

LapWall

Laaja raportti

1.6.2023 klo 7:50



Antti Viljakainen
+358 44 591 2216
antti.viljakainen@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Iskussa seuraavaan noususykliin

Nostamme LapWallin tavoitehintamme KW Component –järjestelyn jälkeen tekemiämme pääosin positiivisia ennustemuutoksia heijastellen 4,00 euroon (aik. 3,75 €) ja suosituksen osta-tasolle (aik. lisää). LapWall on puupohjaisia seinä- ja kattoelementtejä Suomessa tuottava yhtiö. LapWallin portfolio vastaa hyvin rakennusalan trendeihin ja yhtiöllä on mielestämme hyvät edellytykset kannattavaan kasvuun (asunto)rakentamisen vallitsevaa surkeutta normaalimmassa suhdanteessa. Osakkeen hinta on silti mielestämme hyvin maltillinen ja etenkin keskipitkän ajan tuotto-odotus on tuottovaatimusta selvästi korkeampi.

LapWall on Suomen markkinalla keskittyvä rakennustuote-yhtiö

Vuonna 2011 perustettu LapWall tarjoaa puusta valtaosin koostuvia seinä- ja kattoelementtejä LAPWALL LEKO-brändillä, joita käytetään useissa rakennustyypeissä pientaloista kerrostaloihin ja teollisuusrakennuksista kouluihin. Yhtiön asiakkaita ovat rakennusliikkeet ja talotehtaat Suomessa, joille LapWall myy tuotteensa pääosin asennettuna. LapWallin tavoitteena on jatkaa lähivuosina kannattavaa kasvua Suomessa, mihin liittyen yhtiö otti strategisesti tärkeän edistysaskeleen toukokuussa hankkimalla seinäelementtisegmentin kilpailijansa KW-Componentin elementtiliiketoiminnan ja allekirjoittamalla samalla pitkäaikaisen toimitussopimuksen Kastelli-talojen kanssa. LapWallin strategia nojaa tuotantokapasiteetin lisäämiseen, tuottavuuden nostoon, markkinaosuuden kasvattamiseen ja elementointiasteen kohottamiseen. Pidämme strategiaa selkeänä ja teräväkärkisenä. Näkemyksemme mukaan ajan yli hitaasti kasvava Suomen rakennusmarkkina, puun kohoava markkinaosuus rakentamisesta ja yhtiön tietyt kilpailuedut huomioiden LapWallilla on edellytyksiä kasvaa Suomessa selkeästi nykyistä suurempaan kokoluokkaan. LapWallin kilpailijoita ovat rakennusliikkeiden ja talotehtaiden oma tuotanto, pienet itsenäiset elementtivalmistajat ja muut rakennusmateriaalit. Suoraa kilpailua vastaan LapWallilla on selviä skaalaetuja ostoista investointikykyyn ja LapWall onkin toimialan kannattavin yhtiö. LapWallin pääriskit ovat mielestämme syklinen kysyntä, vallitsevan heikon suhdanteen pitkittyminen, inflaatio ja uudentyypinen kilpailu.

Odotamme keskipitkällä aikavälillä kannattavaa kasvua, vaikka suhdanne vie tuloksen alas tänä vuonna

Markkinatrendejä ja Suomen talouden hitaan kasvun näkymää peilaten ennustamme LapWallin liikevaihdon kasvavan vuosina 2023-2026 noin 7 %:n vuosivauhtia, millä liikevaihto jää hieman yhtiön vuodelle 2026 noin 70 MEUR:oon asettaman tavoitteen alapuolelle. Kasvu on arviomme mukaan takapainoista kuluvan vuoden seinäelementtisegmentin heikko suhdanne huomioiden (ts. 2023 ennusteissamme liikevaihto laskee selvästi). Volyymien pudotus painaa yhtiön kannattavuutta tänä vuonna selvästi erinomaisesta ja tavoitetason ylittäneestä viime vuodesta. Keskipitkällä tähtäimellä odotamme yhtiön yltävän 12-15 %:n oikaistun liikevoittomarginaalin tavoitteeseensa volyymikasvun, yritysjärjestelysynergioiden ja tuottavuusinvestointien ajamana.

Pidämme hinnoittelua houkuttelevana

LapWallin vuosien 2023-2024 ennusteidemme mukaiset P/E-luvut ovat 12x ja 9x sekä vastaavat EV/EBIT-kertoimet 9x ja 6x. Pidämme tasoja absoluuttisesti hyvin maltillisina tuottovaatimuksiimme suhteutettuna. Näin ollen arvioimme, että arvostuksessa on nousuvaraa ja lisäksi 12 kuukauden tuotto-odotusta tukee hyvä 5 %:n osinkotuotto. Keskipitkällä aikavälillä tuotto-odotus on mielestämme myös selvästi kaksinumeroinen, mikä pohjautuu etenkin tuloskasvuun ja osinkoon. Näin ollen kärsivälliset sijoittajat saavat mielestämme nykyiseltä kurssitasolta erittäin hyvän tuotto-odotuksen lähivuosille LapWallissa.

Suositus

Osta

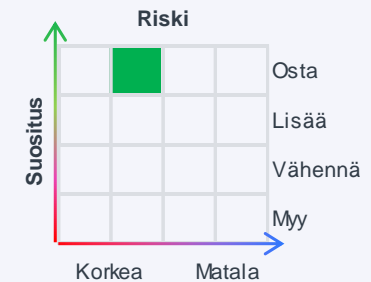
(aik. Lisää)

4,00 EUR

(aik. 3,75 EUR)

Osakekurssi:

3,24 EUR



Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	52,5	44,9	52,9	59,0
kasvu-%	9 %	-14 %	18 %	12 %
EBIT oik.	8,3	5,1	7,0	8,4
EBIT-% oik.	15,8 %	11,4 %	13,3 %	14,3 %
Nettotulos	5,7	3,3	4,7	5,9
EPS (oik.)	0,42	0,27	0,38	0,46

P/E (oik.)	8,6	12,0	8,6	7,1
P/B	3,2	2,6	2,3	2,0
Osinkotuotto-%	5,3 %	4,9 %	5,6 %	6,2 %
EV/EBIT (oik.)	5,5	8,5	6,0	4,6
EV/EBITDA	4,8	6,9	5,0	3,8
EV/Liikevaihto	0,9	1,0	0,8	0,7

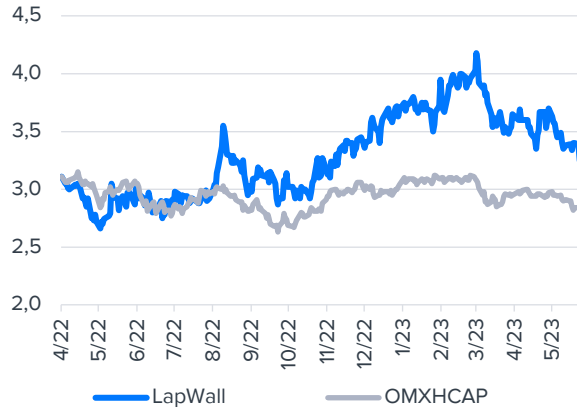
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

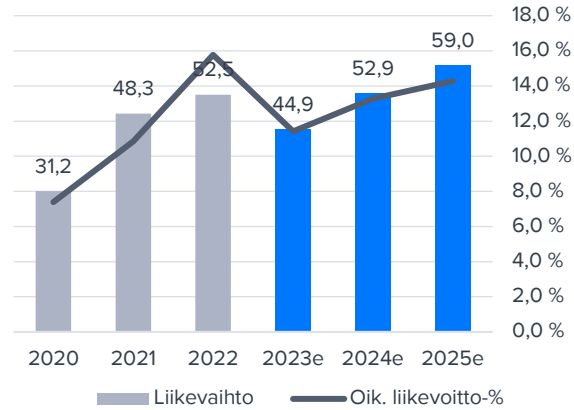
Yhtiön tavoitteena on antaa taloudellinen ohjeistus vuodelle 2023 puolivuotiskatsauksen yhteydessä 8.8.2023.

Osakekurssi



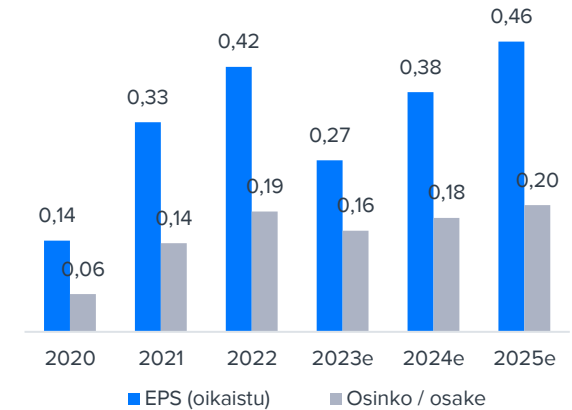
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Yhtiö on hyvin asemoitunut puurakentamisen kasvuun
- Vahva kilpailuasema mahdollistaa markkinaosuuden kasvattamista
- Termater-liiketoimintakaupan synergiahyödyt
- Tuottavuudessa on parantamisen varaa investointien kautta
- Listautumishinnan maltillinen arvostus jättää arvostuskertoimille nousuvaraa



Riskitekijät

- Suomen talous- ja rakennusuhdanne
- Inflaatio ja hinnoitteluvoima
- Uudentyyppinen vahvempi kilpailu
- Ympäristötrendien ja puurakentamisen läpilyönnin hidastuminen
- Projektiriskit

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	3,24	3,24	3,24
Osakemäärä, milj. kpl	14,9	14,9	14,9
Markkina-arvo	48	48	48
Yritysarvo (EV)	44	42	39
P/E (oik.)	12,0	8,6	7,1
P/E	14,5	10,2	8,2
P/B	2,6	2,3	2,0
P/S	1,1	0,9	0,8
EV/Liikevaihto	1,0	0,8	0,7
EV/EBITDA (oik.)	6,9	5,0	3,8
EV/EBIT (oik.)	8,5	6,0	4,6
Osinko/tulos (%)	71,4 %	56,6 %	50,3 %
Osinkotuotto-%	4,9 %	5,6 %	6,2 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Liiketoimintamalli	6-11
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	12-16
Toimiala ja kilpailu	17-20
Taloudellinen tilanne	21
Ennusteet	22-27
Arvonmääritys ja sijoitusprofiili	28-35
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	36

LapWall lyhyesti

LapWall on rakennusmateriaaliyhtiö, joka on keskittynyt puusta valmistettujen seinä- ja kattoelementtien valmistamiseen Suomessa. LapWall operoi rakennusteollisuuden arvoketjussa, johon yhtiö tarjoaa sekä elementtituotteita että niihin suoraan liitännäisiä asennuspalveluita.

2011

Perustamisvuosi

6 %

Liikevaihdon keskimääräinen kasvuvauhti 2019-2022¹

9,7 %

Keskimääräinen oikaistu liikevoitto-% 2019-2022¹

52,5 MEUR

Liikevaihto 2022

8,3 MEUR (15,8 % liikevaihdosta)

Oikaistu liikevoitto 2022

125

Henkilöstömäärä 2022 lopussa

2011-2015

- LapWall on perustettu vuonna 2011, jolloin yhtiön liikeideana oli tehostaa rakentamisen tuottavuutta tarjoamalla asiakkaille 3D-suunniteltuja elementtejä sekä tiukasti konseptoituja asennusvaihtoehtoja.
- 2010-luvun puolivälissä yhtiö pyrki kiihdyttämään kasvuun laajentamalla Ruotsin markkinoille sekä rakentajille ja rakennusliikkeille tarjottaviin toimituskokonaisuuksiin.

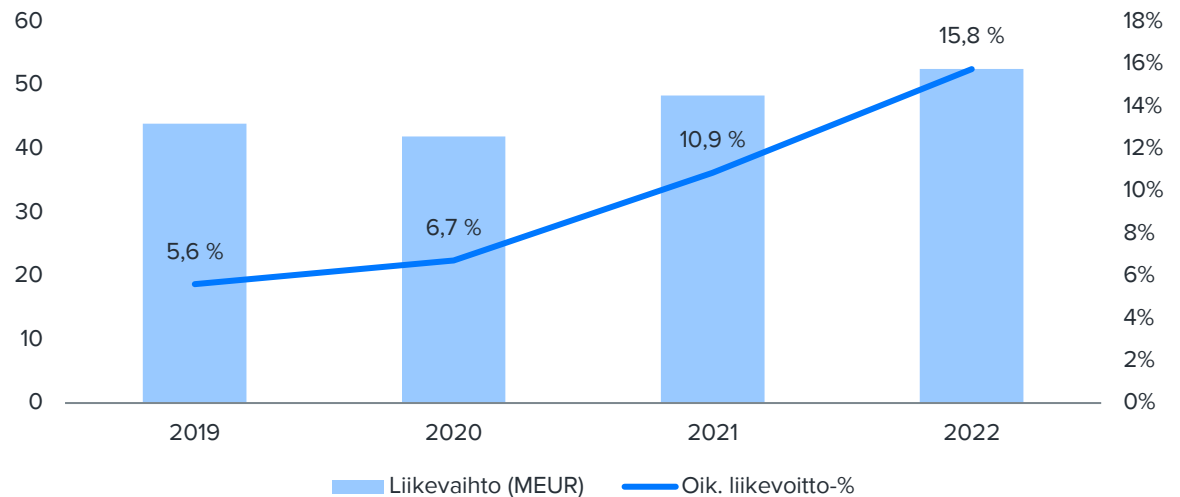
2017-2021

- LapWall hankki Metsä Woodin projektiliiketoiminnan eli kattoelementtejä valmistaneen Pälkäneen tehtaan
- Vuodesta 2017 alkaen LapWall palasi Suomen markkinalle ja elementtituotantoon, mikä yhdessä kulurakenteen saneerauksen kanssa tervehdytti kannattavuuden.
- Ruotsin liiketoiminnot LapWall ajoi konkurssiin vuonna 2020.

2022-

- LapWall vahvisti kattoelementtiliiketoimintaansa hankkimalla Vetelissä toiminaan Termater-yhtiön helmikuun 2022 alussa
- LapWall listautui huhtikuussa 2022 ja hankki pääomia kasvustrategian toteutukseen
- Kannattavuus nousi kuumassa rakennussuhdanteessa erinomaiselle tasolle, mutta markkina alkoi jäähtyä H2'22:lla
- Heikkoon asuntomarkkinoiden suhdanteeseen sopeutuminen
- KW-Component liiketoimintakauppa ja merkittävä Kastelli-sopimus 5/2023

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys¹



Liiketoimintamalli 1/5

Päätuotteet ja palvelut

LapWallin liikevaihto kertyy katto- ja seinäelementeistä sekä niiden asentamiseen liittyvistä palveluista. Jako tuotteisiin ja palveluihin ei kuitenkaan ole järkevä, koska yhtiö ei myy palveluita ilman tuotetoimitusta ja pääosassa toimituksia on mukana asennus. Toimituksiin liittyvän palvelutyön määrä voi tuki tietyissä rajoissa vaihdella ja LapWall tarjoaa joitakin lisäpalveluita toimituksiin liittyvän asennuspalvelun lisäksi pysyen kuitenkin erossa rakennusliikkeille kuuluvasta rakennustyöstä. Seinä- ja kattoelementtejä käytetään rivi-, pari- ja kerrostaloissa, hoiva- ja päiväkodeissa, kouluissa sekä liiketiloissa ja teollisuusrakennuksissa, joten tarjonta soveltuu laaja-alaisesti rakennustyypeille eikä yhtiö ole siten riippuvainen pelkästään tietyntyyppisten rakennusten aktiviteetista.

LapWallin myynnistä vajaa kolmannes on arviomme mukaan yksikerroksisten rakennusten seinäelementtejä, kun taas kattoelementtien osuus on karkeasti 60 %. Loput liikevaihdosta kertyvät monikerroksisten rakennusten seinäelementeistä, kattoelementtijärjestelmistä ja julkisivuelementeistä. Arviomme mukaan minkään tuoteryhmän kannattavuus ei ole rakenteellisesti toista parempi vaan tuoteryhmää tärkeämpiä tekijöitä marginaalin muodostumisessa ovat asiakas, projekti ja toimituksen onnistuminen sekä tuoteryhmää tekevän tehtaan tehokkuustaso.

LapWall myy sekä seinä- että kattoelementtejään LAPWALL LEKO-brändillä. LAPWALL LEKO sisältää noin 50 vakiotuotetta, joilla suuret ja pienet rakennukset voidaan elementoida

kustannustehokkaasti. Käytännössä tämä tarkoittaa standardoituja tuotteita pituus- ja leveysuuntia ja ulkoasua lukuun ottamatta (ts. esim. liitokset standardoitu), minkä ansiosta tehdastuotannon käyttöaste saadaan pidettyä korkeana ja asennustyö simpppelinä.

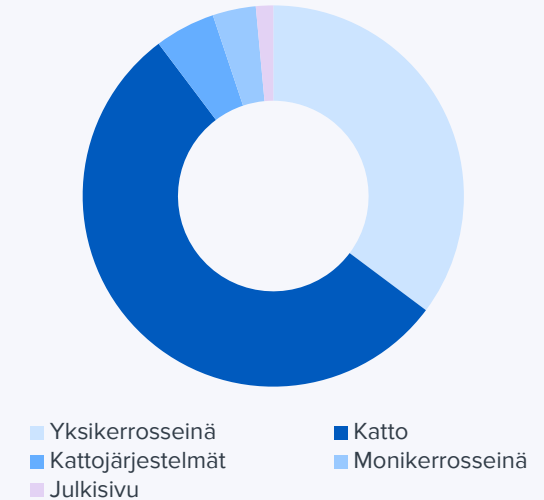
Kattoelementit kasataan tehtaalla LVL-rungon varaan ja seinäelementeissä runkona on lujuuslajiteltu sahatavara. Rungon sisäpuoli täytetään kattoelementeissä lasivillalla ja seinäelementeissä kivi- tai lasivillalla. Elementin ja sen ulkoverhoilun viimeistelyssä käytetään lisäksi raaka-aineena vielä sahatavaran ja kipsilevyn kaltaisia tuotteita. Raaka-aineensa yhtiö ostaa tai ainakin pystyy ostamaan Suomesta ja pääraaka-aineille on löydettävissä useampi toimittaja.

Tämän kappaleen luvuissa emme ole huomioineet toukokuussa 2023 toteutuvaa KW-Component – liiketoimintakauppaa. Ostettava liiketoiminta on kuitenkin luonteeltaan täysin samalaista kuin LapWallin liiketoiminta, joten arviomme mukaan se sisällyttäminen lukuihin ei tule muuttamaan oleellisesti yhtiön liiketoimintamallia tai liiketoiminnan profiilia.

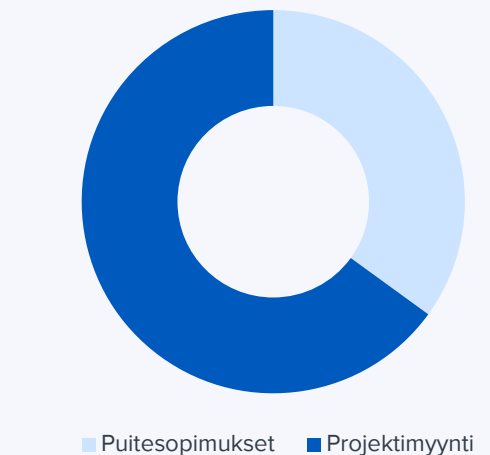
Liiketoimintarakenne ja asiakkaat

LapWallin liikevaihto kertyy kokonaan Suomesta, jossa yhtiön asiakkaita ovat rakentajat ja rakennusliikkeet. LapWall ei suoraan ole julkistanut asiakkaitaan, mutta arviomme mukaan yhtiö tekee yhteistyötä lähes kaikkien suurten rakentajien ja talotehtaiden kanssa. Suoraa kuluttajakauppaa LapWall ei tee. Pidämme ammattimaisten rakentajien kanssa operoimiseen keskittymistä

Arvioitu myynnin jakauma



Arvioitu myynnin jakauma sopimuksittain



Liiketoimintamalli 2/5

järkevänä riskienhallinta ja projektikokojen optimointi huomioiden. LapWallin asiakastyytyväisyys (NPS) on ollut viimeisen parin vuoden ajan korkealla noin 65-70 pisteen tasolla, joten yhtiö on pystynyt vakuuttamaan asiakkaansa laaja-alaisesti toiminnallaan.

