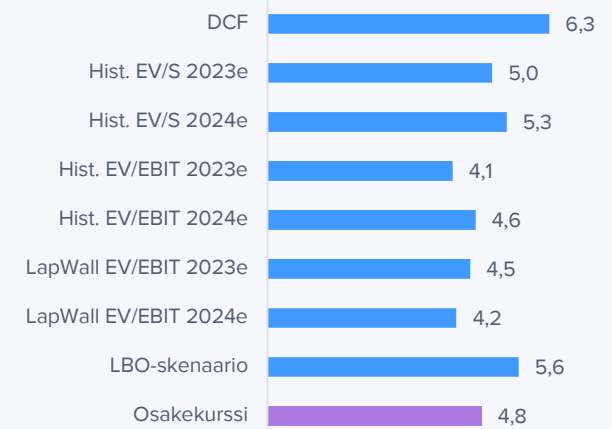
DCF-mallimme indikoi Honkarakenteen osakekannan arvoksi 36,9 MEUR eli 6,3 euroa per osake. Herkkyystarkastelun perusteella 0,5 %-yksikköä matalammalla tuottovaatimuksella (WACC) osakkeen arvo olisi noin 6,6 euroa. Vastaavasti 0,5 %-yksikköä nykyistä korkeampi tuottovaatimus johtaisi DCF-mallissamme noin 6,0 euron arvoon.

## Historialliset arvostuskertoimet

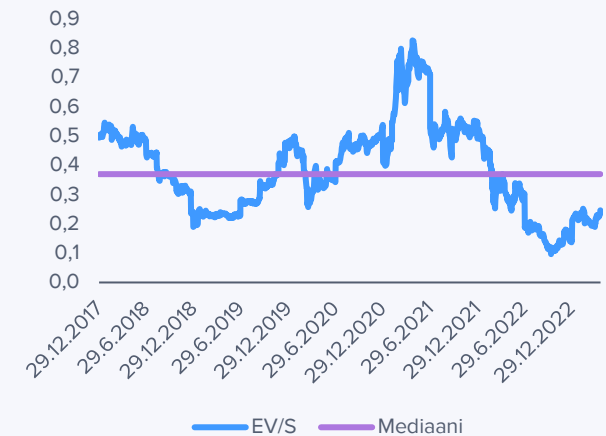
Honkarakenteelle ei ole löydettävissä historiallisia eteenpäin katsovia arvostuskertoimia ja arvostuskertoimia voidaan tarkastella vain toteutuneiden 12 kuukauden lukujen (LTM) kautta. Arvostuskertoimien tarkastelussa suosimme Honkarakenteen kohdalla vahvan taseen huomioivia EV-pohjaisia arvostuskertoimia.

Honkarakenne on arvostettu 12/2017-4/2023 välillä keskimäärin toiminnan volyymiin suhteutetulla EV/Liikevaihto-kertoimella 0,4x. Tulospohjaisesti yhtiö on hinnoiteltu samalla ajanjaksolla puolestaan keskimäärin EV/EBIT-kertoimella 6,7x. Näkemyksemme mukaan historialliset arvostuskertoimet ovat Honkarakenteen kannattavuus- sekä riskiprofiiliin peilattuna maltilliset ja mielestämme yhtiö voitaisiin perustellusti arvostaa myös historiallisia tasoja korkeammilla kertoimilla.

## Arvostusmenetelmien yhteenveto (EUR/osake)



## EV/Liikevaihto (LTM)



# Arvonmääritys 2/4

Mikäli sovellamme Honkarakenteen historiallista liikevaihtoperusteista arvostustasoa vuosien 2023-2024 ennusteisiimme, yhtiön yritysarvoksi (EV) muodostuisi 19,8-20,4 MEUR. Kun lisäämme yritysarvoon kyseisten vuosien ennustetun nettokassan, osakekannan arvoksi tulisi noin 29,4-31,3 MEUR eli noin 5,0-5,3 per osake.

