

LapWall

Sijoitustutkimus

23.3.2022 klo 19:45



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

TÄRKEITÄ TIETOJA LUKIJALLE

Inderes Oy ("Inderes") on laatinut tämän tutkimuksen LapWall Oyj:stä ("Yhtiö"). Tämä tutkimus on ensimmäinen Inderesin Yhtiöstä laatima tutkimus.

Tämä tutkimus on tarkoitettu käytettäväksi ainoastaan taustatietoa varten, eikä sitä tule pitää Yhtiön, sen osakkeiden tai muiden arvopapereiden tarjoamisena tai markkinointina Suomessa tai missään muussakaan maassa.

Inderes on laatinut tämän tutkimuksen riippumattomana asiantuntijana. Yhtiö ei ota kantaa tutkimuksen sisältämiin tietoihin eikä ota vastuuta niiden oikeellisuudesta tai mahdollisista puutteista taikka Inderesin niiden perusteella tekemistä johtopäätöksistä. Yhtiölle on tarjottu mahdollisuus tutustua raporttiin ennen raportin julkaisua.

Tässä tutkimuksessa ei pyritä antamaan kokonaiskuvaa tai sijoitusta varten riittäviä tietoja Yhtiöstä, eikä siinä olevien tietojen perusteella voida tehdä sijoituspäätöksiä. Tämä tutkimus ei sisällä kaikkia merkityksellisiä tietoja Yhtiöstä eikä tutkimus yritä esittää kaikkia Yhtiötä koskevia merkityksellisiä tietoja. Annettavat tiedot voivat muuttua tai niitä voidaan muuttaa ilman, että lukija saa tästä erillistä ilmoitusta. Mahdollista sijoitusta suunnittelevan tahon on itse selvitettävä ja arvioitava Yhtiöön liittyviä tietoja sekä hankittava omalla kustannuksellaan omat oikeudelliset, taloudelliset, verotukselliset ja muut neuvot mahdollista sijoitusta varten.

Tämä tutkimus sisältää tulevaisuutta koskevia lausumia, arvioita ja laskelmia Yhtiöstä ja markkinoista, joilla Yhtiö toimii. Tällaiset lausumat, arviot ja laskelmat heijastavat niitä varten tehtyjä oletuksia, jotka voivat pitää paikkansa tai osoittautua virheellisiksi. Tulevaisuutta koskevat lausumat, arviot ja laskelmat sisältävät tunnettuja ja tuntemattomia riskejä, epävarmuustekijöitä sekä muita tärkeitä tekijöitä, joiden johdosta Yhtiön todellinen tulos, toiminta ja saavutukset tai toimialan kehitys voivat poiketa olennaisesti tällaisissa tulevaisuutta koskevissa lausumissa, arvioissa ja laskelmissa nimenomaisesti tai välillisesti esitetystä seikoista. Inderes tai Yhtiö ei anna vakuutuksia tai sitoumuksia tällaisista lausumista, arvioista ja laskelmista.

Vaikka tämä tutkimus on laadittu Yhtiön toimeksiannosta, tutkimus ei ole esiasetuksen (EU) 2017/1129 mukainen esite tai First North -sääntöjen mukainen yhtiöesite taikka markkinointimateriaali. Tutkimus ei sisällä tarjousta, tarjouspyyntöä tai sijoitusneuvoa Yhtiön osakkeiden tai muiden arvopapereiden hankkimisesta tai merkitsemisestä. Sovellettavaan lainsäädäntöön saattaa sisältyä tämän tutkimuksen vastaanottamista koskevia rajoituksia. Tutkimuksen vastaanottaja voi saada tiedon tutkimuksesta ja vastaanottaa sen vain sillä ehdolla, että tämä on mahdollista sovellettavan lain mukaan ilman minkäänlaisia viranomaishyväksyntöjä, rekisteröintejä tai muita muodollisuuksia.

Tämä tutkimus ei ole arvopapereiden myyntitarjous Australiassa, Etelä-Afrikassa, Hongkongissa, Japanissa, Kanadassa, Singaporessa, Uudessa-Seelannissa tai Yhdysvalloissa eikä missään Euroopan talousalueen maassa.

Yhtiö ei ole rekisteröinyt, eikä sen tarkoituksena ole rekisteröidä, mitään osaa mahdollisesta tarjouksesta Yhdysvalloissa, eikä sen tarkoituksena ole tarjota arvopapereita yleisölle Yhdysvalloissa. Tarjousta ei tehdä missään sellaisessa maassa, missä joko tarjous tai siihen osallistuminen olisi kiellettyä tai edellyttäisi Suomen lainsäädännön mukaisten toimenpiteiden lisäksi esitteen laatimista, rekisteröintiä tai muita toimenpiteitä.

Tämän tutkimuksen sisältämä tieto ei ole tarkoitettu julkistettavaksi tai levitettäväksi kokonaan tai osittain, suoraan tai välillisesti Australiassa, Etelä-Afrikassa, Hongkongissa, Japanissa, Kanadassa, Singaporessa, Uudessa-Seelannissa tai Yhdysvalloissa tai missään muussa maassa, jossa julkaiseminen tai levittäminen olisi lainvastaista.

Kannattavaa kasvua puurakentamisen trendistä

LapWall on puupohjaisia seinä- ja kattoelementtejä Suomessa tuottava yhtiö. LapWallin portfolio vastaa mielestämme hyvin rakennusalan trendeihin ja yhtiön kilpailuasema Suomessa on vahva. LapWallilla onkin mielestämme hyvät edellytykset kannattavaan kasvuun etenkin keskipitkällä tähtäimellä, mutta lyhyellä tähtäimellä Suomen heikentynyt talousnäkyvä luo epävarmuutta. Listautumisannin hinta on mielestämme silti matala ja näemme yhtiön olevan tuotto/riski-suhteeltaan erittäin houkutteleva kohde etenkin keskipitkän ajan sijoittajille.

LapWall on Suomen markkinalle keskittyvä rakennustuoteyhtiö

Vuonna 2011 perustettu LapWall tarjoaa puusta valtaosin koostuvia seinä- ja kattoelementtejä LEKO-brändillä, joita käytetään käytännössä kaikenlaisissa rakennuksissa aina pientaloista kerrostaloihin ja teollisuusrakennuksista kouluihin. Yhtiön asiakkaita ovat rakennusliikkeet ja talotehtaat Suomessa, joille LapWall myy tuotteensa pääosin asennettuna. LapWallin pro-forma liikevaihto (sis. alkuvuodesta 2022 ostetun Termaterin) oli 48 MEUR ja liikearvopoistoista oikaistu liikevoitto 5,2 MEUR. Hyvän track-recordin orgaanisesta kasvusta omaavan LapWallin tavoitteena on jatkaa lähivuosina kannattavaa kasvua Suomessa, mikä nojaa tuotantokapasiteetin kasvattamiseen, tuottavuuden kehittämiseen, markkinaosuuden nostoon ja elementointiasteen kohottamiseen. Pidämme strategiaa selkeänä ja teräväkärkisenä ja mielestämme 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 ja pienet itsenäiset elementtivalmistajat. Etenkin jälkimmäisiä vastaan LapWallilla on selviä skaalaetuja ostoista investointikykyyn ja LapWall onkin toimialan kannattavin yhtiö. LapWallin pääriskit ovat mielestämme syklinen kysyntä, talouden lyhyen ajan epävarmuus, inflaatio ja uudentyypinen kilpailu.

Odotamme yhtiöltä keskipitkällä aikavälillä kannattavaa kasvua

Markkinatrendejä ja Suomen talouden lyhyellä tähtäimellä hidastuvaa näkymää peilaten ennustamme LapWallin liikevaihdon kasvavan vuosina 2022-2026 noin 7 %:n vuosivauhtia, millä liikevaihto jää hieman yhtiön vuodelle 2026 noin 70 MEUR:oon asettaman tavoitteen alapuolelle. Kasvu on arviomme mukaan hieman takapainoista nyt odotettavissa olevaa talouden hidastumista heijastellen. Kannattavuuden osalta vuosina 2022-2023 hidastuva talouskasvu ja inflaatio jättävät marginaalit arviomme mukaan vuoden 2021 kohtuulliselle tasolle, mutta keskipitkällä tähtäimellä odotamme yhtiön yltävän 12-15 %:n oikaistun liikevoittomarginaalin tavoitteeseensa volyymikasvun, Termater-kaupan ostosynergioiden ja tuottavuusinvestointien ajamana.

Pidämme listautumisannin arvostusta houkuttelevana

Arvotamme LapWallia toteutuneilla sekä tämän vuoden ennusteisiin pohjautuvilla absoluuttisilla ja suhteellisilla tulokertoimilla, minkä lisäksi annamme pienen painon myös pidempää aikaväliä painottavalle DCF-mallille. Toteutuneella tuloksella ja kuluvaan vuoden ennusteella LapWallin P/E-luvut ovat 8x ja EV/EBIT-kertoimet noin 7x. Pidämme tasoja absoluuttisesti hyvin maltillisina tuottovaatimuksiimme suhteutettuna. Eri mallien pohjalta LapWallin osakekannan käypä arvo on mielestämme noin 3,4-4,2 euroa/osake, mikä vastaa 10x-12x P/E-lukua ja 8x-10x EV/EBIT-kerrointa kuluvaan vuoden ennusteilla. Listautumishinta on 25 % haarukkamme alarajan alapuolella, joten pidämme osakeannin hintalappua hyvin maltillisena suhteessa liiketoiminnan arvoon. Näin ollen etenkin keskipitkällä tähtäimellä operoivat sijoittajat saavat listautumisannissa erittäin hyvän tuotto-odotuksen lähivuosille.

Arvostus

Inderesin arvio LapWallin käyvästä markkina-arvosta ennen listautumisantia:

42-52 MEUR tai 3,4-4,2 € / osake

Listautumisannin markkina-arvo:

33,7 MEUR tai 2,72 €/osake

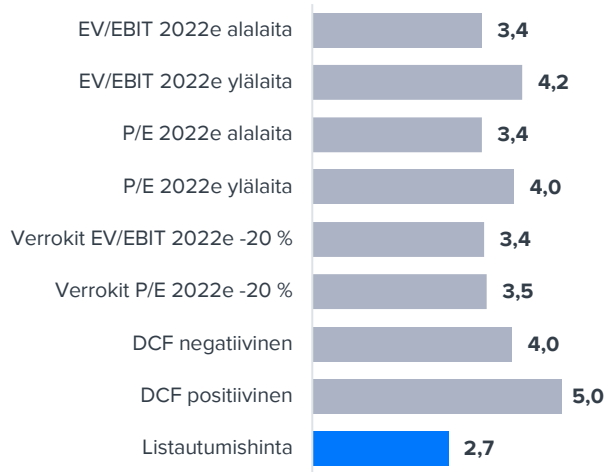
Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	48,3	52,3	50,9	57,5
kasvu-%	55 %	8 %	-3 %	13 %
EBIT oik.	5,2	5,3	5,4	7,0
EBIT-% oik.	10,9 %	10,1 %	10,5 %	12,1 %
Nettotulos	3,7	3,1	3,5	4,9
EPS (oik.)	0,33	0,34	0,32	0,43

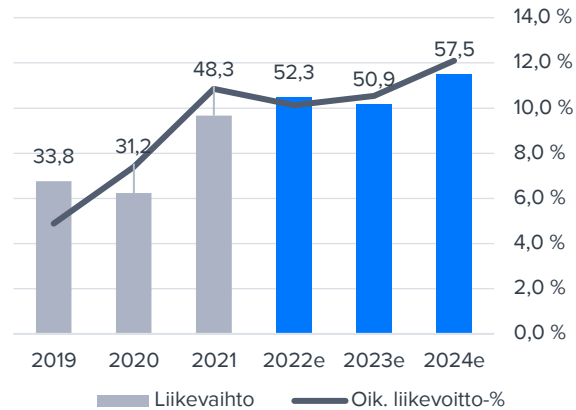
P/E (oik.)	8,2	8,1	8,4	6,3
P/B	4,7	4,0	3,3	2,5
Osinkotuotto-%	5,1 %	5,1 %	5,5 %	6,6 %
EV/EBIT (oik.)	7,2	6,8	6,6	4,7
EV/EBITDA	5,7	5,3	5,1	3,7
EV/Liikevaihto	0,8	0,7	0,7	0,6

Lähde: Inderes

Osakekurssi

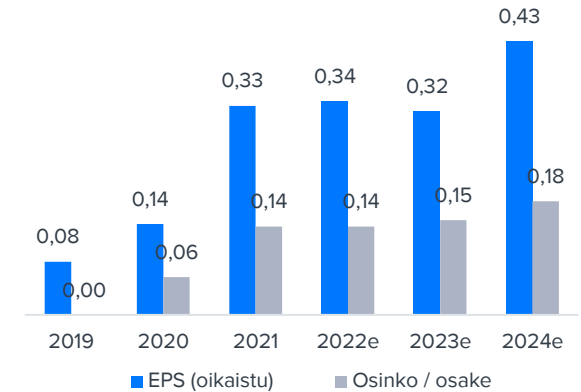


Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Hyvä aseointuminen puurakentamisen kasvuun ja rakentamisen trendeihin
- Vahva kilpailuasema mahdollistaa markkinaosuuden kasvattamisen
- 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	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	2,72	2,72	2,72
Osakemäärä, milj. kpl	12,4	12,4	12,4
Markkina-arvo	34	34	34
Yritysarvo (EV)	36	35	33
P/E (oik.)	8,1	8,4	6,3
P/E	10,9	9,6	6,9
P/Kassavirta	8,4	12,3	7,6
P/B	4,0	3,3	2,5
P/S	0,6	0,7	0,6
EV/Liikevaihto	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA (oik.)	5,3	5,1	3,7
EV/EBIT (oik.)	6,8	6,6	4,7
Osinko/tulos (%)	56,2 %	53,2 %	45,8 %
Osinkotuotto-%	5,1%	5,5 %	6,6 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja listautumisanti	5-7
Liiketoimintamalli	8-13
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	14-26
Toimiala ja kilpailu	17-20
Taloudellinen tilanne	21-22
Ennusteet	23-31
Arvonmääritys	32-40
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	41

Yhtiökuvaus 1/3

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. LapWallin päätuotteita ovat etenkin LEKO-brändillä myytävät yksi- ja monikerroksiset seinäelementit, julkisivuelementit, kattoelementit ja kattoelementtijärjestelmät, joita yhtiö valmistaa tuotantolaitoksissaan Pyhännällä, Pälkäneellä ja Vetelissä. LapWallin kilpailuetuja ovat standardoidun ja osin automatisoidun tuotannon tehokkuus, korkea laatu ja puupohjaisen tuotteen ympäristöystävällisyys. LapWallin asiakkaita ovat suomalaiset rakennusliikkeet ja talotehtaat.

LapWallin liikevaihto kertyy nyt kokonaan Suomesta, sillä yhtiö vetäytyi epäonnistuneesta Ruotsin laajentumisyrityksestä lopullisesti vuonna 2020. Vuonna 2021 LapWall ja helmikuussa 2022 liiketoimintakaupalla ostettu kattoelementtivalmistaja Termater tekivät pro-forma-pohjalta noin 48 MEUR:n liikevaihdon, 5,2 MEUR:n liikearvopoistoilla oikaistun liikevoiton ja 3,6 MEUR:n raportoidun nettotuloksen. LapWallilla on tällä hetkellä noin 130 omaa työntekijää.

LapWall toteuttaa pääosin orgaanista kasvustrategiaa, jonka tavoite on kasvu ja markkinaosuuksien nosto kapasiteetti-investointien, tuotteiden korkean laadun, teknologian mahdollistaman kustannuskilpailukyvyyn kautta ja ympäristö-

trendeihin hyvin vastaavan portfolion ansiosta.

Kasvupanostusten rahoittamiseksi ja muista liiketoimintaan ja omistukseen liittyvistä syistä LapWall suunnittelee listautumista Helsingin Pörssin First North -markkinapaikalle. Listautumisella LapWall tavoittelee vähintään 3,5 MEUR:n bruttovarojen keräämistä. Ylikysyntätilanteessa listautumisanti voi kuitenkin kasvaa 5,0 MEUR:oon. Listautumisanti ei sisällä osakemyyntejä.

Historiallinen kehitys

LapWall on perustettu vuonna 2011, jolloin yhtiön liikeideana oli tehostaa rakentamisen tuottavuutta tarjoamalla asiakkaille 3D-suunniteltuja elementtejä sekä tiukasti konseptoituja asennusvaihtoehtoja. Yhtiö saavuttiikin nopeasti hyvän jalansijan strategiallaan Suomen elementtimarkkinoilla ja kasvoi nollista noin 25 MEUR:n liikevaihtotasolle vuoteen 2015 mennessä. 2010-luvun puolivälissä yhtiö pyrki kiihdyttämään kasvuaan laajentamalla Ruotsin markkinoille sekä rakentajille ja rakennusliikkeille tarjottaviin toimituskokonaisuuksiin. Liikevaihto jatkoi strategia muutoksen jälkeen kasvussa, mutta epäonnistuneen projekti riskien hallinnan takia yhtiön tulos valahti kasvusta huolimatta tappiolle. Vuodesta 2017 alkaen LapWall palasi juurilleen eli Suomen markkinalle ja elementtituotantoon, mikä yhdessä kulurakenteen saneeraustoimien kanssa tervehdytti kannattavuuden. Ruotsin liiketoiminnat LapWall ajoi konkurssiin vuonna 2020, ja vuonna 2021 LapWall Oy (ei sis. Termateriä) saavutti historiansa parhaan kannattavuuden.

LapWall

- Seinä- ja kattoelementtejä rakennuksille
- Markkina-alue on Suomi
- Kilpailuetuina laatu, tehokkuus ja hiilinegatiivisuus
- Tähtäimessä kannattava kasvu
- Tuotantolaitoksia on 3 kpl Suomessa
- Työntekijöitä 2021 lopussa noin 130 kpl
- Pro-forma liikevaihto 48 MEUR 2021
- Pro-forma oikaistu liikevoitto 5,3 MEUR 2021
- Kasvun mahdollistamiseksi aikoo listautua
- Osakeannilla haetaan noin 5 MEUR:n bruttovaroja
- Yhtiön pääomistaja on CEO Jarmo Pekkarinen

Yhtiökuvaus 2/3

Historian valossa yhtiöllä on mielestämme hyvä track-record lyhyestä harharetkestä huolimatta elementti tuotannon volyymin kasvattamisesta Suomessa, sillä vuonna 2011 yhtiö aloitti nollapisteestä ja vuoden 2021 pro-forma liikevaihto oli 48 MEUR. Kasvu on ollut pääosin orgaanista, minkä lisäksi yhtiö on ostanut vuonna 2017 Metsä Woodin projektiliiketoiminnan eli Pälkäneen tehtaan ja vuonna 2022 Termaterin. Pälkäneen tehtaan ostoa on mielestämme osoittautunut jo strategisesti hyväksi, sillä se laajensi LapWallin tarjoamaa kattoelementteihin. Myös taloudellisesti järjestely on luultavasti ollut onnistunut. Termaterin osalta johtopäätöksiä ei voi vielä tehdä, mutta strategisesti yhtiö istuu mielestämme hyvin LapWalliin (esim. markkinaosuuden nousu kattoelementeissä ja laajentuminen teräsohutelvypohjaisiin kattoelementteihin) ja myös kauppahinta liiketoiminnasta ja kiinteistöistä vaikuttaa mielestämme volyymipohjaisesti alhaiselta pro-forma taseen pohjalta arvioituna.