Asiakasrakenne on tasapainossa

Yhtiön asiakasrakenne on melko tasapainoinen, sillä vuonna 2022 LapWallin suurin asiakas toi noin 11 % yhtiön liikevaihdosta ja 10 suurimman asiakkaan osuus oli 42 %. Näin ollen yhtiö ei mielestämme kanna huomattavaa yksittäisiin asiakkaisiin liittyvää riskiä, kun huomioidaan vielä, että tyypillisesti isoillekin asiakkaille on toimituksia useampaan projektiin. Projektityhtiönä myös suurimmat asiakkaat ja niiden osuudet voivat myös vaihdella vuositasolla hankkeiden etenemisen mukaan, mikä myös tasaa osin yksittäisiin asiakkaisiin liittyviä riskejä. Näin ollen pidämme LapWallin asiakasrakennetta kokonaisuutena hyvänä, kun huomioidaan kannattavuuden muodostumisen perspektiivistä myöskään asiakasrakenteen hajautuminen suureen määrään erittäin pieniä asiakkaita tai projekteja ei ole luultavasti optimaalista.

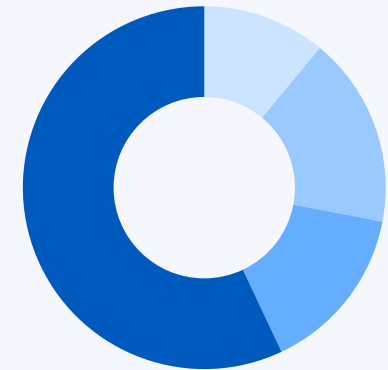
Projektit koot vaihtelevat merkittävästi

LapWallin suurimmat projektit ovat arviomme mukaan 3-5 MEUR:n kokoluokassa, mutta keskimääräinen toimituksen koko on joitakin satoja tuhansia euroja. Näin ollen yksittäisillä projekteilla voi olla iso paino yhtiön liikevaihdon ja tuloksen muodostumisen perspektiivistä vuositasolla, mutta täysin käänteen tekeväksi yksi projekti ei kuitenkaan lähtökohtaisesti muodostu. Tyypillisesti myyntikatemarginaalit ovat

myyntivaiheessa isoissa projekteissa hieman pieniä projekteja alemmat. Toisaalta isoissa projekteissa on enemmän tilaa myydä lisäpalveluita toimitukseen projektin edetessä, mikä tietyissä tapauksissa voi tukea hankkeen kokonaiskannattavuutta. Näin ollen marginaalien optimoimisen, tehtaiden järkevän täyttämisen ja riskitason hallinnan kannalta LapWallin pitäisi mielestämme onnistua haalimaan markkinoilta tasapanoisessa suhteessa sekä isoja että pienempiä projekteja.

Arviomme mukaan normaalioloissa LapWallin myynnistä noin kolmannes tulee puitesopimuksien kautta, mikä tarjoaa tiettyä jatkuvuutta yhtiön liiketoimintaan, sillä puitesopimusasiakkaiden tilaukset tyypillisesti toistuvat vuosittain. Sen sijaan kaksikolmannesta koostuu kertaluonteisesti sovitusta projektikaupasta, jossa ei ole jatkuvuutta, mutta toki projektiasiakkaatkin toistuvat Suomen pienissä rakennuspiireissä. Arviomme mukaan LapWallilla on puite- ja projektisopimuksiin pohjautuvaa myyntiä rakentajille että talotehtaille ristiin (ts. samalle asiakkaalle voi olla myyntiä puitesopimusten kautta ja projekteina). Emme usko, että myynti jommallakummalla sopimuksen tyypillä tai jommallekummalle loppukäytölle olisi rakenteellisesti parempaa liiketoimintaa kuin toinen vaan kannattavuuden muodostuminen on tapauskohtaista. Arviomme mukaan LapWall pyrkii silti saamaan portfolioonsa viime aikoina laskusuunnassa ollutta puitesopimusliikevaihtoa sen paremman ennustettavuuden ja tasaisemman työkuorman takia. KW-Component kauppaa liittynyt Kastelli-sopimus oli myös merkittävä edistysaskel tähän suuntaan.

LapWallin myynnin jakauma asiakaskoon mukaan 2022



■ 1. ■ 2-5. ■ 6-10. ■ Muut

Inderesin arvio LapWallin tietyistä asiakkaista¹

YIT

LAPTI

DESIGNTALO SKANSKA

KASTELLI

SRV

Lähde: LapWall, Inderes

¹Inderes arvio, LapWall ei ole julkistanut asiakkaitaan

Liiketoimintamalli 3/5

Tehtaat ovat avainroolissa

Mielestämme LapWallin liiketoiminnan ydintä on suunnittelu, tuotanto ja asennus, jonka yhtiö hoitaa Pyhännän, Pälkäneen ja Vetelin tehtaillaan sekä asiakkaiden työmailla. Keskeisiä tuotantopanoksia ovat mainittujen raaka-aineiden lisäksi, työ (sis. oma henkilöstö ja kokoonpanotyössä oleva vuokrahenkilöstö) sekä tietysti tehtaisiin sitoutuva pääoma sekä varastot. Arviomme mukaan yhtiön tuotantolaitokset ovat kilpailukykyisiä (ml. automaatio ja riittävän suuri koko) ja hyvässä teknisessä kunnossa etenkin kilpailukenttään verrattuna. Kassavirtansa ja taseensa puolesta LapWallilla on myös vara investoida tehtaisiinsa.

Kannattavuuden muodostumisen perspektiivistä tuotannossa onnistuminen on mielestämme yhtiölle ensiarvoisen tärkeää, mikä tarkoittaa tehtaiden korkean kapasiteetin käyttöasteen ylläpitoa, hyvää materiaalitehokkuutta (ml. hukan minimointi) ja toisaalta riittävän kilpailukykyistä ostotoimintoa. Lisäksi projektien asennustyön onnistuminen on keskeisessä roolissa, jotta tuotannon tehokkuudella saavutettuja etuja ei tuhota toimitusten loppuvaiheessa. Tuotannon ja asennusten onnistuminen edellyttää lisäksi vahvaa suunnitteluosaamista, sillä suunnittelun virheet tyypillisesti kertautuvat myöhemmissä vaiheissa. Näin ollen pidämme panostamista 3D-pohjaiseen suunnitteluun kriittisenä osana kokonaisuutta.

Näkyvyyttä on joitakin kuukausia

LapWallin tilauskanta on vaihdellut H1'21-H2'22 aikana 16-25 MEUR:n haarukassa. Arviomme mukaan tilauskanta heijastelee rakentamisen normaalia sykliä, jonka määräävät rakennusten

aloitukset ja niiden läpimenoaika. Aikaviive on tyypillisesti 1-1,5 vuotta eikä läpimenoaika muutu oleellisesti suhdannetilanteiden mukana. LapWallin asiakkaat tilaavat rakennuksilla tarvittavia tuotantopanoksia hankkeisiin niin, että ne ovat saatavilla rakennuksen valmistumisen kannalta oikeaan aikaan, jotta rakennustyömaa etenee toivotussa aikajärjestyksessä. Tämä tilausaikataulu huomioi lisäksi LapWallin tuotannon läpimenoajan, joka on tyypillisesti muutamia viikkoja raaka-aineostojen aloittamisesta valmiiden elementtien pystytykseen. Nämä tekijät huomioiden arvioimme, että LapWallin kova tilauskanta vaihtelee tyypillisesti 1-6 kuukauden välissä liikevaihdolla mitattuna, missä alareuna kuvaa heikkoa ja yläreuna erinomaista suhdannetta. Loppuvuodesta 2022 jarruttaneen seinäelementtimyynnin (taustalla asuntomarkkinan heikkous) takia LapWallin tilauskanta oli vuoden vaiheessa 17 % vertailukautta alempana 15,6 MEUR:ssa. Näin ollen tilauskanta on vielä tyydyttävä, vaikka rakennussuhdanteen jäähtyminen näkyikin tilauskannassa jo erittäin selvästi.

Kovan tilauskannan pituus huomioiden näkyvyys liiketoiminnan LapWallin volyyymiin ei yhtiön ulkopuolelle ole erityisen pitkä missään vaiheessa sykliä, mutta yhtiön kannalta haarukan puolivälin tienoillakin pysyvä tilauskanta antaa riittävästi näkyvyyttä tehtaiden täyttämiseen eikä volatiiliin tilauskannan lievä putoaminen tai nousu haarukan sisällä tarkoita välttämättä vastaavaa välitöntä liikettä liikevaihtoon. Lyhyt näkyvyys onkin mielestämme toimialan luonteeseen ja rakennussykliin liittyvä tekijä eikä sen muuttuminen ole todennäköistä. Arviomme

LapWallin toimitusprosessi



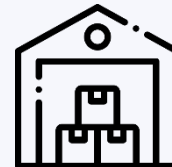
Suunnittelu

- Elementit suunnitellaan kaikkiin projekteihin erikseen tehtaan vakioratkaisut ja asiakkaan valittavissa olevat osat huomioiden



Tuotanto

- Pitkälti automatisoitu ja tehokas tuotanto Pyhännällä, Pälkäneellä tai Vetelissä



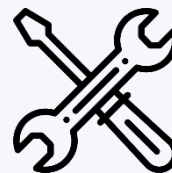
Varastointi

- Tehtaalta valmistuvat tuotteet varastoidaan kuivissa varastotiloissa laadun varmistamiseksi ennen asennusta



Kuljetus

- Kumppanit kuljettavat valmiit elementit oikeaan aikaan ja kuivina työmaalle ja LapWallin henkilökunta hoitaa asennukset



Asennus

- Vakioidun ja tehdaspohjaisen konseptin ansiosta asennus on tehokasta ja rakennus saadaan nopeasti sääsuojaan

Liiketoimintamalli 4/5

mukaan järkevänä riskienhallinta ja projektikokojen optimointi huomioiden. Muilla vastaavassa arvoketjuasemassa olevilla rakennustuoteyhtiöillä tilanne on myös jokseenkin samanlainen. Luonteeltaan LapWall on silti lähes kaikkien rakentamisen arvoketjun yhtiöiden tavoin jossain määrin syklinen.

Hinnoittelumalli

Arviomme mukaan LapWallin hinnoittelumalli on luonteeltaan perinteinen kustannuspohjainen malli, jota yhtiö lähtee ajamaan tuotantokustannusten tason ja tavoitemarginaalin kautta. Tällä tavoin saavutetaan ymmärrys tietystä pohjamarginaalista, mutta marginaalien maksimoimiseksi yhtiö säättää tavoitekatetta huomioimalla kilpailutilanteen ja markkinoilla vallitsevan hintatason. Tyypillisesti elementtien hintatasot markkinoilla ovat olleet melko vakaita ajan yli. Vuoden 2022 rajun ja laaja-alaisen inflaation sekä vahvan kysynnän takia hinnoissa oli viime vuoden aikana selvää painetta ylöspäin, mutta aivan viime aikoina sahatavaran hintojen lasku ja kysynnän heikentyminen on tuonut taas hintoja alaspäin.

Arviomme mukaan LapWall pyrkii asemoimaan hinnoittelussa itsensä suorien elementtikilpailijoidensa yläpuolelle, sillä yhtiön laatu ja toimituskyky (ml. uskottavuus) ovat monia verrokkeja paremmat. Tämä tukee yhdessä tehokkaan tuotannon ja hyvän projektinhallinnan kanssa yhtiön katerakennetta. Kilpailijoiden taas on hankala voittaa LapWallilta kauppaa samalla hintatasolla (huonompi laatu ja toimituskyky huomioiden), jonka takia kilpailijat joutuvat kisaamaan hinta edellä. Tällä hintapreemiolla yhtiö pystyy arviomme mukaan voittamaan tarpeeksi

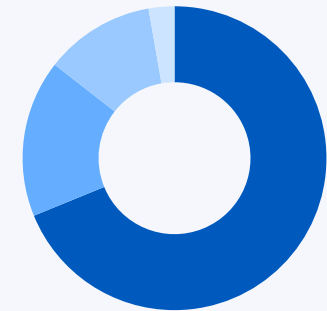
tilauksia muiden kilpailukykylähteidensä ansiosta. Mielestämme yhtiön hinnoittelumalli on toimialalle tyypillinen eikä rakennusalalla käsityksemme mukaan ole laajamittaisesti hyödynnetty esimerkiksi arvopohjaisia hinnoittelumalleja. Emme myöskään epäile mallin toimivuutta LapWallin liiketoiminnan dynamiikka huomioiden. Viime aikoina malli vaikuttaa toimineen hyvin, sillä vuonna 2022 yhtiö sai hinnan korotuksia sisään ennen raaka-aineinflaation kiihtymistä ja toisaalta heikommassa ympäristössä Q1'23:lla hinnat putosivat raaka-ainehintoja hitaammin.

Kulurakenne on tyypillinen teolliselle yhtiölle

Numeroiden valossa LapWallin liiketoiminnan rakenne ja liiketoimintamalli ovat teolliselle yhtiölle melko tyypillisiä. LapWallin myyntikatteet ovat teollisuusyhtiölle melko tavanomaisella 36-41 %:n tasolla (2019-2022). Noin 59-64 % liikevaihdosta käsittävät materiaali- ja palvelukulut sisältävät eli raaka-aineet ja vuokratyön. Arviomme mukaan raaka-aineet eli LVL, sahatavara ja eristeet ja muut komponentit ovat noin puolet kaikista kuluista, kun taas etenkin kokoonpanotyössä käytettävä vuokratyövoiman osuus on 10-15 %. Raaka-aineista sahatavaran hinta voi heilua voimalla suhdanteiden mukana, mutta LVL:ssä ja eristeissä hinnan vaihtelut ovat olleet pienempiä.

Tuloslaskelmat alemmat osat jatkuvat hyvin suoraviivaisina, sillä oman henkilöstön henkilöstökulut olivat viime vuonna noin 15 % liikevaihdosta ja muut kulut (sis. tilat, energia, myynti, markkinointi, matkustus, rahat jne.) noin 10-12 % liikevaihdosta. Muita oleellisia operatiivisia kustannuseriä yhtiöllä ei ole. Poistot ovat noin 2-3 % liikevaihdosta, mikä kuvaa LapWallin

Kuluerien osuus kokonaiskuluista ennen liikearvopoistoja 2022



- Materiaalit ja palvelut
- Henkilöstökulut
- Muut kulut
- Poistot

Kuluerien sisältö ja niiden luonne

- Materiaalit ja palvelut: LVL, kivivilla, sahatavara, vuokratyövoima (kokoonpano). Arviolta 1/3-osa erästä vuokratyövoimaa ja loput raaka-aineita. Luonteeltaan täysin muuttuva kuluerä,
- Henkilöstökulut: omat työntekijät 125 kpl (H2'22), noin puolet työntekijöitä ja puolet toimihenkilöitä, keskekustannus noin 60 k€/v. Pääosin kiinteä erä, mutta esimerkiksi lomautuksilla voi saada joustoja.
- Muut kulut: hallinto, rahat, energia, myynti, markkinointi, tehtaiden kiinteät kulut. Sisältää sekä muuttuvia että kiinteitä eriä painottuen kuitenkin jälkimmäiseen.
- Poistot: Riippuu yhtiön investointitahdistista. Poistoajat pääosin 5-10 vuotta, joten erä on kiinteä.

Liiketoimintamalli 5/5

liiketoiminnan matalaa pääomaintensiteettiä. Näin ollen kulurakenteessa on siedettävät joustovarot ja arviomme mukaan LapWallin kuluista noin 20 % on lyhyellä tähtämellä kiinteitä, kun taas loput noin 80 % ovat muuttuvia kuluja. Tällä kulurakenteella liiketoiminnassa on vipua etenkin tyhjän kapasiteetin täyttämiseksi sekä käyttöasteen putoamisella.

Volyymin pieni lasku ei silti syö täysin yhtiön kannattavuutta kulujen nopea sopeuttamisvara huomioiden. Riittävän korkean volyymitason säilyttäminen on silti kriittistä kannattavuuden muodostumisen kannalta, jotta kiinteät kulut jakautuvat riittävän isolle liikevaihtomassalle. Skaalautuva LapWallin perinteinen teollinen liiketoimintamalli ei mielestämme kuitenkaan ole vaan marginaalia on tietyn rajan jälkeen vaikea enää parantaa kasvun kautta. Arviomme mukaan tämä raja on karkeasti 20 %:n käyttökatemarginaalin tienoilla tai noin 15 %:n EBITA-marginaalin tasolla.

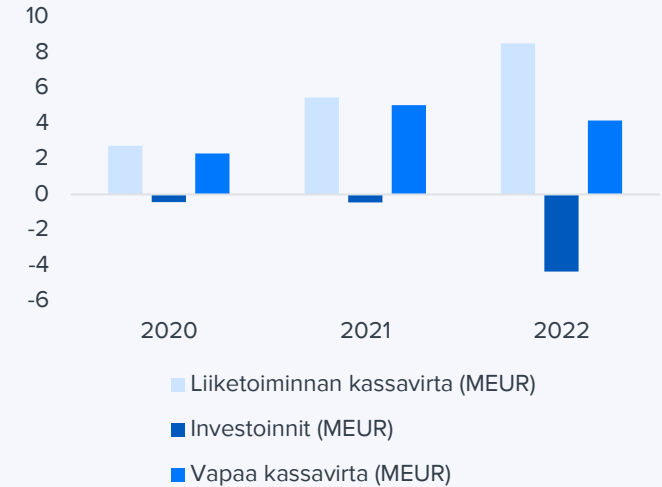
Pääoman sitoutuminen on vähäistä

Vuoden 2022 LapWallin kiinteän omaisuuden suhde liikevaihtoon on ollut 18 %:ssa, mutta historiassa kiinteän omaisuuden suhde liikevaihtoon on ollut vain hieman korkeampi. Siten elementtivalmistus ei ole kovin pääomaintensiivistä tehtaista huolimatta, vaikka yhtiö omistaa osan tehdasrakennuksistaan. Tämä johtuu pitkälti siitä, että jalostavassa teollisuudessa tehtaiden laitekanta on kevyttä (vrt. esim. raskaan prosessiteollisuuden tehtaät). Sijoittajien kannalta tilanne on luonnollisesti positiivinen, sillä liiketoiminnan rajallinen pääomaintensiivisyys ja investointitarve tukevat yhtiön pääoman

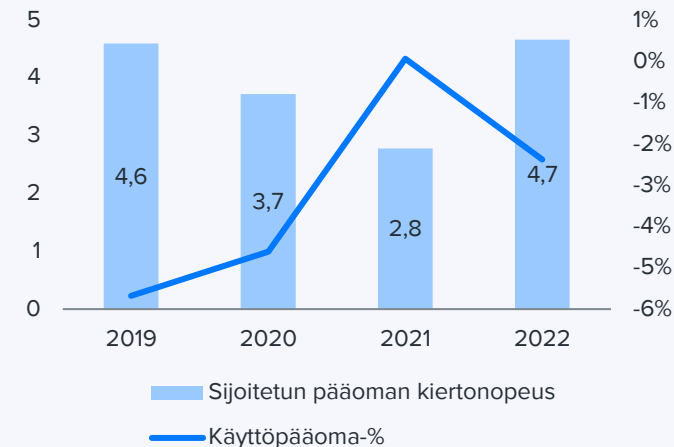
tuottokykyä ja kassavirtaa. Täysin olemattomia pääomatarpeet eivät kuitenkaan ole, mikä myös rajoittaa uuden kilpailun kykyä haastaa LapWallia. Esimerkiksi yhtiön omat työntekijät eivät arviomme mukaan voisi perustaa aivan helposti kilpailevaa liiketoimintaa toisin kuin esimerkiksi puhtaissa palveluliiketoiminnoissa on riskinä, sillä tehdastuotannon aloittaminen vaatii osaamisen lisäksi joidenkin miljoonien eurojen investoinnit.