Vastaavasti Honkarakenteen historiallisella EV/EBIT-kertoimella (6,7x) ja vuosien 2023-2024 liikevoittoennusteillamme liiketoiminnan velaton arvo olisi noin 14,7-16,4 MEUR. Ennustettu nettokassa huomioiden osakekannan arvoksi tulisi noin 24,3-27,3 MEUR eli noin 4,1-4,6 euroa per osake.

## Verrokkiryhmä tarjoaa arvostuksen tarkasteluun vain ohuen viitekehysten

Honkarakenteelle on vaikea löytää hyviä listattuja verrokkiyhtiöitä. Muodostamamme verrokkiryhmä pitää sisällään pohjoismaisia asuntorakentajia, kotimaisen rakennustuoteyhtiö LapWallin sekä saksalaisen omakotitalorakentaja HELMA Eigenheimbaumin. Näillä yhtiöllä on näkemysmme 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 2023-2024 konsensusennusteilla noin EV/EBIT-kertoimilla 11,8x-12,8x, ja Honkarakenteen vastaavat kertoimet ovat noin 29-45 % verrokkiryhmän mediaanitason

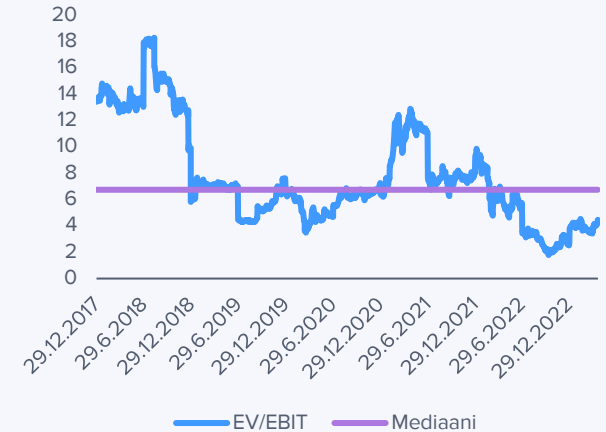
alapuolella.

## LapWall identifioituu mielestämme kohtuulliseksi verrokkiksi

Verrokkiryhmästä Honkarakenteelle parhaaksi vertailuyhtiöksi identifioituu mielestämme vuonna 2022 listautunut rakennustuoteyhtiö LapWall. LapWall valmistaa valtaosin puusta koostuvia seinä- ja kattoelementtejä, joita käytetään käytännössä kaikenlaisissa rakennuksissa aina pientaloista kerrostaloihin ja teollisuusrakennuksista kouluihin. Yhtiön liikevaihto oli viime vuonna noin 52,5 MEUR ja oikaistu liikevoitto 8,3 MEUR, vastaten 15,8 % liikevoittomarginaalia.

LapWall arvostetaan Inderesin vuosien 2023-2024 ennusteilla tulosperusteisesti EV/EBIT-kertoimilla 5,7x-7,8x. Honkarakennetta korkeammat arvostuskertoimet ovat LapWallille lähtökohtaisesti perusteltuja, sillä yhtiön kannattavuustason ennustetaan olevan lähivuosina selvästi Honkarakennetta korkeampi. Toisaalta emme kuitenkaan pidä LapWallin lähivuosien tuloskertoimia normaalioloissa erityisen haastavina. LapWallin EV/EBIT-kertoimilla Honkarakenteen yritysarvoksi muodostuisi 13,8-17,0 MEUR ja osakekannan arvoksi 24,7-26,6 MEUR eli noin 4,2-4,5 euroa per osake.