Kannattavuuden osalta LapWallin kehitys on ollut vaihtelevaa, sillä nykyistä Suomen liiketoimintaa parhaiten peilaavan LapWall Oy:n kannattavuus (oik. EBIT-%) on vaihdellut 1 %:n ja 12 %:n välillä strategisen harharetken aiheuttamaa vuoden 2017 noin 5 %:n liiketappiota lukuun ottamatta. Parhaat kannattavuutensa yhtiö on tehnyt historiansa alkuvaiheissa ja viime vuonna, kun taas koko jakson mediaani 6 % on vain tyydyttävä taso. Näin ollen emme pidä tuloksen osalta track-recordia huomattavan vahvana, mutta toisaalta vuonna 2021 saavutettu tulosparannus on mielestämme tukevalla pohjalla tuloksen rakenne huomioiden,

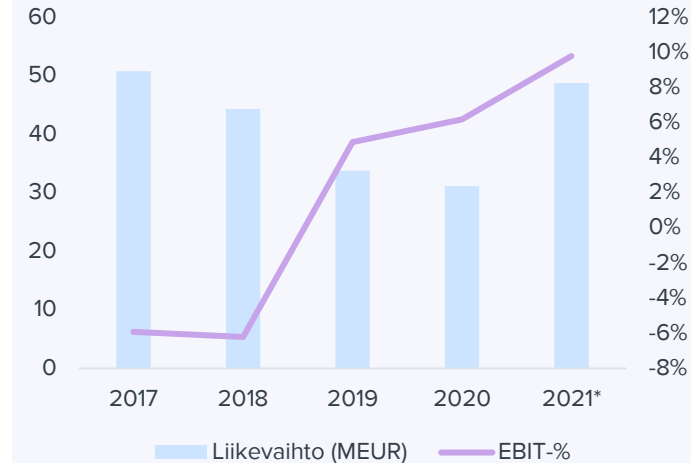
kunhan liikevaihto ei laske oleellisesti. Termater on edullisen hinnan vastineeksi heikosti kannattava käänneyhtiö, mutta toisaalta kannattavuuteen liittyviin ongelmiin löytyy mielestämme selkeä pääsy heikoista ostoehdoista ja siten marginaalin parantaminen on tietyiltä osin jopa melko suoraviivaista.

Johto ja omistus

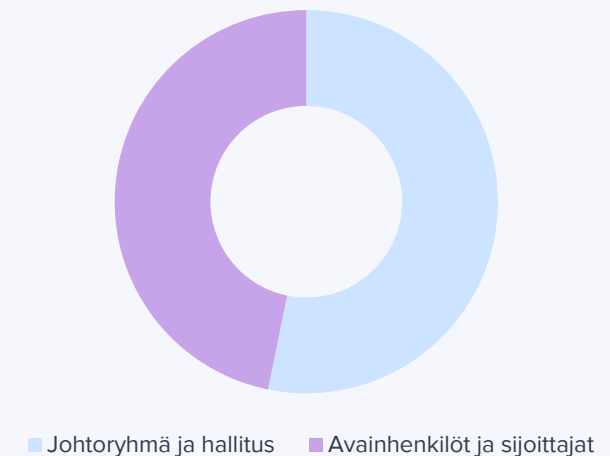
LapWallin toimitusjohtajana on toiminut yhtiön perustamisesta lähtien Jarmo Pekkarinen, joka oli ennen listautumistaan myös yhtiön pääomistaja 27 %:n omistusosuudella. Yhtiön johtoryhmään kuuluu yhteensä 5 jäsentä, joista valtaosalla on useamman vuoden kokemus yhtiöstä ja lisäkokemusta toimialalta. Johtoryhmän jäsenten omistusosuudet yhtiöstä vaihtelevat yhtä henkilöä lukuun ottamatta 0,6-3,1 %:n välillä ennen listautumistaan. Arviomme mukaan yhtiön johtoryhmä on pääosin hyvin sitoutettu yhtiöön myös osakeomistusten kautta. Tämä ja toimitusjohtajan suuri omistus huomioiden pidämme johdon omistuksia muiden sijoittajien kannalta positiivisena asiana.

LapWallin hallituksessa on 5 jäsentä, joista kolme on riippumattomia sekä yhtiöstä että merkittävistä osakkeenomistajista. Näin ollen hallituksen rakenne on mielestämme pörssiyritykselle tavanomainen ja kaikkien omistajien kannalta järkevä. Myöskään johdon tai hallituksen palkkioissa tai joissakin kaupallisissa perusteissa tehdyissä lähipiiriliiketoimissa ei mielestämme ole mitään erityisen poikkeuksellisia yksityiskohtia listautumisesitteen perusteella.

LapWall-konsernin historiallinen kehitys 2017-2021



LapWallin omistajat ennen osakeantia



Yhtiökuvaus 3/3

LapWall on pääosin Pekkarisen veljesten omistama perheyhtiö ja ennen antia neljällä Pekkarisen veljeksellä yhteenlaskettuna on määräysvalta yhtiöstä. Kymmenen suurimman omistajan joukossa ainoa ei-yksityishenkilö on Pohjanmaan Arvosijoitusosuuskunta, jonka omistus yhtiöstä ennen osakeantia on 12,2 %. Arviomme mukaan osittain pääomasijoittajaa muistuttavalla toimintatavalla operoiva Arvo on sijoituspolitiikkansa mukaisesti kiinnostunut kierrättämään LapWallissa kiinni olevat pääomansa uusiin kohteisiin jollain aikavälillä. Suurten henkilöomistajien arviomme sen sijaan olevan sitoutuneempia LapWallin pidemmälläkin aikavälillä, joskin luovutusrajoitusten päättyessä tietty myyntipainetta osakkeeseen voi ilmetä. Tämän vastinpari olisi luonnollisesti vapaasti vaihdettavien osakkeiden määrän kasvu. Listautumisannin pienen koon ja merkittävää omistajakuntaa koskettavien luovutusrajoitusten takia osakkeen likviditeetti voi arviomme mukaan olla alkuun rajallinen ja mielestämme sijoittajien kannattaa omat tarpeensa huomioiden harkita likviditeettipreemion asettamista osakkeelle.

Listautumisannin keskeiset syyt ja ehdot

LapWall mainitsee listautumisesitteessään listautumisen syyksi pääomien keräämisen strategian mukaiseen kasvuun, mikä tarkoittaa myös investointeja kapasiteetin kasvattamiseen, tuotantotehokkuuden ja tuotannon automaatiotason nostoon CO₂-päästöjen vähentämiseen. Lisäksi listautuminen luo myös osakkeelle likviditeetin, parantaa yhtiön tunnettavuutta ja mahdollistaa henkilöstön

sitouttamisen yhtiöön. Mielestämme listautumisen syyt ja perustelut ovat uskottavia. LapWallin nykyinen taseasema, tämänhetkinen tuloskunto ja välittömät investointitarpeet huomioiden yhtiö ei mielestämme ole myöskään pakkoraossa listautumisen kanssa vaan listautuminen on luonnollinen askel yhtiön jatkokehityksessä.

LapWallin listautumisanti koostuu osakeannista sekä lisäosakerästä. Osakeannissa yhtiö aikoo laskea liikkeelle enintään 1 294 868 kpl uutta osaketta, joista valtaosan hinta on 2,72 € / kpl (pienessä henkilöstöannissa hinta on 2,45 € /kpl). Lisäksi ylikysyntätilanteessa hallitus voi ottaa käyttöön korkeintaan 551 471 kappaleen lisäosake-erän eli yhtiön osakemäärä voi listautumisessa kasvaa enintään 1 846 339 osakkeella. Lisäosake-erän merkintähinta on luonnollisesti sama kuin osakeannissakin. Tältä pohjalta laskettuna LapWallin osakekannan käyväksi arvoksi ennen osakeantia tulisi 33,7 MEUR. Laimennus nykyisille omistajille on 13 %.

Siten LapWall keräisi listautumisella noin 5,0 MEUR:n bruttovarat, jos anti ja lisäosake-erä merkitään täysimääräisesti (ilman lisäosake-erää kerättävät bruttovarat olisivat noin 3,5 MEUR). Kasaan yhtiö odottaa saavansa listautumisesta noin 4,4 MEUR (sis. lisäosake-erä), kun varoista on vähennetty yhtiön maksettavaksi jäävät palkkiot ja kulut (yhteensä noin 0,6 MEUR). Arviomme mukaan osakeannin rakenteessa tai kuluissa ei ole selviä poikkeuksia suhteessa tavanomaisiin käytäntöihin. Listautuminen ei sisällä osakemyyntejä. Tämä on mielestämme lievästi luottamusta herättävät signaali pääomistajien

sitoutumisesta yhtiöön, kun huomioidaan lisäksi myös annin maltillinen arvostus sekä viime aikoina epävarmemmaksi muuttunut talousnäkyvä.

Ankkurisijoittajat ovat sitoutuneet merkitsemään noin puolet osakeannista

LapWallin listautumisanti koostuu kolmesta osasta, jotka ovat 1) yleisöanti yksityishenkilöille ja yhteisöille Suomessa 2) henkilöstöanti yhtiön työntekijöille ja hallituksen jäsenille 3) instituutio-anti institutionaalisille sijoittajille Suomessa ja paikallisiin säännöksiin perustuvien vaatimusten täytyessä kansainvälisesti. Henkilöstöannissa on tavanomainen 9,9 %:n alennus suhteessa yleisöannin ja instituutioannin merkintähintaan.

Instituutioannissa Veritas ja EH-konsultointi Oy ovat ns. ankkurisijoittajina sitoutuneet sitovasti merkitsemään liikkeelle laskettavia osakkeita yhteensä noin 1,7 MEUR:lla tietyin tavanomaisin ehdoin, jos yhtiö allokoii listautumisannissa tarjottavia osakkeita niille yhteensä 50 % sitoumuksen määrästä. Osakeannin rakenne, absoluuttisesti pieni koko ja sitovien ankkurien jo varmistettu iso rooli huomioiden pidämme LapWallin annin läpimenoa todennäköisenä.

LapWallin listautumisannin merkintäaika alkaa 24.3.2022 kello 9:30 ja päättyy 1.4.2022 kello 16:30, ellei merkintäaika keskeytetä tai pidennetä. Yhtiön hallituksella on mahdollisessa osakkeiden ylikysyntätilanteessa oikeus kaikkien osakeannin kolmen osan keskeyttämiseen aikaisintaan 30.3.2022 kello 16:30. LapWallin listautumisesite on julkaistu tänään (23.3.2022) ja se on luettavissa [täältä](#).

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 (sis. Termater) vajaan puolet on yksikerroksisten rakennusten seinäelementtejä, kun taas kattoelementtien osuus on karkeasti 40 %. Loput liikevaihdosta kertyvät monikerroksisten rakennusten seinäelementeistä, kattoelementtjärjestelmistä 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 LEKO-brändillä. LEKO-järjestelmä sisältää noin 50 vakiotuotetta, joilla suuret ja pienet rakennukset

voidaan elementoida kustannustehokkaasti. Käytännössä tämä tarkoittaa käsityksemme mukaan standardoituja tuotteita pituus- ja leveyssuuntia ja ulkoasua lukuun ottamatta (ts. esim. liitokset standardoitu), minkä ansiosta tehdastuotannon käyttöaste saadaan pidettyä korkeana ja asennustyö simppeleinä. LEKO-järjestelmää voidaan kasata legopalikoiden tavoin.

Käytännössä rakenne-elementti kasataan tehtaalla LVL-rungon varaan. Rungon sisäpuoli täytetään valtaosin kaikkiin rakennustyypeihin eristeeksi soveltuvalla kivivillalla. Elementin viimeistelyssä käytetään lisäksi raaka-aineena vielä sahatavaraa. Raaka-aineensa yhtiö ostaa tai ainakin pystyy ostamaan Suomesta ja pääraaka-aineille on löydettävissä myös useampi toimittaja.

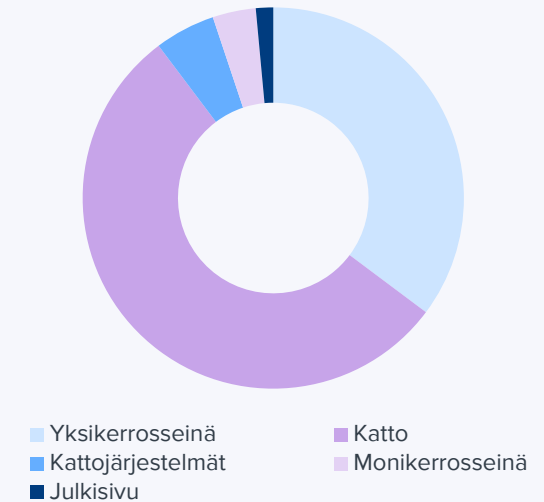
Pientä liikevaihtoa voi kertyä sertifikaateista

LapWallin tuotanto on sertifioitusti hiilinegatiivista ja yhtiö tarjoaa hiilenpoistosertifikaatteja puro.earth-markkinapaikalla ostettavaksi tahoille, jotka haluavat kompensoida sertifikaateilla omia hiilidioksidipäästöjään. Tästä LapWallille ei käsityksemme mukaan ole kertynyt vielä liikevaihtoa, mutta lähivuosina sertifikaattien päälle on mahdollista rakentaa euroissa mitattuna pieni kuusinumeroinen liikevaihtovirta. Tämä lähes kokonaan puhdasta katetta oleva liikevaihtovirta on jatkossa suoraan verrannollinen tuotemyynnin kasvuun, sillä sertifikaatteja kertyy myytäväksi sitä enemmän, mitä suurempi tuotantovolyymi on.

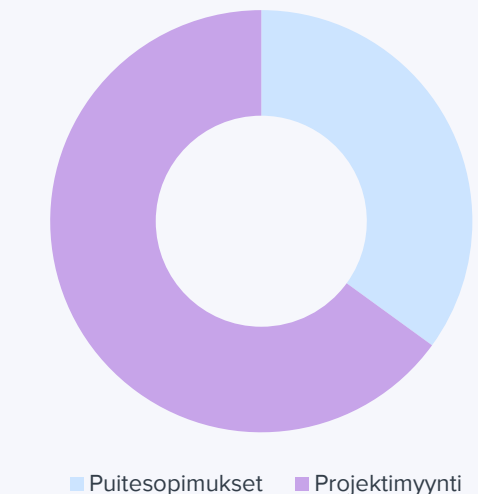
Liiketoimintarakenne ja asiakkaat

LapWallin liikevaihto kertyy kokonaan Suomesta,

Pro forma- myynnin jakauma 2021



Myynnin jakauma sopimuksittain



Liiketoimintamalli 2/5

jossa yhtiön asiakkaita ovat rakentajat ja rakennusliikkeet. LapWall ei suoraan ole julkistanut asiakkaitaan, mutta arviomme mukaan yhtiö tekee yhteistyötä lähes kaikkien suurten rakentajien, (esim. YIT, Skanska, SRV jne.) ja talotehtaiden (esim. Kastelli-talot, Desingtalo) kanssa. Suoraa kuluttajakauppaa LapWall ei tee. Pidämme ammattimaisten rakentajien kanssa operoimiseen keskittymistä järkevänä riskienhallinta ja projektikokojen optimointi huomioiden. LapWallin asiakastyytyväisyys oli listautumisesitteen mukaan korkealla noin 70 pisteen tasolla (eNPS), mikä antaa hyvän kuvan yhtiöstä asiakkaiden silmissä-

Asiakasrakenne on tasapainossa

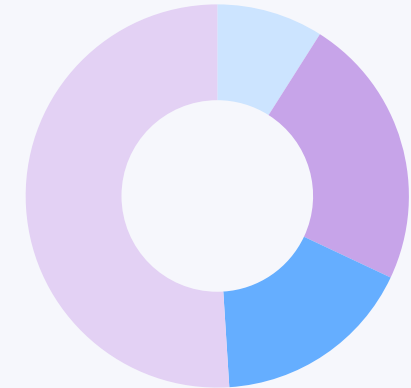
Yhtiön asiakasrakenne on melko tasapainoinen, sillä vuonna LapWallin (ei sis. Termateria) suurin asiakas toi noin 9 % yhtiön liikevaihdosta ja 10 suurimman asiakkaan osuus oli 49 %. Näin ollen yhtiö ei mielestämme kannu huomattavaa yksittäisiin asiakkaisiin liittyvää riskiä, kun huomioidaan vielä, että 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 melko hyvänä, kun huomioidaan kannattavuuden muodostumisen perspektiivistä myöskään asiakasrakenteen hajautuminen suureen määrään erittäin pieniä asiakkaita tai projekteja ei ole myöskään luultavasti optimaalista.

Projektikoot 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 kääntein tekeväksi yksi projekti ei kuitenkaan lähtökohtaisesti muodostu. Tyypillisesti myyntikatemarginaalit ovat isoissa projekteissa hieman pieniä projekteja alemmat. Näin ollen marginaalien optimoimisen, tehtaiden järkeväksi täyttämisen ja riskitason hallinnan kannalta LapWallin pitäisi mielestämme onnistua haalimaan markkinoilta tasapainoisessa suhteessa sekä isoja että pienempiä projekteja.

Arviomme mukaan LapWallin myynnistä noin kolmannes tulee puitesopimuksien kautta, mikä tarjoaa tiettyä jatkuvuutta yhtiön liiketoimintaan, sillä puitesopimusasiakkaiden tilaukset toistuvat vuosittain. Sen sijaan kaksikolmannesta koostuu kertaluonteisesti sovitusta projektikaupasta, jossa ei ole jatkuvuutta, mutta toki projektiasiakkaatkin toistuvat Suomen pienissä piireissä. Arviomme mukaan LapWallilla on puite- ja projekti-sopimukseen 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. Siten emme arvioi yhtiön suosivan systemaattisesti kumpaakaan sopimustyyppiä.

LapWall Oy:n myynnin jakauma asiakaskoon mukaan 2021



■ 1. ■ 2-5. ■ 6-10. ■ Muut

Inderesin arvio LapWallin tietyistä asiakkaista*



Lähde: LapWall, Inderes

*Inderes arvio, LapWall ei ole julkistanut asiakkaitaan

Liiketoimintamalli 3/5

Tehtaat ovat isossa roolissa

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 sinänsä kilpailukykyisiä (ml. automaatio) ja hyvässä teknisessä kunnossa etenkin kilpailukenttään verrattuna.

