

Lamor

Seurannan aloitus

19.5.2022 08:00



Aapeli Pursimo
+358 40 719 6067
aapeli.pursimo@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Kasvuhakuinen ympäristöratkaisujen toimittaja

Viime joulukuussa listautunut Lamor on yksi maailman johtavista ympäristöratkaisujen toimittajista. Viime vuonna voitettujen merkittävien kilpailutusten myötä Lamorin liikevaihto ja tulos tulevat nousemaan tänä vuonna uuteen kokoluokkaan. Haastavasta ennustettavuudesta huolimatta pidämme yhtiön pitkän aikavälin kasvunäkymää erinomaisena kasvavan ympäristötietoisuuden ja kiristyvän sääntelyn myötä. Periaatteessa osakkeen tämän vuoden arvostuskuva voisi tukea vahvempaakin näkemystä, mutta yhtiön lähivuosien kasvun epävarmuutta ja lyhyttä track-recordia peilaten aloitamme Lamorin seurannan lisää-suosituksella ja 5,30 euron tavoitehinnalla.

Uuteen kokoluokkaan siirtyvä globaali ympäristöratkaisujen toimittaja

Lamor on yksi maailman johtavista ympäristöratkaisujen toimittajista. Yhtiön tarjoamaan kuuluvat erilaiset öljynkeräyksessä, jätteenkäsittelyssä ja veden puhdistuksessa käytettävät laitteet sekä monipuoliset ympäristöratkaisut ja -palvelut. Markkinaosuudeltaan Lamor on maailman suurin öljyntorjuntalaitteiden toimittaja. Yhtiön liiketoimintamalli nojaa sen laajaan kumppanuusverkostoon, jonka kautta se toimii yli 100 maassa, etenkin kehittyvillä markkinoilla. Lamorin liikevaihto kasvaa tänä vuonna uuteen kokoluokkaan (2022e: 126 MEUR vs. 2021: 52 MEUR) yhtiön vuonna 2021 voittamien merkittävien pitkäaikaisten Saudi-Arabian ja Kuwaitin palvelusopimusten ja alkuvuoteen painottuneen Perun öljyvahingon kunnostushankkeen myötä. Arvioimme kasvavan ympäristötietoisuuden ja kiristyvän sääntelyn luovan yhtiölle myös erinomaiset pitkän aikavälin kasvunäkymät. Merkittävimpinä riskeinä yhtiölle näemme uusien projektien kokoluokan, joiden toteuttamisesta yhtiölle ei ole kertynyt vielä track-recordia sekä uusien kilpailutuksien voittamisessa epäonnistumisen.

Yhtiö tavoittelee voimakasta kasvua myös tulevaisuudessa

Lamorin keskeisimpänä tavoitteena on olla maailmanlaajuisesti johtava kokonaisvaltaisia ympäristöratkaisuja tuottava yritys. Taloudellisena tavoitteena yhtiöllä on saavuttaa 100 MEUR:n annualisoitu liikevaihto ja tämän jälkeen selvästi markkinakasvua nopeampi kasvu (CAGR > 10 %) sekä yli 14 %:n oikaistu liikevoittomarginaali. Arviomme mukaan listautumisannin myötä yhtiön kasvurahoitus on turvattu, mikä antaa sille hyvät edellytykset strategian toteutukseen. Näkemyksemme mukaan yhtiön kasvu tulee olemaan riippuvaista uusien suurten kilpailutusten voittamisesta tai nykyisten projektien merkittävästä laajentumisesta, joita on lähes mahdotonta mallintaa. Siten nykyistä tilauskantaa ja ennustamiamme uusien projektien kotiuttamisia peilaten odotamme kasvun olevan maltillisella tasolla lähivuosina (CAGR 2023e-2025e: 3,3 %). Ennusteemme voivat osoittautua varovaisiksi, mikäli yhtiö onnistuu jatkamaan erinomaista putkeaan suurten kilpailutusten voittamisen suhteen. Nousevan volyymin myötä odotamme kannattavuuden paranevan tänä vuonna selvästi ja pysyvän hyvällä tasolla lähivuosina (oik. EBIT-% 2022e-2025e: 11,3-13,0 %), mutta emme odota yhtiön yltävän aivan tavoitetasolle.

Osakkeen tuotto-odotus on hyvällä tasolla

Nojaamme Lamorin arvonnäilyksessä etenkin lähivuosien tulos pohjaisiin arvostuskertoimiin edellä mainittujen merkittävien pidemmän aikavälin ennusteriskien vuoksi. Ennusteidemme mukaiset oikaistut P/E-kertoimet vuosille 2022 ja 2023 ovat 13x ja 15x, kun taas taserakenteen huomioivat EV/EBIT-kertoimet 7x ja 8x. Arviomme mukaan kertoimet ovat houkuttelevalla tasolla etenkin kuluvaan vuoden osalta. Myös lähivuosien kokonaistuotto-odotus nousee yli tuottovaatimuksen nykyisillä ennusteillamme, mikä tukee näkemystämme osakkeen riskikorjatun tuotto-odotuksen houkuttelevuudesta. Samoin DCF-mallimme on osakekurssin yläpuolella (~5,5 euroa / osake).