EV/EBIT (LTM)



Honkarakenteen arvostus LapWallin EV/EBIT-kertoimilla	2023e	2024e
LapWall EV/EBIT	7,8x	5,7x
EBIT	2,2	2,4
<b>EV</b>	<b>17,0</b>	<b>13,8</b>
Nettokassa	10	11
<b>Osakekannan arvo</b>	<b>26,6</b>	<b>24,7</b>
Osakkeiden lkm	5,9	5,9
<b>Per osake</b>	<b>4,5</b>	<b>4,2</b>

# Arvonmääritys 3/4

## LBO-skenaario

Honkarakenne tarjoaa matalan arvostustason ja vahvan nettokassansa ansiosta mielestämme oppikirjamaisen LBO-esimerkin (Leveraged Buyout). Vaikka emme pidäkään Honkarakenteen päätymistä yritysostokohteeksi kovin todennäköisenä omistajarakenteesta johtuen, tarjoaa skenaario yhden tarkastelukulman arvonmääritykseen. LBO-skenaario tuo mielestämme selkeästi esiin Honkarakenteen maltillisen arvostuksen ja sen, että myös huomattavasti nykykurssia korkeammalla arvostuksella Honkarakenne voisi olla pääomasijoittajalle erittäin hyvä sijoitus.

Olemme hypoteettisessa LBO-skenaariossamme olettaneet, että Honkarakenne ostettaisiin pääomasijoittajan toimesta pois pörssistä vuoden 2023 lopussa 23,2 MEUR:n velattomalla kauppahinnalla (EV). Velaton kauppahinta vastaa vuoden 2023 ennusteillamme EV/EBITDA-kerrointa 5,3x ja 5,6 euron osakekohtaista hintaa eli noin 17 % preemiota nykykurssiin nähden. Velattoman kauppahinnan lisäksi olemme olettaneet, että järjestelystä aiheutuu ostajalle noin 1,0 MEUR:n kertaluontoiset neuvonantokulut.

Olemme olettaneet, että ostaja pääomittaisi yhtiön uudelleen ja rahoittaisi yritysostosta 15,3 MEUR velkarahoituksella, jonka korkotason olemme olettaneet olevan 8 %. Olettamamme velkataso vastaa 2023 ennusteillamme 3,5x nettovelka/käyttökate-kerrointa. Velkamäärä on huomattava, mutta ei pääomasijoittamisessa poikkeuksellinen, sillä buyout-yrityskaupoissa

nettovelka/käyttökate-kertoimet liikkuvat tavanomaisesti 4-6x välillä. Edellä tehdyt oletukset yritysoston velattomasta kauppahinnasta ja rahoitusrakenteesta tarkoittavat, että PE-sijoittajan oman pääoman ehtoinen sijoitus asettuu 8,9 MEUR:oon.

Olemme rakentaneet LBO-skenaariomme nykyisten tulosenusteidemme varaan, minkä lisäksi myös käyttöpääoma- ja bruttoinvestoinnit pohjautuvat nykyisiin ennusteisiimme. Huomautamme, että todellisuudessa pääomasijoittaja pyrkisi oletettavasti vahvistamaan ostokohteen arvonluontia operatiivisen tehostamisen ja/tai kasvun kiihdyttämisen avulla.

Olemme skenaariossa olettaneet, että pääomasijoittajan omistusaika olisi viisi vuotta ja näin ollen irtaantuminen yhtiöstä tapahtuisi vuoden 2028 lopussa. Olemme laatineet ennusteemme siten, että koko tarkastelujakson kumulatiivinen kassavirta (8,2 MEUR) käytetään nettovelan lyhentämiseen. Vuoden 2028 loppuun ajoittuvan irtaantumisen olemme olettaneet tapahtuvan ostohetkeä vastaavalla EV/EBITDA 5,3x arvostuskertoimella.