Käyttöpääoman osalta yhtiön profilli on toimiala- ja arvoketjuasema huomioiden epätavallinen, sillä LapWallin nettokäyttöpääoma on ollut viime vuosina valtaosin negatiivinen. Pakkaselle LapWall on saanut painettua käyttöpääomansa arviomme mukaan tiukan asiakas- ja luottoriskin hallinnan avulla. Arviomme mukaan yhtiö toimittaa normaalia korkeamman riskiprofiilin asiakkaille vain täysimääräistä ennakkomaksua vastaan. Lisäksi LapWall on raaka-ainetoimittajille paikallisesti iso asiakas ja esimerkiksi metsäkonserneilta yhtiö saa arviomme mukaan hyvät maksuehdot vähintään kuukauden maksuajalla. Siten ostovelat ja ennakot riittävät kattamaan matalan riskin asiakkaille (ml. esim. isot rakennusyhtiöt) myönnettävien maksuaikojen sekä liiketoiminnan pyörittämiseen vaadittavaan varastoon sitoutuvat pääomat. Lievästi negatiivinen nettokäyttöpääoma on erittäin positiivinen asia sijoittajille, sillä päivittäinen toiminta tehtaiden kapasiteetin puitteissa voi kasvaa ilman lisärahoitustarvetta. Laskevissa suhdannesykleissä negatiivinen nettokäyttöpääoma voi toki aiheuttaa kassavirtaan kitkaa, mutta kannattavuutensa ja taserakenteensa ansiosta tämän ominaisuuden hallitseminen ei pitäisi mielestämme olla yhtiölle silti ongelma.

Operatiivinen ja vapaa kassavirta

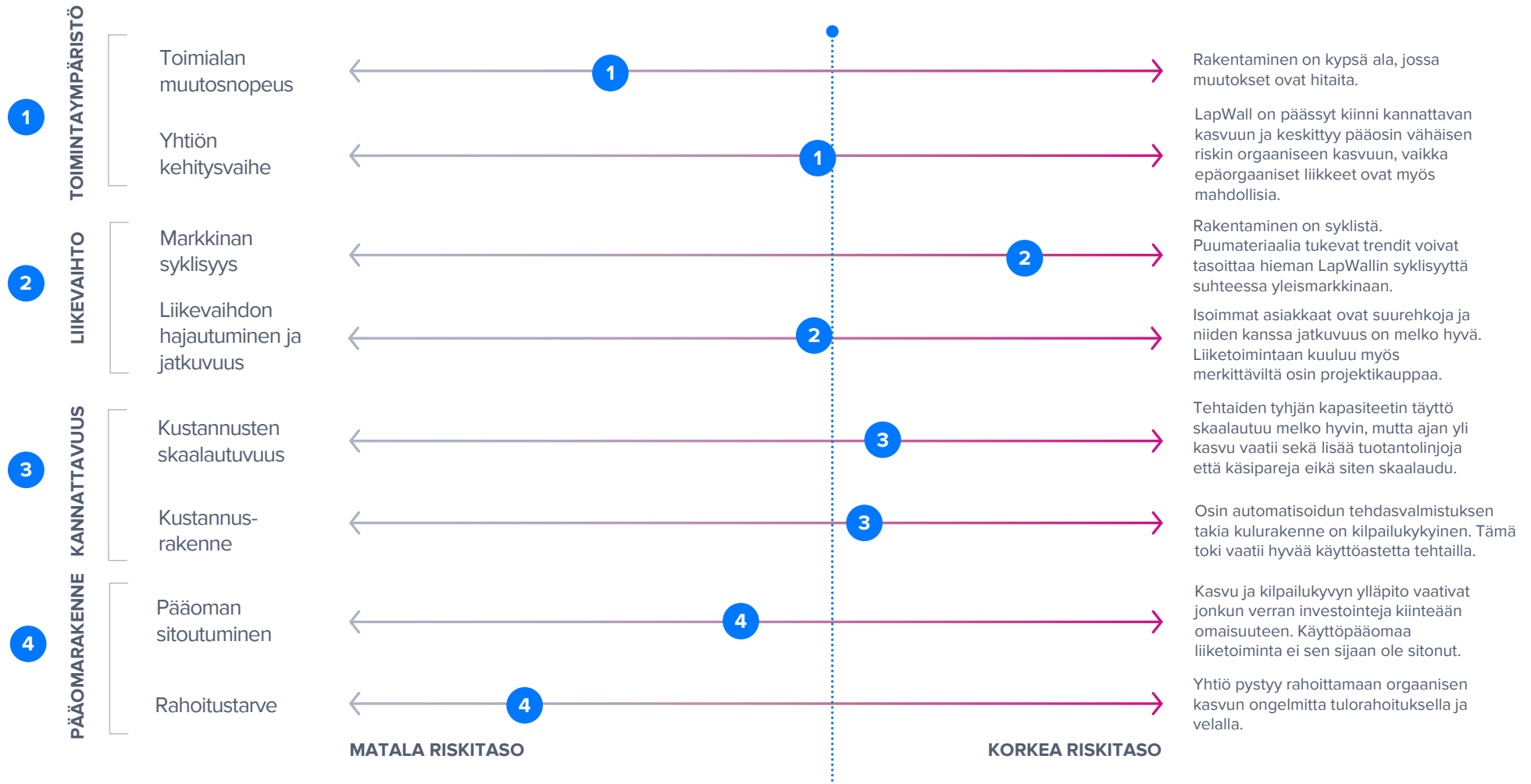


Pääoman sitoutuminen



LapWallin liiketoimintamallin riskiprofiili

Arvio LapWallin liiketoiminnan kokonaisriskitasosta (asteikon puoliväli vastaa Helsingin pörssin keskimääräistä arvioitua riskitasoa)



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/4

Strategian kulmakivet lyhyesti

LapWall toteuttaa vuosina 2022-2026 etenkin orgaaniseen kannattavaan kasvuun tähtäävään strategiaa, joka nojaa LAPWALL LEKO -brändiin ja sisältää aina myös suunnittelun ja asennuksen. Yhtiö käy kauppa ainoastaan rakentajien ja talotehtaiden kanssa eikä tähtää kuluttajakauppaan tai toisaalta asiakkaidensa tontille arvoketjua pidentämällä. Maantieteellisesti LapWall ei ole strategiaan rajannut, mutta käytännössä nykystrategia on rakennettu arviomme mukaan puhtaasti Suomen liiketoiminnan varaan, jossa yhtiö pyrkii voittamaan markkinaosuutta sekä elementtimarkkinan sisällä että kasvattamaan elementtien osuutta kokonaismarkkinasta. Kansainvälistymistä arvioimme yhtiön harkitsevan, jos ulkomaille olisi mahdollista päästä esimerkiksi nykyasiakkaiden siivellä. LapWall väläyttelikin Q1-liiketoimintakatsauksen yhteydessä, että yhtiön tavoitteena on selvittää tiukasti konseptoidun viennin aloittamista Ruotsiin, mutta tältä osin konkretia on vielä varsin vähäistä.

Mielestämme LapWallin strategia on varsin yksinkertainen ja teräväkärkinen, sillä yhtiö aikoo keskittyä pitkälti nykyrakenteen mukaiseen liiketoimintaan etenkin Suomessa. Sijoittajien perspektiivistä tämä on mielestämme hyvän tuotto/riski-suhteen tarjoava vaihtoehto, sillä uusille tuntemattomille alueille ei ole tarvetta mennä, mutta kannattavaan kasvuun löytyy silti potentiaalia. Kotimaan kasvuun on toki tultava etenkin seinäelementeistä, sillä kattopuolella markkinaosuus on jo korkea. Viimeistään pitkällä tähtäimellä eli nykyisen strategiakauden jälkeen liiketoiminnan kansainvälistäminenkin palaa

arviomme mukaan pöydälle, sillä arviomme mukaan LapWallin kasvu hidastuisi markkinan tasolle noin 30 %:n markkinaosuuden (sis. seinät ja katot) saavuttamisen jälkeen.

Kilpailuedut ja -haitat

Nykytuotteisiin ja markkinoihin panostamista tukevat myös LapWallin kilpailuedut, jotka ovat mielestämme laatu, tehokkuus, tuotteistettu LAPWALL LEKO-brändi ja ympäristöystävällinen tuotetarjoama. Näitä kilpailuetuja LapWall pyrkii myös vahvistamaan, sillä orgaanisen kasvun ajamiseksi ja kannattavuuden parantamiseksi yhtiö aikoo arviomme mukaan investoida strategiakaudella kapasiteetin kasvattamiseen nykytehtaillaan ja tuotantotehokkuuden lisäämiseen. Kapasiteetti-investoinnit sisältävät muun muassa uuden osavalmistustehtaan, kun taas tehokkuuspuolella yhtiö aikoo panostaa tuotantokustannuksia alentaviin ratkaisuihin, kuten automaatioon ja robotiikkaan.

Arviomme mukaan LapWall pystyy näillä keinoilla tukemaan kilpailuetujaan lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä, sillä yhtiön suorien nykykilpailijoiden kyky tehdä vastaavia investointeja on rajallinen. Ajan yli näemme hyvämaineisen LAPWALL LEKO-brändin kilpailuedun lähteitä muita hieman kestävämpänä, Automaatioon ja ympäristöystävällisyyteen muutkin pelurit pystyisivät panostamaan helpommin, jos ne saisivat hankittua riittäviä resursseja, eikä LAPWALL LEKO ole ajan yli täysin suojassa oleva kilpailuetu muun muassa kopiointiriskien takia. Varsinaisia kilpailuhaittoja emme yhtiöllä enää näe kotimaan kilpailussa olevan, sillä 2010-luvun jälkimmäisen puoliskon strategia

epäonnistumisesta seuranneet rasitteet yhtiö on pystynyt sekä kustannusrakenteen että taseen puolelta siivoamaan pois täysimääräisesti jo ennen listautumista. Kansainvälisillä markkinoilla yhtiön todennäköisesti rajallinen tunnettuus olisi toki alkuun haaste.

Yritysosot

LapWall mainitsee strategiassaan, että myös yritysostot kuuluvat strategiaan. Arviomme mukaan tämän on korostunut etenkin korkojen noususta johtuneesta asuntomarkkinasyklin viime aikojen heikentymisestä. Mielestämme oven avaaminen isommalleen on loogista. Yhtiöllä on taustallaan myös hyvin onnistunut Metsä Groupin Pälkäneen projektiliiketoiminnan osto vuodelta 2017 sekä Termaterin liiketoimintakauppa alkuvuodesta 2022. Lisäksi tuore KW-Component liiketoimintakauppa, jota käymme läpi tarkemmin myöhemmin tässä kappaleessa, vaikuttaa mielestämme lupaavalta.

Arviomme mukaan LapWallin on saanut yritysjärjestelyillä hankittua uusia tuotteita ja laajennettua asiakaskuntaansa. Jotta yhtiön kannattaisi allokoida pääomansa yritysostoihin orgaanisen kasvun sijaan Suomessa, tulisi yritysostoteesien mielestämme olla samankaltaiset. Tämän tyyppisiä taskuja markkinoilla on rajallisesti LapWallin nykyinen valikoima ja asiakaskunta huomioiden. Sen sijaan pelkkä markkinan konsolidointi yritysostoilla ei ole arviomme mukaan vaihtoehto, sillä jokaisen kaupan mukana yhtiölle tulisi uusi (ja usein pieni) tehdas ja kannattavuuden saavuttamiseksi

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/4

tehtaiden volyymin on oltava riittävän iso. Näin ollen aggressiivinen konsolidointi toimisi LapWallin tapauksessa melko varmasti vain paperilla, vaikka markkinan hajanaisen rakenteen ja toimialan heikon kannattavuuden takia edullisia ostokohteita voisinkin olla runsaasti tarjolla seinäelementtisegmentissä etenkin nyt heikossa suhdanteessa.

LapWall hankkii liiketoimintakaupalla kilpailijansa KW-Componentin elementtiliiketoiminnat

LapWall tiedotti toukokuussa, että yhtiö ja KW-Component Oy ovat allekirjoittaneet sopimuksen, jossa KW-Componentin elementtiliiketoiminta siirtyy LapWallin omistukseen liiketoimintakaupalla. Osana kokonaisuutta LapWall ja Kastelli-talot solmivat pitkäaikaisen puitesopimuksen puuelementtitoimituksista. LapWallin tiedote on luettavissa kokonaisuutena [täältä](#).

Liiketoimintakaupan täytäntöönpanon odotetaan tapahtuvan 31.5.2023. Liiketoiminnan kauppahinta on 4,2 MEUR ja se maksetaan puoliiksi kaupanteon yhteydessä maksettavalla käteisvastikkeella ja toinen puoli myöhemmin kahdessa erässä 29.6.2023 ja 30.11.2023 maksettavilla LapWallin osakkeilla. Osakkeet suunnataan osakeantina myyjälle. Liiketoimintakaupassa ostajalle siirtyviä varoja ovat liiketoiminnan keskeinen konekanta ja nykyliiketoiminnan mukaista tasoa vastaava vaihto-omaisuus. Velkoja tai saatavia järjestelyssä ei siirry.

KW-Componentin tuotevalikoimaan kuuluu puurunkoisten seinäelementtien lisäksi tilaelementtituotantoon perustuvaa teollista puukerrostalorakentamista, jotka eivät kuulu

kauppaan. Kaupan kohteena olevien puurunkoisten seinäelementtien liiketoiminnan volyymi on ollut viime vuosina 10–15 MEUR ja käyttökatemarginaali 6–18 %. Tästä volyyymista on toimitettu Kastelli-taloille noin 70–80 % ja projektiasiakkaille noin 20–30 %. Tänä vuonna pientalomarkkina on supistunut voimakkaasti ja koko vuoden 2023 liikevaihtoonnuste ostettavalle liiketoiminnalle on noin 4–5 MEUR.

LapWall solmi myös toimitussopimuksen Kastelli-talojen kanssa osana järjestelyä

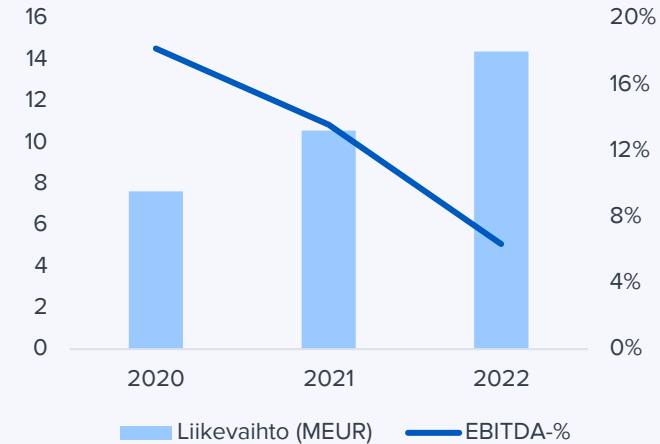
Liiketoimintakaupan yhteydessä LapWall ja Kastelli-talot allekirjoittivat puuelementtien toimitussopimuksen, joka on voimassa vuoden 2028 loppuun asti. Sopimukseen sisältyy 5 vuoden jatko-optio.

Kastelli-talot on suomalainen pientalovalmistaja, joka suunnittelee, valmistaa ja toteuttaa talopaketteja, muuttovalmiita omakotitaloja sekä huviloita. Kastelli-talojen lisäksi Kastelli Groupiin kuuluu mm. asunto-osakeyhtiömuotoiseen aluerakentamiseen erikoistunut Easyin.

Yritysjärjestelyn arvonluonti tulee arviomme mukaan etenkin Kastelli-sopimuksen kautta

Arviomme mukaan KW-Componentin elementtiliiketoiminta on suomalaisista verrokeista parempaa päätä niin viime vuosien kasvun kuin kannattavuudenkin osalta, mutta kannattavaa KW-Componentin vuosien voimakas 2020-2022 kasvu ei ole ollut. Lähtökohtaisesti emme usko viime vuosien kate- ja kulurakenteen tiettyjen haasteiden olevan kuitenkaan rakenteellisia.

KW-Component Oy elementtiliiketoiminta



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/4

Vallitsevassa heikossa asuntomarkkinoiden suhdanteessa LapWallin seinäelementteihin keskittyneellä Pyhännän tehtaalla on runsaasti vapaata kapasiteettia. Arviomme mukaan Pyhännän tehtaalle on myös kohtuullisilla investoinneilla hankittavissa kapasiteettia normaaliinkin kysyntätilanteeseen riittävä määrä. Näin ollen emme usko LapWallin havitelleen varsinaisesti KW-Componentin Raahan tehtaan kapasiteettia, vaan järjestelyn olennaisiin osiin on KW-Componentin suurimman asiakkaan (ja osamistajan) eli Kastelli-talojen kanssa solmittu pitkäaikainen toimitussopimus. Sopimuksen myötä Kastelli-taloista tulee arviomme mukaan heti yksi LapWallin suurimpia asiakkaita ja normaalissa suhdanteessa suurin asiakas. Siten sopimus on näkemyksemme mukaan strategisesti merkittävä LapWallille. Lisäksi muut pienet projektiasiakkaat nostavat LapWallin markkinaosuutta seinäelementtisegmentistä. Järjestelyn mahdollisia kustannussynergioita LapWall ei tiedotteessa avannut ja arviomme mukaan ne riippuvat etenkin tuotannollisista järjestelyistä.

Kauppahinta on matala, kunhan pientalorakentamisen suhdanne toipuu

KW Componentilta ostetun liiketoiminnan kauppahinta vastaa kuluvan vuoden hyvin alhaisesta liikevaihtoennusteesta laskettuna noin 0,8x-1,0x EV/S-kerrointa, mikä on LapWallin oman kertoimen tasolla tai hieman sitä alempi. Tästä näkökulmasta kauppahinta on mielestämme kohtuullinen. Kuluvan vuoden tulokertoimen

arviomme olevan negatiivinen, sillä liikevaihdon odotettu laskuvauhti huomioiden ostetun liiketoiminnan numerot ovat arviomme mukaan vaikea pitää plussalla tänä vuonna. Vuosien 2020-2022 keskimääräistä käyttökatteesta laskettuna kauppahinta vastaisi matalaa 3,3x EV/EBITDA-kerrointa, mikä kuvaa järjestelyn hyvää arvonluontipotentiaalia suhdanteen parantuessa jo ilman synergioita. Normaalisissa pientalosuhdanteissa Kastelli-asiakkuus tuo LapWallille myös kohtuullisen ennustettavan karkeasti 10 MEUR:n liikevaihtokuorman. Tästä liikevaihtomassasta saatavan katteen nettonykyarvo riittää arviomme mukaan perusteella kauppahinnan kokonaan, mikä toki edellyttää, että rakennussuhdanne elpyy ja yhteistyöstä tulee pitkäaikainen. Syngiat luonnollisesti laskisivat kertoimia ja lisääisivät arvonluontipotentiaalia edelleen.

Todelliseen kauppahintaan liittyy kuitenkin vielä mielestämme epävarmuutta, sillä tiedotteen perusteella järjestelyn osakekomponentin hintaa ei ole lukittu, vaan vastikkeena myyjille suunnattavien osakkeiden määrä riippuu LapWallin osakkeen kurssitasosta kesäkuun ja marraskuun lopussa. Tämä on mielestämme hieman epätavanomaista, mutta osakekomponentin pienehkö osuus huomioiden (noin 4 % keskiviikon markkina-arvosta) riskit ovat molempiin suuntiin melko rajatut. Muutenkaan emme pidä osakkeen käyttöä maksuvälineenä täysin optimaalisena osakkeen arvostustaso sekä erittäin vahva tase (2022 lopussa nettovelkaantumisaste -35 %) huomioiden.