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

LapWall ei raportoi tilauskantaansa, mutta listautumisesitteessä yhtiö totesi vuoden 2022 aloittavan tilauskannan olleen noin kaksinkertainen vertailujaksoon verrattuna. Arviomme mukaan tilauskanta heijastelee rakentamisen normaalia

sykliä, jonka määräävät rakennusten aloitukset ja niiden läpimenoaika. Tyypillisesti tämä 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. Arviomme mukaan tällä hetkellä yhtiön tilauskanta on huomattavasti lähempänä haarukan yläreunaa viime aikojen erinomaisen kysynnän takia.

Kovan tilauskannan pituus huomioiden LapWallin näkyvyys liiketoiminnan volyyymiin ei ole erityisen pitkä missään vaiheessa sykliä, mutta yhtiön kannalta haarukan puolivälin tienoillakin pysyvä tilauskanta antaa riittävästi näkyvyyttä tehtaiden täyttämiseen eikä 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 mukaan muilla vastaavassa arvoketjuasemassa olevilla rakennustuote-yhtiöillä tilanne on myös jokseenkin samanlainen. Luonteeltaan LapWall

LapWallin toimitusprosessi



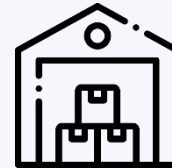
Suunnittelu

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



Tuotanto

- Pitkästi 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

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 tietyistä pohjamarginaalista, mutta marginaalinen maksimoimiseksi yhtiö säättää tavoitekatetta huomioimalla kilpailutilanteen ja markkinoilla vallitsevan hintatason. Tyypillisesti elementtien hintatasot markkinoilla ovat olleet melko vakaita ajan yli, mutta viime aikojen rajun ja laaja-alaisen inflaation takia hinnoissa on toki ollut tuntuva painetta ylöspäin.

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 projektin hallinnan kanssa yhtiön katerakennetta. Kilpailijoiden taas on hankala voittaa LapWallilta kauppaa samalla hintatasolla, mutta heikon pohjakannattavuutensa takia kilpailijat voivat asemoida itsensä hinnoittelussa vain 5-10 % LapWallia alemmas. Tällä hintapreemiolla yhtiö pystyy arviomme mukaan voittamaan tarpeeksi tilauksia muiden kilpailuujensa 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.

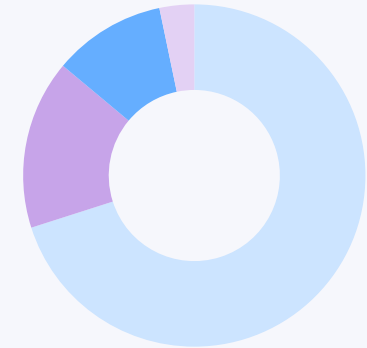
Kulurakenne on tyypillinen teolliselle yhtiölle

Numeroiden valossa LapWallin liiketoiminnan rakenne ja liiketoimintamalli ovat teolliselle yhtiölle melko tyypillisiä. LapWallin myyntikatteet (sis. Termater) ovat teollisuusyhtiölle melko tavanomaisella 35-37 %:n tasolla (pro-forma 2021 ja Inderes arvio 2018-2020). Noin 60-65 % liikevaihdosta käsittävät materiaali- ja palvelukulut sisältävät 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 pienempiä.

Huomionarvoista on, että Termaterin myyntikate-% on oleellisesti LapWall Oy:n vastaavaa lukua alempi, mikä arviomme mukaan johtuu etenkin Termaterin LapWallia heikommista ostoehdoista sekä lievästi alemmista hinnoista. Huonojen ostoehto- ja taustalla on arviomme mukaan Termaterin heikohko taloudellinen asema ja arviomme mukaan ostoissa onkin selvää synergiapotentialia 1-2 vuoden tähtäimellä, kunhan LapWall saa vietyä ostohtonsa Termaterin ostosopimuksiin. Hinnoittelun osalta tilanteen korjaaminen voi olla nopeampaa, mutta parannusvarakin on arviomme mukaan pienempi.

Tuloslaskelmat alemmat osat jatkuvat hyvin suoraviivaisina, sillä oman henkilöstön

Kuluerien osuus kokonaiskuluista ennen liikearvopoistoja 2021



■ 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 noin 130 kpl, noin puolet työntekijöitä ja puolet toimihenkilöitä, keskekustannus noin 60 k€/v. Pääosin kiinteä erä, mutta 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

henkilöstökulut olivat viime vuonna noin 15 % liikevaihdosta ja muut kulut (sis. tilat, energia, myynti, markkinointi, matkustus, rahdit jne.) vajaat 10 % liikevaihdosta. Muita oleellisia operatiivisia kustannuseriä yhtiöllä ei ole. Poistot ovat noin 2-3 % liikevaihdosta, mikä kuvaa liiketoiminnan rajallista pääomaintensiiviteettiä.

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 vie yhtiön kannattavuutta kulujen nopea sopeuttamisvara huomioiden, mutta riittävän korkean volyymitason säilyttäminen on silti kriittistä. 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.

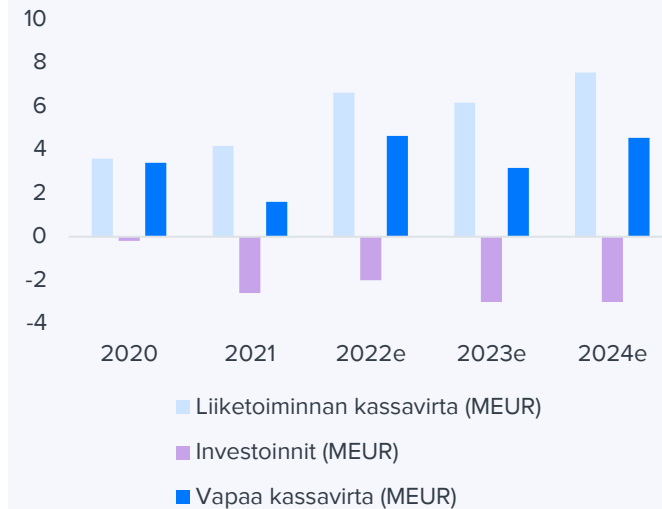
Pääoman sitoutuminen on vähäistä

Vuoden 2021 pro-forma luvuilla LapWallin kiinteän omaisuuden suhde liikevaihtoon on ollut 17 %:ssa ja myös LapWallin historiassa kiinteän omaisuuden suhde liikevaihtoon on ollut vain hieman korkeampi. Siten elementtivalmistus ei ole kovin pääomaintensiivistä tehtaista huolimatta, vaikka yhtiö omistaa myös tehdasrakennuksensa. Tämä johtuu pitkälti siitä, että jalostavassa teollisuudessa tehtaiden laitekanta on kevyttä (vrt. esim. raskaan

prosessiteollisuuden tehtaast). Sijoittajien kannalta tilanne on luonnollisesti positiivinen, sillä liiketoiminnan rajallinen pääomaintensiivisyys ja investointitarve tukevat yhtiön pääoman tuottoa ja kassavirtaa. Olemattomia pääomatarpeet eivät kuitenkaan ole, mikä myös rajoittaa uuden kilpailun kykyä haastaa LapWall. Esimerkiksi omat työntekijät eivät arviomme mukaan voi perustaa 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. Näin ollen ostovelat ja ennakot riittävät kattamaan matalan riskin asiakkaille (ml. esim. isot rakennusyhtiöt) myönnettävistä maksuaikojen sekä liiketoiminnan pyörittämiseen vaadittavan varastoon sitoutuvat pääomat. Lievästi negatiivinen nettokäyttöpääoma on erittäin positiivinen asia sijoittajille, sillä päivittäinen toiminta tehtaiden kapasiteetin puitteissa voi kasvaa ilman lisärahoitustarvetta.

Operatiivinen ja vapaa kassavirta

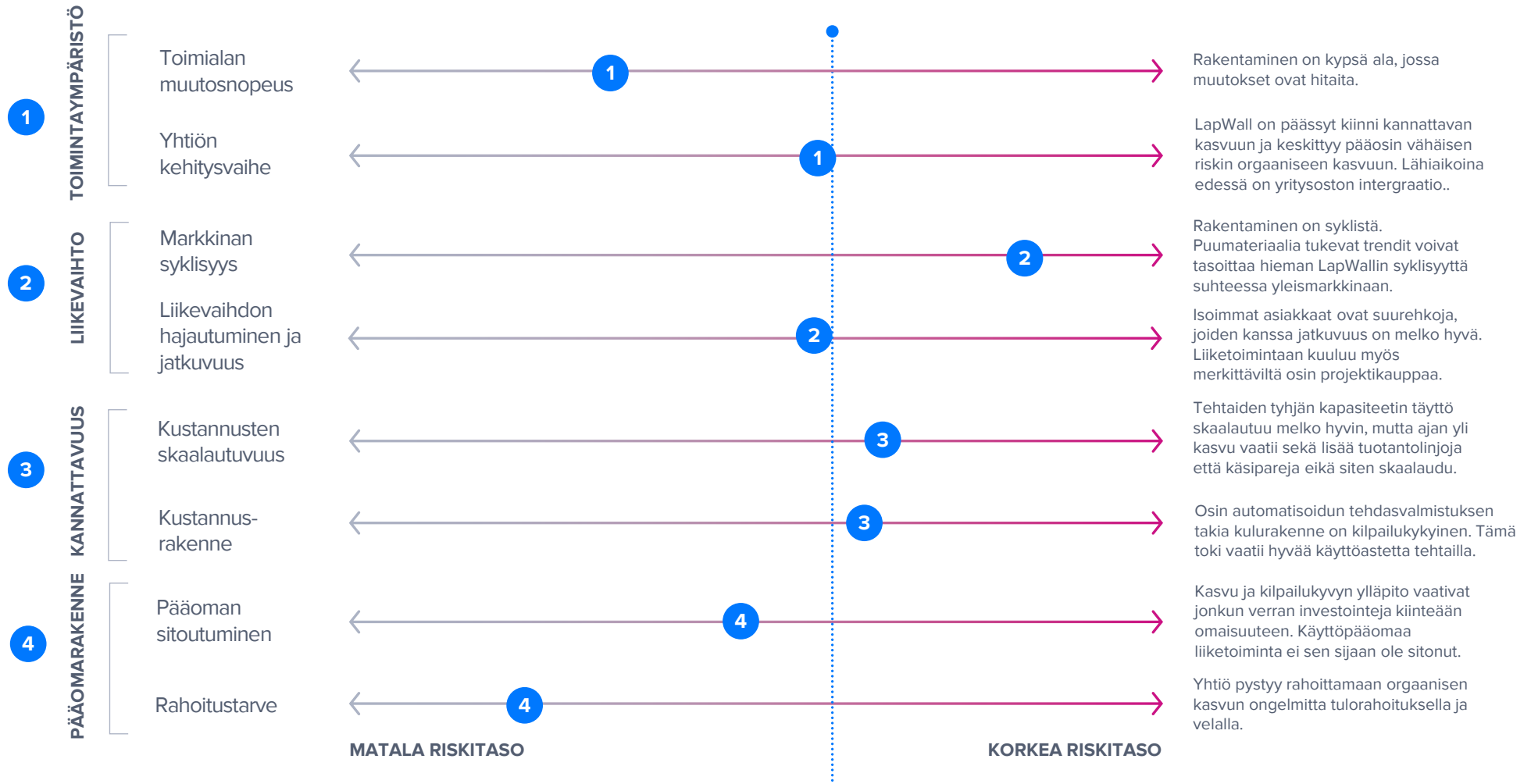


Pääomien sitoutuminen suhteessa liikevaihtoon



LapWallin liiketoimintamallin riskiprofiili

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



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

Strategian kulmakivet lyhyesti

LapWall toteuttaa vuosina 2022-2026 etenkin orgaaniseen kannattavaan kasvuun tähtäävään strategiaa, joka nojaa LEKO-tuotteeseen ja sisältää aina myös suunnittelun ja asennuksen. Yhtiö käy kauppaa 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.

Mielestämme LapWallin strategia on varsin yksinkertainen ja teräväkärkinen, sillä yhtiö aikoo keskittyä pitkälti nykyrakenteen mukaiseen liiketoimintaan 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. Pitkällä tähtäimellä eli nykyisen strategiakauden jälkeen liiketoiminnan kansainvälistäminenkin palaa arviomme mukaan pöydälle, sillä arviomme mukaan LapWallin kasvu hidastuisi markkinan tasolle noin 30 %:n markkinaosuuden saavuttamisen jälkeen.

Kilpailuedut ja -haitat

Tiukasti nykytuotteisiin ja markkinoihin panostamista tukevat myös LapWallin kilpailuedut,

jotka ovat mielestämme laatu, tehokkuus, tuotteistettu LEKO-konsepti 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 hyvin rajallinen. Ajan yli näemme hyvämaineisen LEKO-konseptin kilpailuedun lähteitä muita hieman kestävämpänä, kun taas automaatioon ja ympäristöystävällisyyteen muutkin pelurit pystyisivät panostamaan helpommin, jos ne saisivat hankittua riittäviä resursseja (toki LEKO-konseptikaan ei ole ajan yli täysin suojassa oleva kilpailuetu muun muassa kopiointiriskien takia). Varsinaisia kilpailuhaittoja emme yhtiöllä enää näe Suomen markkinan kilpailussa olevan, sillä 2010-luvun jälkimmäisen puoliskon strategian epäonnistumisesta seuranneet rasitteet yhtiö on pystynyt sekä kustannusrakenteen että taseen puolelta siivoamaan pois täysimääräisesti.

Yritysosot

LapWall mainitsee strategiassaan, että myös yritysostot kuuluvat strategiaan, vaikka strategian painopiste onkin orgaaninen. Mielestämme oven pitäminen auki on loogista ja yhtiöllä on taustallaan myös hyvin onnistunut Metsä Groupin Pälkäneen projektiliiketoiminnan osto vuodelta 2017 sekä Termaterin tuore liiketoimintakauppa. Termater-järjestelyssäkin näemme merkittävää potentiaalia mielestämme melko selkeät synergiat että todennäköisesti matalahko volyympipohjainen kauppahinta (sis. liiketoiminta ja kiinteistöt) huomioiden. Arviomme kauppahinnan vastanneet noin 0,2x-0,3x EV/S-kerrointa, mikä on hyvin alhainen arvostus, jos LapWall saa tuotua Vetelin tehtaan kannattavuutta edes lähelle konsernin tavoitetasoa synergioiden ja kasvun avulla.

Arviomme mukaan LapWallin pitäisi saada järjestelyillä hankittua uusia tuotteita ja/tai laajennettua asiakaskuntaansa, jotta yhtiön kannattaisi allokoida pääomansa yritysostoihin orgaanisen kasvun sijaan Suomessa (vrt. esim. Termaterin teräsohutlevypohjaiset kattoelementit). Tämän tyyppisiä taskuja markkinoilta ei ole helppo löytää LapWallin nykyinen valikoima huomioiden. Sen sijaan markkinan konsolidointi yritysostoilla ei ole arviomme mukaan vaihtoehto, sillä jokaisen kaupan mukana yhtiölle tulisi uusi (ja pieni) tehdas ja kannattavuuden saavuttamiseksi tehtaiden volyymin on oltava riittävän iso. Näin ollen "sarjayhdisteleminen" toimisi LapWallin tapauksessa suurella todennäköisyydellä vain paperilla, vaikka markkinan hajanaisen rakenteen ja toimialan heikon kannattavuuden takia edullisia ostokohteita voisinkin olla runsaasti tarjolla.

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

Liiketoiminnan tervehdyttäminen

- Keskittyminen elementtivalmistukseen
- Ruotsin tytäryhtiön ajaminen konkurssiin
- Tehostustoimet ja kannattavuuden parantaminen organisaation kaikissa osissa
- Taseen siivoaminen alaskirjauksilla
- Koronakriisiin sopeutuminen ja markkinan piristyminen

Orgaaninen kasvu

- Markkina-aseman ja tuotetarjoaman vahvistaminen Termater-liiketoimintakaupalla
- Orgaaninen kasvu markkinan mukana ja markkinaosuuden lievä voittaminen
- Investoinnit nykytehtaiden tehokkuuden parantamiseen (automaatio) ja kapasiteetin nostoon

Strategian Must Win Battles

Toteutunut

- Keskittyminen ydinliiketoimintaan eli tiukasti konseptoituihin elementtien valmistukseen ja asennukseen
- Taloudellisen aseman vakauttaminen vuosien 2017-2018 ongelmien jälkeen
- Tuottavuuden parantaminen kannattavuuden nostaminen kilpailukentän selvästi korkeimmalle tasolle

Lähitulevaisuus 1-2v

- Termaterin haltuunotto ja synergioiden (ml. osto) realisointi
- Marginaalien puolustaminen ainakin hetkellisesti inflatorisessa ja mahdollisesti myös hidastuvan kysynnän ympäristössä
- Kapasiteettia ja tehokkuutta tukevan investointiohjelman aloittaminen
- Keskittyminen Suomen markkinaan

Seuraavat 5 vuotta

- Tehdasvetoisuuden ja elementointiasteen lisääminen rakentamisessa
- Kapasiteettia ja tehokkuutta tukevan investointiohjelman loppuunsaatto
- 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 2/2

Taloudelliset tavoitteet

LapWallin taloudelliset tavoitteet ovat seuraavat:

- 70 MEUR:n liikevaihto vuoden 2026 loppuun mennessä. Kasvutavoite on tarkoitus saavuttaa pääosin organisaalisella 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.

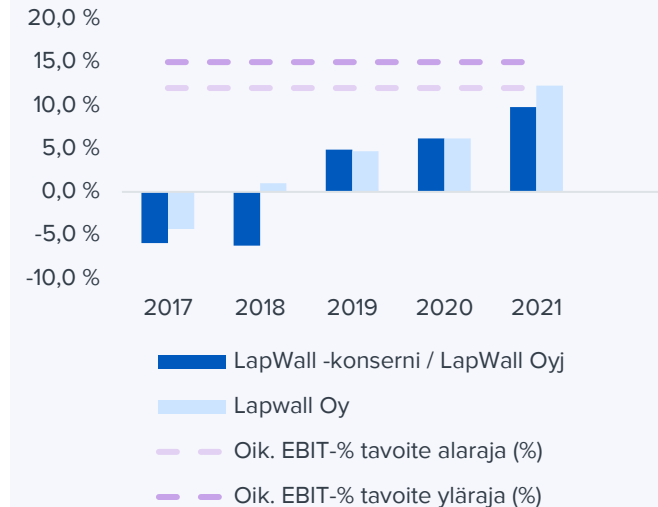
Kasvutavoitteen saavuttaminen vaatii puhtaasti organisaalisesti noin 8 %:n vuosittaisen kasvun saavuttamista vuoden 2021 pro-forma liikevaihdosta laskettuna seuraavan viiden vuoden aikana. Arviomme mukaan tämä on karkeasti tuplat odotettuun markkinakasvuun verrattuna, mutta LapWallin kilpailuedut huomioiden emme pidä markkinaosuuden napsimista lainkaan mahdollisena. 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 lähitulevaisuudessaakin positiivista.