Edelliset oletukset tarkoittavat, että Honkarakenteen yritysarvo olisi vuonna 2028 kyseisen vuoden käyttökate-ennusteemme (5,6 MEUR) perusteella 29,5 MEUR. Kun huomioimme kertyneen kassavirran myötä vähentyneen nettovelan (2023e: 15,3 MEUR → 2028e: 7,1 MEUR), olisi osakekannan arvo vuoden 2028 lopussa noin 22,4 MEUR. Suhteessa PE-sijoittajan lähtöhetken oman pääoman sijoitukseen (8,9

MEUR), tuottokertoimeksi muodostuu 2,5x ja sitä vastaavaksi vuosituotoksi (IRR) 20 %. Pääomasijoittajien tuottotavoitteet ovat sijoituksesta riippuen tavanomaisesti 15-25 %:n välillä. Skenaariomme johtopäätös on, että oletustemme perusteella pääomasijoittaja voisi hypoteettisessa LBO-tilanteessa maksaa Honkarakenteesta jopa 5,6 euroa osakkeelta (2023e: EV/EBITDA 5,3x) ja saavuttaa selvästi nykykurssia korkeammasta kauppahinnasta huolimatta sijoitukselle mielekkään tuottotason.

# Arvonmääritys 4/4

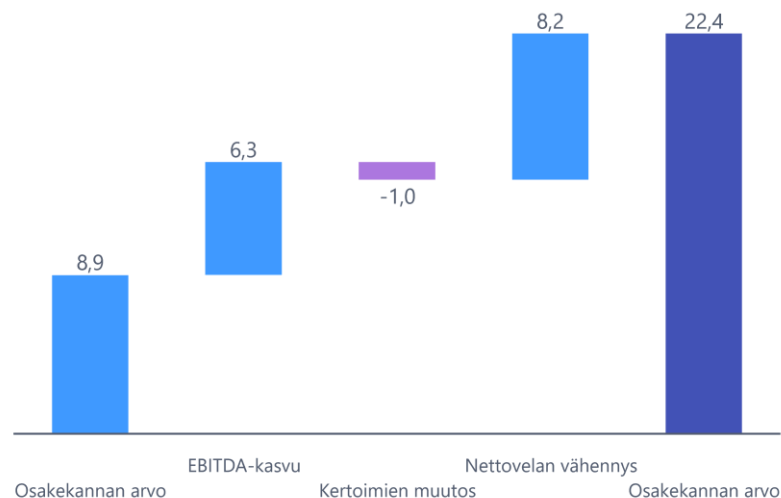
Rahoituksen lähteet	x EBITDA	MEUR	%
Velkarahoitus	3,5x	15,3	63 %
Oma pääoma	2,0x	8,9	37 %
<b>Yhteensä</b>	<b>5,5x</b>	<b>24,2</b>	<b>100 %</b>

Rahoituksen käyttö	x EBITDA	MEUR	%
Hankintahinta (EV)	5,3x	23,2	96 %
Transaktiokulut	0,2x	1,0	4 %
<b>Yhteensä</b>	<b>5,5x</b>	<b>24,2</b>	<b>100 %</b>

## Entry- ja Exit-kertoimet sekä tuottoluvut

Entry EV/EBITDA 2023e	5,3x
Exit EV/EBITDA 2028e	5,3x
Tuottokerroin	2,5x
IRR	20 %

## LBO-skenaarion arvonluontikomponentit (MEUR)



Tuloslaskelma (MEUR)	Entry					Exit
	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	53,5	55,1	57,3	59,6	61,8	63,9
Kasvu	-28 %	3 %	4 %	4 %	4 %	3 %
EBITDA	4,4	4,7	5,1	5,4	5,5	5,6
EBITDA-%	8,2 %	8,6 %	8,9 %	9,1 %	8,9 %	8,7 %
EBIT	2,2	2,4	2,8	3,2	3,3	3,4
EBIT-%	4,1 %	4,4 %	4,9 %	5,3 %	5,3 %	5,3 %