Valitulla mallilla LapWallille jää toki järjestelystä huolimatta vahvat puskurit suhdanneriskejä vastaan sekä tulivoimaa kasvustrategian toteuttamiseen jatkossakin eikä osakesarjan laimennuskaan ole kohtuuttoman iso.

Kokonaisuus vaikuttaa mielestämme erittäin hyvältä LapWallin kannalta

Kokonaisuutena järjestelyt vaikuttavat mielestämme LapWallin kannalta erittäin hyviltä, kun huomioidaan 1) normaalissa suhdanteessa merkittävä Kastelli-asiakkuus 2) normaaliin suhdanteeseen peilattuna maltillinen arvostus 3) parhaimmillaan tuntuva synergiapotentiaali. Arvonluonnin mittakaava tulee kuitenkin riippumaan pientalorakentamisen suhdanteen toipumisen aikataulusta ja mittakaavasta sekä syngioista, joihin molempiin liittyy vielä myös epävarmuutta etenkin lyhyellä tähtäimellä.

Strategia



Aggressiivinen markkinan valtaus

- Yhtiön perustaminen vuonna 2011 ja orgaaninen kasvu Suomessa (ml. Pyhännän tehtaan laajennus)
- Metsä Woodin projektiliiketoiminnan ja elementtivalmistuksen osto Pälkäneellä
- Laajentuminen Ruotsiin vuosikymmenen 2010-lucun puolivälissä ensin vientikaupalla ja myöhemmin omalla tytäryhtiöllä
- Matala kannattavuus ja ajautuminen ongelmiin epäonnistuneen kansainvälistymisen takia

Strategian Must Win Battles

Toteutunut

- Keskittyminen ydinliiketoimintaan eli tiukasti konseptoituu elementtien valmistukseen ja asennukseen
- Taloudellisen aseman vakauttaminen vuosien 2017-2018 ongelmien jälkeen
- Tuottavuuden parantaminen kannattavuuden nostaminen kilpailukentän selvästi korkeimmalle tasolle
- Termaterin haltuunotto ja synergioiden (ml. osto) realisointi

Liiketoiminnan tervehdyttäminen

- Keskittyminen elementtivalmistukseen
- Ruotsin tytäryhtiön ajaminen konkurssiin
- Tehostustoimet ja kannattavuuden parantaminen organisaation kaikissa osissa
- Taseen siivoaminen alaskirjauksilla
- Koronakriisiin sopeutuminen ja markkinan piristyminen
- Markkina-aseman ja tuotetarjoaman vahvistaminen Termater-liiketoimintakaupalla

Lähitulevaisuus 1-2v

- Marginaalien puolustaminen mahdollisesti osin inflatorisessa ja hidastuvan kysynnän ympäristössä
- Kapasiteettia ja tehokkuutta tukevan investointiohjelman aloittaminen
- Keskittyminen Suomen markkinaan ja harkitut vientitoimitukset Ruotsiin
- Markkinaosuuden kasvattaminen kaikissa tuoteryhmissä
- KW-Components liiketoimintakaupan haltuunotto ja synergioiden tulostamminen

Orgaaninen kasvu

- Orgaaninen kasvu markkinan mukana ja markkinaosuuden voittaminen
- Investoinnit nykytehtaiden tehokkuuden parantamiseen (automaatio) ja kapasiteetin nostoon
- Yksikerrosseinäelementtimarkkinassa markkinaosuuden selvä kasvattaminen
- Suhdannevaihteluihin sopeutuminen
- Harkitut yritysjärjestelyt asiakaspohjan laajentamiseksi

Seuraavat 5 vuotta

- Tehdasvetoisuuden ja elementointiasteen lisääminen rakentamisessa
- Kapasiteettia ja tehokkuutta tukevan investointiohjelman toteuttaminen
- Markkinaa nopeampi orgaaninen kasvu
- Jatkuva kilpailukyvyyn ylläpito muun muassa tuottavuuden ja automaation kehityksen kautta
- Elementtituotannon kansainvälistämisen harkitseminen
- Nousujohteinen pääomien palauttaminen omistajille

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 4/4

Taloudelliset tavoitteet

LapWallin taloudelliset tavoitteet ovat seuraavat:

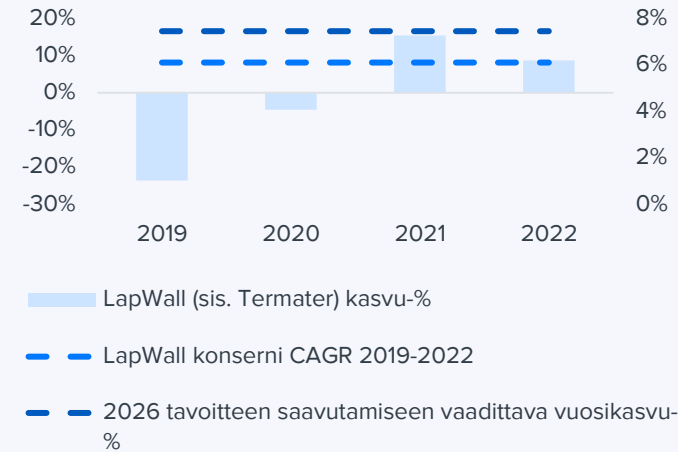
- 70 MEUR:n liikevaihto vuoden 2026 loppuun mennessä. Kasvutavoite on tarkoitus saavuttaa pääosin organisaation kasvulla, mutta myös yritysostot ovat mahdollisia
- Keskipitkällä aikavälillä 12-15 %:n liikevoittomarginaalin ylläpitäminen liikearvopoistoilla oikaistuna (oik. EBIT-%)
- Osingonjako on 30-50 % tilikauden tuloksesta, mutta investoinnit, näkymät ja tuloskehitys huomioidaan osingonjaosta päätettäessä.

Kasvutavoitteen saavuttaminen vaatii puhtaasti organisaation kasvun saavuttamista vuoden 2022 liikevaihdosta laskettuna seuraavan neljän vuoden aikana. Arviomme mukaan tämä on karkeasti tuplat odotettuun keskimääräiseen markkinakasvuun verrattuna, mutta LapWallin kilpailuedut huomioiden emme pidä markkinaosuuden napsimista lainkaan mahdottomana. Kuluvalle vuodelle kasvun osalta näkymä on kuitenkin Q1:n ja tilauskannan kehityksen valossa negatiivinen, joten tosiasiallisesti rima lähivuosien kasvun suhteen on ylempänä. Rakennusalan syklisen luonteen takia kasvu ei välttämättä ole tasaista vaan yksittäisen vuoden kasvuun vaikuttaa sekä suhdanne että yhtiön käytössä oleva kapasiteetti. Näin ollen nolla- ja miinuskasvun sekä vastaavasti kaksinumeroisten kasvuvauhdinkin vuodet ovat yhtiölle lähitulevaisuudessa jopa todennäköisiä.

Kannattavuustavoitteensa LapWall jopa ylitti viime vuonna suotuisassa suhdanteessa. Pidempää aikasarjaa tarkastellessa yhtiö ei ole päässyt tavoitteeseensa. Rakennussektorin tuote-yhtiöiden liiketoimintadynamiikka, LapWallin kilpailun paikallinen luonne ja yhtiön viime vuosina parantunut kilpailukyky huomioiden pidämme tavoitteiden tasoista kannattavuustason ylläpitämistä kuitenkin yhtiölle realistisena pidemmässä juoksussa. Arviomme mukaan tavoitetason saavuttaminen olisi hyvä suoritus yhtiöltä, sillä tällä kannattavuustasolla ja tyypillisellä taserakenteella sijoitetun pääoman tuotto ylittäisi merkittävästi pääoman kustannuksen (ts. yhtiö pystyisi luomaan selkeästi taloudellista lisäarvoa).

Osinkopolitiikka on mielestämme First North -yhtiölle hyvin tyypillinen, sillä pääomia halutaan lähtökohtaisesti allokoitua myös liiketoiminnan kasvattamiseen. Yhtiön organisaation kasvun jatkamiseen vaadittavat pääomatarpeet, negatiivinen käyttöpääoma, listautumisannin ja vahvan tulosvuoden 2022 jälkeinen erittäin vahva tase huomioiden näemme jakosuhtetavoitteen hyvin realistisena, kunhan tuloskunto ei petä merkittävästi. Yhtiö voi parhaimmillaan tarjota sijoittajille tasapainoisen yhdistelmän kasvua ja kohtuullista osinkoa, mikäli suurempia yritysjärjestelyitä ei tehdä. Lähtökohtaisesti arviomme LapWallin pyrkivän osingon jaossaan tiettyyn vakauteen, mikä voi syklisellä yhtiöllä heiluttaa jakosuhdetta yksittäisinä vuosina, vaikka tätä ei yhtiön politiikassa olekaan suoranaisesti mainittu.

LapWall ja kasvutavoitteet



LapWall ja kannattavuustavoitteet



Markkinat ja kilpailu 1/4

Puu kilpailee teräksen ja betonin kanssa

Kokonaisuutena Suomen rakennusmateriaalimarkkina on miljardiluokassa, sillä esimerkiksi koko uudisrakentamisen arvo Suomessa vuonna 2022 reilut 14 miljardia euroa. Markkinalla puun sijaan päämateriaaleja ovat toistaiseksi teräs ja betoni, sillä Ympäristöministeriön mukaan puun markkinaosuus Suomen rakentamisesta on kokonaisuutena vasta 40 %. Tämä sisältää elementtien lisäksi myös muut puurakentamisen tavat, kun ”pitkästä tavarasta” rakentamisen ja puutuotteiden käytön osana muita päämateriaaleja. Euroopassa puurakentamisen osuus on vain 4 %, mikä kuvaa puun piilevää kansainvälistä potentiaalia.

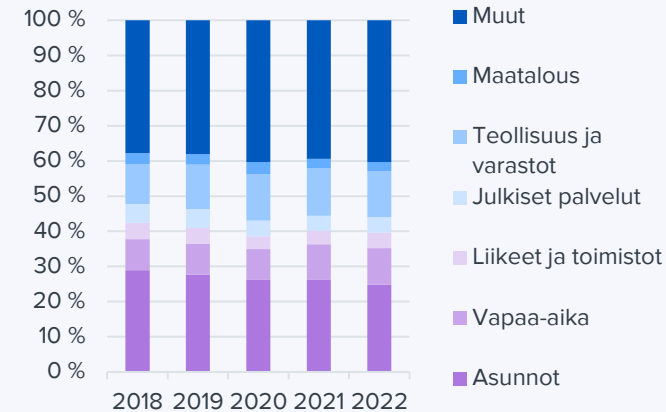
Teräksen ja betonin etuja materiaaleina ovat halpa yksikköhinta, vakiintuneiden rakennustapojen muotoutuminen näiden materiaalien laajan käytön varaan sekä tietty helppokäyttöisyys esimerkiksi asennettavuuden ja palomääräysten osalta. Vastaavasti heikkouksia ovat tuotannon korkeat päästöt eivätkä rakentamisen kokonaiskustannuksetkaan ole näillä materiaaleilla välttämättä niin alhaiset kuin yksikkökustannukset antaisivat ymmärtää. Puun ja puuelementtien vahvuuksia ovat vastaavasti ympäristöystävällisyys (ml. hiilinegatiivisuus), hyvä soveltuvuus tuottavuutta ja laatua parantavaan teolliseen esivalmistukseen sekä parantunut hintakilpailukyky (ml. palomääräysten selkeytyminen). Puu- ja puuelementit soveltuvat myös hyvin hybridikonsepteihin, joissa runkomateriaali voi olla betoni ja teräs.

Puu vastaa hyvin rakentamisen trendeihin

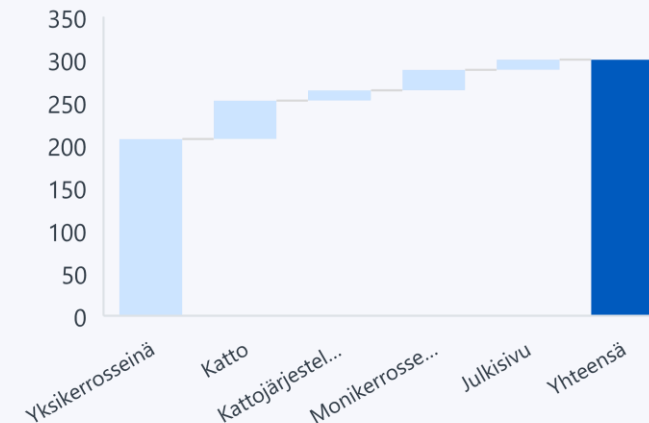
Arviomme mukaan rakennusmarkkinalla keskisimpiä trendejä lähivuosina ovat ilmastonmuutos, tuottavuuden parantaminen ja kaupungistuminen. Kaupungistuminen on pitkäaikainen globaali trendi, kun taas tuottavuuden parantaminen on ollut suomalaisten rakennusyhtiöiden agendalla jo pitkään alan hyvin vaatimattoman kannattavuuskehityksen takia. Näihin trendeihin LapWall on asemoitunut mielestämme hyvin, sillä yhtiöllä on liiketoimintaa Suomen kasvukeskuksissa, yhtiön tuotteet tehdään tuottavuuden ja laadun parantamisen mahdollistavassa teollisessa esivalmistuksessa ja hiilinegatiivisina puuelementtiratkaisut tukevat myös kestävästä kehitystä. Puuelementtien osuus kaupungistumisen kannalta tärkeissä korkeissa rakennuksissa ei kuitenkaan ole optimaalinen.

LapWallin johdon arvion mukaan LapWallille relevantti puuelementtimarkkina on Suomessa kooltaan yhteensä noin 300 MEUR. Markkinakoosta pääosan arviolta noin 70 % kattavat yksikerroksisten rakennusten seinäelementit, mikä johtuu puun jo korkeasta markkinaosuudesta pientalorakentamisessa. Monikerrosseinäelementit ovat vielä pieni markkina arviolta vain noin 20-25 MEUR:n markkinakoolla, sillä puuta käytetään korkeissa rakennuksissa vielä vähän, kun taas niissä markkinaa dominoivat teräs ja betoni. Arviomme mukaan kattoelementtien markkina on noin 40-45 MEUR:n markkina ja kattoelementtijärjestelmien noin 10 MEUR:n markkina ja nämä muodostavat yhdessä noin viidenneksen Suomen koko elementtimarkkinasta. Julkisivuelementit ovat pieni

Aloitettut rakennushankkeet Suomessa



Elementtimarkkinan jakautuminen (MEUR)



Lähde: RT, LapWall, Inderes, Tilastokeskus
Inderesin arvio LapWallin 2022 tilinpäätökseen perustuen

Markkinat ja kilpailu 2/4

noin 12 MEUR:n markkina Suomessa toistaiseksi.

Pitkän ajan markkinakasvuolettama on rajallinen ja lyhyellä tähtämellä suhdanne on heikko

Koko elementtimarkkinan kasvun taustalla on rakennusvolyymi etenkin uudisrakentamisen osalta ja näin ollen koko eristemarkkinan pitkän ajan kasvun voi ajatella peilaavan rakentamisen kasvua. Rakentamisen kasvunäkymät ovat Suomessa hidasta pitkän ajan BKT-kasvun olettamaa peilaten arviomme mukaan maltillisella noin 1,5-2 %:n tasolla. Vuositason vaihtelu voi olla kuitenkin syklisellä alalla huomattavaa.

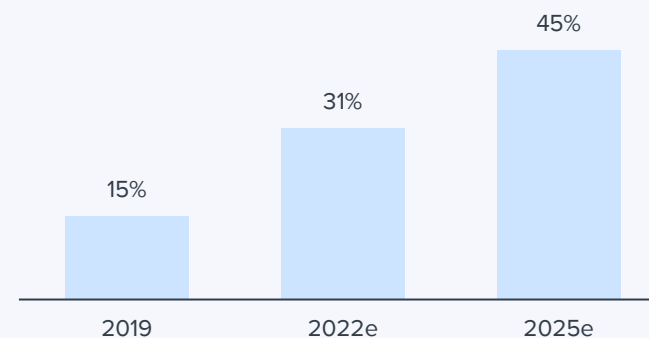
Rakentamisen tutkimusyhtiö Foreconin mukaan asuntorakentamisen määrän ennustetaan putoavan vuonna 2023 noin 14 %. Vuonna 2023 asuntorakentamisen määrän odotetaan laskevan 6 % lisää. Koko rakentamisen odotetaan vähenevän noin 4-5 % vuonna 2023 ja yli 2 % vuonna 2024. Rakennusteollisuus RT puolestaan ennustaa kevään 2023 katsauksessaan koko rakentamisen määrän putoavan tänä vuonna 3,5 %:lla ja polkevan paikallaan ensi vuonna. Valtiovarainministeriön johtama rakennusalan suhdanneryhmä ennustaa asuntoaloituskien olevan vuonna 2023 noin 33 000 – 34 000 kpl ja vuonna 2024 niiden ennustetaan olevan 31 000 – 33 000 kpl. Teollisuuden investoinnit ja toimitilarakentamisen näkymät ovat muuttuneet vuoden alussa positiivisemmiksi ja niille ennakoidaan nykyisen suuruista tasoa vuodelle 2023. Teollisuusrakentamiselle vuosi 2022 oli huippuvuosi tuotannon määrän kasvulla mitattuna. VM:n mukaan toimitilarakentaminen kannattelee uudisrakentamista tänä vuonna, ja korjausrakentamisen odotukset ovat kohtuullisella

tasolla. EK:n tammikuussa 2023 julkaistun investointiedustelun mukaan teollisuuden kiinteiden investointien ennakoidaan kasvavan tänä vuonna 8 %. Kokonaisuudessaan VM arvioi rakentamisen vähenevän vuonna 2023 3-4 % ja lasku jatkuu todennäköisesti edelleen vuonna 2024 (-1 %). Kustannusten nousuvauhdin odotetaan puolestaan hidastuvan.

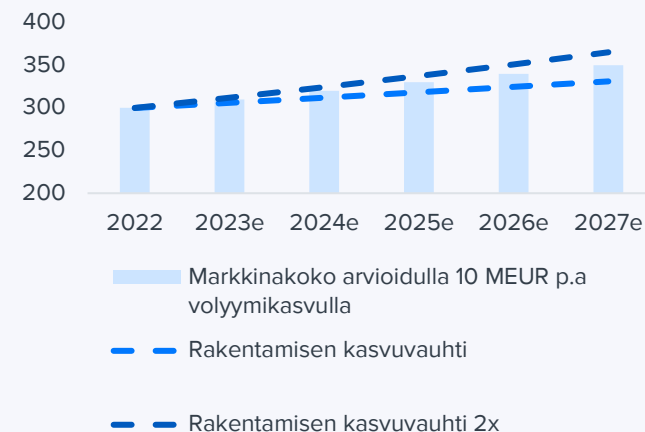
Mainion vuoden 2022 jälkeen lyhyellä aikavälillä näkymät eivät tietenkään ole kovin positiiviset LapWallinkaan kannalta asuntorakentamisen heikkojen näkymien takia. Pidemmällä perspektiivillä LapWallin olisi mielestämme tärkeä päästä paremmin sisään suurelle kerrostalojen markkinalle joko suorien puukerrostalojen tai hybridirakentamisen lisääntymisen kautta sekä kasvattaa markkinaosuutta pientalovetoisessa seinäelementtisegmentissä. Jälkimmäiseen tekijään Kastelli-sopimus toki antaa jo vauhtia.

Odotamme puun ja elementtien markkinaosuuden jatkavan kasvuaan rakentamisesta muun muassa sääntelyn ja rakennustekniikan kehittymisen (ml. tuottavuuden parantaminen) ajamana arviomme mukaan elementtimarkkinan kasvupotentiaali voisi olla karkeasti tuplat suhteessa koko rakentamisen volyymin pitkän ajan kasvuun peilattuna eli noin 3-4 % vuodessa. Käytännössä tämä tarkoittaisi noin 10 MEUR:n vuotuisia kasvupotentiaalia Suomen puuelementtimarkkinoille, mikä arviomme mukaan vastaa melko hyvin viimeisen 5-10 vuoden kasvun keskimääräistä toteumaa. Näin ollen LapWallin kasvunäkymä on markkinan mukana kohtuullinen, mutta kasvuyhtiöprofiiliin saavuttamiseksi yhtiön pitää jatkaa markkinaosuuden voittamista myös muilta alan pelureilta.