Suositus

Lisää

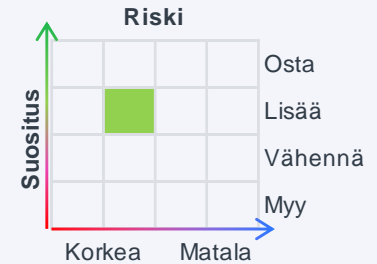
(aik. -)

5,30 EUR

(aik. - EUR)

Osakekurssi:

4,74 EUR



Avainluvut

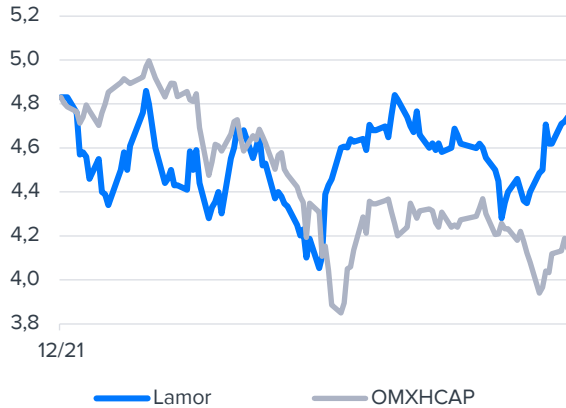
	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	51,5	126	112	125
kasvu-%	13 %	144 %	-11 %	12 %
EBIT oik.	2,8	15,3	12,7	15,8
EBIT-% oik.	5,5 %	12,2 %	11,3 %	12,6 %
Nettotulos	1,0	7,4	8,3	10,9
EPS (oik.)	0,07	0,36	0,32	0,41
P/E (oik.)	65,7	13,4	15,0	11,5
P/B	2,0	1,8	1,7	1,5
Osinkotuotto-%	0,0 %	1,1 %	1,1 %	1,7 %
EV/EBIT (oik.)	42,1	7,5	8,5	6,8
EV/EBITDA	19,8	5,8	5,7	5,0
EV/Liikevaihto	2,3	0,9	1,0	0,9

Lähde: Inderes

Ohjeistus

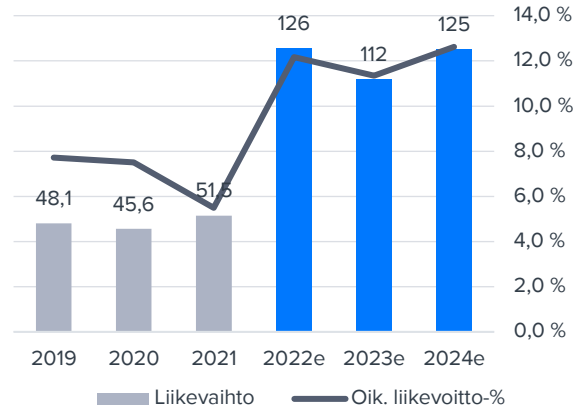
Yhtiö arvioi sen liikevaihdon olevan vuonna 2022 vähintään 120 MEUR (2021: 51,5 MEUR) ja oikaistun liikevoiton olevan vähintään 14 MEUR (2021: 2,8 MEUR).

Osakekurssi



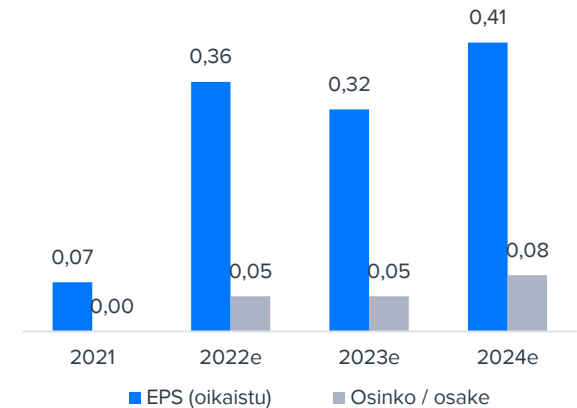
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Etenkin jätteen- ja vedenkäsittelymarkkinat tarjoavat kasvumahdollisuuksia kehittyvillä markkinoilla. Vahva markkina-asema öljyntorjuntamarkkinalla tuo vakautta
- Kannattavuudessa nousupotentiaalia kasvavan liikevaihdon myötä, mikä skaalaa kiinteitä kuluja
- Markkinoiden kysyntänäkymät erittäin hyvät kasvavan ympäristötietoisuuden myötä
- Kasvua kiihdyttävät yritysostot



Riskitekijät

- Projektiriskit (sis. hinnoittelu, toteutus, kumppanien valinta, maariskit) sekä uusien projektien kokoluokka, josta yhtiöllä ei vielä kertynyt track-recordia
- Maa-ilmantalon pidempiaikainen negatiivinen kehitys, mikä vaikuttaisi todennäköisesti etenkin kehittyviin markkinoihin (sis. vahva USD)
- Kilpailutusten voittamisessa epäonnistuminen
- Kiristynvä kilpailu