Kannattavuustavoitteeseensa LapWall ylsi ilman Termateriaä vuonna 2021 (LapWall Oy oik. EBIT-% 13,4 %), mutta pro-forma luvuilla kannattavuus oli tavoitetason alapuolella. LapWall Oy:llä ei ole myöskään pidemmän ajan track-recordia

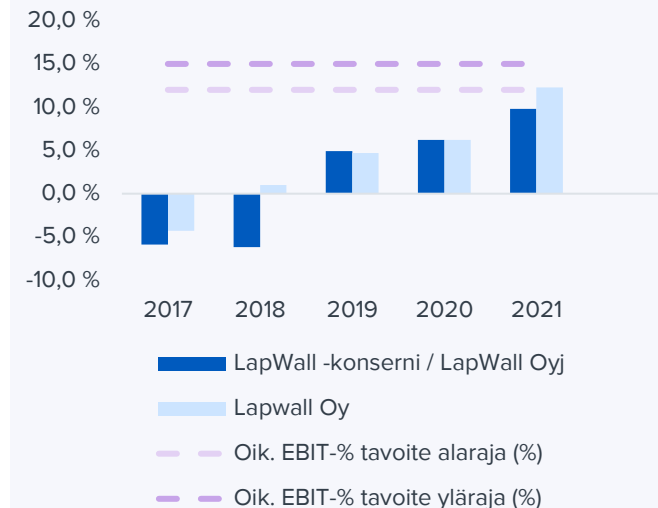
kannattavuustavoitteen saavuttamisesta yli syklin ja eri tyyppisissä suhdannetilanteissa (2012-2021 LapWall Oy oik. EBIT-% ka. 6,2 %). Rakennussektoriin tuote-yhtiöiden liiketoimintadynamiikka, LapWallin kilpailun paikallinen luonne ja yhtiön viime vuosina laskenut kustannustaso huomioiden pidämme tavoitetta kuitenkin yhtiölle realistisena, kun Termaterin synergiat saavutetaan, investoinnit parantavat tehokkuutta ja kokoluokka kasvaa hieman. Kannattavuuden osalta kaipaamme kuitenkin LapWallilta vielä lisänäyttöjä suoritustason pysyvistä parantamisesta etenkin kaikentyyppisissä suhdannetilanteissa.

Osinkopolitiikka on mielestämme First North -yhtiölle hyvin tyypillinen, sillä pääomia halutaan lähtökohtaisesti allokoida myös liiketoiminnan kasvattamiseen. Yhtiön organisaation kasvun jatkamiseen vaadittavat rajalliset pääomatarpeet, negatiivinen käyttöpääoma, listautumisannin jälkeinen vahva tase huomioiden näemme jakosuhtetavoitteen hyvin realistisena, kunhan tuloskunto ei petä merkittävästi. Esimerkiksi vuoden 2021 tuloskunnan säilyessä yhtiöllä ei olisi arviomme mukana vaikeuksia maksaa osinkoa politiikan ylälaidalta, vaikka investoinnit ovatkin luultavasti kiihtymässä. Siten yhtiö voi parhaimmillaan tarjota sijoittajille tasapainoisen yhdistelmän kasvua ja kohtuullista osinkoa. 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 16 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 puunrakentamisessa piilevää kansainvälistä potentiaalia.

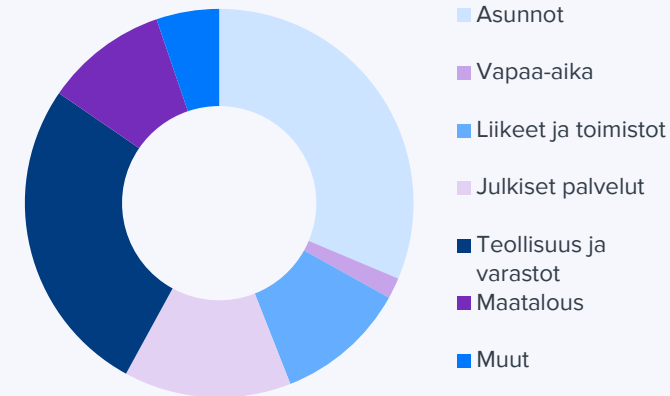
Teräksen ja betonin etuja materiaaleina ovat halpa yksikköhinta, vakiintuneiden rakennustapojen muotoutuminen näiden materiaalien laajan käytön varaan sekä tietty helppokäyttöisyys esimerkiksi asennettavuuden ja palomääräysten osalta. Vastaavasti heikkouksia ovat tuotannon korkeat päästöt eivätkä rakentamisen 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

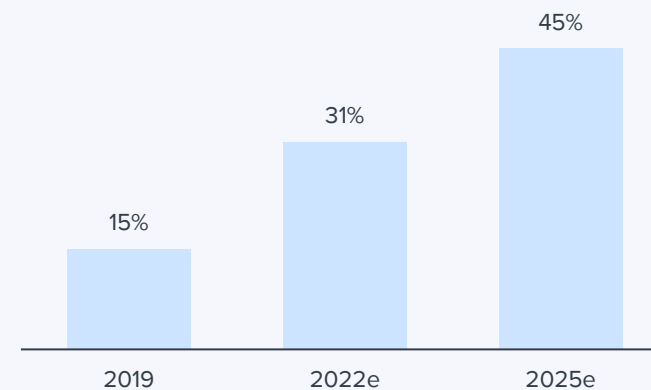
Arviomme mukaan rakennusmarkkinalla keskisimpiä trendejä lähivuosina ovat ilmastonmuutos, tuottavuuden parantaminen ja kaupungistuminen. Kaupungistuminen on pitkäaikainen globaali trendi, kun taas tuottavuuden parantaminen on ollut suomalaisten rakennusyhtiöiden agendalla jo pitkään alan osin vaatimattoman 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 kestävä kehitystä. Puuelementtien osuus kaupungistumisen kannalta tärkeissä korkeissa rakennuksissa ei kuitenkaan ole optimaalinen.

LapWallin eri markkinalähteisiin pohjautuvien arvioiden mukaan Suomen puuelementtimarkkinan koko on oin 255 MEUR. Markkinakoosta pääosan eli lähes 70 % tai 175 MEUR kattavat yksikerroksisten rakennusten seinäelementit, mikä johtuu puun jo korkeasta markkinaosuudesta pientalorakentamisessa. Monikerrosseinäelementit ovat vielä pieni markkina vain 20 MEUR:n markkinakoolla, sillä puuta käytetään korkeissa rakennuksissa vielä vähän, kun taas niissä markkinaa dominoivat teräs ja betoni. Kattoelementtien noin 40 MEUR:n markkina ja kattoelementtijärjestelmien noin 9 MEUR:n markkina muodostavat yhdessä noin viidenneksen Suomen koko elementtimarkkinasta. Julkisivuelementit ovat pieni noin 11 MEUR:n

Suomen rakennusaloitukset 2020



Ympäristöministeriön tavoite: Puurakentamisen markkinaosuus julkisesta rakentamisesta Suomessa



Markkinat ja kilpailu 2/4

markkina Suomessa toistaiseksi.

Pitkän ajan markkinakasvuolettama on rajallinen

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, mutta koronakuopasta toipumisen jälkeen rakentaminen on ollut vahvaa ja viime aikoina kasvu on ollut ripeämpää. Siten lyhyen ajan näkymä oli vielä hieman nousujohtainen ennen Ukrainan kriisiä.

Rakentamisen kasvu painottuu RTS:n mukaan lähivuosina pientaloihin ja teollisuusrakennuksiin, kun taas kerrostaloissa ja liiketiloissa volyymit ovat putoamassa hieman viime vuosien korkeilta tasoiltaan. Tämä sopii luonnollisesti lyhyellä tähtäimellä LapWallille hyvin, mutta pidemmällä perspektiivillä yhtiön olisi mielestämme tärkeää päästä paremmin sisään suurelle kerrostalojen markkinalle joko suorien puukerrostalojen tai hybridirakentamisen lisääntymisen kautta.

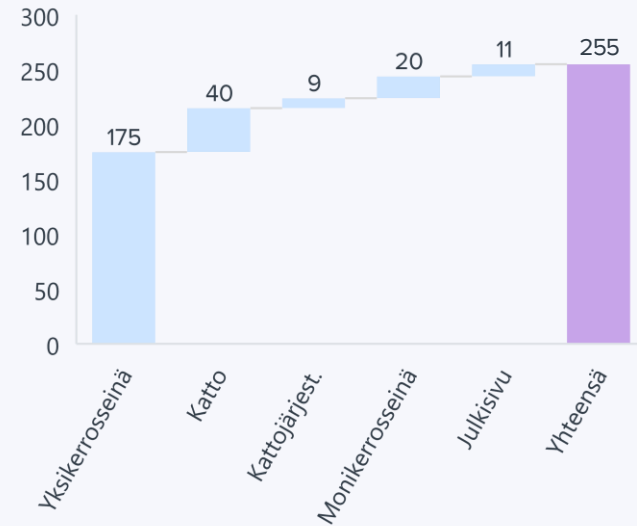
Odotamme puun ja elementtien markkinaosuuden jatkavan kasvuaan rakentamisesta muun muassa sääntelyn ja rakennustekniikan kehittymisen (ml. tuottavuuden parantaminen) ajamana arviomme mukaan elementtimarkkinan kasvupotentiaali voisi olla karkeasti tuplat suhteessa koko rakentamisen volyyymi pitkän ajan kasvuun peilattuna eli noin 3-4 % vuodessa. Käytännössä tämä tarkoittaisi noin 10

MEUR:n vuotuista 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.

Ympäristötrendien nousu tukee puumateriaaleja

Ympäristöministeriön tavoitteena on ollut 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 markkinakasvunodotustemme sen varaan, mutta tavoite kuvaa kuitenkin ympäristötekijöistä rakentamisen materiaalivalintoihin ja siten puurakentamisen markkinakasvuun kumpuavaa muutospainetta. Vastaavaa painetta syntyy myös useiden rakennusliikkeiden strategioista (taustalla 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 materiaalivalintojen muutoksilla on ilmaston muutosasioiden kokonaisuudenkin kannalta merkitystä.

Elementtimarkkinan jakautuminen (MEUR)



Markkinan arvioitu kehitys (MEUR)



Markkinat ja kilpailu 3/4

LapWallilla on 20 %:n osuus Suomen puuelementtimarkkinasta

Kun huomioidaan LapWall Oy:n viime vuoden liikevaihto sekä sen jakauma eri tuotteisiin sekä Termaterin liikevaihdon kokonaan kattoelementeistä tuleva myynti, LapWallin markkinaosuus on seinäelementtipuolella noin 10 %:n tasolla. Näin ollen seinäelementtipuolella markkinaosuuden kasvattamiselle selvästi markkinaa nopeammin ei pitäisi olla esteitä, kunhan kilpailukyky on kunnossa.

Kattoelementeissä LapWallin markkinaosuus on sen sijaan lähes 70 % Termater-kaupan jälkeen. 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 noin 20 % 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

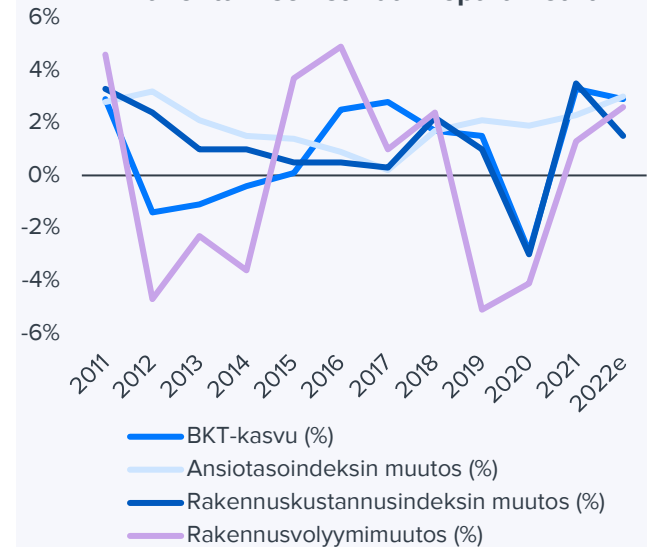
strategian toteutusta ja kilpailukykyä.

Suoraa kilpailua tulee kahdelta rintamalta

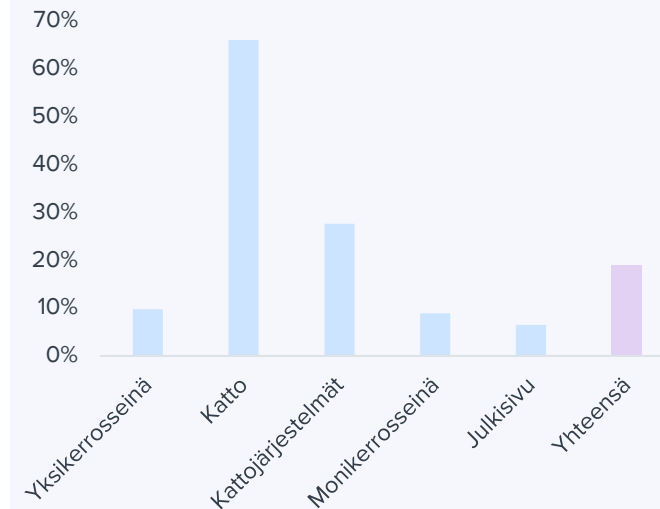
Kuten todettua, LapWall on markkinajohtaja ja sektorin selvästi suurin peluri. Kokonaisuutena kilpailukenttä on hyvin hajanainen ja vaikeasti tulkittava, sillä alalla on paljon pieniä pelureita ja rakennusliikkeillä sekä talotehtailla (esim. Sikla, Jukka-talot, Sievi-talot) on useissa tapauksissa omaakin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

Kilpailuasetelmien arvioimista vaikeuttaa oleellisesti rakentajien ja talotehtaiden oma tuotanto, jonka volyymiä ja liikevaihtoa yhtiöiden ulkopuolelta on lähes mahdotonta arvioida. Suuremmista rakennusliikkeistä ainakin Lehdolla ja YIT:illä on ollut omaa puuelementtituotantoa, mutta erityisen innostuneita rakentajat eivät ole olleet pääomiaan puuelementtitehtaisiin sitomaan Lehtoa lukuun ottamatta. Lehdon tehtaiden volyymien arvioimme pudonneen selvästi yhtiön ongelmien takia. Talotehtailla oman elementtituotannon pystyttäminen on ollut yleisempää ja arvioimme mukaan rakentajien ja talotehtaiden oma elementtituotanto kattaa yli puolet kokonaismarkkinasta etenkin matalissa rakennuksissa. Varsinaisia elementtitehtaita löytyy

Rakentamisen suhdanneparametrit



LapWallin markkinaosuus 2021



Markkinat ja kilpailu 4/4

myös lukumääräisesti suuri määrä Suomesta ja nämä ovat keskimäärin pienehköjä pk-yrityksiä. Käsitksemme mukaan LapWallin lisäksi yksikään toimija ei tee ulkoisella elementtimyynnillä yli 10 MEUR:n liikevaihtoa Suomessa. LapWallin merkittävimpiä suoria kilpailijoita ovat SV-Element, KW-Component, Sievi Element, Seikat, SP-Elementit. Myös Termater kuului tähän joukkoon ennen yrityskauppaa. Lisäksi Suomesta löytyy lukuisia vielä pienempiä ja hyvin paikallisia toimijoita. Ulkomaista kilpailua LapWall ei käytännössä kohtaa, sillä elementtejä on kallista ja vaikeaa kuljettaa pitkiä matkoja.

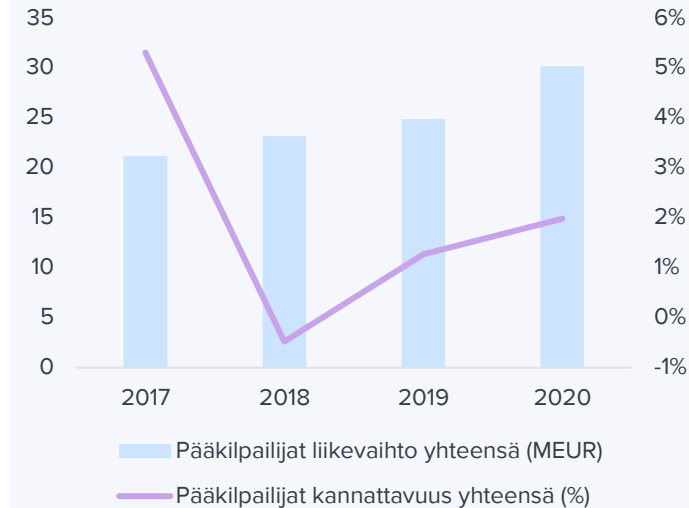
Yhtiön pitäisi pystyä olemaan kilpailukentänselvästi kannattavin peluri

Kokonaisuutena suomalaisten puuelementtituottajien kannattavuus on arviomme mukaan heikko, sillä LapWallin suorat kilpailijat näyttävät tekevän niukasti positiivista liikevoittoa. 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 rooli talotehtaiden ja rakentajien kannattavuuden muodostumisessa on sen sijaan vaikeasti arvioitava, mutta emme myöskään kannattavuuksien olevan erityisen korkeita alan yleiset kannattavuudet ja osin näiden tahojen

ydinosaamisen ulkopuolella oleva liiketoiminta huomioiden. Näin ollen pidämme LapWallin kilpailuasemaa markkinajohtajuuden sekä investointikyvyn perusteella erittäin hyvänä ja mielestämme yhtiön pitäisikin pystyä olemaan toimialan selkeä kannattavuusjohtaja käytännössä kaikissa tilanteissa.

Kilpailukentän heikon kannattavuuden valossa näemme myös mahdollisuuden, että elementtikapasiteettia tulee poistumaan markkinoilta luontaisesti etenkin, jos suhdanne heikkenisi jossain vaiheessa tuntuvasti. Tarjonnan lasku taas voisi tukea jäljelle jäävien pelureiden kannattavuutta.

Pääkilpailijat* yhteenlaskettuna



Taloudellinen tilanne 1/2

Tase ei sisällä erikoisuuksia

Käsitlemme tässä kappaleessa LapWallin Termater yrityskaupan jälkeistä pro-forma-tasetta, joka antaa parhaan kuvan yhtiön taloudellisesta asemasta järjestelyn jälkeen. LapWallin konsernitaseen varojen selvästi suurin erä on kiinteä omaisuus, jota yhtiöllä oli vuoden 2021 lopussa pitkäaikaisessa omaisuudessa 8,3 MEUR. Tämä 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 alaskirjauriskejä. Pitkäaikaisessa omaisuudessa yhtiöllä on lisäksi aineetonta omaisuutta 3,4 MEUR, mikä sisältää valtaosin konserniliikearvoa (poistetaan FAS-kirjanpidossa noin 0,5 MEUR vuodessa lähivuosina. Muita tavallisia aineettomia omaisuseriä (esim. it-infraan tehtyjä investointeja) on taseessa alle 0,5 MEUR:n arvosta. Emme näe myöskään aineettomassa omaisuudessa alaskirjauriskejä.