Ympäristöministeriön tavoite: Puurakentamisen markkinaosuus julkisesta rakentamisesta Suomessa



Markkinan arvioitu kehitys (MEUR)



Markkinat ja kilpailu 3/4

Ympäristötrendien nousu tukee puumateriaaleja

Ympäristöministeriön tavoitteena on ollut julkisessa rakentamisessa puunrakentamisen osuuden nostaminen vuoden 2019 15 %:sta 45 %:iin vuoden 2025 loppuun mennessä, mikä edellyttäisi arviomme mukaan merkittävästi aiemmin mainitsemaamme arvioitua kasvuvauhtia nopeampaa vuosikasvua puuelementtimarkkinalla. Pidämme Ympäristöministeriön tavoitetta kunnianhimoisena emmekä nojaa markkinakasvun odotustemme sen varaan, mutta tavoite kuvaa ympäristötekijöistä rakentamisen materiaalivalintoihin ja siten puurakentamisen markkinakasvuun kumpuavaa muospainetta. Vastaavaa painetta syntyy myös useiden rakennusliikkeiden strategioista (taustalla regulaation lisäksi myös kuluttajien vaatimukset), joissa lähes kaikissa mainitaan tavoitteeksi päästöjen alentaminen. Tähän puurakentaminen on hiilinegatiivisuutensa takia oiva vaihtoehto. Rakentamisen on arvioitu tuottavan jopa 30 % globaaleista hiilidioksidipäästöistä, joten materiaalivalinnat ovat iso päästölähde ja samalla valintojen muutoksilla on ilmaston muutoksen kokonaisuudenkin kannalta merkitystä.

Yhtiön markkinaosuus on reilut 20 % Suomessa

LapWallin markkinaosuus on seinäelementeissä karkeasti 15 %:n tasolla. Näin ollen seinäelementtipuolella markkinaosuuden kasvattamiselle selvästi markkinaa nopeammin ei pitäisi olla esteitä, kunhan kilpailukyky on kunnossa. Kattoelementeissä LapWallin markkinaosuus on sen sijaan yli 70 %. Tämä markkinaosuus pakottaa luonnollisesti kasvun markkinakasvun tasolle, mutta sen vastineeksi markkina-asema ja hinnoitteluvoima on

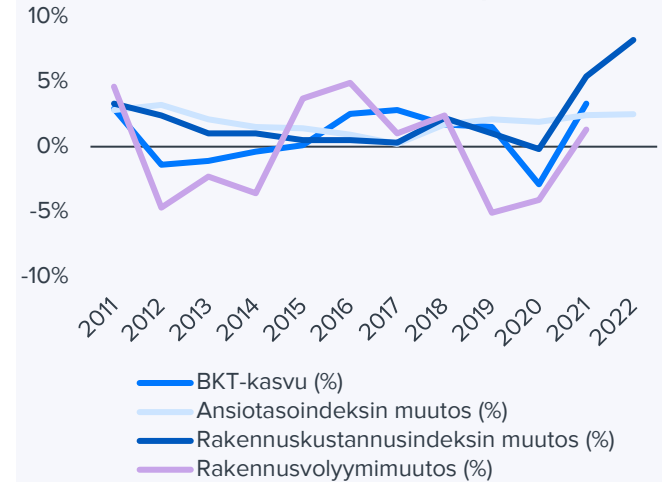
erinomaisia, minkä pitäisi tukea kannattavuuden muodostumista. Kattoelementtijärjestelmissä LapWallin markkinaosuus on 30 %:n luokassa, mikä on myös hyvä taso. Koko Suomen puuelementtimarkkinasta LapWallin markkinaosuus on reilut 20 % KW Components liiketoimintakaupan jälkeen ja tällä markkinaosuudella LapWall on Suomessa elementtimarkkinoiden markkinajohtaja.

Näin ollen kokonaisuutena markkinaosuuden nousupotentiaali painottuu suurelta osin seinäelementtipuolelle, jossa arvioimme yhtiöllä olevan pitkässä juoksussa rahkeita noin 30 %:n markkinaosuuteen Suomessa ennen kasvuvauhdin taittumista markkinakasvun tasolle. Näin ollen LapWall pystyisi helposti ylittämään vuodelle 2026 asetetun 70 MEUR:n Suomen markkinan asettamien rajojen puitteissa, mutta markkinaosuuden voittaminen vaatii toki vahvaa strategian toteutusta ja kilpailukykyä.

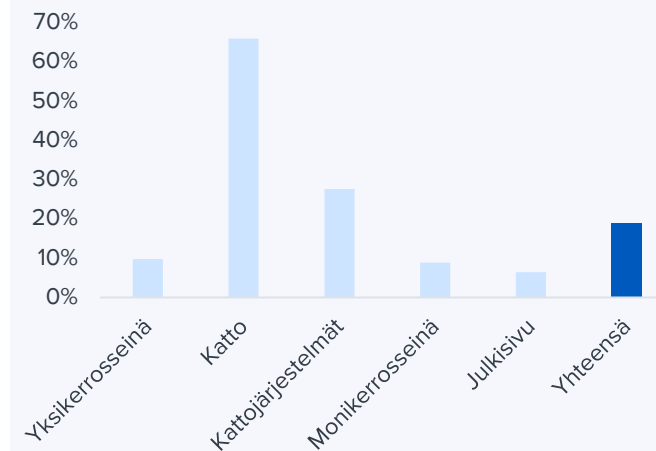
Suoraa kilpailua tulee kahdelta rintamalta

Kuten todettua, LapWall on markkinajohtaja ja sektorin selvästi suurin peluri. Kokonaisuutena kilpailukenttä on hyvin hajanainen ja vaikeasti tulkittava, sillä alalla on paljon pieniä pelureita ja rakennusliikkeillä sekä talotehtailla (esim. Sikla, Jukka-talot, Sievi-talot) on useissa tapauksissa omaakin elementtituotantoa. Kokonaisuutena LapWallin kohtaama suora kilpailu tulee näistä kolmesta lähteestä, minkä lisäksi kokonaan muut materiaali- ja rakennustapavalinnat ovat tietenkin merkittäviä epäsuoria kilpailijoita. Keskitymme tässä kappaleessa kuitenkin suoraan kilpailuun, sillä sivusimme puuelementtien ja muiden materiaalien kilpailuasetelmia jo aiemmin.

Rakentamisen suhdanneparametrit



LapWallin markkinaosuus 2021



Markkinat ja kilpailu 4/4

Kilpailuasetelmien arvioimista vaikeuttaa oleellisesti rakentajien ja talotehtaiden oma tuotanto, jonka volyyymiä ja liikevaihtoa yhtiöiden ulkopuolelta on lähes mahdotonta arvioida. Suuremmista rakennusliikkeistä ainakin Lehdolla ja YIT:llä on ollut omaa puuelementtituotantoa, mutta erityisen innostuneita rakentajat eivät ole olleet pääomiaan puuelementtitehtaisiin sitomaan Lehtoa lukuun ottamatta. Lehdon tehtaiden volyymien arviomme pudonneen selvästi yhtiön ongelmien takia ja Lehdon elementtitehtaat ovat luultavasti myös myynnissä. Talotehtailla oman elementtituotannon pystyttäminen on ollut yleisempää ja arviomme mukaan rakentajien ja talotehtaiden oma elementtituotanto kattaa yli puolet kokonaismarkkinasta etenkin matalissa rakennuksissa. Varsinaisia elementtitehtaita löytyy myös lukumääräisesti suuri määrä Suomesta ja nämä ovat keskimäärin pienehköjä pk-yrityksiä.

Käsityksemme mukaan LapWallin lisäksi yksikään toimija ei tee ulkoisella elementtimyynnillä yli 10 MEUR:n liikevaihtoa Suomessa. LapWallin merkittävimpiä suoria kilpailijoita ovat KW-Component, Seikat, SP-Elementit. Lisäksi Suomesta löytyy lukuisia vielä pienempiä ja hyvin paikallisia toimijoita. Ulkomaista kilpailua LapWall ei käytännössä kohtaa, sillä elementtejä on kallista ja vaikeaa kuljettaa kauas.

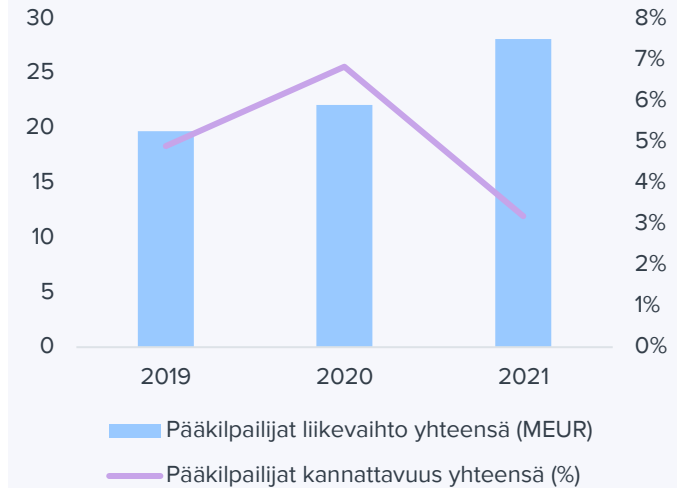
Yhtiön pitäisi pystyä olemaan kilpailukentän selvästi kannattavin peluri

Kokonaisuutena suomalaisten puuelementtituottajien kannattavuus on arviomme mukaan heikko, sillä LapWallin suorat kilpailijat näyttävät tekevän niukasti positiivista liikevoittoa eikä heikkenevä suhdanne helpota kilpailijoiden

asemaa. Arviomme mukaan suorat kilpailijat ovat liiketoiminnan kokoluokkansa ja kannattavuutensa valossa yksinkertaisesti liian pieniä panostamaan tehtaissa tarvittavaan automaatioon ja suunnitteluosaamiseen, joita tehokkuuden saavuttaminen vaatii. Lisäksi pienet elementtivalmistajat eivät ole uskottavia kumppaneita isoille rakennusliikkeille ainakaan suuriin projekteihin. Puuelementtitehtaiden roolia talotehtaiden ja rakentajien kannattavuuden muodostumisessa on vaikea arvioida, mutta emme usko niiden kannattavuuksien olevan erityisen korkeita alan yleiset kannattavuudet ja osin näiden tahojen ydinosaamisen ulkopuolella oleva liiketoiminta huomioiden. Siten pidämme LapWallin kilpailuasemaa markkinajohtajuuden sekä investointikyvyn perusteella erittäin hyvänä ja mielestämme yhtiön pitäisikin pystyä olemaan toimialan selkeä kannattavuusjohtaja.

Kilpailukentän heikon kannattavuuden valossa näemme mahdollisuuden, että kapasiteettia tulee poistumaan markkinoilta luontaisesti etenkin, jos nykyinen heikkenevä suhdanne pitkittyisi. Tästä on myös ensimmäisiä oireita näköpiirissä, sillä esimerkiksi Sikla-Elementit on hakeutunut yrityssaneeraukseen viime vuonna. Tarjonnan lasku taas voisi tukea jäljelle jäävien pelureiden kannattavuutta ja markkinaosuutta. Lisäksi vahvimmille pelureille avautuu mahdollisuuksia konsolidoida hajanaista markkinaa yritysjärjestelyillä, vaikka sinällään toimialan järjestelyiden teollinen logiikka ei mielestämme välttämättä vesitiivis kaikissa tapauksissa olekaan. LapWall tietenkin kuuluisi alan harvoihin potentiaalisiiin konsolidaattoreihin ainakin paperilla.

Pääkilpailijat yhteenlaskettuna



Oikaisu: Alkuperäisessä LapWallin aamulla 1.6 julkaistussa laajassa raportissa oli väärinymmärryksen takia virhe sivulla, jossa Sievi Element Oy:n väitettiin hakeutuneen yrityssaneeraukseen. Tieto on väärä ja se on korjattu. Inderes pahoittelee virhettä.

Lähde: Asiakastieto, sis. SP-Elementit, Sievi-Elementit, Seikat

Taloudellinen tilanne

Tase ei sisällä erikoisuuksia

LapWallin konsernitaseen varojen selvästi suurin erä on kiinteä omaisuus, jota yhtiöllä oli vuoden 2022 lopussa pitkäaikaisessa omaisuudessa 9,2 MEUR. Erä sisältää yhtiön tuotantolaitokset eli etenkin koneet ja laitteet sekä niihin liittyviä maa-alueita ja rakennuksia. Arviomme mukaan aineellisen omaisuuden arvo on helposti perusteltavissa emmekä näe siinä alaskirjaurisriskkejä. Pitkäaikaisessa omaisuudessa yhtiöllä oli lisäksi aineetonta omaisuutta 2,8 MEUR, mikä sisältää valtaosin FAS kirjanpidossa poistettavaa konserniliikearvoa. Muita tavallisia aineettomia omaisuuseriä (esim. it-infraan tehtyjä investointeja) on taseessa noin 0,4 MEUR:n arvosta. Emme näe myöskään aineettomassa omaisuudessa alaskirjaurisriskkejä.

Vaihtuvissa vastaavissa suurimmat erät ovat osin valmistavassa teollisuudessa operoivalle yhtiölle tyypillisesti käyttöpääomaerä eli myyntisaamisia ja varastoa. Vuoden 2022 lopussa näiden arvot olivat 3,2 MEUR ja 2,7 MEUR. Valmistavan teollisuuden yhtiölle poikkeuksellisesti LapWallin käyttöpääoma on ollut pääsääntöisesti lievästi negatiivinen ja yhtiön pystyy tiukan asiakasluottopolitiikan ja melko pitkien maksuaikojen takia rahoittamaan päivittäisen liiketoimintansa asiakasvaroillaan. Vuoden lopussa siirtosaamisia oli lisäksi 1,7 MEUR ja kassa oli 7,8 MEUR. Kassalle arviomme yhtiön saavan pientä 1-2 %:n korkotuottoa nykyisessä korkomarkkinassa.

LapWallin taseen loppusumma vuoden 2022 lopussa oli 28,2 MEUR:n. Mielestämme tase on kokonaisuutena varsin kevyt liiketoiminnan kokoluokkaan peilattuna, minkä taustalla on

tietenkin liiketoiminnan maltillinen pääomaintensiteetti ja negatiivinen käyttöpääoma.

Tase on hyvässä kunnossa

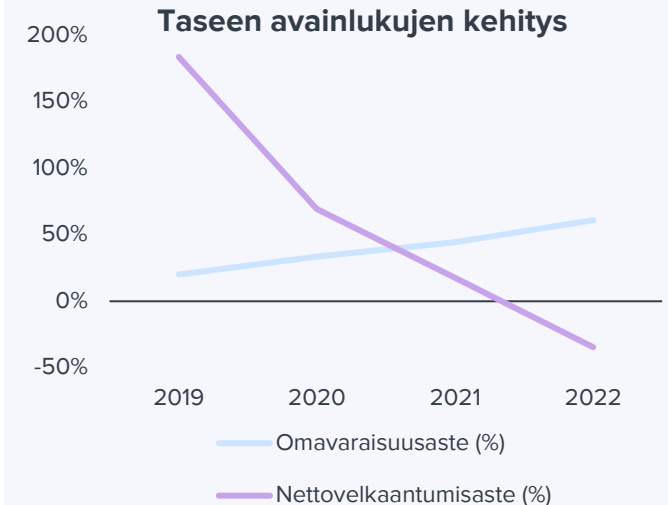
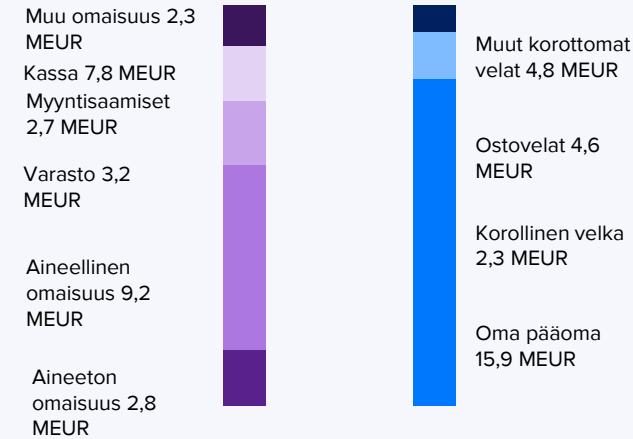
Taseessa vastattavien puolella LapWallin oma pääoma oli vuoden 2022 lopussa 15,9 MEUR. Korollista velkaa taseessa oli noin 2,3 MEUR, joten LapWallin rahoituskulut ovat pienet eikä korkojen nousukaan aiheuta rahoituskuluihin oleellisia nousupaineita. Lisäksi yhtiöllä oli ostovelkoja noin 4,6 MEUR ja muuta korotonta velkaa 4,8 MEUR. Muista korottomista veloista siirtovelat olivat 2,4 MEUR ja asiakkailta saadut ennakot noin 2,2 MEUR. Siten tase on vastattavien puolelta selkeä.

LapWallin omavaraisuusaste oli vuoden lopussa 61 % ja nettovelkaantumisaste -35 %. Siten yhtiön taloudellinen asema on mielestämme erittäin vahva, mikä antaa vahvat puskurit heikompaankin suhdanteeseen. Lisäksi tulorahoituksella pystytään arviomme mukaan kattamaan tuntuva osa kasvuihastoinneista, kunhan tulokunto ei romahda. Näkemyksemme mukaan LapWall voisi varsinaisesti tarvita ulkoista rahoitusta vain suurempiin yritysjärjestelyihin. Vahvan taseensa ansiosta pystyy myös maksamaan sijoittajille osinkopolitiikansa mukaisesti hyvää osinkoa, mikäli pääomille ei löydy kasvuihastointikohteita.

KW-Component ei muuta taseasemaa oleellisesti

Arviomme mukaan KW Component –järjestely kasvattaa taseessa etenkin konserniliikearvon määrää vajaalla 4 MEUR:lla. Osake- ja käteiskomponentteihin noin tasasuhteilla perustuvan rahoitusmallin takia LapWallin taloudellinen asema ei järjestelyn takia juuri muutu.

Tase vuoden 2022 lopussa



Ennusteet 1/4

Ennustemalli

Ennustamme LapWallin liikevaihdon kehitystä lyhyellä ja keskipitkällä tähtäimellä yhtiön arvioidun tilauskannan sekä arvioidun markkinakasvun ja markkinaosuuksien muutoksen kautta. LapWallin tulosta ennustamme lyhyellä ja keskipitkällä tähtäimellä mallintamalla yhtiön myyntikatetta ja kiinteän kulurakenteen kehitystä. Pitkän aikavälin ennusteemme pohjautuvat arvioituun markkinakasvuun sekä konsernille arvioimaamme pitkän ajan normalisoituun marginaalipotentialiin ja historiallisiin kannattavuuden toteumiin.

Ennusteemme sisältävät KW-Component liiketoimintakaupan järjestelyn toteutumisesta eli 31.5.2023 alkaen.

Vertailuluvut jäivät Q1:llä kauas suhdannekäänteen edettyä

LapWallin lähtökohdat kuluvaan vuoteen eivät olleet parhaat mahdolliset, sillä yhtiö myi jo Q2'22-Q4'22:lla vähemmän kuin toimitti ja näin ollen vuoteen lähdeettäessä tilauskanta oli 17 % vertailukautta alemana 15,6 MEUR:ssa. Syynä tilauskannan kehitykselle oli etenkin asuntorakentamisen jo vuoden 2022 aikana laskuun kääntynyt seinäelementtimarkkina. Asuntorakentamisen heikentymisen juurisyyt ovat korkojen nousussa ja kuluttajaluottamuksen putoamisessa. Sen sijaan kattoelementeissä lähtökohdat vuoteen 2023 olivat selvästi paremmat.