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	4,74	4,74	4,74
Osakemäärä, milj. kpl	26,4	26,4	26,4
Markkina-arvo	125	125	125
Yritysarvo (EV)	114	107	107
P/E (oik.)	13,4	15,0	11,5
P/E	17,0	15,0	11,5
P/Kassavirta	11,7	13,1	39,1
P/B	1,8	1,7	1,5
P/S	1,0	1,1	1,0
EV/Liikevaihto	0,9	1,0	0,9
EV/EBITDA (oik.)	5,8	5,7	5,0
EV/EBIT (oik.)	7,5	8,5	6,8
Osinko/tulos (%)	17,9 %	15,8 %	19,5 %
Osinkotuotto-%	1,1 %	1,1 %	1,7 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-14
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	15-18
Toimiala ja kilpailu	19-25
Taloudellinen tilanne	26
Ennusteet	27-31
Sijoitusprofiili	32-33
Arvonmääritys	34-36
Taulukot	37-42
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	43

Lamor lyhyesti

Lamor on yksi maailman johtavista monipuolisten ympäristöratkaisujen toimittajista. Yhtiö tarjoaa erilaisia öljyntorjunnassa, jätteen- sekä vedenkäsittelyssä käytettäviä laitteita ja palveluita.

1982

Perustamisvuosi

12/2021

Listautuminen

51,5 MEUR (+12,9 % vs. 2020)

Liikevaihto 2021

2,8 MEUR (5,5 % liikevaihdosta)

Oikaistu liikevoitto

6,7 MEUR (13,0 % liikevaihdosta)

Oikaistu käyttökate

290

Henkilöstömäärä keskimäärin 2021

56 % / 44 %

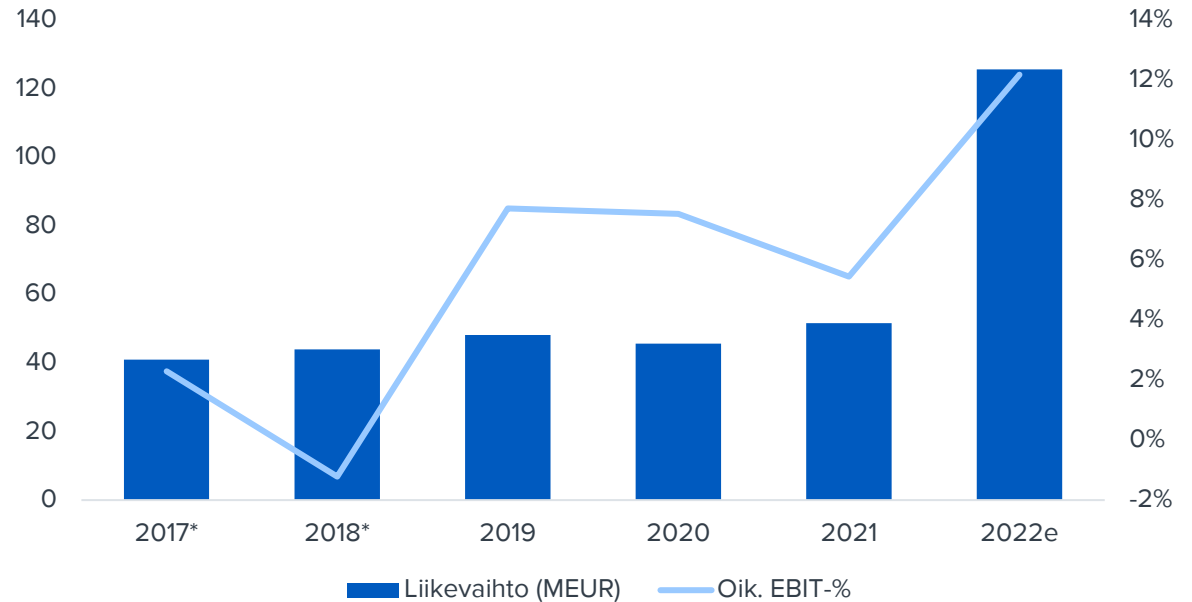
Laitteiden / palveluiden osuus liikevaihdosta 2021

-2020

- Yhtiö keskittyi öljyntorjuntalaitteisiin ja -palveluihin vuoteen 2012 asti
- Jätteen- ja vedenkäsittelypalveluiden tarjoamisen aloittaminen
- Corena S.A. -yritysoston myötä strateginen palveluliiketoiminnan laajentaminen Etelä-Amerikkaan vuonna 2015
- Globaalin kumppanuusverkoston rakentaminen

2021-

- Palveluliiketoiminnan kasvattaminen strateginen painopistealue
- Kasvun fokusalueena kehittyvät markkinat
- Ensimmäiset merkittävät pitkäaikaiset ja suuren volyymin palvelusopimukset
- Kasvurahoituksen varmistaminen First North -listautumisen kautta



* FAS-kirjanpidon mukaiset luvut eivät ole täysin vertailukelpoisia

Lähde: Lamor, Inderes

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/6

Maailman johtava ympäristöratkaisujen toimittaja

Lamor on yksi maailman johtavista ympäristöratkaisujen toimittajista, joka koostuu kolmesta liiketoiminta-alueesta: öljyntorjunnasta, jätteenkäsittelystä ja vedenkäsittelystä. Yhtiön tarjoamaan kuuluu erilaiset öljynkeräyksessä, jätteenkäsittelystä ja veden puhdistuksessa käytettävät laitteet sekä monipuoliset ympäristöratkaisut ja -palvelut. Lamorin tarjoamat ratkaisut ja palvelut käsittävät muun muassa öljyntorjuntaan ja öljyvahinkoihin sekä muihin ympäristövahinkoihin liittyviä puhdistus- tai ennakkovarautumispalveluita, vaarallisten ja vaarattomien jätteiden käsittelypalveluita, mukautettuja ja räätälöityjä vedenpuhdistusratkaisuja sekä ratkaisuihin liittyviä laitetoimituksia. Yhtiö on markkinaosuudeltaan maailman suurin öljyntorjuntalaitteiden toimittaja.