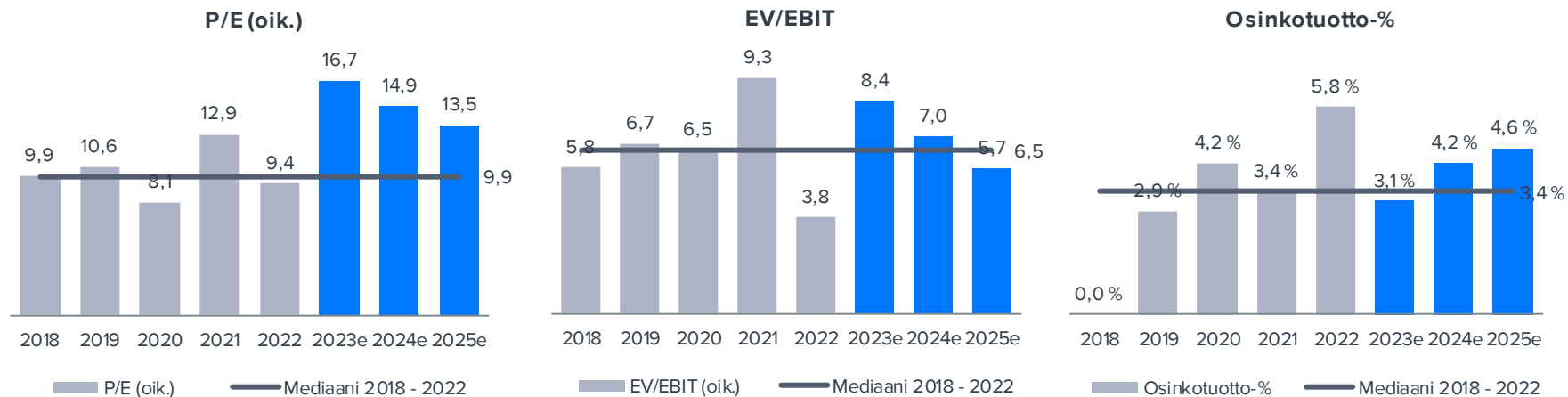
Kassavirta ja velkaantuneisuus	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Vapaa kassavirta	-	1,2	1,5	1,8	1,8	1,9
Vapaa kumulat. kassavirta	-	1,2	2,6	4,4	6,2	8,2
Nettovelka	15,3	14,2	12,7	10,9	9,1	7,1
Nettovelka/EBITDA	3,5x	3,0x	2,5x	2,0x	1,7x	1,3x
Interest coverage ratio	-	2,0x	2,6x	3,3x	4,0x	5,0x

EV ja osakekannan arvo	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
EBITDA	4,4	4,7	5,1	5,4	5,5	5,6
EV/EBITDA	5,3x	5,3x	5,3x	5,3x	5,3x	5,3x
EV	23,2	25,1	27,0	28,7	29,0	29,5
Nettovelka	-15,3	-14,2	-12,7	-10,9	-9,1	-7,1
Osakekannan arvo	7,9	10,9	14,3	17,8	20,0	22,4

# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	1,99	4,20	4,28	7,32	4,34	4,77	4,77	4,77	4,77
Markkina-arvo	12	25	25	43	26	28	28	28	28
Yritysarvo (EV)	9,3	23	22	34	16	18	17	16	15
P/E (oik.)	9,9	10,6	8,1	12,9	9,4	16,7	14,9	13,5	11,8
P/E	9,9	10,6	8,9	12,9	9,4	16,7	14,9	13,5	11,8
P/B	1,1	2,0	1,7	2,5	1,4	1,5	1,4	1,4	1,3
EV/Liikevaihto	0,2	0,5	0,4	0,5	0,2	0,3	0,3	0,3	0,2
EV/EBITDA (oik.)	3,2	4,3	4,5	5,6	2,5	4,2	3,6	3,1	2,8
EV/EBIT (oik.)	5,8	6,7	6,5	9,3	3,8	8,4	7,0	5,7	4,7
Osinko/tulos (%)	0,0 %	30,2 %	37,5 %	44,1 %	54,1 %	52,5 %	62,5 %	62,4 %	50,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	2,9 %	4,2 %	3,4 %	5,8 %	3,1 %	4,2 %	4,6 %	4,2 %