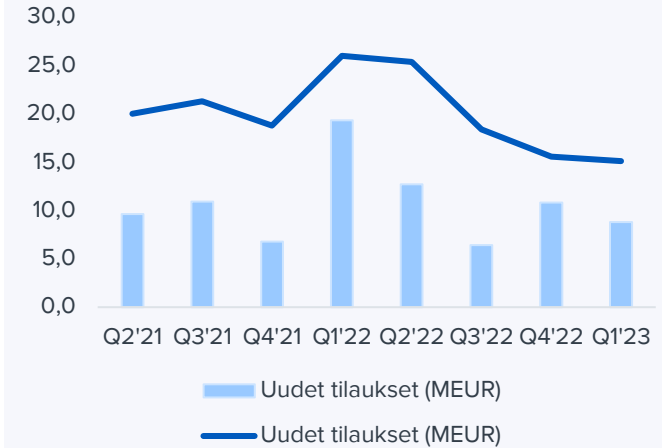
Tilauskannan osoittamia askelmerkkejä peilaten LapWallin liikevaihto kyykkäsi Q1:llä 23 % 9,3

MEUR:oon. Arvioimme liikevaihdon laskun olleen pääosin asuntorakentamiseen liittännäisen seinäelementtisegmentin volyymipudotuksen ajamaa. Yhtiön vahvaa myyntikatetta indikoineiden kommenttien perusteella hinnat ovat sen sijaan pitäneet arvioimme mukaan vähintäänkin kohtuullisesti. LapWallin liikearvopoistoista oikaistu liikevoitto putosi Q1:llä 46 % 1,1 MEUR:oon. Näin ollen kannattavuuden kehitys oli etenkin alhaiseksi jääneeseen liikevaihtoon nähden erittäin hyvää ja LapWallin Q1:llä saavuttama 12,9 %:n oikaistu liikevoitto-% oli vaisusta liikevaihtotasosta huolimatta yhtiön tavoitehaarukassa (vrt. keskipitkän ajan tavoite 12-15 %:n oik. EBIT-%). Näin ollen yhtiön kulurakenne jousti Q1:llä erittäin hyvin, vaikka volyymipudotuksen rasitteita suhteelliselle kannattavuudelle ja etenkin absoluuttiselle tuloskertymälle on mahdotonta tehdasvetoisessa liiketoiminnassa välttää.

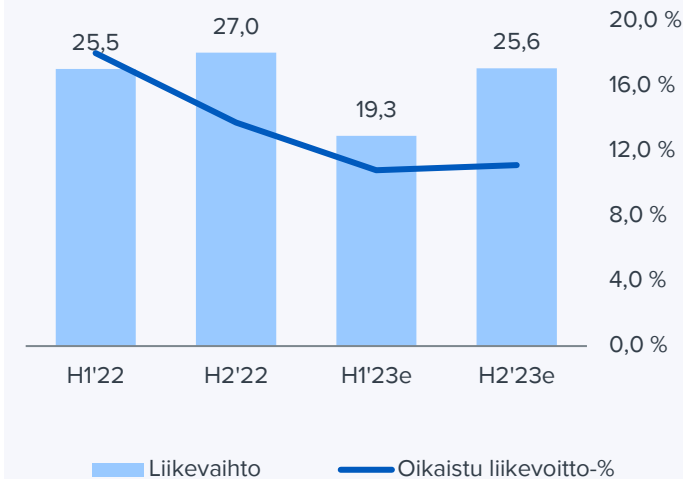
Q1:n lopussa LapWallin tilauskanta oli 42 % vertailukauden ennätystason alapuolella 15,1 MEUR:ssa. Siten näkymä liikevaihdon lyhyen ajan kasvun näkymän osalta on edelleen heikko, vaikka LapWall odottiikin uusmyynnin piristyvän kevään aikana ja KW-Component –liiketoimintakauppa tuonee loppuvuodelle reilun 2 MEUR:n epäorgaanisen tuen kasvulle. Vaisu kasvunäkymä johtuu luonnollisesti asuntorakentamisen synkän tilanteen heijasteista seinäelementtien kysyntään. Tähän liittyen LapWall on myös lomauttanut Pyhännän tehtaan henkilöstöään korkeintaan 90 päiväksi Q2:lla.

LapWall ei antanut kuluvalle vuodelle sinänsä odotetusti ohjeistusta toistaiseksi vaan yhtiön tavoitteena antaa ohjeistus H1-raportissa elokuussa.

LapWall tilauskanta ja uudet tilaukset*



Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Ennusteet 2/4

Odotamme yhtiön ohjeistavan elokuussa kuluvalle vuodelle liikevaihdon ja oikaistun liikevoiton laskua yllä kuvattua tilannekuvaa heijastellen.

Liikevaihto hakee vauhtia alempaa

Ennustamme LapWallin liikevaihdon laskevan tänä vuonna 15 % 45 MEUR:oon. Liikevaihdon laskua selittävät sekä putoavat seinäelementtivolyymit että raaka-aineiden mukana laskevat myyntihinnat. Kattoelementtivolyyymien arvioimme pysyvän vakaina. Odotamme laskun painottuvan hieman H1:lle, kun taas H2:lla vastassa ovat jo suhteessa hieman helpommat vertailuluvut ja kevään hieman piristynyt myyntinäkömä ja KW-Component -järjestely ehtivät tukemaan H2:n liikevaihtotasoa. Kuluvalle vuoden liikevaihtoennusteiden nousun taustalla on KW-Component.

Tulos tulee alas liikevaihdon mukaan

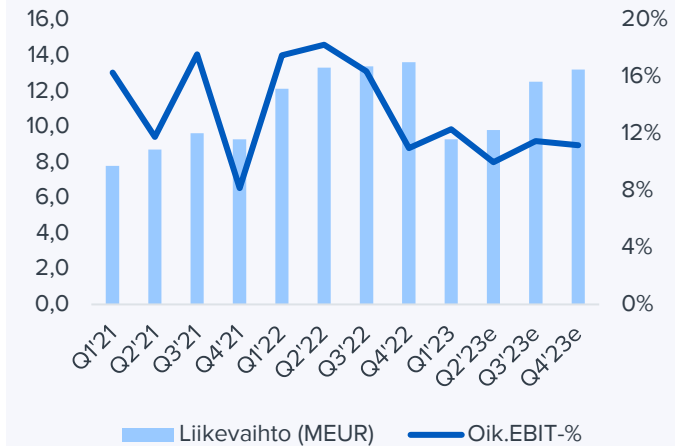
LapWallin myyntikate-%:n arvioimme parantuvan vuonna 2023 lievästi noin 42 %:ssa, kun raaka-aineiden hintoja lasku on hieman myyntihintojen alamäkeä nopeampaa etenkin H1:llä. Osittain myyntikatetta tukee myös Termaterin hinnoittelun tehostaminen, sillä sen osalta kaikkia tavoiteltuja synergioita ei käsityksemme mukaan ole vielä saavutettu. KW Componentin emme usko juuri vaikuttavan myyntikatteeseen tänä vuonna.

Henkilöstökulujen odotamme laskevan tänä vuonna niukasti, kun Pyhännän tehtaan lomautusten noin 1 MEUR:n positiivinen vaikutus ja viime vuoden henkilöstömäärän lasku kompensoivat KW-Componentin oston mukana tulevia henkilöstökuluja ja noin 3 %:n palkkainflaatiota. Henkilöstökulujen suhteellinen osuus nousee kuitenkin 16 %:iin liikevaihdon

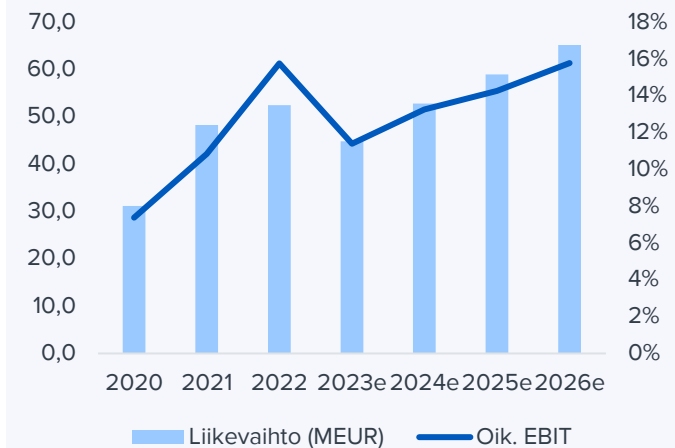
laskiessa. Liiketoiminnan muissa kuluissa kehitys on arviomme mukaan samankaltaista, sillä volyyymien selkeä lasku painaa liiketoiminnan muut kulut lievästi alle vertailuluvun inflaatiosta huolimatta. Liiketoiminnan muiden kulujen arviomme olevan tänä vajaan 11 % liikevaihdesta, mikä on mielestämme hieman yhtiön normaalin ja viime vuosina saavutetun tason yläpuolella. Normaaliin poistojen arvioimme pysyvän vakaina ja olevan 3 %:ssa liikevaihdesta. Suhteellisesti myös poistojen osuus kasvaa liikevaihdon laskun takia. Nämä tekijät huomioiden odotamme LapWallin liikearvopoistoilla oikaistun liikevoiton putoavan tänä vuonna lähinnä volyyymeihin liittyvistä syistä 38 % 5,1 MEUR:oon. Tämä vastaa hieman tavoitetason alarajalla olevaa 11 %:n oikaistua liikevoitto-%. KW Componentin oston vaikutus oikaistuun liikevaihtokertymään on tänä vuonna ennusteissamme niukasti negatiivinen.

Alariveillä odotamme LapWallin liikearvopoistojen kohoavan tänä vuonna 0,7 MEUR:oon KW-Component –ostosta johtuen. Näin ollen yhtiön vuoden 2022 liikevoittoennusteemme on 4,4 MEUR. Rahoituskulujen ennustamme olleen vähäisen korollisen velan ja pienten rahoitustuottojen ansiosta vain 0,1 MEUR tänä vuonna. LapWallilla ei ole enää käytössä hyödyntämiskelpoisia tappioita. Siten ennustamme yhtiön veroasteen olevan 23 %, sillä liikearvon poistot ovat vähennyskelvottomia. Nämä tekijät huomioiden oikaistun EPS:n ennusteemme kuluvalle vuodelle on 0,28 euroa, mikä on 6 senttiä raportoidun EPS:n ennustettamme korkeampi taso. Tulosennusteemme ovat laskeneet tälle vuodelle lievästi etenkin KW-Componentista johtuen.

Liikevaihto ja kannattavuus kvartaaleittain



Liikevaihto ja kannattavuus vuositasolla



Ennusteet 3/4

Positiivisen tuloksen, maltillisten noin 2 MEUR:n investointien (sis. Vetelin tehtaan laajennuksen häntä ja pieniä laiteinvestointeja) sekä KW-Component oston jälkeisen LapWallin vapaan rahavirran ennustamme olevan tänä vuonna noin nollassa. Yhtiön rahoitusasema pysyy silti selvästi nettokassan puolella ja siten erittäin vahvana.

Keskkipitkän ajan näkymässäkkin on haasteita

LapWallin lähtökohdat lähivuosiin ovat tässä vaiheessa vaisuhkot ja epävarmat, sillä Suomen talouden odotetaan yleisesti kasvavan lähivuosina kituliasta 0-2 %:n vauhtia. Inflaation suhteen konsensusodotus on vauhdin hiljeneminen, mutta selvästi viimeistä 10 vuotta nopeampi inflaatio on tullut talouteen jäädäkseen. Siten inflaatio- ja korot kääntynevät lähivuosina laskuun, mutta erityisen nopeaa muutosta ei ole odotettavissa, jos talouskasvu ei petä pahemmin. Lisäksi vuonna 2024 markkinan rakennusvolyymien supistuminen voi jatkua jo pelkästään vuoden 2023 matalien aloitusmäärien takia. Odotammekin markkinan kasvun tukevan LapWalia aikaisintaan vuodesta 2025, mutta erityisen voimakas tuki ei välttämättä ole silloinkaan, jos talouskasvu ei kiihdy.

Toisaalta vaisu markkina haastaa arviomme mukaan kilpailukenttää vielä LapWallia voimakkaammin. Vaikean markkinatilanteen pitkittyessä yhtiöllä on mielestämme yhä paremmat edellytykset paikata markkinan vastatuulta markkinaosuuden orgaanisella voittamisella sekä yksittäisillä vientitoimituksilla.

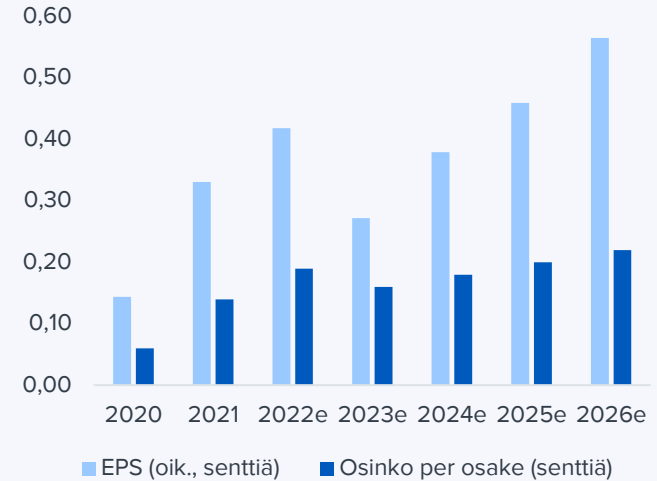
Odotamme kuitenkin yhtiöltä kannattavaa kasvua vaisummassakin markkinassa

Vuosina 2024-2026 odotamme LapWallin

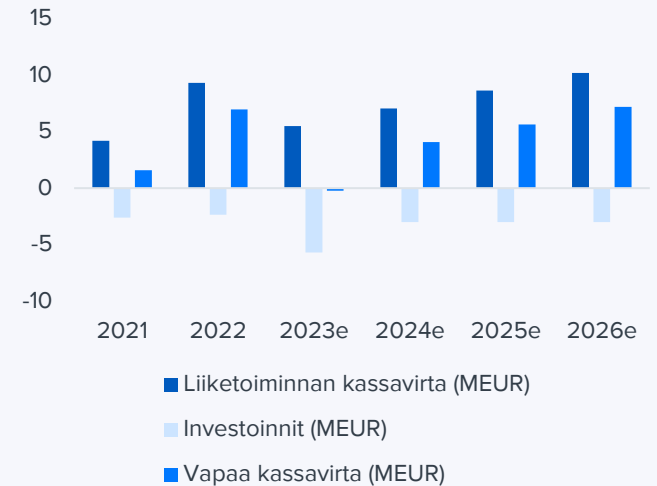
liikevaihdon kasvavan 11-17 % ja yltävän 65 MEUR:oon vuonna 2026. Kasvu perustuu hitaaseen markkinakasvuun, markkinaosuuden orgaaniseen voittamiseen Suomessa sekä yksittäisiin vientitoimituksiin. Kasvusta valtaosa on orgaanista, sillä KW Component oston kasvutuki on vuoden 2024 5 ensimmäisen kuukauden aikana vähäinen. Hintakomponentin ennustamme pysyvän jokseenkin vakaana vuoteen 2023-2024 verrattuna, joten kasvu on volyymivetoista. Vuoden 2026 ennusteemme on hieman yhtiön tavoitetason alapuolella johtuen etenkin korkeampien korkojen rakentamisen kysyntää rauhoittavasta vaikutuksesta. Valtaosa lähivuosien ennustemuutoksista johtuu KW Componentista.

Liikearvopoistoilla oikaistun ennusteemme vuosilla 2024-2026 ovat 7,0-10,3 MEUR. Ennusteemme vastaavat yhtiön tavoitehaarukan sisällä olevia noin 13-16 %:n oikaistuja liikevoitto-%. Arviomme mukaan yhtiö pystyy nostamaan ajan yli myyntikate-% hieman tehtaita automatisoimalla ja raaka-ainetehokkuutta parantamalla, kun taas volyymikasvu skaalaa etenkin kiinteiden liiketoiminnan muiden kulujen tehokkuutta kohti huippuvuoden 2022 tasoa. Omaan henkilöstöön liitännäisten henkilöstökulujen osalta tässä vaiheessa oletta tehokkuuden parantuvan, sillä myös palkkainflaation suhteen odotukset ovat ripeähköllä 3-4 %:n tasolla ja yhtiö volyymikasvun saavuttamiseksi myös hieman lisää henkilökuntaa. Näinä vuosina odotamme yhtiön myös saavuttavan selkeät tuotannolliset synergiat KW-Componentin –hankinnasta etenkin henkilöstökulujen ja muiden kulujen osalta. Normaaliin poistojen arvioimme kasvavan lievästi tiettyjä tehokkuusinvestointeja heijastellen.

EPS ja osinko



Operatiivinen ja vapaa kassavirta



Ennusteet 4/4

Tuloslaskelman alemmilla riveillä ennustamme PPA-poistojen pysyvän asettuvan lähivuosille 0,9 MEUR:oon, rahoituskulujen olevan noin nolliissa ja veroasteen 22-23 %:n tasolla liikearvopoistojen verovähennyskeltomuutta heijastellen. Näin ollen oikaistun EPS:n ennusteemme vuosille 2024-2026 ovat 0,38-0,57 euroa ja raportoidun noin 6-7 senttiä näiden tasojen alapuolella. Osinkoennusteemme vuosille 2024-2026 ovat 0,18-0,22 senttiä, mitkä vastaavat yhtiön politiikan ylläpidolla olevaa vajaan 50 %:n jakosuhdetta oikaistusta EPS:stä. Lähivuosien oikaistun liikevoiton ja EPS:n ennusteemme ovat nousseet KW-Component -järjestelyn myötä 10-14 %.

LapWallin investointien arvioimme olevan vuosina 2024-2026 noin 3 MEUR vuodessa, mikä kohdistuu nykyisten tehtaiden pullonkaulojen avaamiseen ja automaation parantamiseen. Käyttöpääomaa emme oleta LapWallin kasvumoodissakaan sitovan liiketoimintamallin rakenteen takia, joten vuosien 2024-2026 vapaan rahavirran ennusteemme ovat 4,1-7,2 MEUR. Nettovoitto ja selvästi positiivinen vapaa rahavirta pitävät yhtiön taseen erittäin vahvana ja selvästi nettokassan puolella keskipitkällä tähtäimellä. Näin ollen yhtiöllä olisi hyvin varaa epäorgaaniseen kasvuun yritysjärjestelyillä ja/tai ennusteitamme mittavampiin organisiin kasvuinvestointeihin.