Lamorin liikevaihto oli vuonna 2021 51,5 MEUR (2020: 45,6 MEUR). Vastaavasti yhtiön oikaistu liikevoitto oli 2,8 MEUR (2020: 3,4 MEUR). Lamor raportoi liikevaihtonsa ja liikevoittonsa ainoastaan konsernitasonlailla. Käsittelemme mukaan tämä johtuu siitä, että sen tarjoamia ratkaisuja on vaikea kategorisoida tietyn liiketoiminta-alueen alle, sillä samaan toimituskokonaisuuteen kuuluu usein useita erilaisia ratkaisuja (sis. öljyntorjunta-, jäte- tai vesiratkaisuja).

Globaalisti paikallinen

Lamorin liiketoiminnan missiona on maailman puhdistaminen yhdessä, jota se toteuttaa laajan kumppaniverkostonsa kautta. Yhtiö toimiikin globaalisti yli 100 maassa kumppani- ja jakeluverkostojensa kautta, jossa on monia

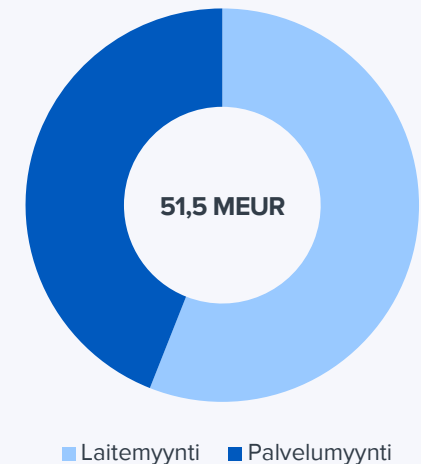
erilaisia toimintamalleja (mm. myyntiagenteja ja jakelijoita). Omia tytä- ja osakkuusyhtiöitä sillä on 21 maassa. Yhtiön strategia nojaakin vahvasti sen laajaan maantieteelliseen peittoon ("globaalisti paikallinen"). Tämän ja verkostonsa avulla yhtiö kykeneekin tarjoamaan nopealla aikataululla räätälöityjä ratkaisuja, mikä taas mielestämme sopii hyvin asiakaslähtöiseen liiketoimintamalliin. Lamor koordinoi koko palveluiden arvoketjua toiminnan kehittämisestä myyntiin, tarjouskilpailuun sopimusvaiheeseen ja aina projektin toteuttamiseen asti.

Lamorin palveluksessa oli vuoden 2021 aikana keskimäärin 290 henkilöä, joista reilut 2/3 työskenteli Amerikoissa. Henkilöstömäärän ja maantieteellisen sijainnin osalta on hyvä huomioida, että Lamorin tapauksessa henkilöstömäärä voi heilahdella voimakkaastikin projektien ajoitusten ja sijainnin mukaan. Toisaalta Lamorin omaan henkilöstömäärään vaikuttaa myös käytettävän alihankinnan määrä, mikä voi vaihdella projektikohtaisesti huomattavasti.

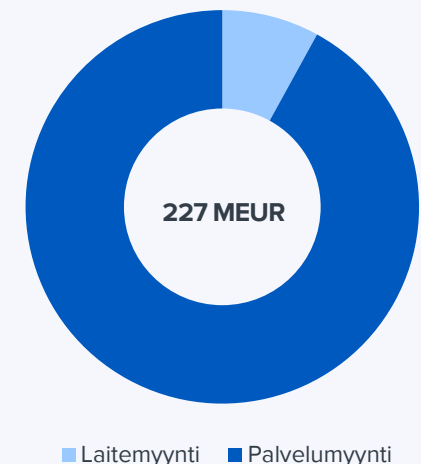
Liikevaihto tulee kasvamaan merkittävästi ja sen jakaumassa on odotettavissa muutoksia

Lamorin liikevaihto tulee kasvamaan kuluvaan vuonna seuraavaan kokoluokkaan yhtiön vuoden 2021 voittamien merkittävien pitkäaikaisten palvelusopimusten (Saudi-Arabia ja Kuwait) myötä. Palvelusopimusten voittaminen näkyi myös yhtiön tilauskannassa, joka oli vuoden 2021 lopussa 227 MEUR (vuoden 2020 lopussa 19,4 MEUR). Tästä vuonna 2022 toimitettavien palveluiden ja laitteiden osuus on arviolta 79 MEUR.