Vaihtuvissa vastaavissa suurimmat erät ovat osin valmistavassa teollisuudessa operoivalle yhtiölle tyypillisesti käyttöpääomaeriä eli myyntisaamisia ja varastoa. Vuoden 2021 lopussa näiden arvot olivat 3,0 MEUR ja 1,3 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 1,5 MEUR

ja kassa oli 2,0 MEUR.

LapWallin pro-forma taseen loppusumma vuoden 2021 lopussa oli 19,9 MEUR:n. Mielestämme tase on kokonaisuutena varsin kevyt liiketoiminnan kokoluokkaan peilattuna, minkä taustalla on tietenkin liiketoiminnan maltillinen pääomaintensiteetti ja negatiivinen käyttöpääoma.

Tase on kohtuullisessa kunnossa jo ennen listautumisantia

Taseessa vastattavien puolella LapWallin oma pääoma oli vuoden 2021 lopussa 7,4 MEUR. Pitkäaikaista velkaa yhtiöllä oli pro-forma taseessa rahoituslaitoksille niin ikään 2,3 MEUR, kun taas lyhytaikainen korollinen velka oli 1,0 MEUR. Lisäksi yhtiöllä oli 2,8 MEUR muuta velkaa, mikä käsityksemme mukaan liittyy Termaterin liiketoiminnan sekä Vetelin tehtaan kiinteistöjen ostoon. Tämä erä on tosiasiallisesti jo poistunut taseesta, kun kauppahinta on maksettu ja olemme sisällyttäneen tämän 2,8 MEUR:n jo korollisiin velkoihin. Näin ollen arvioimme LapWallin korollisen nettovelan olevan listaushetkellä noin 5-6 MEUR, kun huomioidaan mainitut velat, vuoden lopun kassa sekä vanhoille omistajille ennen listausta maksettu 1,7 MEUR:n osinko sekä tänä vuonna toistaiseksi tehty vapaa kassavirta. Korollisten velkojen korkokulun arvioimme olevan maltillinen.

Korottomissa vastuissa suurin erä olivat noin 3,4 MEUR:ssa vuoden 2021 lopussa olleet ostovelat. Siirtovelat olivat 2,0 MEUR ja asiakkailta saadut ennakot noin 1,0 MEUR. Näin ollen tase on

LapWallin pro-forma tase* vuoden 2021 lopussa



Lähde: LapWall

*Listautumisesitteestä poiketen korottomista vastuissa raportoitu ja Termater-liiketoimintakaupan maksuun liittyvä 2,8 MEUR:n erä on sisällytetty korollisiin velkoihin, sillä tosiasiallisesti erä on jo maksettu

Taloudellinen tilanne 2/2

vastattavien puolelta hyvin selkeä ennen listausta.

Antirahoille ei ole huutavaa käyttöä

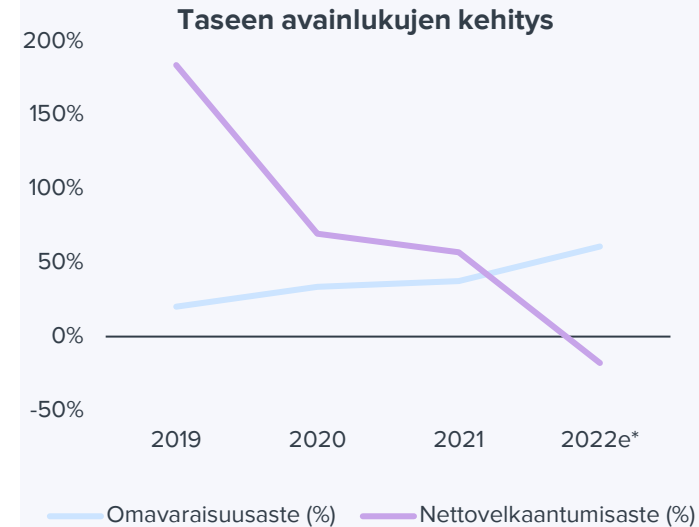
LapWallin omavaraisuusaste vuoden lopussa oli 38 % ja nettovelkaantumisaste 57 %, mutta kuluvan vuoden puolella tehdyt järjestelyt ovat sekoittaneet pakkaa hieman. Velanhoidokykyä kuvaava nettovelan suhde edellisen 12 kuukauden luvulla Termater-kaupat ja osingonjako huomioiden on kuitenkin alle 1x. Näin ollen yhtiön taloudellinen asema on mielestämme hyvässä kunnossa jo ennen listautumista ja mielestämme yhtiö voisi jatkaa kasvustrategiansa toteuttamista halutessaan myös tulo-rahoituksen pohjalta. Yhtiö on myös selvästi alle listautumisesitteessä julkaistujen lainakovenenttirajojen, jotka ovat yli 35 %:n omavaraisuusaste ja alle 2,5x nettovelka/käyttökate-suhdeluku.

Taloudellinen tilanne listautumisannin jälkeen

Jos oletamme, että LapWallin listautumisanti toteutuu suunnitelmien mukaan lisäosakeoptio huomioiden, yhtiön oma pääoma vahvistuisi arviomme mukaan noin 5 MEUR:lla ja kassa noin 4,4 MEUR:lla, kun sekä osakeanti että lisäosake-erä toteutuvat. Noin 0,6 MEUR:n osakeannin kulut odotamme yhtiön kirjaavan kertaluonteisiksi kuluiksi rahoituseriin.

Listautumisanti painaa arviomme mukaan LapWallin nettovelan noin nollassa ja nostaa omavaraisuusasteen hieman yhtiön velkaportfolion hallinnasta riippuen 45 %:n paremmalle puolelle.

Tämä olisi vahva taseasema yhtiölle liiketoiminnan kokoluokka huomioiden. Yhtiöltä tänä vuonna odotamme nettovoitto ja hyvä vapaa kassavirta vahvistavat tasetta arviomme mukaan edelleen loppuvuotta kohti. Näin ollen yhtiöllä on mielestämme hyvät asetelmat kiihdyttää kasvustrategian mukaisia orgaanisia investointeja, kartoittaa yrityskauppoja ja sekä myös maksaa sijoittajille osinkopolitiikansa mukaisesti melko hyvää osinkoa.



Lähde: LapWall, Inderes

*Sis. Täyteen markatulla listautumisannilla ja kokonaan toteutetulla lisäosakeoptiolla kerätty pääoma

Ennusteet 1/7

Ennustemalli

Ennustamme LapWallin liikevaihdon kehitystä lyhyellä ja keskipitkällä tähtäimellä yhtiön arvioidun tilauskannan sekä arvioidun markkinakasvun ja markkinaosuuksien kasvun kautta. LapWallin tulosta ennustamme lyhyellä ja keskipitkällä tähtäimellä mallintamalla yhtiön myyntikatetta ja kiinteän kulurakenteen kehitystä. Pitkän aikavälin ennusteemme pohjautuvat arvioituun markkinakasuun sekä konsernille arvioimaamme pitkän ajan normalisoituun marginaalipotentialiin ja historiallisiin kannattavuuden toteumiin. Ennusteemme ovat konsernitasolla, mikä käsityksemme mukaan vastaa LapWallin suunnittelemaa raportointitapaa. Vuoden 2021 vertailulukuina käytämme Termater-yrityskaupan sisältäviä pro-forma lukuja.

Makrotalouden ennusteet

Suomen talous oli koronakriisissä euroalueen parhaimmin pärjänneitä, ja etenkin vuosi 2021 oli vahvan kasvun aikaa. BKT:ssa pandemiaa edeltävä taso on saavutettu ja kasvunäkymä yllätti positiivisesti. Vuonna 2022 kotitalouksien kysynnän odotetaan yhä kasvavan, mutta hidastuvalla tahdilla. Myös julkisen sektorin merkitys talouskasvun rakentajana laskee, kun koronaan liittyvistä tukitoimista heikkenevät. Tarjonnan pullonkaulat ja maailmanlaajuinen komponenttipula sekä nousseet energiahinnat koettelevat talouskasvua ja Ukrainan kriisi voimistaa näitä paineita. Vuoden 2023 talousnäkömää on hyvin epävarma, joskin riskien ja hidastumisen vastineeksi odotettavissa on

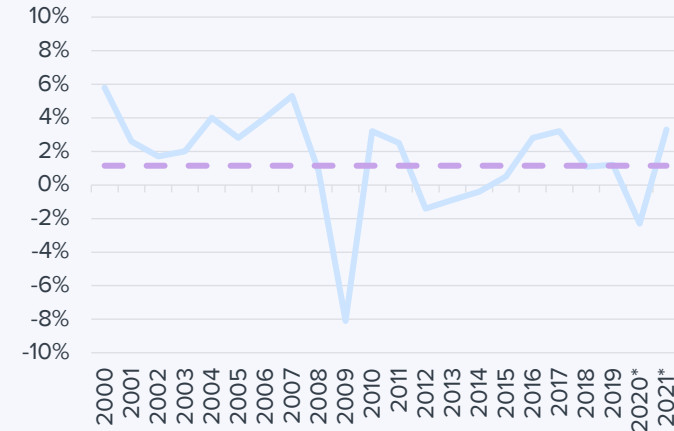
myöskin uusia talouden tukipaketteja.

Rakennusmarkkinan kehitys vuonna 2021 oli odotuksia parempaa vahvistuneen talouskuvan tukemana. Asuntorakentamisen hyvä vuosi avitti koko rakentamista, mutta toimitilarakentamisessa koronan viivästyksset sekä epävarmuudet näkyivät edelleen. Rakennusteollisuuden (RT) syksyllä 2021 laatimien ennusteiden mukaan rakentamisen vuoden 2021 pienen kasvun (enn. +1,5 %) jälkeen piristymistä on edelleen luvassa vuonna 2022 (+2,5 %), mutta tämä nojanee nykytilanteeseen turhan positiivisen talouskasvuennusteeseen. Vahva asuntorakentamisen jatkuminen, toimitilamarkkinoiden palautuminen ja korjausrakentamisen vahvistuva kasvu auttaisivat ennusteiden mukaan koko rakentamista kasvamaan vuonna 2022. Kulupaineet, heikentyvä talouskasvukuva ja koronnousupaineet aiheuttavat kuitenkin riskejä alkaneeseen vuoteen.

Bloombergin joulukuussa kerätyissä konsensusennusteissa (12 vastaajaa) Suomen talouskasvuksi povataan vuodelle 2022 +2,8 % ja 2023 +1,6 % (2021e: +3,5 %). Nämä antavat kuitenkin todennäköisesti turhan ruusuisen kuvan Suomen talouskasvuodotuksista, sillä Venäjän hyökkäys Ukrainaan ja siitä seuranneet taloussanktiot ovat synkettäneet Suomen talousnäkömiä viime viikkoina tuntuvasti. Perusskenaariona pidämmekin nyt Suomen Pankin tuoretta ennustetta, jossa talous kasvaa tänä vuonna 0,5-2,0 % ja ensi vuonna 0,5-1,5 %.

Suomen talouden näkömää luo mielestämme pohjaa LapWallin tuotteiden kysynnän kasvulle,

Suomen BKT-kasvu



Ennusteet 2/7

sillä talouskasvu ajaa yhtiön keskeisintä kysyntääjuria eli uudisrakentamista. Siten koko puuelementtimarkkinan lähivuosien kasvunäkymä on arviomme mukaan epävarmentunut selvästi viime viikkoina ja kriisin äskettäisen eskaloitumisen takia tarkkaa kokonaiskuva näkymästä on nyt vaikea muodostaa. Lähtökohtaisesti emme kuitenkaan odota Suomen vajoavan syvään ja pitkäkestoiseen taantumaa Ukrainan ja Venäjän välisen sodan takia, mutta toisaalta talouskasvun nopea palautuminenkaan ei ole perusskenaario. Notkahdus rakentamisessa nykyiseltä korkealta tasoltaan onkin mahdollinen, jos kova inflaatio ja/tai talouden hidastuminen hydyttävät kysynnän. Mahdollisen notkahduksen ajankohtaa on kuitenkin hyvin vaikea ajoittaa tarkasti.

Korkeisiin kasvuprosentteihin LapWallilla ei pelkän Suomen rakentamisen volyymin ajamana ole edellytyksiä yltää vaan oleellisesti BKT-kasvun ylittävien kasvuprosenttien saavuttaminen vaatii puuelementtimarkkinalta koko rakentamista nopeampaa kasvua (ts. markkinaosuuden voittamista muilta materiaaleilta) ja toisaalta LapWallilta markkinaosuuden voittamista puuelementtimarkkinan sisällä. Yhtiön vahva kilpailuasema ja markkinan rakenteelliset ajurit huomioiden pidämme tätä kuitenkin mahdollisena.

Vahva aloittava tilauskanta antaa hyvän näkyvyyden etenkin H1:lle

LapWall pääsi vuoteen 2022 hyvistä asemista, sillä yhtiön tilauskanta oli listautumisesitteen mukaan noin kaksinkertainen vertailutasoon nähden. Arviomme mukaan tilauskanta ei toimialan luonne ja rakentamisen tyypillinen sykli huomioiden

venynyt merkittävästi ajallisesti vaan arvioimme tilauskannan pituuden olevan sen tyypillisen vaihteluvälin yläpäässä noin 6 kuukaudessa. Arviomme mukaan tilauskanta jakautuu myös jokseenkin järkevästi kaikkien yksiköiden kesken. Korkea tilauskanta takaa mielestämme LapWallin tehtaiden hyvän käyttöasteen ja vahvat volyymit H1'22:lle, mutta jo loppuvuoden osalta näkymä on selvästi epäselvempi.

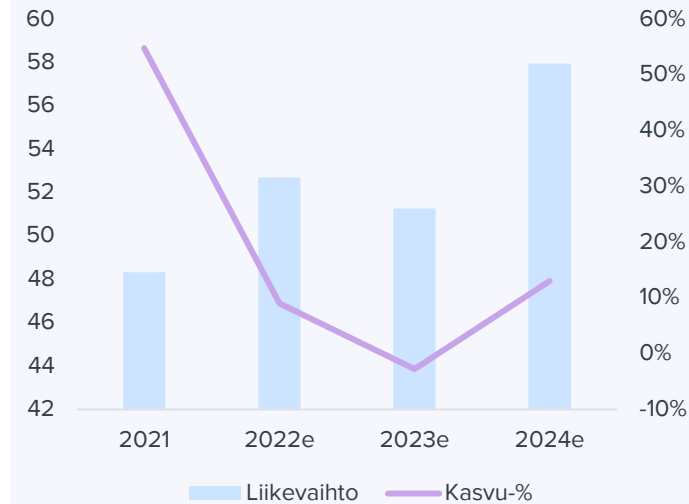
Arviomme mukaan tilauskannan keskihinta on inflaation takia jossain määrin viime vuosien toteumia korkeampi, mutta tilauskannan odotetun marginaaliprofiilin myyntikatteella mitattuna emme sen sijaan odota poikkeavan merkittävästi aiemmista vuosista, sillä tuotantokustannuksissa on yhä nousupaineita (sis. jo ostetusta raaka-ainevarastosta tulevat vaikutukset). Tilauskannan lopullinen marginaali riippuu yhtiön onnistumisesta projektien lopullisessa toteuttamisessa ja tiettyjen muiden kuluerien toteutumisesta.

Yleinen markkinatilanne, tilauskannan taso ja sen arvioitu kate rakenne huomioiden LapWallin näkymät kuluvalle vuodelle ovat kohtuulliset, mutta näkyvyys on toki liiketoiminnan normaali luonne huomioiden selvästi parempi H1:lle kuin H2:lle. Ohjeistusta kuluvalle vuodelle yhtiö ai antanut.

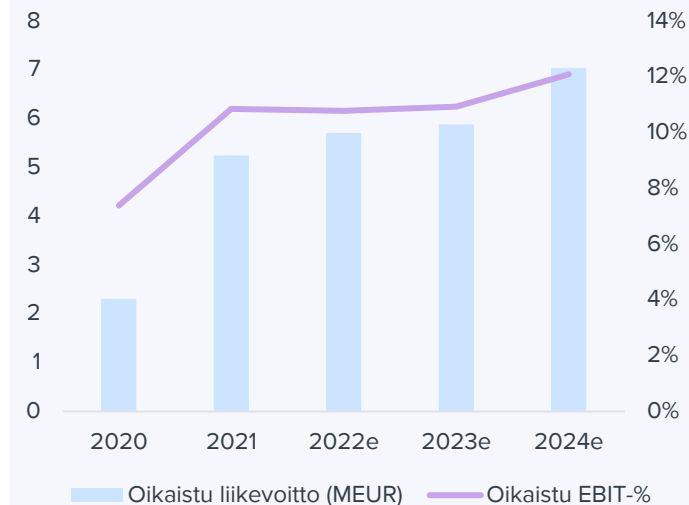
Odotamme vahvan kasvun jatkuvan tänä vuonna

Edellä esiteltyä tilannekuvaa heijastellen ennustamme LapWallin liikevaihdon kasvavan tänä vuonna 9 % 52,7 MEUR:oon. Kasvusta hieman alle puolet tulee arviomme mukaan nousevien volyymien kautta, kun taas hieman yli puolet on seurausta inflaation kompensoimiseksi tehdyistä

Liikevaihto ja kasvu



Oikaistu liikevoitto ja kannattavuus



Ennusteet 3/7

myyntihintojen korotuksista. Odotamme kasvun painottuvan H1:lle, kun taas H2:lla arvioimme kasvun hidastuvan yleisen talouden rauhoittumisen ja koventuvien vertailulukujen takia. Koko vuoden liikevaihdosta LapWall tekee kuitenkin näkemyksemme mukaan 49 % H1:llä ja loput H2:lla, mikä on liiketoiminnan normaalia kausiluonnetta alkuvuosipainotteisempi jako.

Odotamme vakaata myyntikatteä tänä vuonna

LapWallin myyntikate-%:n arvioimme pysyvän vuonna 2022 vakaana noin 37 %:ssa, kun etenkin alkuvuoden selvä raaka-aineinflaatio kumoo hintojen korotuksen myyntikate-%:lle antaman tuen. Loppuvuotta kohti odotamme inflaation hidastuvan, mutta hintojen pysyvän silti korkeina. Näkemyksemme mukaan Termaterin myyntikate-% pysyy oleellisesti ”vanhaa” LapWallia alempana tänä vuonna, sillä arvioimme Termarin ostoehtojen parantumisen näkyvän tuloslaskelmassa vasta viiveellä johtuen olemassa olevista sopimuksista sekä raaka-aineväristöistä. Ennusteissamme on Termaterin kautta vain pieni myyntikatteen parantuminen näitä reittejä H2:lla, mutta vuonna 2023 odotamme Termaterin ostoehtoissa tapahtuvan jo selvempää parannusta.