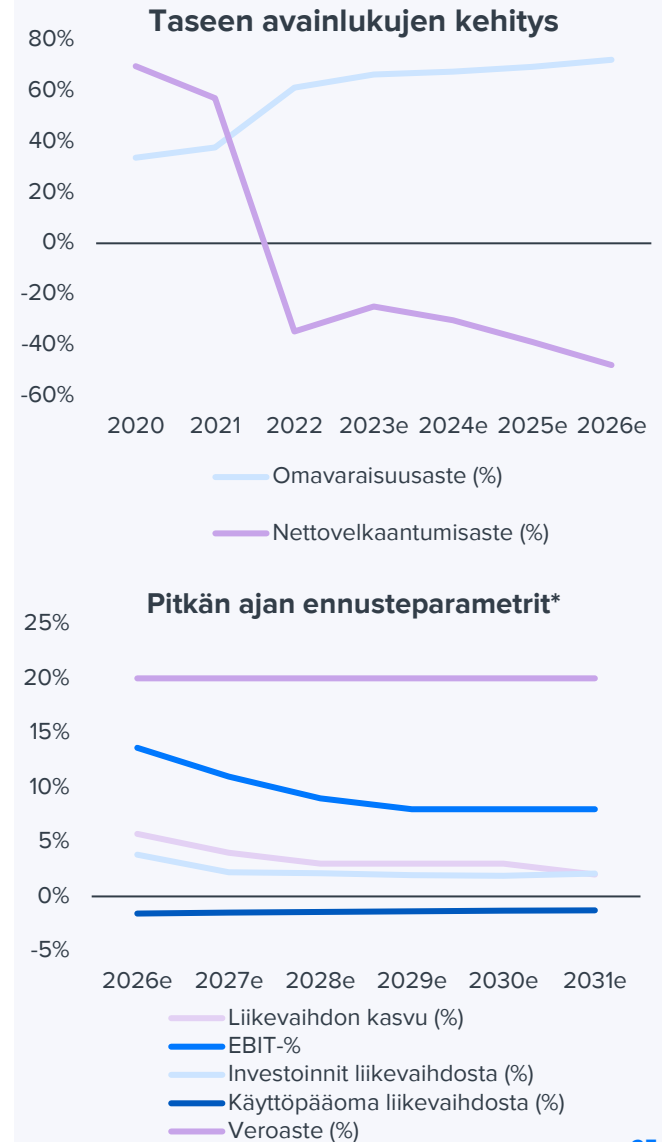
Pitkän ajan kasvu- ja kannattavuusennusteemme ovat selvästi lyhyen ajan odotusten alapuolella

Ennusteidemme toteutuessa LapWallin markkinaosuus Suomen elementtimarkkinoista olisi vuoden 2026 lopussa 20-25 %:n tasolla. Näin ollen Suomen elementtimarkkinat eivät vielä aiheuttaisi rajoja yhtiön kasvulle. Suomen

kasvuvaran ja toistaiseksi vähäisten kansainvälistymisnäyttöjen takia pitkä aikavälin ennusteemme perustuvat käytännössä kokonaan Suomen markkinaan ja pitkällikin aikavälillä ennusteemme sisältävät ainoastaan yksittäisiä vientikauppoja.

Vuodesta 2027 ennustamme LapWallin liikevaihdon kasvan vuodesta alkaen noin 3-5 % p.a. Terminaalikasvuennusteemme on Suomen pitkän ajan kasvuoletuksen tasolla 2,0 %:ssa. Yhtiön oikaistun EBIT-%:ien odotamme liikkuvan pitkällä aikavälillä 9-12 %:n haarukassa. Terminaalien kannattavuuden ennusteemme on 8,0 %:ssa, sillä odotamme kilpailun sektorilla kiristyvän tavalla tai toisella myös Suomessa. Tämä alittaa yhtiön nykyisen kannattavuustason, mutta ylittää kuitenkin lievästi pitkän ajan historiallisen toteuman (EBIT-% 7,1 %). Näin ollen pidämme nyky näyttöjen valossa nykytasoa maltillisempaa marginaaliodotusta toistaiseksi perusteltuna.

Rahoituskulujen arvioimme pysyvän pitkällä aikavälillä pieninä, kun taas veroaste hakeutuu arvioimme mukaan liikearvopoistojen loppuessa kohti Suomen 20 %:n yritysveroastetta. LapWallin investointien arvioimme putoavan vuosien 2023-2026 investointiohjelman jälkeen poistojen alapuolelle ennen kuin terminaalissa investoinnit taas saavuttavat suurin piirtein poistotason. Arvioimme mukaan yhtiöllä on kasvusta huolimatta edellytykset ylläpitää helposti osinkopolitiikansa mukaista 30-50 %:n jakosuhdetta myös pitkällä aikavälillä, vaikka investoinnit jatkuisivat ja yhtiö lähtisi kansainvälistymään. Koska olemme odottaneen LapWallin kasvun hidastuvan, pitkän aikavälin jakosuhte-ennusteemme ylittävät yhtiön nykyisen osinkopolitiikan.



Lähde: Inderes

Tuloslaskelma ja ennustemuutokset

Tuloslaskelma	2021	H1'22	H2'22	2022	H1'23e	H2'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	48,3	25,5	27,0	52,5	19,3	25,6	44,9	52,9	59,0	65,3
Konserni	48,3	25,5	27,0	52,5	19,3	25,6	44,9	52,9	59,0	65,3
Liikearvopoiston oikaisu	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttökate	6,6	5,2	4,4	9,5	2,7	3,6	6,3	8,4	10,2	12,4
Poistot ja arvonalennukset	-1,8	-0,8	-0,9	-1,8	-0,9	-1,1	-1,9	-2,3	-2,6	-3,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	5,2	4,6	3,7	8,3	2,1	3,0	5,1	7,0	8,4	10,3
Liikevoitto	4,8	4,3	3,5	7,8	1,8	2,6	4,4	6,1	7,5	9,4
Konserni	5,2	4,6	3,7	8,3	2,1	3,0	5,1	7,0	8,4	10,3
Liikearvopoiston oikaisu	-0,5	-0,2	-0,2	-0,5	-0,3	-0,5	-0,7	-0,9	-0,9	-0,9
Nettorahoituskulut	-0,2	-0,7	0,0	-0,7	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,2
Tulos ennen veroja	4,6	3,6	3,4	7,0	1,8	2,5	4,3	6,1	7,6	9,6
Verot	-0,9	-0,7	-0,7	-1,4	-0,4	-0,6	-1,0	-1,4	-1,7	-2,1
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	3,7	2,9	2,8	5,7	1,4	2,0	3,3	4,7	5,9	7,5
EPS (oikaistu)	0,33	0,21	0,20	0,42	0,11	0,16	0,27	0,38	0,46	0,56
EPS (raportoitu)	0,29	0,20	0,19	0,38	0,10	0,13	0,22	0,32	0,40	0,50

Ennustemuutokset	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	42,6	44,9	5 %	47,2	52,9	12 %	52,1	59,0	13 %
Käyttökate	6,4	6,3	-1 %	7,5	8,4	12 %	9,1	10,2	12 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	5,2	5,1	-2 %	6,2	7,0	14 %	7,4	8,4	14 %
Liikevoitto	4,7	4,4	-6 %	5,7	6,1	8 %	6,9	7,5	9 %
Tulos ennen veroja	4,6	4,3	-6 %	5,7	6,1	7 %	7,0	7,6	9 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,28	0,27	-5 %	0,35	0,38	10 %	0,42	0,46	10 %
Osakekohtainen osinko	0,16	0,16	0 %	0,18	0,18	0 %	0,20	0,20	0 %

Lähde: Inderes

Lähde: Inderes *2021 tulos pro-forma 2020-2021 osakemäärä on listautumista edeltävä osakemäärä, 2023e-2026e osakemäärä arvio nykyiseen kurssitasoon ja KW Component järjestelyn osakekomponenttiin perustuen

Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Pysyvät vastaavat	11,5	12,1	15,9	16,6	16,9
Liikearvo	3,0	2,4	5,4	4,5	3,6
Aineettomat hyödykkeet	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4
Käyttöomaisuus	8,3	9,2	10,0	11,6	12,9
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	8,4	16,1	14,1	16,7	20,5
Vaihto-omaisuus	3,0	3,2	2,7	2,9	3,2
Muut lyhytaikaiset varat	1,8	2,3	2,3	2,3	2,3
Myyntisaamiset	1,6	2,7	2,5	3,2	3,6
Likvidit varat	2,1	7,8	6,6	8,3	11,4
Taseen loppusumma	19,9	28,2	30,0	33,3	37,4

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Oma pääoma	7,1	15,9	18,6	20,9	24,2
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	-2,2	4,8	5,5	7,8	11,1
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	9,3	10,9	13,0	13,0	13,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	2,6	1,9	1,5	1,5	1,5
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	2,3	1,4	1,0	1,0	1,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5
Lyhytaikaiset velat	10,2	10,5	9,9	10,9	11,7
Lainat rahoituslaitoksilta	3,8	1,0	1,0	1,0	1,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	3,4	4,6	4,0	5,0	5,9
Muut lyhytaikaiset velat	2,9	4,8	4,8	4,8	4,8
Taseen loppusumma	19,9	28,2	30,0	33,3	37,4

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 1/4

LapWallin hinnoittelussa ei tarvita sirkustempuja

Arviomme mukaan LapWall hinnoitellaan markkinoilla etenkin tulospohjaisilla arvostuskertoimilla, joita tarkastelemme ensisijaisesti absoluuttisin mittarein ja toissijaisesti suhteessa muista rakennusmateriaaliyhtiöstä koostuvaan verrokkiryhmään. Painotamme arvonmäärityksessä kuluvan vuoden ja ensi vuoden ennusteiden kertoimia, sillä näkyvyys yhtiön rakentamisen syklisessä arvoketjussa olevaan liiketoimintaan on rajallinen ja myös yhtiön näytöt ovat lyhyeltä ajalta. Tuloksen syklisen luonteen takia myöskään toteutuneeseen tulokseen ei voi vahvasti käännetilanteissa nojata.

Mielestämme yhtiölle parhaiten soveltuvat kertoimet ovat EV/EBIT ja P/E, joita sovellettaessa oikaisemme luvuista ei-kassavaikutteiset liikearvopoistot. Myös EV/EBITDA on FAS-kirjanpidossa olevalle LapWallille käyttökelpoinen luku, mutta sen suhteellinen vertailtavuus on huono suhteessa IFRS-kirjanpidossa oleviin verrokkeihin. EV/EBITDA antaa kuitenkin kuvaa LapWallin melko hyvästä kassavirtapotentialista, sillä yhtiön maksamat rahoituskulut ovat pienet ja käyttöpääomaa sitoutuu rajallisesti. Luonnollisesti myös suoraan kassavirtapohjainen P/FCFE sopii LapWallille etenkin absoluuttisesti tarkasteltuna.

Arvostuksen kuumemittarina käytämme EV/S-kerrointa, kun taas kevyessä valmistavassa teollisuudessa olevalle LapWallille P/B-luvulla ei mielestämme ole käytännön merkitystä. Osinkotuoton rooli on mielestämme myös arvonmäärityksen kokonaiskuvan kannalta

vähäinen, sillä LapWall profiloituu mielestämme ensisijaisesti kasvuyhtiöksi, vaikka pääomia voi hyvien kassavirtanäkymien, kohtuullisten investointitarpeiden ja vahvan taseen takia riittää ennusteidemme valossa lähivuosina myös jaettavaksi omistajille.

Tuloskertoimien lisäksi käytämme yhtiön arvonmäärityksessä myös DCF-mallia. Pitkän tähtäimen ennusteisiimme pohjautuvassa ja pääosin kaukaista tulevaisuutta painottavassa DCF-arvonmäärityksessä ennusteriskit ovat kaikkien konkreettisimmat. Tästä syystä DCF-mallin rooli arvonmäärityksessä on toimia realiteettitarkastuksena ja lyhyen tähtäimen arvostuskertoimien tukena. Siten sen paino osakkeen arvonmäärityksessä on maltillinen.

LapWallin arvostukseen vaikuttavat tekijät:

Puuelementtien lyhyen ja keskipitkän ajan kasvunäkymä on hyvä. Puuelementtien lähiaikojen kasvupotentiaali on mielestämme yleistä rakennusmateriaali markkinaa korkeampi ympäristösyiden ajamana ja LapWallilla on edellytyksiä napsia markkinaosuuksia heikommilta kilpailijoilta. Hyvä kasvunäkymä ja kilpailuedut muihin suomalaisiin elementtivalmistajiin nähden tukevat hyväksyttävää arvostusta.

Puuelementtien marginaaliprofiili on hyvä LapWallin myyntikatteet ovat melko hyviä ja parhaat rakennusmateriaalisektorin pelurit ovat osoittaneet pystyvänsä tekemään korkeaa marginaalia, mikä tukee alan yhtiöiden arvostuksia. Yhtiön kannattavuudessa emme kuitenkaan vuoden 2022 erinomaiselta tasolta näe selvää

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	3,24	3,24	3,24
Osakemäärä, milj. kpl	14,9	14,9	14,9
Markkina-arvo	48	48	48
Yritysarvo (EV)	44	42	39
P/E (oik.)	12,0	8,6	7,1
P/E	14,5	10,2	8,2
P/B	2,6	2,3	2,0
P/S	1,1	0,9	0,8
EV/Liikevaihto	1,0	0,8	0,7
EV/EBITDA (oik.)	6,9	5,0	3,8
EV/EBIT (oik.)	8,5	6,0	4,6
Osinko/tulos (%)	71,4 %	56,6 %	50,3 %
Osinkotuotto-%	4,9 %	5,6 %	6,2 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 2/4

parantamisen varaa, joten tuloskasvun on tultava etenkin liikevaihdon kasvun kautta. Tästä huolimatta yhtiön keskipitkän ajan tuloskasvunäkymät ovat mielestämme hyvät, mikä tukee arvostusta.

LapWallin portfolio on ympäristöystävällinen.

Arviomme mukaan LapWallin hyvä asemituminen vihreään trendiin ja ESG-teemoihin lisää sijoittajien kiinnostusta yhtiöön ja voi tukea liiketoiminnan hyväksyttävää arvostusta pidemmällä sihdillä.

Track-record kannattavasta kasvusta on lyhyt.

LapWallin lyhyehkö track-record hyvästä kannattavuudesta ja pidemmän ajan track-recordin puute erityyppisistä suhdannetilanteista rokottavat hyväksyttävää arvostusta osin.

LapWall on osa syklisiä arvoketjuja. Tämä pitää sijoittajan riskejä korkealla ja rajaa tietyntyyppisiä sijoittajia ulos yhtiön potentiaalisista sijoittajista.

Pitkän ajan kasvuvara Suomessa on rajallinen.

Sijoittajat eivät voi nojata hinnoittelussaan puhtaasti lyhyen ja keskipitkän ajan hyvään kasvunäkymään vaan hidastunut pitkä ajan markkinakasvun näkymä Suomessa nakertaa hieman osakkeen arvostusta jo nyt.

Liiketoimintamalli skaalautuu vain hieman ajan yli. LapWall ei pysty tehtäisiin ja suorittavaan työhön pohjautuvana yhtiönä skaalautumaan tietyn rajan yli pitkällä tähtäimellä. Tämä rajoittaa sijoittajien liiketoiminnalle hyväksymää arvostusta.

Pieni koko ja maantieteellinen keskittyminen

Suomeen nostaa LapWallin riskiprofilia suhteessa moniin muihin suurempiin ja hajautuneempiin

yhtiöihin ja rajoittaa tietyntyyppisten sijoittajien kiinnostusta yhtiöön.

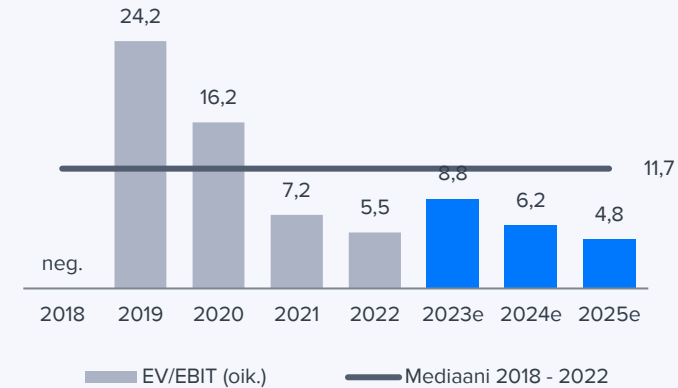
LapWallin hyväksyttävä arvostustaso

Mainitut arvonmääritykseen vaikuttavat tekijät huomioiden LapWall tulisi mielestämme arvottaa EV/EBIT-kertoimella 8x-12x ja vastaavasti P/E-kertoimella 10x-14x. Nämä tasot vastaisivat myös 1x-1,5x EV/S-kerrointa, joka toimii mielestämme LapWallille parhaana kuumemittarina myös erityyppisissä suhdannetilanteissa. Yhtiön kannattavan kasvun track-recordin pidentyessä kertoimilla on mielestämme edellytyksiä hilautua kohti haarukoiden ylälaitoja, mutta talouteen ja osakemarkkinoihin liittyvät epävarmuustekijät sekä vallitsevat korkeahkot korko-odotukset huomioiden hyväksyttävät tasot on mielestämme toistaiseksi perusteltua hakea haarukoiden alalaidoilta etenkin kuluvan vuoden yli katsottuna.

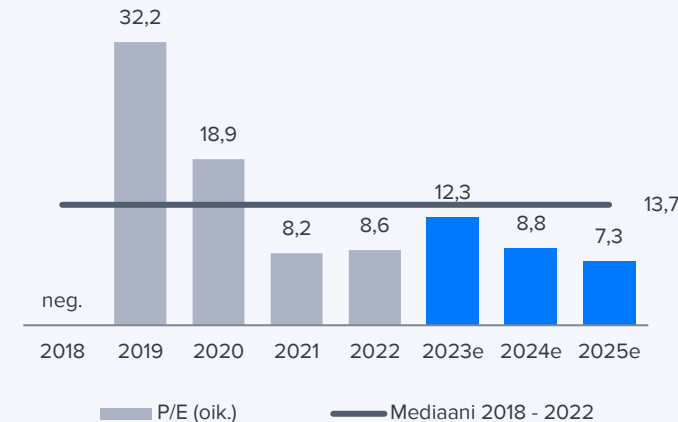
Kerroin pohjainen arvostus

LapWallin tämän ja ensi vuoden ennusteiden mukaiset oikaistun P/E-luvut ovat 12x ja 9x sekä vastaavat EV/EBIT-kertoimet 9x ja 6x. Hyväksyimme haarukkoihin peilattuna arvostus on hyvin maltillinen myös kuluvan vuoden potentiaalinsa alapuolella olevalla tuloksella, kun taas ensi vuoden tuloskasvun toteutuessa edes ennusteemme suuntaisesti osake olisi erittäin edullinen. Samaa tarinaa kertovat kuluvan vuoden ja ensi vuoden noin 1x tasolla tai sen alapuolella olevat EV/S-kertoimet. Näin ollen kerroin pohjainen tarkastelu tarjoaa mielestämme selvästi positiivisen signaalin yhtiön arvostuksesta.

EV/EBIT



P/E (oik.)



Arvonmääritys 3/4

Rakennusmateriaaliyhtiöistä koostuvaan verrokkiryhmään nähden LapWallin arvostuskertoimet ovat tälle ja ensi vuodelle P/E-luvulla 17x ja 12x sekä EV/EBIT-kertoimet 15x ja 10x oikaistuun tulokseen peilattuna. LapWallin alennus suhteessa verrokkiryhmään on keskimäärin noin 25 % tulos pohjaisesti. Tietty alennus on mielestämme perusteltu yhtiön verrokkeja pienemmän koon ja lyhyemmän track-recordin takia, mutta alennus on mielestämme turhan suuri. Näin ollen LapWallin suhteellinen arvostus on mielestämme houkutteleva sekä tämän vuoden että ensi vuoden ennusteillamme tarkasteltuna.

Tuottovaatimus on vielä korkeahko

DCF-malli on herkkä tuottovaatimukselle (sekä etenkin terminaalijakson ennusteille) ja tarkan tuottovaatimuksen määrittäminen on subjektiivista. Mielestämme LapWallin tuottovaatimuksen tulisi olla oman pääoman osalta noin 10-11 % tässä vaiheessa, mikä tarkoittaa yhtiölle arvioimamme pääomarakenne, velan kustannus ja velan verosuoja huomioiden 9-10 %:n keskimääräistä pääoman kustannusta (WACC-%). Mielestämme tämä tuottovaatimus on korkeahko hyvää kassavirtaa tuottavalle ja vahvan taseen omaavalle yhtiölle DCF:n koko ennustehorisontille, mutta syklinen toimialan tilanne, lyhyt track-record sekä korkotason takia korkealla yleisesti olevat tuottovaatimukset vaativat mielestämme vielä turvamarginaalia. Näemme tuottovaatimuksessa lievää laskuvaraa 2-3 vuoden tähtäimellä, jos LapWall pysyy kannattavan kasvun polullaan ja yleinen tilanne rahoitusmarkkinoilla (esim.