Liikevaihdon jakauma 2021



Tilaukannan jakauma 2021 lopussa



Yhteenveto Lamorin nykyisistä suurista palvelusopimuksista

	Saudi-Arabia	Kuwait	Guyana
Projektin kuvaus	Punaisenmeren öljyntorjuntavalmiuksien vahvistaminen	Kaksi erillistä maaperän puhdistamiseen liittyvää projektia Pohjois- ja Etelä-Kuwaitissa. Projektit liittyvät suuremman kolmivaiheisen kokonaisuuden ensimmäiseen vaiheeseen	Integroitujen vaarallisen jätteen käsittelyratkaisujen toimittaminen
Sisältö	Palveluista, laitteista, kalustosta ja henkilöstöstä koostuva ohjelma sisältäen mm. valmiussuunnitelman laatimisen, henkilöstön koulutuksen sekä palveluina toimitettavat meri- ja lentokalustot öljyntorjuntatehtäviä varten	Lamor toimii projekteissa korjausurakoitsijana, joka määrittelee alueen saastumisen vakavuuden, laatii suunnitelman alueen puhdistamiseksi ja siirtää saastuneen maa-aineksen käsittelylaitokseen, jossa se hoitaa maa-aineksen puhdistuksen	Palvelusopimus integroidun jätteen huoltolaitoksen rakentamisesta, operoimisesta sekä rahoituksen järjestämisestä
Asiakas	Saudi-Arabian kansallinen ympäristövalvontakeskus NCEC	Kuwaitin valtiollinen öljy-yhtiö Kuwait Oil Company	Esso Exploration and Production Guyana Limited
Kesto ja jatko-optio	~3 vuotta (2021-2024) + 3 vuoden jatko-optio (2024-2026)	1. vaiheen kesto: ~5 vuotta (2021-2026) + Seuraavat kaksi vaihetta, jotka arvokokonaisuuksiltaan noin ensimmäistä vaihetta vastaavia tulevat kilpailutukseen porrastetusti myöhemmin	~10 vuotta (Projektin odotetaan käynnistyvän täydellä teholla vuoden 2022 aikana)
Rakenne	Lamor toimii hankkeessa urakoitsijana ja vastaa koko arvoketjusta. Toteutuksessa käytetään myös alihankkijoita	Konsortiossa Khalid Ali Al-Kharafi & Bros:n kanssa. Lamorin osuus projekteista 45 %	Konsortio yhdessä kumppanien kanssa. Lamorin osuus 25 % projektista. Projekti ei kuulu osaksi Lamorin tilauskantaa
Hinnoittelumalli	Kiinteä yksikköhinnointelu (<i>cost plus pricing</i>)	Kiinteä yksikköhinnointelu (<i>cost plus pricing</i>)	Kiinteä yksikköhinnointelu (<i>cost plus pricing</i>)
Arvo	Arviomme projektin kokonaisarvon Lamorille olevan noin 60 MEUR	Lamorin osuus 143,5 MEUR	Projektin arvoa ei ole julkistettu
Tuloutus ja laskutus	Tuloutus valmistumisasteen mukaisesti palveluiden ja laitetoimitusten osalta ja vuokralaitteiden osalta puolestaan vuokratukauden mukaisesti. Laskutus asiakkaan hyväksyessä kulloisenkin osatoimituksen	Tuloutus ja laskutus perustuvat todellisen työn edistymiseen kuukausittain. Sopimuskauden aikana kaikki tulot ja kustannukset jaetaan konsortiossa omistusosuuksien suhteessa perustettavan yhteisyrityksen kautta	Palkkiorakenne muodostuu kuukausittaisesta kiinteästä summasta yhdistettynä vaihtuvaan korvaukseen, joka perustuu työtulokseen ja jakautuu omistusten mukaisessa suhteessa. Tuloutus osana osakkuusyhtiöiden tulosta

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/6

Vuonna 2021 Lamorin liikevaihdosta noin 56 % muodostui laitemyynnistä ja loput 44 % palvelumyynnistä. Jakaumassa on kuitenkin odotettavissa selvä muutos, vaikka huomioitaisiin, että laitemyynnin tilauskanta on tyypillisesti 6-12 kuukautta, sillä vuoden 2021 lopun tilauskannasta peräti 92 % koostui useammalle vuodelle toimitettavista palvelusopimuksista. Tämä palveluiden osuuden voimakas kasvattaminen on myös yhtiön strategian mukaista.