Kiinteä kulurakenne nouse kasvun mukana

Henkilöstökulujen odotamme kasvavan noin samaan tahtiin liikevaihdon kanssa. Tuotanto- ja suunnittelutyötekijöitä vaativa volyymikasvu ja hallintorakenteiden vahvistaminen nostavat henkilöstömäärää ja myös keskipalkka kohoaa hieman, joten odotamme henkilöstökulujen olevan suhteellisesti noin vertailukauden tasolla 14 %:ssa

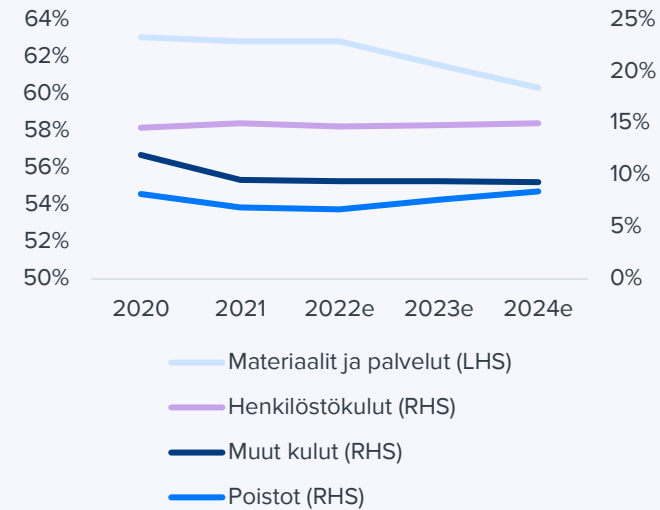
liikevaihdosta. Liiketoiminnan muissa kuluissa kehitys on arviomme mukaan samankaltaista, sillä volyymikasvu, listautuminen ja inflaatio nostavat kuluerää absoluuttisesti ja kasvusta huolimatta hieman myös suhteellisesti. Liiketoiminnan muiden kulujen arviomme olevan tänä vuonna 10 % liikevaihdosta, mikä on mielestämme hieman yhtiön normaalin tason yläpuolella. Normaalien poistojen arviomme kasvavan myös hieman ja pysyvän 3 %:ssa liikevaihdosta.

Odotamme vakaata tulosta tänä vuonna

Nämä tekijät huomioiden odotamme LapWallin liikearvopoistoilla oikaistun EBIT:n kasvavan tänä vuonna lähinnä volyymikasvun ajamana 2 % 5,3 MEUR:oon. Tämä vastaa hieman vertailukautta alemmaa 10,1 %:n oikaistua liikevoitto-%. Konsernin sisällä arvioimme ”vanhan” LapWallin tekevän myös tänä vuonna lähes vuoden 2021 kaltaiset vahvan kannattavuuden, mutta Termater laimentaa synergioiden realisoinnin viiveiden takia konsernin marginaalia selvästi.

Alariveillä odotamme LapWallin liikearvopoistojen kasvavan Termater-kaupan takia lievästi 0,5 MEUR:oon. Näin ollen yhtiön vuoden 2022 liikevoittoennusteemme on 4,8 MEUR. Laskeneen korollisen velan takia konsernin muuten melko yksinkertaisen rakenteen (ts. rahoituskuluja ei juuri synny korkoja lukuun ottamatta) takia arvioimme juoksevien rahoituskulujen laskevan tänä vuonna hieman viime vuodesta. Arvioimme kuitenkin yhtiön kirjaavan 0,6 MEUR:n listautumiskulut kertakuluksi rahoituseriin, joten raportoitu rahoituskuluennusteemme on 0,8 MEUR ja

Kuluerien suhteelliset osuudet



EPS ja osinko



Ennusteet 4/7

vastaavasti raportoidun PTP:n ennustemme 4,0 MEUR. LapWallilla ei ole enää käytössä hyödyntämiskelpoisia tappioita. Siten ennustemme yhtiön veroasteen olevan 23 %, sillä liikearvon poistot ovat vähennyskeltottomia). Yhtiön listautumisantia edeltävällä osakemäärällä ennustemme ovat oikaistulle EPS:lle 0,34 euroa ja raportoidulle EPS:lle 0,25 euroa. Oikaisuerät sisältävät liikearvopoistot ja listautumiskulut.

Odotamme hyvää kassavirtaa tänä vuonna

LapWallin liiketoiminnan rahavirran odotamme vuonna 2022 olevan 6,3 MEUR. Rahavirtaa tukee yhtiön aggressiivinen saamisten hallinta ja hyvät ostopuolen ehdot pitävät kasvusta huolimatta käyttöpääoman sitoutumisen rajallisena (ml. varastojen hallinnan asteittainen helpottuminen toimitusketjujen normalisoituessa). Investointien (sis. aineelliset ja aineettomat) arvioimme olevan vuonna 2022 2,3 MEUR:ssa, mikä kohdistuu normaaleihin kapasiteetti- ja parannus-investointeihin tehtaalla (Termater näkyy jo proforma taseessa). Siten LapWallin vuoden 2022 vapaan kassavirran ennustemme on 4,0 MEUR.

Emme ole sisällyttäneet listautumisantia vielä ennusteisiimme (valuaatio pre-money). LapWallin tase olisi ilman osakeantivarojakin vuoden 2022 lopussa melko vahva, sillä omavaraisuusaste on nykyennusteillamme 42 % ja nettovelkaantumisaste 29 %. Osinkoa odotamme LapWallin maksavan vuoden 2022 tuloksesta 0,14 euroa per osake, mikä vastaa noin yhtiön osinkopolitiikan puolivälissä olevaa reilun 50 %:n jakosuhdetta raportoidusta nettotuloksesta.

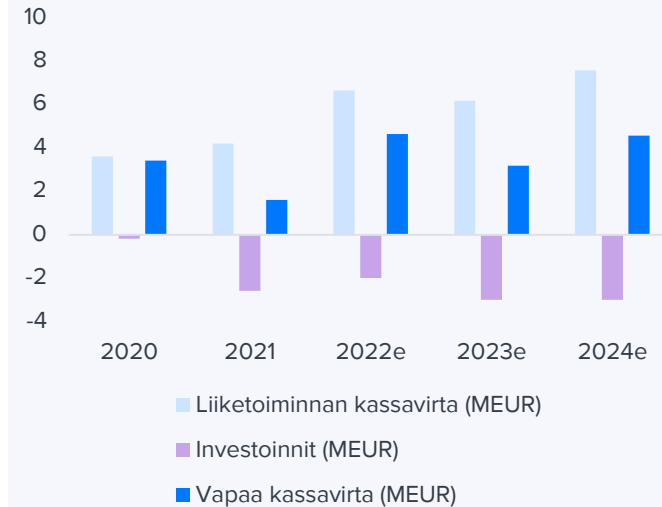
Vuosien 2023-2024 ennusteet

Odotamme LapWallin pääsevän myös vuoteen 2023 kohtalaisista lähtökohdista, joskin arvioimme markkinan vetoavun hyytyneen sekä vastaavasti inflaation hidastuneen vuoden 2022 loppupuolella. Näin ollen vastuu yhtiön kasvusta siirtyy pikkuhiljaa rakenteellisten tekijöiden eli yhtiön kilpailukyvyyn ja puumateriaalien rakentamisen markkinakasvun ylittävän kysynnän nousun varaan. Emme näe tätä kasvun esteenä LapWallin kilpailuedut huomioiden, kunhan talous ja rakentaminen eivät sukella merkittävästi. Vuoden 2023 toimintaympäristön osalta olemme silti varovaisia ennusteissamme.

Myyntihintojen osalta tilanne on myös hankalasti hahmotettavissa ja pidämme mahdollisena, että vuonna 2021-2022 kohonneet myyntihinnat palautuvat hieman keskipitkällä aikavälillä, kun raaka-ainehinnat osin normalisoituvat ainakin sahatavaran osalta. Suurempi raaka-ainevetoinen hintojen korjaus voisi aiheuttaa yhtiölle myös nollatai miinuskasvun vuoden, vaikka tätä emme olekaan ennustaneet. LapWallin osalta hintojen merkitys on kuitenkin mielestämme pienehkö, sillä ennusteissamme myyntihinnat ja raaka-ainelasku liikkuvat samassa suhteessa. Siten suosittelemme sijoittajia keskittymään yhtiössä volyymikasvuun ja operatiiviseen kannattavuuteen.

Tätä kokonaiskuvaa peilaten odotamme LapWallin liikevaihdon kasvavan puhtaasti orgaanisesti vuonna 2023 -3 % 50,9 MEUR:oon ja vuonna 2024 13 % 57,5 MEUR:oon. Volyymien arvioimme polkevan vuonna 2023 paikallaan ja kiihdyttävän

Operatiivinen ja vapaa kassavirta



Ennusteet 5/7

vuonna 2024 selvästi. Lisäksi vuoden 2023 ennusteemme sisältävät oletuksen lievistä hintojen normalisoitumista. Vuosina 2023-2024 odotamme LapWallin myyntikatteen paranevan kumulatiivisesti noin 3 %-yksikköä ja saavuttavan noin 40 %:n tason, mikä pohjautuu etenkin Termaterin ostoehtojen paranemiseen ja investointien ensimmäisiin tehokkuushyötyihin.

Henkilöstömäärän odotamme kasvavan näinä vuosina jokseenkin samaa tahtia volyymien kanssa (sis. pieni painopistemuutos vuokratyövoimasta omaan henkilöstöön) ja palkkainflaation olevan maltillista. Näin ollen oman henkilömäärän suhde liikevaihtoon pysyy 14-15 %:ssa. Liiketoiminnan muiden kulujen arvioimme jatkavan maltillista kasvuaan volyymien mukana mutta skaalautuvan lievästi suhteellisesti inflaation höllätessä ja olevan noin 9-10 % liikevaihdosta. Poistojen odotamme kasvavan absoluuttisesti ja suhteellisesti hieman investointien myötä ja olevan 3-4 % liikevaihdosta ja liikearvopoistojen arvioimme pysyvän vakaina.

Vuonna 2023 odotamme oikaistun liikevoiton kasvavan karkeasti 1 % 5,4 MEUR:oon ja vuonna 2024 edelleen noin 30 %:n vauhtia 7,0 MEUR:oon. Näin ollen ennusteisamme LapWall saavuttaa keskipitkän aikavälin taloudellisten tavoitteidensa alarajan kannattavuuden osalta vuonna 2024, mikä toki vaatii jokseenkin normaalin taloustilanteen (ts. hidas kasvu). Vakaat liikearvopoistot, pienet rahoituskulut ja normaali Suomen yritysveroaste huomioiden LapWallin oikaistu EPS:t ovat 0,32 ja 0,43 euroa ja raportoidut EPS:t 0,28 ja 0,39 euroa. Osinkoa odotamme LapWallin maksavan vuosina 2023 ja

2024 0,15 euroa per osake ja 0,18 euroa per osake, mikä vastaa yhtiön politiikan mukaisesti 40-50 %:n jakosuhdetta raportoidusta tuloksesta.

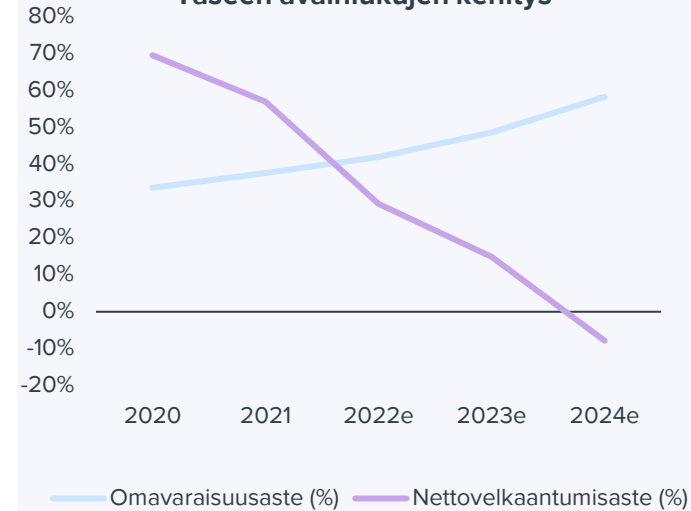
Kassavirta paranee tuloksen mukana

Vuosina 2023-2024 LapWall ei arviomme mukaan edelleenkään sido merkittävästi käyttöpääomaa volyymikasvusta huolimatta, vaikka isompien asiakkaiden osuuden lievän kasvun takia maksuehtoja ei arviomme mukaan olekaan mahdollista pitää aivan historiallisilla tasoilla. Lisäksi etenkin tehtaiden kapasiteetin ja tehokkuus- ja automaatiotason nostamiseen tähtäävien investointien arvioimme olevan noin 3 MEUR/vuosi. Näin ollen kyseisten vuosien vapaan rahavirran ennusteemme ovat 2,7 MEUR ja 4,4 MEUR. Positiivisen vapaan kassavirran ja nettovoiton ansiosta yhtiön tase jatkaa ennusteessamme vahvistumistaan myös lähivuosina ja alkaa olla jo erittäin vahva.

Odotamme skaalautuvuuden parantuvan strategiakauden loppua kohti

Strategiakauden loppua kohti katsottaessa näkyvyys Suomen talouden ja rakentamisen markkinan tarkkaan vuositasen tilanteeseen on heikko ja ennusteemme pohjautuvat täällä pitkän ajan keskimääräisiin ennusteisiimme. Vuosina 2025-2026 odotamme LapWallin volyymien kasvavan markkinakasvun ja markkinaosuuden lievän nousun sekä toisaalta yhtiön kapasiteetti-investointien ja hyvän kilpailukyvyyn ajamana 6-8 %:n vuosivauhtia. Arvioimme tämän olevan myös LapWallin liikevaihdon kasvu, sillä emme ennusta suurempia hintamuutoksia tuotteille ajan yli.

Taseen avainlukujen kehitys



Ennusteet 6/7

Odotamme LapWallin myyntikatteen jatkavan tasaista parantumistaan strategiakauden loppua kohti, mutta pääajuriksi siirtyvät Termater-synergioiden sijaan automaatioinvestoinneista seuraavat tehokkuusparannukset (raaka-ainetehokkuus ja kokoonpanon vuokratyövoiman vähentyvä tarve). Vuosien 2025-2026 myyntikate-% on ennusteissamme 40-42 %. Oman henkilöstön kasvun odotamme putoavan volyymikasvua hitaammaksi, mutta hieman toimihenkilöpainotteiseksi muuttuvamman työtekijäjakauman takia keskipalkan nousu kiihtyy lievästi. Henkilöstökulujen suhde pysyy siten 14-15 %:n haarukassa myös strategiakauden lopulla. Muiden kulujen odotamme käyttäytyvän edelleen vuosien 2023-2024 tavoin ja valuvan niukasti alaspäin suhteellisesti ja lähestyvän 9 %:n tasoa. Poistot kasvavat edelleen ennusteissamme absoluuttisesti ja suhteellisesti investointien takia, mutta investoinnit mahdollistavat ylempien rivien kasvun.

Vuonna 2025 odotamme LapWallin oikaistun liikevoiton kasvavan karkeasti 10 % 7,7 MEUR:oon ja vuonna 2026 edelleen noin 11 % vauhtia 8,8 MEUR:oon. Näin ollen ennusteissamme LapWall käytännössä saavuttaa keskipitkän aikavälin taloudellisten tavoitteidensa puolivälin kannattavuuden osalta vuonna 2026, kun taas liikevaihtoennusteemme on lievästi tavoitteen mukaisen 70 MEUR:n tason alapuolella. Mielestämme tavoitteet eivät ole kuitenkaan suhteettoman korkeita ja hyvässä skenaariossa kasvutavoitteen ylittäminen ja kannattavuushaarukan ylälaitaan osuminen onkin

mielestämme yhtiön markkinanäkymät, kilpailutilanne sekä kilpailukyky huomioiden mahdollista. Toistaiseksi lyhyiden näyttöjen takia jäämme kuitenkin odottamaan yhtiöltä lisänäyttöjä kannattavasta kasvusta ennen keskipitkän aikavälin ennusteiden nostamista yhtiön vuoden 2026 tavoitteiden tasolle tai yli.

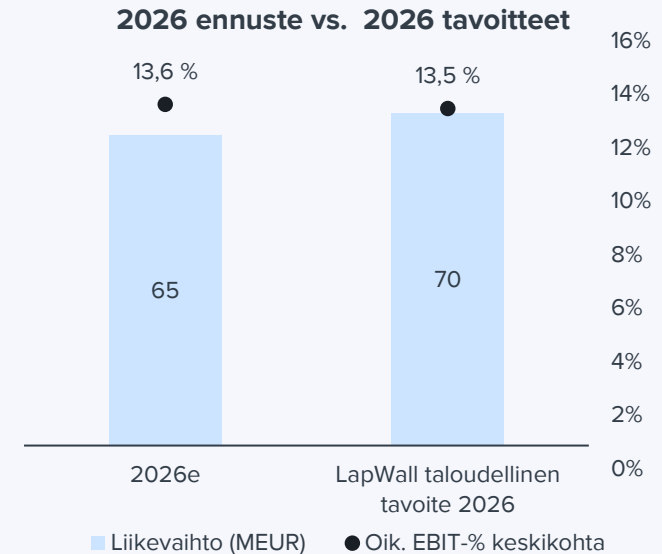
Vakaat liikearvopoistot, pienet rahoituskulut ja normaali Suomen yritysveroaste huomioiden raportoidun EPS:n ennusteemme ovat 0,44 ja 0,54 euroa. Osinkoa odotamme LapWallin maksavan vuosina 2025 ja 2026 0,20 ja 0,22 euroa per osake, mikä vastaa yhtiön politiikan mukaisesti 40 %:n jakosuhdetta raportoidusta tuloksesta.

Kassavirta paranee tuloksen mukana

Vuosina 2025-2026 LapWall ei arvioimme mukaan edelleenkään sido merkittävästi käyttöpääomaa volyymikasvusta huolimatta, vaikka odotammekin suhteellisen käyttöpääomatehokkuuden putoavan edelleen hieman. Edelleen etenkin tehtaiden kapasiteetin ja tehokkuus- ja automaatiotason nostamiseen tähtäävien investointien arvioimme olevan 2,5-3 MEUR per vuosi. Näin ollen kyseisten vuosien vapaan rahavirran ennusteemme ovat 5,2 MEUR ja 6,8 MEUR. Positiivisen vapaan kassavirran ja nettovoiton ansiosta yhtiön tase jatkaa ennusteissamme vahvistumistaan myös lähivuosina ja alkaa olla jo erittäin vahva.

Pitkän ajan ennusteemme odottavat LapWallin pysyvän Suomeen keskittyneenä yhtiönä

Vuoden 2026 jälkeen LapWallin kasvunäkymä on mielestämme yhä hyvä, sillä ennusteillamme



Ennusteet 7/7

yhtiön markkinaosuus Suomen puuelementtimarkkinasta on kohonnut vasta noin 22 %:iin, jos markkina on kasvanut jokseenkin odotusten mukaisesti noin 300 MEUR:n tasolle.