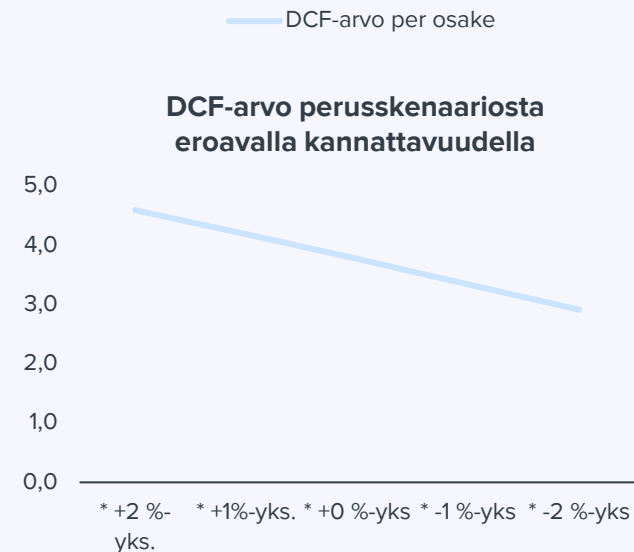
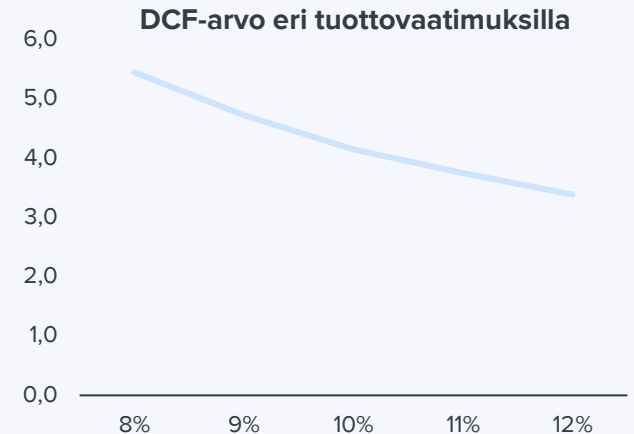
korkotaso) ei muutu oleellisesti.

Perusskenaarion rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 10,2 % ja oman pääoman kustannus 10,9 %. Riskitön korko on 2,5 %, ja markkinan riskipreemio puolestaan 4,75 %. Velan korko on 5 % ja likviditeettipreemion olemme toistaiseksi asettaneet 0,75 %:iin.

DCF antaa niin ikä vihreää valoa

Näillä oletuksilla ja edellisen kappaleen pitkän ajan ennusteillamme saamme LapWallin käyväksi arvoksi DCF-pohjaisesti perusskenaariollamme noin 4 €/osake. Perusskenaarion mallissa terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta on hyvin kohtuullinen eli 44 %. Näin ollen malli ei mielestämme ole erityisen aggressiivinen, mutta malli toki olettaa, että LapWallin kannattava kasvu jatkuu vuosikymmenen loppupuolelle ja ennusteissamme yhtiö myös saavuttaa pysyvästi historiallisia toteumia korkeamman kannattavuuden kaikkina ennustevuosina.

Tuottovaatimushaarukkamme ala- ja ylärajoilla saamme yhtiön käyväksi arvoksi noin 4-5 euroa/osake. Kasvun ja kannattavuuden osalta herkkyydet ovat jokseenkin samaa luokkaa. Leveät vaihteluvälit kuvaavat mallin herkkyyttä yksittäisille parametreille, mutta kokonaisuutena tämänhetkinen kurssitaso on mielestämme DCF-pohjaisesti hyvin kohtuullinen. Jos useampaa parametriä muutettaisiin kerralla, mallin yhtiölle indikoiman arvon vaihteluväli levenisi edelleen eikä se enää käytännössä kertoisi mitään osakkeen hinnoittelusta.



Arvonmääritys 4/4

Arvonmääritys taloudellisilla tavoitteilla

LapWallin taloudelliset tavoitteet antavat mielestämme referenssin myös arvostukselle. Tässä täytyy kuitenkin olla varovainen, sillä tavoitteet ovat ajallisesti kaukana. Pörssiyhtiöiden tavoitteiden saavuttamiseen liittyvä epävarmuus on korkea, vaikka LapWall onkin sinällään piirtänyt uskottavan polun tavoitteiden saavuttamiseen sekä kerryttänyt hieman tavoitteiden mukaista track-recordia kasvusta ja kannattavuudesta.

Tavoitteiden toteutuessa LapWallin oikaistu liikevoitto vuonna 2026 olisi vähintään 8,4-10,5 MEUR. Nettotulosta tästä jäisi yhtiöllä arviomme mukaan normaalien poistojen, hyvin pienten rahoituskulujen ja normaalin 20 %:n veroasteen jälkeen kasaan noin 6-8 MEUR, jos oletetaan kasvun olevan orgaanista, eikä liikearvopoistoja tai rahoituskuluja synny oleellisesti lisää KW Component –järjestelyn jälkeisistä yritysostoista. Lisäksi yhtiöllä olisi tässä skenaariossa 5 vuodelta hyvät näytöt kasvusta ja kannattavuudesta. Tätä taustaa vasten LapWall voitaisiin mielestämme hinnoitella vuonna 2026 ainakin esittämiemme haarukoiden ylälaitoihin eli EV/EBIT 11x ja P/E 14x kertoimilla, jos korkotaso ei nouse oleellisesti nykyisestä. Näillä numeroilla LapWallin käypä arvo voisi olla vuonna 2026 noin 5,5-7,5 euroa per osake. Oletamme tässä, että yhtiö tähtää nettovelattomaksi.

Näin ollen yhtiössä olisi pörssikurssin pohjalta vajaan 3 vuoden sijoitusjaksolla noin 20-30 %:n vuosittainen nousuvara ja päälle tulisivat vuosien 2023-2025 hyvät 5-7 %:n vuotuiset osingot. Näistä muodostuva vuotuinen kokonaistuotto ylittäisi kirkkaasti sijoittajien tuottovaatimuksen ja peilaa

osakkeen keskipitkän ajan merkittävää potentiaalia, jos yhtiön tavoitteet toteutuvat edes osittain. Korostamme kuitenkin, että tätä kautta tuotto-odotuksen onkin oltava tässä vaiheessa sijoittajille erittäin houkutteleva, sillä oletuksissa on kuitenkin suotuista (muttei välttämättä täydellinen) ja kaukana oleva skenaario. Siten arvonmääritys taloudellisilla tavoitteilla tukee mielestämme näkemystämme muiden menetelmien indikoimaa kuvaa osakkeen houkuttelevasta hinnasta.

Tuotto/riski-suhde on selvästi positiivinen

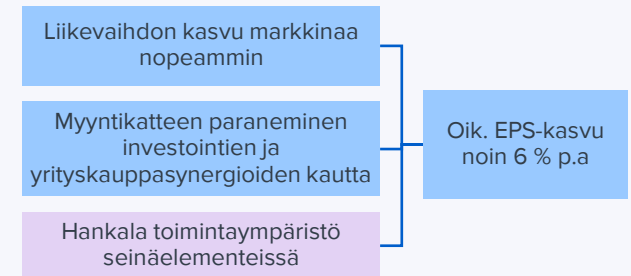
LapWallin tuotto-odotus muodostuu mielestämme selvästi tuottovaatimusta korkeammaksi lyhyellä ja keskipitkälläkin tähtäimellä. Keskipitkän ajan tuotto-odotus muodostuu kaikista kolmesta komponentista, kun taas 12 kuukauden tähtäimellä tuotto-odotus on osingon ja arvostuskertoimien nousun varassa (ts. tuloskasvu negatiivinen 2023). Mielestämme LapWallilla on aineksia keskipitkällä aikavälillä tasaiseksi kasvujaksi ja arvonluojaksi sekä myös hyväksi osingonmaksajaksi.

Yhtiön pääriskejä ovat mielestämme rakentamisen sykliisyys ja nykyisen heikon syklin pitkittyminen, uudentyypinen kilpailu, inflaatio ja ympäristötrendien läpilyönnin hidastuminen tai peruuntuminen. Näiden riskien realisoituessa yhtiön lyhyen tai pidemmän aikavälin kasvu ja/tai kannattavuus voisivat jäädä ennusteistamme, mutta mielestämme matala arvostus antaa jo tiettyä suojaa ennusteriskejä vastaan. Osakkeen riskiprofiilia pidämme melko korkeana etenkin ulkoisten riskien takia, mutta toisaalta osakkeen tuottopotentiaali on mielestämme riittävän hyvä riskien vastineeksi ja näemme ostot yhtiössä edelleen hyvin perusteltuina nykytasolta.

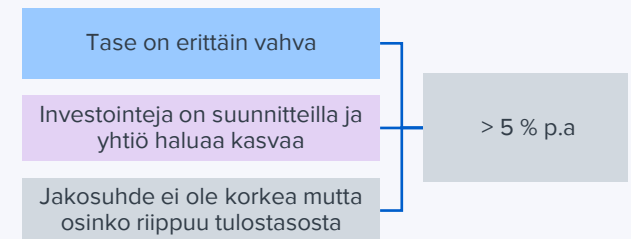
Markkina-arvon ajurit listayhtiönä Q1'23 LTM-2026e

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

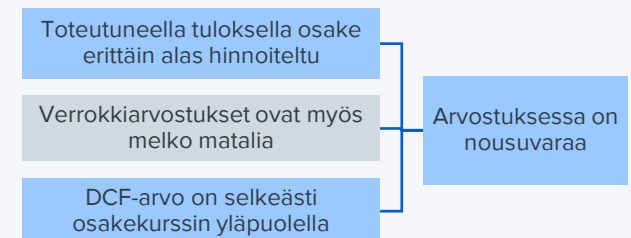
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Tuotto-odotus on selvästi tuottovaatimusta korkeampi sekä 12 kuukauden tähtäimellä että etenkin keskipitkällä perspektiivillä

Sijoitusprofiili

1.

Keskittyminen puuelementtituotteisiin ja valtaosin Suomen markkinaan

2.

Markkinajohtajuus ja parantunut kilpailukyky

3.

Ympäristöystävällisten puutuotteiden rakenteellinen yleistymisen materiaalina

4.

Orgaaninen kasvu kilpailuetujen turvin ja harkitut yritysostot

5.

Tehokkuuden parantaminen investointien ja synergioiden kautta

Potentiaali



- Ekologisen tuotteen kasvunäkymät ovat yleistä markkinakasvua paremmat
- Vahva kilpailukyky mahdollistaa markkinaosuuksien voittamisen Suomessa
- Kustannusten alentaminen automaatioinvestointien kautta
- Valikoidut yritysostot fragmentoituneella markkinalla
- Arvostuksen nousuvara track-recordin kertyessä

Riskit

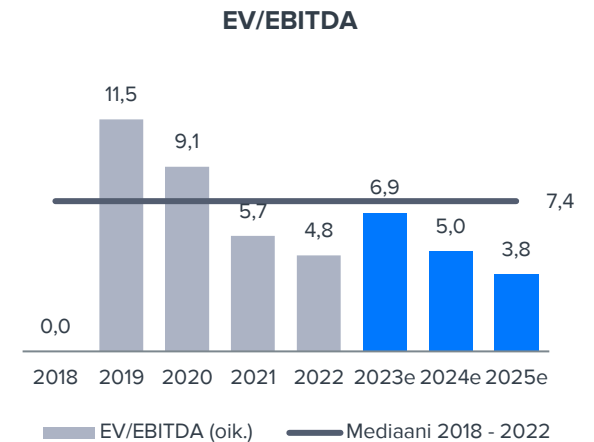
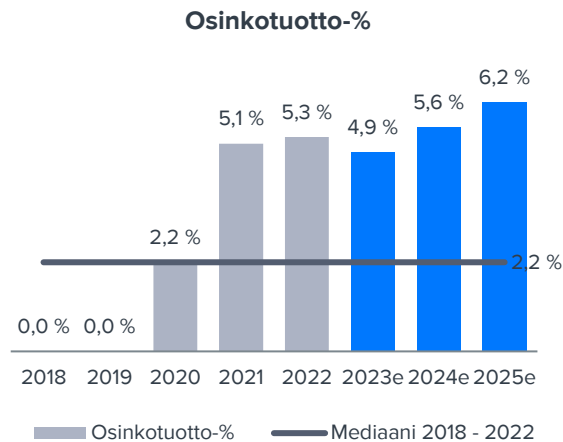
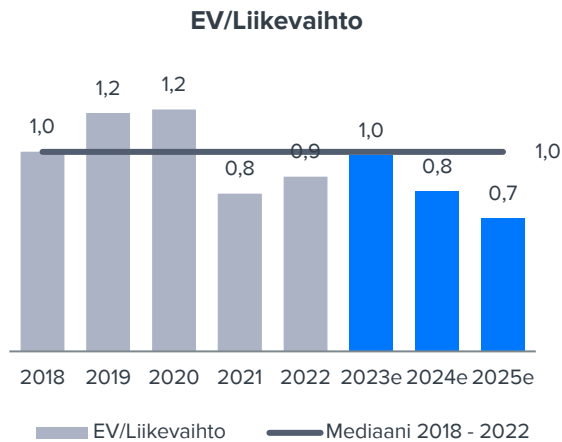


- Suomen talouden ja rakentamisen syklin odotettua heikompi kehitys ja tai vallitsevan heikon syklin pitkittyminen
- Kilpailun kiristyminen uusien vahvempien toimijoiden kautta
- Inflaatio
- Projektiriskit
- Ympäristötrendien läpimurron hidastuminen tai katkeaminen

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	2,72	2,72	2,72	2,72	3,58	3,24	3,24	3,24	3,24
Osakemäärä, milj. kpl	12,4	12,4	12,4	12,4	14,2	14,9	14,9	14,9	14,9
Markkina-arvo	33,7	33,7	33,7	33,7	50,9	48,2	48,2	48,2	48,2
Yritysarvo (EV)	39,9	37,4	37,4	37,7	45,4	43,6	41,9	38,8	34,5
P/E (oik.)	32,2	18,9	8,2	8,2	8,6	12,0	8,6	7,1	5,7
P/E	32,2	18,9	9,3	9,3	9,3	14,5	10,2	8,2	6,4
P/B	9,9	6,3	4,7	4,7	3,2	2,6	2,3	2,0	1,7
P/S	1,0	1,1	0,7	0,7	1,0	1,1	0,9	0,8	0,7
EV/Liikevaihto	1,2	1,2	0,8	0,8	0,9	1,0	0,8	0,7	0,5
EV/EBITDA (oik.)	11,5	9,1	5,7	5,7	4,8	6,9	5,0	3,8	2,8
EV/EBIT (oik.)	24,2	16,2	7,2	7,2	5,5	8,5	6,0	4,6	3,3
Osinko/tulos (%)	0,0 %	41,7 %	48,1 %	48,1 %	49,5 %	71,4 %	56,6 %	50,3 %	43,7 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	2,2 %	5,1 %	5,1 %	5,3 %	4,9 %	5,6 %	6,2 %	6,8 %

Lähde: Inderes



HUOM: Markkina-arvoksi ja osakekurssiksi 2018-2021 on asetettu listautumishinta

Lähde: Inderes

Verrokkiryhmä

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
Lapwall	46	41	8,2	6,8	6,8	5,1	1,0	0,9	11,6	9,3	4,9	5,5	2,8
Uponor	2000	2108	15,7	13,8	11,0	10,1	1,6	1,5	23,0	19,9	2,6	2,7	4,0
EcoUp	28	29		14,3	7,2	4,8	0,7	0,6	78,8	17,5		1,6	1,3
Purmo	326	549	13,9	8,0	7,6	5,6	0,7	0,6	9,9	8,2	4,1	4,9	0,8
Inwido	485	572	8,1	8,3	6,0	6,1	0,8	0,8	9,7	9,8	6,3	6,1	1,0
Balco	87	103	11,4	9,6	7,8	7,0	0,9	0,9	15,0	11,8	3,0	3,4	1,3
Steico	649	767	16,3	13,0	10,1	8,3	1,7	1,6	20,2	15,9	0,9	1,0	2,2
Louisiana Pacific	4004	4210	17,3	10,9	11,8	8,1	1,7	1,6	23,3	14,4	1,6	1,6	2,8
LapWall (Inderes)	48	44	8,5	6,0	6,9	5,0	1,0	0,8	12,0	8,6	4,9	5,6	2,6
Keskiarvo			18,8	10,3	8,5	6,6	1,1	1,0	23,9	12,7	3,3	3,4	1,8
Mediaani			14,8	9,6	7,8	6,1	0,9	0,9	17,6	11,8	3,0	3,1	1,3
Erotus-% vrt. mediaani			-42 %	-38 %	-12 %	-18 %	5 %	-9 %	-32 %	-27 %	66 %	81 %	98 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

DCF-malli

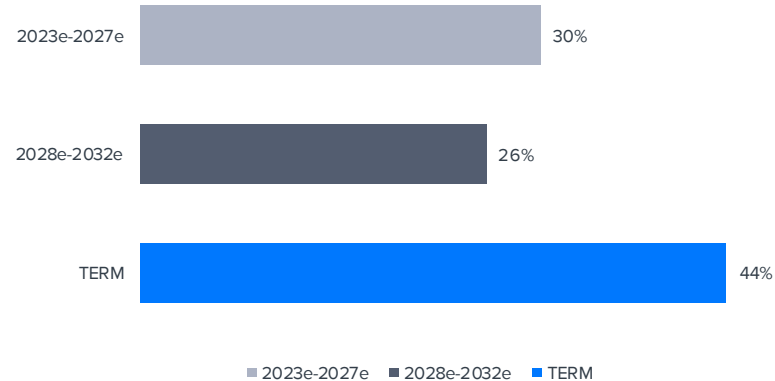
DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	8,6 %	-14,5 %	17,7 %	11,6 %	10,6 %	5,0 %	4,0 %	4,0 %	3,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	14,8 %	9,9 %	11,6 %	12,8 %	14,4 %	12,0 %	11,0 %	10,0 %	9,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %
Liikevoitto	7,8	4,4	6,1	7,5	9,4	8,2	7,8	7,4	6,9	6,3	6,4	
+ Kokonaispoistot	1,8	1,9	2,3	2,6	3,0	3,0	2,6	2,5	2,4	2,3	2,2	
- Maksetut verot	-1,4	-1,0	-1,4	-1,7	-2,1	-1,9	-1,7	-1,6	-1,5	-1,4	-1,4	
- verot rahoituskuluista	-0,1	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	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
- Käyttöpääoman muutos	1,3	0,2	0,1	0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Operatiivinen kassavirta	9,3	5,5	7,1	8,6	10,2	9,4	8,7	8,3	7,8	7,2	7,3	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-2,3	-5,7	-3,0	-3,0	-3,0	-2,0	-1,5	-1,5	-1,5	-2,0	-2,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	7,2	-0,2	4,1	5,6	7,2	7,4	7,2	6,8	6,3	5,2	5,1	
+/- Muut	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	7,0	-0,2	4,1	5,6	7,2	7,4	7,2	6,8	6,3	5,2	5,1	64,5
Diskontattu vapaa kassavirta		-0,2	3,5	4,4	5,1	4,7	4,2	3,6	3,0	2,3	2,0	25,7
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		58,4	58,6	55,1	50,7	45,6	40,8	36,6	33,0	30,0	27,7	25,7
Velaton arvo DCF		58,4										
- Korolliset velat		-2,3										
+ Rahavarat		7,8										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-2,7										
Oman pääoman arvo DCF		61,2										
Oman pääoman arvo DCF per osake		4,1										

Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,60
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,75 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	10,9 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,1 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa 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 osavuositarkastusten 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 arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laiteen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy: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 sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>

Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
10/04/2022	Lisää	3,40 €	3,11 €
19/05/2022	Lisää	3,40 €	3,05 €
17/08/2022	Lisää	4,00 €	3,55 €
01/11/2022	Lisää	3,75 €	3,27 €
31/01/2023	Vähennä	3,75 €	3,68 €
08/02/2023	Vähennä	3,75 €	3,95 €
27/04/2023	Lisää	3,75 €	3,51 €
01/06/2023	Osta	4,00 €	3,24 €

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

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

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

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

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**