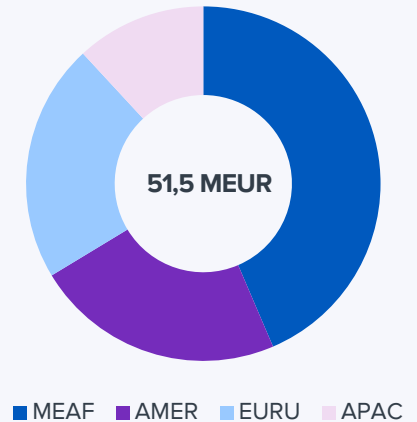
Arviomme mukaan pitkät palvelusopimukset tuovat yhtiölle vakautta ja näkyvyyttä pidemmälle tulevaisuuteen, vaikkakin toimitusten ajoittumisessa voi lyhyellä aikavälillä ollakin heilahtelua. Pidemmät palvelusopimukset tarjoavat yhtiölle myös merkittäviä kasvumahdollisuuksia tulevaisuudessa. Sen sijaan lyhyempien äkillisten projektien, kuten yhtiön tämän vuoden Perun öljyvahingon puhdistushankkeen, kysyntä on käytännössä riippuvaista mahdollisista akuuteista ympäristövahingoista. Arvioimme tällaisten projektien olevan Lamorille kuitenkin keskimääräistä kannattavampia. Listautumisannin myötä vahvistuneen taseen ansiosta yhtiöllä on arviomme mukaan mahdollisuus ottaa merkittävä rooli tällaisten projektien toteutuksessa myös tulevaisuudessa. Vastaavasti laitemyynti on käsityksemme mukaan suhteellisen vakaata vuositasona (laitemyynnin liikevaihto 2019-2021: 29-35 MEUR) ja Lamorin vahvan markkina-aseman vuoksi kasvupotentiaali on rajallisempaa. Tyypillisesti teknologian osuus kokonaisratkaisusta on vain 10-15 %, mikä kuvastaa erilaisten toimijoiden kasvupotentiaalia (teknologia- vs. kokonaisratkaisutoimittaja).

Myös yhtiön liikevaihdon maantieteellisessä jakaumassa on odotettavissa muutoksia ja todennäköisesti jakauma tulee tulevaisuudessa vaihtelevaan projektien myötä, eikä maantieteellisen jakauman perusteella voi tehdä liikaa johtopäätöksiä. Vuonna 2021 Lamorin liikevaihdosta suurin osa (44 %) tuli Lähi-idästä ja Afrikasta (MEAF), 23 % Amerikoista (AMER), 22 % Euroopasta ja Venäjältä (EURU) ja 12 % Aasian ja Tyynenmeren alueelta (APAC). Yhtiön viime vuonna voittamien Saudi-Arabian ja Kuwaitin projektien myötä Lähi-idän ja Afrikan osuus tulee kasvamaan edelleen merkittävästi vuodesta 2022 eteenpäin. Kehittyvät markkinat (Lähi-itä, Afrikka, Latinalainen Amerikka) toimivat myös yhtiön strategisena kasvun painopistealueena, mikä nostaa mielestämme hieman kasvustrategian riskitasoa (mm. korkeammat poliittiset, taloudelliset ja hallinnolliset riskit vs. kehittyneet markkinat). Lamorin asiakkaat ovat kuitenkin tyypillisesti suuria ja vakavaraisia toimijoita, mikä rajaa osaltaan luottoriskiä.

Julkisen sektorin asiakkaiden merkitys kasvanut pitkäaikaisten palvelusopimusten myötä

Lamorin asiakaskunta koostuu sekä julkisen että yksityisen sektorin asiakkaista, joista merkittävämmässä roolissa uusien pitkäaikaisten palvelusopimusten myötä ovat julkisen sektorin asiakkaat. Tätä kuvaa hyvin se, että syyskuun 2021 lopun tilauskannasta julkisen sektorin asiakkaat muodostivat noin 95 %. Lamorin julkisen sektorin asiakkaat koostuvat monipuolisesta joukosta kansainvälisiä ja alueellisia hallinnollisia organisaatioita, paikallisia viranomaisia sekä rannikkovartiostoja.

Liikevaihdon maantieteellinen jakauma 2021



Esimerkkejä Lamorin asiakkaita



HALLIBURTON

ExxonMobil



aramco

VIKING LINE

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/6

Listautumisessitteessään yhtiö nosti julkisen sektorin asiakkaista esiin mm. USA:n ja Kanadan rannikkovartiostot, Kuwaitin valtiollisen öljy-yhtiö Kuwait Oil Companyn, saudi-arabialaisen öljy-yhtiön Saudi Aramcon sekä Ison-Britannian meri- ja rannikkovartiolaitoksen.

Vastaavasti Lamorin yksityisen sektorin asiakkaat koostuvat mm. teollisuusyrityksistä, öljyalan toimijoista, satamista ja telakoista. Yksityisen sektorin asiakkaita ovat DP Worldin, Exxon Mobilin, Halliburton, Repsolin, Royal Dutch Shellin sekä Viking Linen kaltaiset yhtiöt. Kokonaisuutena pidämme Lamorin asiakasportfoliota varsin hyvin hajautuneena, joka sisältää maailman johtavia toimijoita aloiltaan sekä merkittäviä julkisia toimijoita. Tämä mielestämme tarjoaa yhtiölle myös mahdollisuuksia ristiinmyyntiin sekä upsellingiin. Lamorin asiakastytyväisyys on ollut viime vuosina myös erinomaisella tasolla (asiakastytyväisyyden keskiarvo 2019-2021: 93 %).

Lamorin mukaan julkisen sektorin kysynnän kasvua ajaa etenkin ympäristön puhdistamiseen ja öljynvuotovalmiuksiin enenevässä määrin saatavilla oleva rahoitus. Sen sijaan yksityisen sektorin kysynnän kasvua ajaa erityisesti kasvava ympäristötietoisuus, joka kannustaa yrityksiä investoimaan öljynvuotovalmiuksiin, jätteenkäsittelyyn ja vedenkäsittelyyn.