Näin ollen yhtiöllä olisi mielestämme edellytyksiä kasvaa pelkästään Suomessa vielä noin 30-40 MEUR:illa yli 100 MEUR:n kokoluokkaan ennen kuin korkealle noussut markkinaosuus painaa LapWallin kasvupotentiaalin noin markkinakasvun tasolle. Ajureina kasvulle toimii edelleen rakentamisen kasvu, ympäristöystävällisen puun kasvava markkinaosuus rakentamisesta sekä LapWallin vahva kilpailukyky. Odotamme kuitenkin, että puuelementtejä tukevat trendit tuovat jossain vaiheessa sektorille nykyistä kovempaa kilpailua joko nykyisten pelureiden vahvistumisen tai uusien kilpailijoiden kautta.

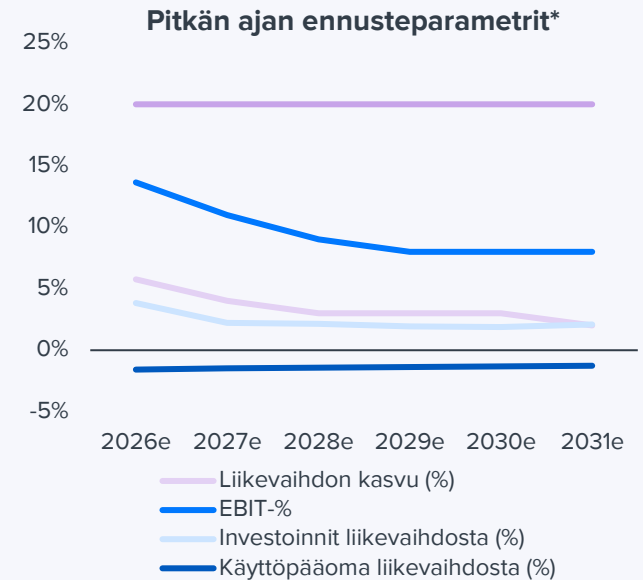
Vuosikymmenen lopulla LapWall voisi arviomme mukaan myös harkita kansainvälistymistä uudelleen ainakin, jos yhtiön kasvu Suomessa olisi ylittänyt odotukset ja markkinaosuus olisi noussut 30 %:n tasolle. Ennusteissamme tätä ei kuitenkaan tapahdu emmekä siten ole leiponeet myöskään ennusteisiimme kansainvälistä kasvua vaan optio pitkän aikavälin maantieteellisestä laajentumista jää sijoittajille.

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

Tätä kokonais kuvaa peilaten ennustamme LapWallin liikevaihdon kasvan vuodesta 2027 alkaen noin 3-4 % p.a. Terminaalikasvuennusteemme on Suomen pitkän

ajan kasvuoletuksen tasolla 2,0 %:ssa. Yhtiön oikaistun EBIT-%:ien odotamme liikkuvan pitkällä aikavälillä 9-11 %: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 selvästi pitkän ajan historiallisen toteuman (EBIT-% 6,2 %), joten emme pidä korkeampaa ikuisuusoletusta LapWallin nykynäyttöjen valossa perusteltuna.

Rahoituskulujen arvioimme pysyvän pitkällä aikavälillä pieninä, kun taas veroaste hakeutuu arviomme 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. Arviomme 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.



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2020	2021	H1'22e	H2'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	31,2	48,3	25,6	26,7	52,3	50,9	57,5	62,0
Konserni	31,2	48,3	25,6	26,7	52,3	50,9	57,5	62,0
Liikearvopoiston oikaisu	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttökate	4,1	6,6	3,2	3,6	6,8	6,9	8,8	9,6
Poistot ja arvonalennukset	-1,8	-1,8	-0,9	-1,0	-2,0	-2,0	-2,3	-2,4
Liikevoitto ilman kertaeriä	2,3	5,2	2,5	2,8	5,3	5,4	7,0	7,7
Liikevoitto	2,3	4,8	2,2	2,6	4,8	4,9	6,5	7,2
Konserni	2,7	5,2	2,5	2,8	5,3	5,4	7,0	7,7
Liikearvopoiston oikaisu	-0,4	-0,5	-0,2	-0,2	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-0,5	-0,2	-0,7	-0,1	-0,8	-0,2	-0,1	-0,1
Tulos ennen veroja	1,9	4,6	1,5	2,5	4,0	4,7	6,4	7,1
Verot	-0,1	-0,9	-0,4	-0,6	-0,9	-1,2	-1,5	-1,7
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	1,8	3,7	1,2	1,9	3,1	3,5	4,9	5,4
EPS (oikaistu)	0,14	0,33	0,16	0,17	0,34	0,32	0,43	0,48
EPS (raportoitu)	0,14	0,29	0,10	0,15	0,25	0,28	0,39	0,44

Tase*

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Pysyvät vastaavat	10,8	11,5	11,5	12,5	13,1
Liikearvo	2,4	3,0	2,5	2,0	1,5
Aineettomat hyödykkeet	0,7	0,2	0,2	0,2	0,2
Käyttöomaisuus	7,6	8,3	8,8	10,3	11,4
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	6,4	8,4	9,7	9,7	10,8
Vaihto-omaisuus	1,4	3,0	2,9	2,5	2,6
Muut lyhytaikaiset varat	1,1	1,8	1,8	1,8	1,8
Myyntisaamiset	2,2	1,6	2,4	2,9	3,5
Likvidit varat	1,7	2,1	2,6	2,5	2,9
Taseen loppusumma	17,2	19,9	21,2	22,2	24,0

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Oma pääoma	5,4	7,1	8,5	10,3	13,3
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarat	0,0	-2,2	-0,9	0,9	3,9
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	5,3	9,3	9,3	9,3	9,3
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	4,4	2,6	3,5	2,7	1,0
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	4,2	2,3	3,5	2,7	1,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,2	0,3	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	7,4	10,2	9,2	9,2	9,7
Lainat rahoituslaitoksilta	1,3	3,8	1,6	1,4	1,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	3,1	3,4	4,4	4,6	5,5
Muut lyhytaikaiset velat	3,1	2,9	3,2	3,2	3,2
Taseen loppusumma	17,2	19,9	21,2	22,2	24,0

Lähde: Inderes

*2021 tase pro-forma. Listautumisesitteestä poiketen korottomista vastuissa raportoitu ja Termater-liiketoimintakaupan maksuun liittyvä 2,8 MEUR:n erä on sisällytetty korollisiin velkoihin, sillä tosiasiallisesti erä on jo maksettu. Vuodesta 2022 eteenpäin taseessa ei ole vielä huomioitu listautumisannin vaikutuksia.

Arvonmääritys 1/5

LapWallin hinnoittelussa ei tarvita sirkustempuja

Arviomme mukaan LapWall tullaan hinnoittelemaan markkinoilla etenkin tulos pohjaisilla arvostuskertoimilla, joita tarkastelemme ensisijaisesti absoluuttisin mittarein ja toissijaisesti suhteessa muista rakennusmateriaaliyhtiöstä koostuvaan verrokkiryhmään. Painotamme arvonmäärityksessä etenkin toteutuneita ja kuluvan vuoden kertoimia, sillä näkyvyys yhtiön rakentamisen syklisessä arvoketjussa olevaan liiketoimintaan on vielä heikko ja yhtiön näytöt ovat lyhyeltä ajalta. Pitkän tähtäimen ennusteisiimme pohjautuvassa ja pääosin kaukaista tulevaisuutta painottavassa DCF-arvonmäärityksessä riskit ovat kaikkien konkreettisimmat. Tästä syystä DCF-mallin rooli arvonmäärityksessä on toimia realiteettitarkastuksena ja lyhyen tähtäimen ennusteiden tukena. Siten sen paino osakkeen arvonmäärityksessä on maltillinen.

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 kassavirtapotentiaalista, sillä yhtiön maksetut 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, rajallisten investointitarpeiden ja vahvan taseen takia riittää ennusteidemme valossa lähivuosina myös omistajille allokoitavaksi.

LapWallin arvostukseen vaikuttavat tekijät:

Mielestämme seuraavat tekijät vaikuttavat LapWallin arvostukseen:

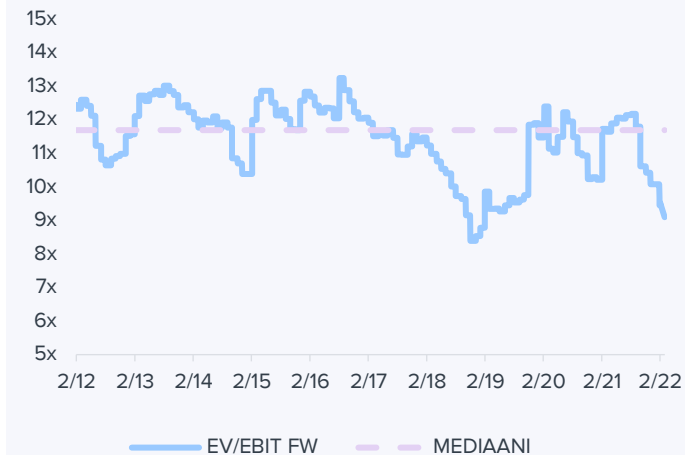
Puuelementtien lyhyen ja keskipitkän ajan kasvunäkymä on hyvä. Puuelementtien lähiaikojen kasvupotentiaali on mielestämme yleistä rakennusmateriaali markkinaa korkeampi ympäristösyiden ajamana ja LapWallilla on edellytyksiä napsia markkinaosuuksia heikommilta kilpailijoilta. Hyvä kasvunäkymä ja kilpailuedut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

Puuelementtien marginaaliprofiili on hyvä ja kannattavuudessa on parantamisen varaa. LapWallin myyntikatteet ovat melko hyviä ja parhaat rakennusmateriaalisektorin pelurit ovat osoittaneet pystyvänsä tekemään korkeaa marginaalia, mikä tukee alan yhtiöiden arvostuksia. LapWallilla on myös volyymikasvun, investointien ja Termater-synergioiden ansiosta kannattavuudessaan parantamisen varaa.

LapWallin hinnoittelu

- Lähivuosien absoluuttisesti tuloskertoimet P/E, EV/EBIT, EV/EBITDA, PEG
- Arvostus suhteessa kansainvälisiin rakennusmateriaaliyhtiöihin kerroin pohjaisesti
- Kassavirtamalli
- Listautumishinnan tuotto-odotus suhteessa taloudellisiin tavoitteisiin

Uponor EV/EBIT FW



Arvonmääritys 2/5

Näin ollen yhtiön tuloskasvunäkymät ovat mielestämme hyvät, mikä tukee arvostusta.

LapWallin portfolio on ympäristöystävällinen.

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

Track-record kannattavasta kasvusta on lyhyt.

LapWallin lyhyt track-record hyvästä kannattavuudesta ja track-recordin puute erityyppisistä suhdannetilanteista ja hinnoitteluvoiman pitävyydestä rokottavat arviomme mukaan yhtiön hyväksyttävää arvostusta toistaiseksi.

Lapall on osa syklistä arvoketjua. Tämä pitää sijoittajan riskejä kohollaan ja edellyttää selkeitä turvamarginaaleja etenkin syklisesti hyvässä vaiheessa.

Pitkän ajan kasvuvara Suomessa on rajallinen.

Sijoittajat eivät voi nojata hinnoittelussaan puhtaasti lyhyen ja keskipitkän ajan hyvään kasvunäkymään vaan hidas pitkän 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 9x-11x ja vastaavasti P/E-kertoimella 10x-12x ensimmäiselle ennustevuodelle vallitseva hyvä suhdannetilanne huomioiden. Nämä tasot vastaisivat myös noin 1x EV/S-kerrointa, joka toimii mielestämme LapWallille parhaana kuumemittarina myös erityyppisissä suhdannetilanteissa. Pidemmällä perspektiivillä ja erilaiset suhdannetilanteet huomioiden hyväksyttävät haarukat ovat mielestämme hieman leveämpiä eli noin 10x-14x P/E-luvulla mitattuna ja 8x-12x EV/EBIT-kertoimella. Yhtiön kannattavan kasvun track-recordin pidentyessä kertoimilla on mielestämme edellytyksiä hilautua kohti haarukoiden ylälaitoja, mutta talouteen ja osakemarkkinoihin juuri nyt liittyvät huomioiden hyväksyttävät tasot on mielestämme toistaiseksi perusteltua hakea haarukoiden alalaidoilta.

Nämä kertoimet ovat linjassa LapWallille muodostamamme kansainvälisen verrokkiryhmän kanssa, sillä rakennusmateriaaliyhtiöstä koostuva verrokkiryhmä on hinnoiteltu kuluvalle vuodelle P/E-luvulla 14x ja EV/EBIT-kertoimella 11x. Hajonta ryhmän yhtiöiden arvostusten suhteen on kuitenkin suurta ja verrokkit ovat muutenkin vain löyhästi liitännäisiä LapWalliin. Tästäkin huolimatta suhtaudumme skeptisesti

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	2,72	2,72	2,72
Osakemäärä, milj. kpl	12,4	12,4	12,4
Markkina-arvo	34	34	34
Yritysarvo (EV)	36	35	33
P/E (oik.)	8,1	8,4	6,3
P/E	10,9	9,6	6,9
P/Kassavirta	8,4	12,3	7,6
P/B	4,0	3,3	2,5
EV/Liikevaihto	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA (oik.)	5,3	5,1	3,7
EV/EBIT (oik.)	6,8	6,6	4,7
Osinko/tulos (%)	56,2 %	53,2 %	45,8 %
Osinkotuotto-%	5,1 %	5,5 %	6,6 %

Arvonmääritys 3/5

verrokkikertoimien ylittämiseen LapWallin osalta vielä tässä vaiheessa, vaikka verrokkien ennusteita ei vielä välttämättä olekaan päivitetty heijastelemaan Euroopan heikentynyttä talousnäkömää (ts. verrokeilta odotetaan pääosin selvää tuloskasvua tänä vuonna). Hyväksymämme arvostuskertoimet ovat Helsingin Pörssin keskimääräisen arvostustason alapuolelle, mikä mielestämme ei olisi tässä vaiheessa kohtuutonta LapWallille, kun huomioidaan edellä mainittuja alennustekijöitä. Helsingin Pörssin yleinen arvostustaso ei myöskään ole yhtiölle paras mahdollinen vertailukohta.

Suoria verrokkeja LapWallille on Suomesta tai ulkomailta vaikea löytää, mutta suomalaisista rakennustuote-yhtiöistä Uponor on hinnoiteltu 10 vuoden keskiarvolla vuoden eteenpäin katsovalla EV/EBIT-kertoimella 11x-12x. Uponorin pidemmän ajan vastaava P/E-luku on 17x ja EV/S-kerroin 1,1x. Näin ollen LapWallille hyväksymämme arvostustaso on hieman Uponorin pidemmän ajan arvostustason alapuolella kanssa. Nyt Uponor hinnoitellaan markkinoilla P/E-kertoimella 13x ja EV/EBIT-kertoimella 9x vuoden 2022 konsensusennusteilla. Näiden lukujen ylittäminen on LapWallille mielestämme hankalaa, sillä Uponorin riskiprofiili on suuremman koon, hajautuneemman liiketoimintaportfolion ja paremman ja pidemmän pitkän ajan track-recordin takia LapWallia alempi.

Kerroin pohjainen arvostus

Kun nämä hyväksyttävät arvostustasot yhdistetään vuoden 2021 toteutuneeseen tulokseen ja

ennusteisiimme, LapWallin markkina-arvoksi muodostuu noin P/E-luvun kautta 42-50 MEUR. Vastaavasti yritys-arvopohjaisesti EV/EBIT-kertoimella LapWallin yritys-arvoksi saadaan 48-58 MEUR, josta LapWallin vuoden 2021 lopun proforma nettovelat (sis. Termater-maksut korollisessa nettovelassa) ja alkuvuoden 1,7 MEUR:n osingonjako vähentämällä päästään 42-47 MEUR:n markkina-arvoon. Siten kerroin pohjainen arviomme LapWallin arvosta ennen osakeantia on 3,4-4,2 euroa per osake, mihin nousuvaraa listautumishinnasta on noin 25-50 %. Siten pidämme antia hyvin houkuttelevasti hinnoiteltuna myös lyhyen tähtäimen taloushuolia huomioivalla haarukan alalaidalla, kun taas ylälaita kuvaa arvostusta nykyistä suotuisammassa ulkoisessa viitekehyksessä.

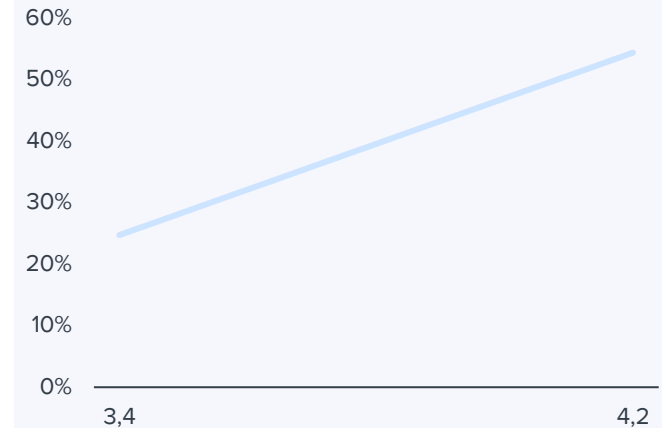
DCF-arvonmääritys

Mielestämme kassavirtamalli (DCF) on kohtuullinen arvonmääritysmenetelmä LapWallille, sillä yhtiöllä on konkreettinen ja kassavirtaa tuottava liiketoiminta, jonka pitkän ajan kehitystä kasvu ja kannattavuuspotentiaalia syklisen yli tarkasteltuna on mahdollista hahmottaa. DCF-malli on toki hyvin herkkä terminaalijakson ennusteille ja tuottovaatimukselle, mutta LapWallin kaltaisen kasvuyhtiön keskipitkän ja pitkän ajan potentiaalihin hahmottamiseen konservatiivinen DCF-malli on mielestämme hyvä työkalu. Siten annamme mallille maltillisen painoarvon LapWallin käyvän arvon määrittämisessä.

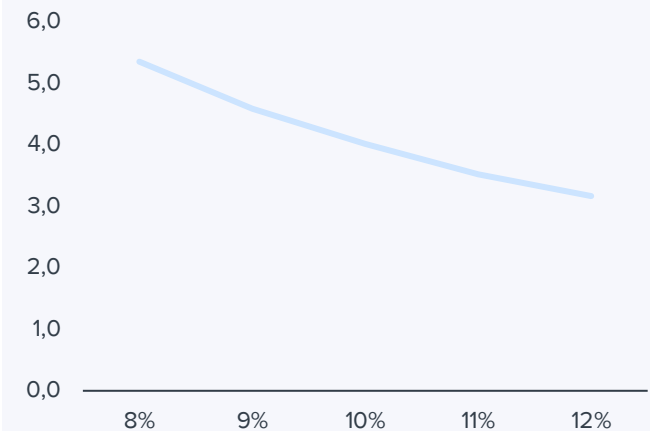
Tuottovaatimus on vielä korkeahko

Kuten todettua, DCF-malli on herkkä

Nousuvara suhteessa Inderesin käyvän arvon haarukkaan



DCF-arvo eri tuottovaatimuksilla



— DCF-arvo per osake

Arvonmääritys 4/5

tuottovaatimukselle ja tarkan tuottovaatimuksen määrittäminen on hyvin subjektiivista ja käytännössä mahdotonta. Näin ollen asetamme myös LapWallin tuottovaatimukselle haarukan.