Lähde: Inderes

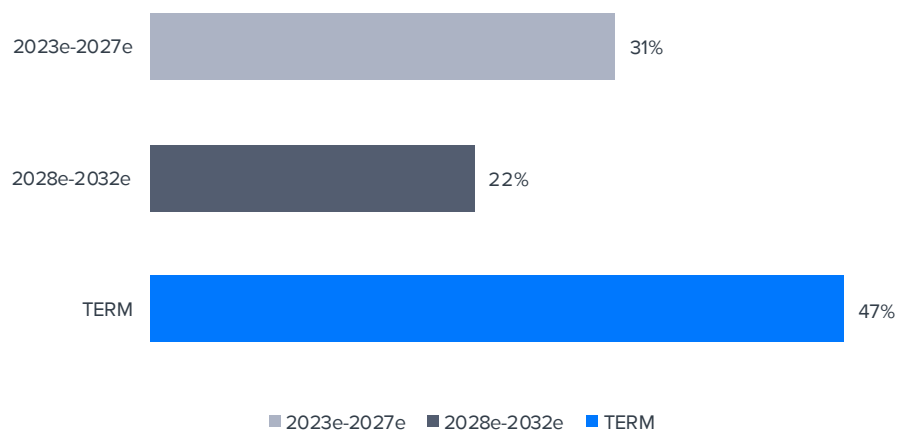




# DCF-laskelma

DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	5,7 %	-27,5 %	3,1 %	4,0 %	4,0 %	3,7 %	3,3 %	3,0 %	2,7 %	2,3 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	5,6 %	4,1 %	4,4 %	4,9 %	5,3 %	5,3 %	5,3 %	5,3 %	4,8 %	4,8 %	4,8 %	4,8 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>4,1</b>	<b>2,2</b>	<b>2,4</b>	<b>2,8</b>	<b>3,2</b>	<b>3,3</b>	<b>3,4</b>	<b>3,5</b>	<b>3,2</b>	<b>3,3</b>	<b>3,3</b>	
+ Kokonaispoistot	2,1	2,2	2,3	2,3	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,3	2,3	
- Maksetut verot	-0,4	-0,2	-0,3	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,7	-0,6	-0,6	-0,7	
- verot rahoituskuluista	-0,2	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	-1,0	-1,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>4,7</b>	<b>3,0</b>	<b>4,5</b>	<b>4,7</b>	<b>4,9</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>	<b>5,1</b>	<b>4,9</b>	<b>5,0</b>	<b>5,1</b>	
+ 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	-1,5	-1,6	-2,2	-2,3	-2,4	-2,5	-2,5	-2,6	-2,7	-2,7	-2,9	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>3,2</b>	<b>1,3</b>	<b>2,2</b>	<b>2,4</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>	<b>2,2</b>	<b>2,3</b>	<b>2,2</b>	
+/- 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	3,2	1,3	2,2	2,4	2,5	2,5	2,5	2,5	2,2	2,3	2,2	30,1
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>1,2</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>12,6</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		27,0	25,7	23,8	21,9	20,1	18,5	17,0	15,7	14,5	13,5	12,6
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>27,0</b>										
- Korolliset velat		-2,8										
+ Rahavarat		12,6										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>36,9</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>6,3</b>										

Rahavirranjakauma jaksoittain



## Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,5 %
Yrityksen Beta	1,03
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	2,00 %
Riskitön korko	2,5 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>9,4 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>9,4 %</b>