Käsityksemme mukaan tätä heijastellen Lamorin tarjoamien ratkaisujen kysynnän syklisyys taloussuhdanteista on laskenut kasvaneen ympäristötietoisuuden sekä medianäkyvyyden vuoksi, sillä toimijoiden on näiden myötä vaikeampi siirtää ympäristöinvestointeja. Myös julkisen rahoituksen määrä on kasvanut

ympäristöinvestointeihin viime vuosina, vaikkakin taloussuhdanteilla voi olla vaikutusta projektien toteuttamisen aikatauluihin. Syklisyyttä toimintaan kuitenkin tuo projektien ajoitukset sekä tietyiltä osin myös sääolosuhteet (esim. kuumuus, myrskyt). Lamorin osalta syklisyyttä rajaa sen nykyiset ja mahdolliset tulevat suuret palvelusopimukset, kunhan yhtiö onnistuu jatkossa solmimaan umpeutuvien sopimusten tilalle uusia ja/tai nykyisten sopimusten optiot käytetään. Lisäksi yhtiön laaja maantieteellinen peitto rajaa mielestämme osittain alueellisia riskejä.

Kumppanuusverkosto liiketoiminnan ytimessä

Kuten todettua, Lamorin tarjontaan kuuluu monipuolisia kokonaisratkaisuja asiakkaidensa erilaisiin ongelmiin. Nykyisin Lamor tavoittelee erityisesti suuria palvelukokonaisuuksia. Käsityksemme mukaan myös Lamorin asiakkaiden kysyntä painottuu kasvavissa määrin nimenomaan laajempiin kokonaisratkaisuihin, jossa kaikki tarvittavat palvelut ovat saatavilla samalta toimijalta (vrt. yhtiö on historiallisesti ollut enemmän laitetoimittaja).

Näissä kokonaisuuksissa Lamor tähtää toimimaan järjestelmäintegraattorina, joka ottaa kokonaisvastuun projektinhallinnasta ja suunnittelee prosessit asiakkaalle, etsii tarvittavan teknologian sekä resurssit yhteistyökumppaneiltaan ja rakennuttaa tilatut järjestelmät. Suuremmissa ratkaisuissa yleensä yhdistyvätkin Lamorin ja sen verkostoon kuuluvien yhtiöiden osaaminen, voimavarat ja teknologiat. Tämä edellyttää yhtiöltä tarkkaa projektien valintaa, hinnoittelua, suunnittelua, ostojen täsmällisyyttä, kulukontrollia, riskienhallintaa ja jatkuvaa seurantaa.

Lamorin suurimmat omistajat 30.4.2022

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Larsen Family Corporation	34,6 %
Suomen Teollisuussijoitus	7,1 %
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen	6,5 %
Mandatum Henkivakuutusosakeyhtiö	6,2 %
Nico Larsen	5,6 %
Fred Larsen	4,0 %
Eläkevakuutusyhtiö Veritas	2,6 %
Capital Dynamics Oy	2,3 %
Sijoitusrahasto Danske Invest Suomi Osake	2,2 %
Lamor Corporation	2,0 %

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/6

Toisaalta se mahdollistaa Lamorille myös sen liiketoiminnan laajentamisen ja usean projektin toteuttamisen samaan aikaan ilman omia mittavia investointeja, kun tarvittavat laitteet/palvelut on hankittavissa verkoston kautta. Lisäksi yhtiö hyödyntää myös yhteisyrityksiä osassa projekteissa. Tämä mahdollistaa yhtiölle levittäytymisen uusille markkinoille nopeammin ja pienemmin omin resurssein. Lisäksi yhtiö pystyy näin hyödyntämään kumppaneidensa paikallistuntemusta.

Suurempiin projekteihin varautuminen ei ymmärryksemme mukaan vaadi Lamorilta tiettyä määrää pääomia tai omaa henkilöstöä, vaan perustuu olemassa oleviin toimintamalleihin ja prosesseihin. Lamorin projekteissa tyypillisesti projektinjohto on omaa henkilöstöä, jota voi liikutella eri maiden välillä. Puolestaan muuta henkilöstöä projekteihin voidaan hankkia esimerkiksi CV-pankkien kautta, jotka paikan päällä koulutetaan projektin työtehtäviin (vrt. tapahtuma-ala). Hyvänä esimerkkinä yhtiön skaalautuvista resursseista ja projektinhallinnasta öljyntorjuntapalveluissa hätätilanteessa toimii yhtiön lähinnä Q1'22:lle ajoittunut Perun öljyvahingon puhdistushanke, johon yhtiö sai kasattua nopeasti noin 800 henkilön organisaation. Mielestämme tämä on myös ainoa mahdollinen malli, mikäli halutaan nopeasti skaalattavaa työvoimaa kasvattamatta merkittävästi omaa kiinteää kulumassassa.