Mielestämme LapWallin tuottovaatimuksen tulisi olla oman pääoman osalta noin 9-11 % tässä vaiheessa, mikä tarkoittaa yhtiölle arvioimamme pääomarakenne, velan kustannus ja velan verokilpi huomioiden 8,3-10,1 %:n pääoman kustannusta (WACC-%). Mielestämme tämä tuottovaatimus on korkeahko taso hyvää kassavirtaa tuottavalle ja vahvan taseen omaavalle yhtiölle, mutta syklinen tilanne ja lyhyt track-record vaativat mielestämme vielä turvamarginaalia. Näemme tuottovaatimuksessa kuitenkin laskuvaraa 2-3 vuoden tähtäimellä, kunhan LapWall pysyy kannattavan kasvun polullaan ja yleinen tilanne (esim. korkotaso) rahoitusmarkkinoilla ei muutu oleellisesti.

Perusskenaarion rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 9,8 % ja oman pääoman kustannus 10,6 %. Riskitön korko on 2,0 %, ja markkinan riskipreemio puolestaan 4,75 %. Velan korko on 4,0 % ja likviditeettipreemion olemme toistaiseksi asettaneet 1,0 %:iin.

DCF indikoi LapWallille korkeampaa arvoa kuin kerroinpohjainen arvonmääritys

Näillä oletuksilla ja edellisen kappaleen pitkän ajan ennusteillamme saamme LapWallin osakekannan käyväksi arvoksi DCF-pohjaisesti perusskenaariollamme 51 MEUR. 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 1-2 vuoden vaakalennon jälkeen vuosikymmenen loppupuolelle ja ennusteissamme yhtiö myös saavuttaa pysyvästi selvästi historiallisia toteumia korkeamman kannattavuuden.

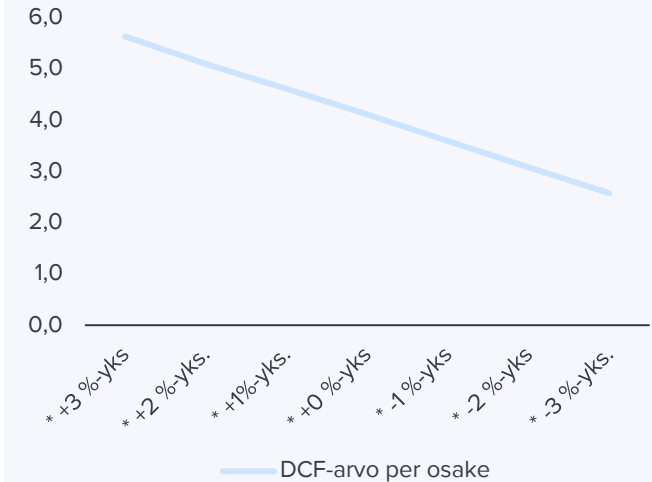
Kasvun tai kannattavuuden osalta perusolettamaa positiivisemmassa skenaariossa saamme käyväksi arvoksi 5-6 euroa per osake, kun taas vastaavilta osin negatiivisella skenaariolla osakkeen arvo on listautumishinnan tasolla tai hieman sen yläpuolella. Tuottovaatimushaarukamme ala- ja ylärajoilla saamme yhtiön käyväksi arvoksi 4-5 euroa per osake. Leveät vaihteluvälit kuvaavat mallin herkkyyttä jo yksittäisille parametreille, mutta kokonaisuutena listautumishinta on mielestämme DCF-pohjaisesti hyvin kohtuullinen. Jos useampaa parametriä muutettaisiin kerralla, mallin yhtiölle indikoiman arvon vaihteluväli levenisi edelleen eikä se enää käytännössä kertoisi mitään listautumisen hinnoittelusta.

Arvonmääritys taloudellisilla tavoitteilla

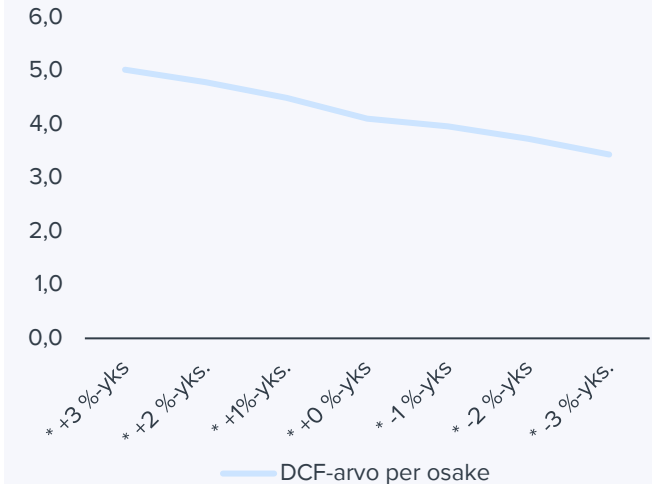
LapWallin taloudelliset tavoitteet antavat mielestämme yhden referenssipisteen, johon arvonmääritystä voidaan peilata. Tässä täytyy kuitenkin olla varovainen, sillä tavoitteet ovat ajallisesti kaukana. Toisaalta pörssiyhtiöiden tavoitteet ovat keskimäärin kovia ja niiden saavuttamiseen liittyvä epävarmuus on korkea, vaikka LapWall onkin piirtänyt uskottavan polun tavoitteiden saavuttamiseen.

Tavoitteiden toteutuessa LapWallin oikaistu liikevoitto vuonna 2026 olisi vähintään 8,4-10,5

DCF-arvo perusskenaariosta eroavalla kannattavuudella



DCF-arvo perusskenaariosta eroavalla kasvuvauhdilla*



Arvonmääritys 5/5

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, että kasvu olisi yhtiön tavoitteen mukaan orgaanista eikä liikearvopoistoja tai rahoituskuluja synny oleellisesti lisää. Lisäksi yhtiöllä olisi tässä skenaariossa viideltä vuodelta hyvät näytöt noin 8 %:n keskimääräisestä orgaanisesta liikevaihdon kasvusta (CAGR). Markkinaosuuskaan ei vielä aiheuttaisi tässä skenaariossa yhtiön kasvulle rajoja Suomessa, mutta kannattavuus sen sijaan olisi jo lähellä pitkän ajan potentiaaliaan liiketoiminnan rajallisen skaalautuvuuden takia. Tätä taustaa vasten LapWall voitaisiin mielestämme hinnoitella vuonna 2026 ainakin esittämämme haarukoiden ylälaitoihin eli EV/EBIT 11x ja P/E 14x kertoimilla, jos korkotaso ei nouse oleellisesti nykyisestä. Näin ollen LapWallin käypä arvo voisi olla vuonna 2026 noin 90-115 MEUR eli noin 7-9 euroa per osake. Oletamme tässä, että yhtiö tähtää nettovelattomaksi ja investoinneista yli jäävät varat palautetaan omistajille osinkoina.

Näin ollen yhtiössä olisi listautumishinnan pohjalta noin viiden vuoden sijoitusjaksolla noin 25 %:n vuosittainen nousuvara ja päälle tulisivat vuosien 2022-2025 hyvät 5-7 %:n vuotuiset osingot. Näistä muodostuva vuotuinen kokonaistuotto ylittäisi mielestämme kirkkaasti sijoittajien tuottovaatimuksen ja peilaa osakkeen keskipitkän ajan merkittävää potentiaalia, jos yhtiön tavoitteet toteutuvat. Korostamme kuitenkin, että tätä kautta tuotto-odotuksen onkin oltava tässä vaiheessa sijoittajille erittäin houkutteleva, sillä LapWallilla puuttuu vielä track-record kannattavuudesta ja

oletuksissa on kuitenkin suotuisa (muttei välttämättä täydellinen) ja kaukana oleva skenaario. Siten arvonmääritys taloudellisilla tavoitteilla tukee mielestämme näkemystämme muiden menetelmien indikoimaa kuvaa listautumisen houkuttelevasta hinnasta.

Pitkällä aikavälillä LapWallin arvolla on hyvät edellytykset kehittyä nousujohteisesti

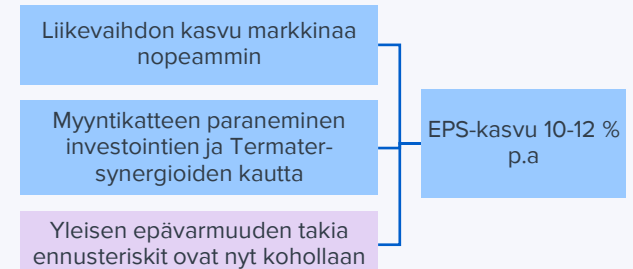
Muutaman vuoden tähtäimellä näemme LapWallin arvossa selkeää nousuvaraa listautumishinnasta, mutta tämä toki vaatii, että yhtiön liiketoiminta kehittyy vähintään ennusteidemme ja/tai yhtiön tavoitteiden mukaisesti. Mielestämme LapWallilla on aineksia ainakin keskipitkällä aikavälillä tasaiseksi kasvujaksi ja arvонуojaksi sekä myös osingonmaksajaksi. Lisäksi optiona on, että arvonmäärityksessä ympäristösyöt sekä hyvien ESG-sijoitusten puute kirittää hyväksyttävää arvostustasoa yhä ylemmäs, mutta tähän toki kannattaa suhtautua vain optiona.

Yhtiön pääriskejä ovat mielestämme syklin kestävyys, uudentyypinen kilpailu, inflaatio ja ympäristötrendien läpilyönnin hidastuminen tai peruuntuminen. Näiden riskien realisoituessa yhtiön lyhyen tai pidemmän aikavälin kasvu ja/tai kannattavuus voisivat jäädä ennusteistamme. Osakkeen riskiprofiilia pidämme melko korkeana etenkin lyhyen track-recordiin ja syklin vaiheeseen liittyvien riskien takia, mutta toisaalta osakkeen tuottopotentiaali on mielestämme riittävän hyvä riskien vastineeksi. Näin ollen näemme LapWallin listautumisen tarjoavan merkintähinnalla 2,72 euroa/per osake etenkin keskipitkän ajan sijoittajille hyvin houkuttelevan tuotto/riski-suhteen.

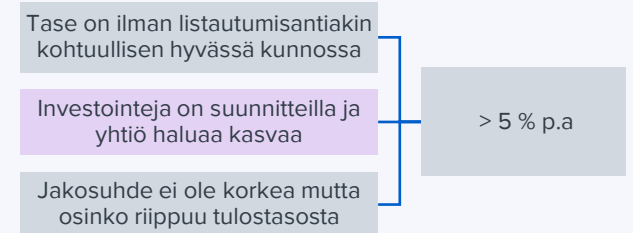
Markkina-arvon ajurit listayhtiönä 2022e-2026e

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

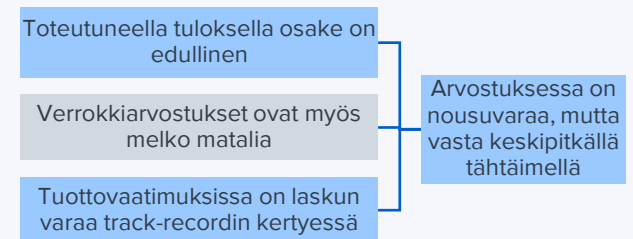
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Tuotto-odotus on merkittävästi tuottovaatimusta korkeampi, kun osakkeen hinta on listautumishinta 2,72 €/osake

Sijoitusprofiili

1.

Keskittyminen tiukasti puuelementtituotteisiin Suomessa

2.

Markkinajohtajuus ja parantunut kilpailukyky

3.

Ympäristöystävällisten puutuotteiden rakenteellinen yleistymisen materiaalina

4.

Orgaaninen kasvu markkinan mukana ja markkinaosuutta voittamalla

5.

Tehokkuuden parantaminen investointien ja synergioiden kautta

Potentiaali



- Ekologisen tuotteen kasvunäkymät ovat yleistä markkinakasvua paremmat
- Termaterin (ts. Vetelin tehtaan) kannattavuuden parantaminen etenkin ostosynergioiden kautta
- Vahva kilpailukyky mahdollistaa markkinaosuuksien voittamisen Suomessa
- Kustannusten alentaminen automaatioinvestointien kautta
- Valikoidut yritysostot fragmentoituneella markkinalla

Riskit



- Suomen talouden ja rakentamisen syklin odotettua heikompi kehitys
- Kilpailun kiristyminen uusien vahvempien toimijoiden kautta
- Tuotantopanosten hintojen nousu ja hinnoitteluvoima
- Projektiriskit
- Ympäristötrendien rauhoittuminen

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	2,72	2,72	2,72	2,72	2,72	2,72	2,72	2,72
Osakemäärä, milj. kpl	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4
Markkina-arvo	33,7	33,7	33,7	33,7	33,7	33,7	33,7	33,7
Yritysarvo (EV)	43,8	39,9	37,4	37,7	36,2	35,3	32,8	29,9
P/E (oik.)	neg.	32,2	18,9	8,2	8,1	8,4	6,3	5,7
P/E	neg.	32,2	18,9	9,3	10,9	9,6	6,9	6,2
P/Kassavirta	29,7	9,2	11,8	21,2	8,4	12,3	7,6	6,5
P/B	22,2	9,9	6,3	4,7	4,0	3,3	2,5	2,0
P/S	0,8	1,0	1,1	0,7	0,6	0,7	0,6	0,5
EV/Liikevaihto	1,0	1,2	1,2	0,8	0,7	0,7	0,6	0,5
EV/EBITDA (oik.)	neg.	11,5	9,1	5,7	5,3	5,1	3,7	3,1
EV/EBIT (oik.)	neg.	24,2	16,2	7,2	6,8	6,6	4,7	3,9
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	41,7 %	48,1 %	56,2 %	53,2 %	45,8 %	45,6 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	2,2 %	5,1 %	5,1 %	5,5 %	6,6 %	7,4 %

Lähde: Inderes

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

Verrokkiryhmä

Verrokkiryhmän arvostus	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e
Uponor	19,24	1405	1497	9,0	8,3	6,9	6,4	1,1	1,0	13,0	12,2	4,1	4,6	3,0
EcoUp	7,07	62		17,7	8,5	7,6	5,1	1,3	1,0	27,0	14,1	1,3	2,3	2,5
Purmo	12,45	510		10,9	9,0	7,4	6,4	0,8	0,8	10,9	9,7	3,7	4,0	1,2
Inwido	161,00	886	959	10,8	10,0	8,5	7,9	1,2	1,2	12,9	12,4	3,9	4,1	1,9
Balco	114,40	240	250	15,2	12,4	12,6	10,5	1,9	1,6	18,6	15,5	2,3	2,7	3,1
Steico	95,20	1353	1440	22,5	21,2	15,6	14,7	3,4	3,1	27,8	26,8	0,4	0,4	4,7
Interior	39,86	1749	1659	2,5	4,8	2,0	3,2	0,6	0,6	3,7	8,0			1,1
Western Forest	2,15	504	428	2,7	2,6	2,1	1,9	0,3	0,3	5,8	7,4	1,9	1,9	1,0
Lapwall (Inderes)	2,72	34	36	6,8	6,6	5,3	5,1	0,7	0,7	8,1	8,4	5,1	5,5	4,0
Keskiarvo				10,6	9,4	7,4	7,0	1,3	1,2	13,9	12,9	2,3	2,7	2,4
Mediaani				10,8	8,5	7,4	6,4	1,2	1,0	12,9	12,2	2,1	2,5	2,5
Erotus-% vrt. mediaani				-37%	-23%	-28%	-21%	-45%	-33%	-38%	-31%	150%	121%	56%

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

Kassavirtamalli

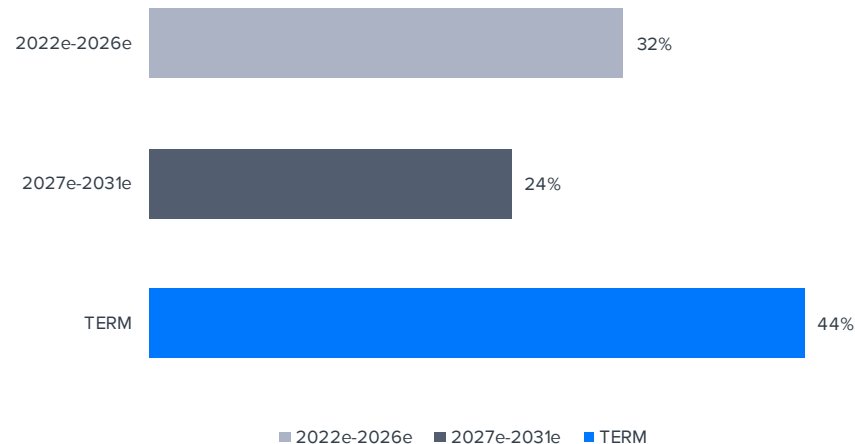
DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevoitto	4,8	4,8	4,9	6,5	7,2	8,6	7,5	6,3	5,8	6,0	6,1	
+ Kokonaispoistot	1,8	2,0	2,0	2,3	2,4	2,5	2,3	1,9	1,8	1,8	1,7	
- Maksetut verot	-0,9	-0,9	-1,2	-1,5	-1,7	-1,8	-1,6	-1,2	-1,1	-1,2	-1,2	
- verot rahoituskuluista	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-1,5	0,6	0,1	0,2	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Operatiivinen kassavirta	4,2	6,3	5,7	7,5	8,2	9,3	8,2	6,9	6,4	6,5	6,6	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-2,6	-2,0	-3,0	-3,0	-3,0	-2,5	-1,5	-1,5	-1,4	-1,4	-2,0	
Vapaa operatiivinen kassavirta	1,6	4,0	2,7	4,5	5,2	6,8	6,7	5,4	5,0	5,1	4,6	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	1,6	4,0	2,7	4,5	5,2	6,8	6,7	5,4	5,0	5,1	4,6	60,2
Diskontattu vapaa kassavirta		3,7	2,3	3,4	3,6	4,3	3,9	2,9	2,4	2,3	1,8	24,2
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		55,0	51,3	49,0	45,5	41,9	37,5	33,6	30,7	28,3	26,0	24,2
Velaton arvo DCF		55,0										
- Korolliset velat		-6,1										
+ Rahavarat		2,1										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		50,9										
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	3,0 %
Yrityksen Beta	1,60
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,00 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	10,6 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,8 %

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.

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.**