Lähde: Inderes

# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e
Bonava	228	848	9,2	16,5	9,0	16,0	0,7	0,9	4,3	7,8	11,3	8,1	0,3
HELMA Eigenheimbau	60	272	41,9	18,9	29,1	15,7	0,9	0,9	18,6	7,5	4,3	6,8	0,5
JM	1125	1219	9,4	9,2	9,4	9,2	1,0	1,0	11,0	10,9	6,1	6,8	1,3
LapWall	51	46	7,8	5,7	6,5	5,1	1,0	0,9	13,9	9,5	4,7	5,3	3,0
Peab	1465	3079	14,3	13,7	8,8	8,5	0,6	0,6	8,6	8,2	7,4	7,8	1,1
YIT	535	1260	14,6	12,0	11,4	9,6	0,5	0,5	10,9	8,8	7,1	7,4	0,6
<b>Honkarakenne (Inderes)</b>	<b>28</b>	<b>18</b>	<b>8,4</b>	<b>7,0</b>	<b>4,2</b>	<b>3,6</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>16,7</b>	<b>14,9</b>	<b>3,1</b>	<b>4,2</b>	<b>1,5</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>16,2</b>	<b>12,7</b>	<b>12,4</b>	<b>10,7</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>11,2</b>	<b>8,8</b>	<b>6,8</b>	<b>7,0</b>	<b>1,1</b>
<b>Mediaani</b>			<b>11,8</b>	<b>12,8</b>	<b>9,2</b>	<b>9,4</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>11,0</b>	<b>8,5</b>	<b>6,6</b>	<b>7,1</b>	<b>0,9</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>			<b>-29 %</b>	<b>-45 %</b>	<b>-55 %</b>	<b>-62 %</b>	<b>-57 %</b>	<b>-65 %</b>	<b>52 %</b>	<b>75 %</b>	<b>-52 %</b>	<b>-41 %</b>	<b>75 %</b>

Lähde: Refinitiv / Inderes

# Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>14,7</b>	<b>13,7</b>	<b>12,9</b>	<b>12,7</b>	<b>12,7</b>
Liikearvo	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Aineettomat hyödykkeet	0,5	0,5	0,7	1,0	1,3
Käyttöomaisuus	12,2	11,4	10,6	10,3	10,0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Laskennalliset verosaamiset	1,5	1,0	0,8	0,6	0,6
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>23,9</b>	<b>22,9</b>	<b>19,6</b>	<b>21,1</b>	<b>22,4</b>
Vaihto-omaisuus	6,5	6,5	4,7	4,9	5,1
Muut lyhytaikaiset varat	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	5,1	3,8	2,8	2,8	3,0
Likvidit varat	11,9	12,6	12,1	13,4	14,4
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>38,6</b>	<b>36,6</b>	<b>32,5</b>	<b>33,8</b>	<b>35,1</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Oma pääoma</b>	<b>16,9</b>	<b>18,2</b>	<b>18,4</b>	<b>19,4</b>	<b>20,3</b>
Osakepääoma	9,9	9,9	9,9	9,9	9,9
Kertyneet voittovarot	1,4	4,2	4,4	5,4	6,3
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Muu oma pääoma	5,1	3,6	3,6	3,6	3,6
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>3,2</b>	<b>2,6</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>
Laskennalliset verovelat	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Varaukset	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
Lainat rahoituslaitoksilta	2,6	2,1	2,0	2,0	2,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>18,5</b>	<b>15,8</b>	<b>11,6</b>	<b>11,9</b>	<b>12,3</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	0,7	0,7	0,5	0,5	0,5
Lyhytaikaiset korottomat velat	17,7	14,7	10,7	11,0	11,4
Muut lyhytaikaiset velat	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>38,6</b>	<b>36,6</b>	<b>32,5</b>	<b>33,8</b>	<b>35,1</b>

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	52,9	69,7	73,7	<b>53,5</b>	<b>55,1</b>
Käyttökate	4,8	6,1	6,2	<b>4,4</b>	<b>4,7</b>
Liikevoitto	3,1	3,7	4,1	<b>2,2</b>	<b>2,4</b>
Voitto ennen veroja	2,9	3,6	3,5	<b>2,1</b>	<b>2,3</b>
Nettovoitto	2,8	3,3	2,7	<b>1,7</b>	<b>1,9</b>
Kertaluontoiset erät	-0,3	0,0	0,0	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>

Tase	2020	2021	2022	2023e	2024e
Taseen loppusumma	32,6	38,6	36,6	<b>32,5</b>	<b>33,8</b>
Oma pääoma	14,6	16,9	18,2	<b>18,4</b>	<b>19,4</b>
Liikearvo	0,1	0,1	0,1	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>
Nettovelat	-3,3	-8,6	-9,8	<b>-9,6</b>	<b>-10,9</b>

Kassavirta	2020	2021	2022	2023e	2024e
Käyttökate	4,8	6,1	6,2	<b>4,4</b>	<b>4,7</b>
Nettokäyttöpääoman muutos	1,6	1,2	-1,0	<b>-1,2</b>	<b>0,1</b>
Operatiivinen kassavirta	6,4	7,2	4,7	<b>3,0</b>	<b>4,5</b>
Investoinnit	-3,9	-1,0	-1,5	<b>-1,6</b>	<b>-2,2</b>
Vapaa kassavirta	2,5	6,4	3,2	<b>1,3</b>	<b>2,2</b>

Arvostuskertoimet	2020	2021	2022	2023e	2024e
EV/Liikevaihto	0,4	0,5	0,2	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>
EV/EBITDA (oik.)	4,5	5,6	2,5	<b>4,2</b>	<b>3,6</b>
EV/EBIT (oik.)	6,5	9,3	3,8	<b>8,4</b>	<b>7,0</b>
P/E (oik.)	8,1	12,9	9,4	<b>16,7</b>	<b>14,9</b>
P/B	1,7	2,5	1,4	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>
Osinkotuotto-%	4,2 %	3,4 %	5,8 %	<b>3,1 %</b>	<b>4,2 %</b>

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022	2023e	2024e
EPS (raportoitu)	0,48	0,57	0,46	<b>0,29</b>	<b>0,32</b>
EPS (oikaistu)	0,53	0,57	0,46	<b>0,29</b>	<b>0,32</b>
Operat. kassavirta / osake	1,09	1,23	0,79	<b>0,51</b>	<b>0,76</b>
Vapaa kassavirta / osake	0,43	1,09	0,54	<b>0,23</b>	<b>0,38</b>
Omapääoma / osake	2,49	2,88	3,09	<b>3,13</b>	<b>3,30</b>
Osinko / osake	0,18	0,25	0,25	<b>0,15</b>	<b>0,20</b>

Kasvu ja kannattavuus	2020	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihdon kasvu-%	11 %	32 %	6 %	<b>-27 %</b>	<b>3 %</b>
Käyttökatteen kasvu-%	-8 %	26 %	2 %	<b>-30 %</b>	<b>8 %</b>
Liikevoiton oik. kasvu-%	-1 %	9 %	13 %	<b>-47 %</b>	<b>12 %</b>
EPS oik. kasvu-%	34 %	7 %	-18 %	<b>-38 %</b>	<b>12 %</b>
Käyttökate-%	9,1 %	8,8 %	8,4 %	<b>8,2 %</b>	<b>8,6 %</b>
Oik. Liikevoitto-%	6,4 %	5,3 %	5,6 %	<b>4,1 %</b>	<b>4,4 %</b>
Liikevoitto-%	5,8 %	5,3 %	5,6 %	<b>4,1 %</b>	<b>4,4 %</b>
ROE-%	20,7 %	21,1 %	15,5 %	<b>9,2 %</b>	<b>10,0 %</b>
ROI-%	17,3 %	19,5 %	20,5 %	<b>10,9 %</b>	<b>11,8 %</b>
Omavaraisuusaste	56,2 %	56,5 %	67,0 %	<b>71,8 %</b>	<b>72,6 %</b>
Nettovelkaantumisaste	-22,8 %	-51,1 %	-53,8 %	<b>-52,1 %</b>	<b>-56,1 %</b>

# 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 (välttämät 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 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 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.

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 €

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, Virtuaalitapahtumaratkaisut (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.**