Yhtiöllä on monia myyntikanavia, tarjouskilpailujen merkitys nousnut

Lamorin myyntiorganisaatio koostuu noin 20

myyntihenkilöstä sekä hieman pienemmästä myynnin tuesta. Lisäksi myyntiorganisaatioon kuuluu joukko myyntiagenteja ja jakelijoita globaalisti niillä markkinoilla, joissa Lamor ei itse toimi. Yhtiön laitemyyntiprosessi on historiallisesti toteutettu monikanavaisesti ja optimaalisin myyntikanava on valittu laitesegmenteittään. Palvelumyyntiin yhtiö toteuttaa puolestaan pääasiallisesti suoramyntinä Lamorin toimipisteistä. Tällä hetkellä Lamorilla on palvelutoimipisteet Chilessä, Kolumbiassa, Ecuadorissa, Guyanassa, Kuwaitissa, Omanissa, Perussa, Saudi-Arabiassa ja Senegalissa. Käytännössä myynti ja toteutus hoidetaan paikallisella tasolla ja puolestaan koko portfoliota hallitaan Suomesta käsin.

Osana liiketoimintaa yhtiö osallistuu myös julkisiin tarjouskilpailuihin, joissa menestymisen merkitys yhtiön kasvustrategialle on erittäin korkea, sillä ne ovat kokoluokaltaan merkittäviä ja sisältävät usein vuosien mittaisia puitesopimuksia. Lamor tavoittelee erityisesti haastavia ja merkittäviä projekteja, joiden vaadittavat laatuvaatimukset ovat korkeita, mikä puolestaan tyypillisesti vähentää kilpailua. Yhtiön mukaan julkisen ja yksityisen sektorin kilpailuissa painotetaan hieman eri asioita. Yleisesti julkisella puolella tietyt peruskriteerit ja hinta, kun taas yksityisellä puolella laadulliset asiat vaikuttavat enemmän. Ilman tarjouskilpailuja projekteja tarjotaan puolestaan tietyille toimijoille, kun asiakkaan ja toimittajan välillä on pidempi asiakas- ja luottamussuhde. Hinnan merkitys näissä tilanteissa on usein riippuvaista asiakkaalle aiheutuvasta vaihdon kustannuksesta.

Käsityksemme mukaan Lamor keskittyy tällä hetkellä voittamaan nimenomaan suuria kilpailutuksia ja käyttämään näitä uusille markkinoille pääsemiseksi, kuten Saudi-Arabiassa ja Kuwaitissa. Merkittävien ankkurisopimusten myötä yhtiön on mahdollista rakentaa paikallinen maaorganisaatio, joka voi skaalata yhtiön koko tarjoaman maahan, mikä luo edelleen lisää kasvumahdollisuuksia kyseisellä markkina-alueella. Mielestämme tämä on varsin tehokas keino päästä uusille markkinoille, jos yhtiö onnistuu tunnistamaan oikeat projektit.

Hinnoittelumallit

Laiteliiketoiminnassaan yhtiö käyttää hinnoittelumallina tavoitemyyntikatetta, kun taas palveluliiketoiminnassa useimmiten liikevoitto- sekä kokonaisbudjettihinnoittelua. Historiallisesti projekteja on myyty aika- ja materiaaliperusteisesti, mutta näiden merkitys on nykyään vähäisempi, vaikka ne ovatkin tyypillisiä ympäristövahinkoihin liittyvissä projekteissa (esim. Perun projekti). Kiinteään yksikköhinnoitteluun perustuvissa projektisopimuksissa (liikevoittohinnoittelu / cost plus pricing) yhtiö arvioi ennen tarjouksen jättämistä projektin toteuttamiseen vaadittavan ajan sekä tarvittavat resurssit (ml. laitteet, raaka-aineet, alihankinta), jonka perusteella se laatii projektin kustannusarvion sekä aikataulun. Tarvittavien resurssien hinnat voivat kuitenkin muuttua tarjouksen jättämisen ja projektin välisenä aikana, mikä voi vaikuttaa merkittävästi projektin kannattavuuteen. Näitä riskejä yhtiö pyrkii taklaamaan lukitsemalla mahdollisimman suuren osan kustannuksista kiinteillä hinnoilla heti

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/6

projektin alkaessa. Lisäksi Lamor käy kauppaa suurimmalta osin euro- ja dollarimääräisenä (arviolta yli 90 % liikevaihdosta) ja yhtiön kulut ovat käytännössä aina samassa valuutassa, mikä rajaa valuuttakurssiriskejä myyntisopimusten osalta.

Yleisesti palveluliiketoiminnan projekteissa tilaaja määrittelee käytettävän hinnoittelumallin ja julkisissa kilpailutuksissa aina. Siten Lamorin hinnoitteluvoima vaihtelee projekteittain ja asiakkaittain jonkin verran. Yleisesti Lamor ei kuitenkaan ole halvin vaihtoehto, vaan kilpailutusten voittaminen perustuu usein muihin asioihin kuten vahvaan kokonaisvaltaiseen osaamiseen (sis. valmius toimittaa koko kokonaisuus), brändiin sekä luotettavaan maineeseen asiakkaiden keskuudessa.

Vastuullisuus liiketoiminnassa

Lamor pyrkii toimimaan kaikessa liiketoiminnassaan ympäristöystävällisesti ja tiukimpia laatustandardeja noudattaen (ISO 9001-ISO 14001- ja ISO 45001 -sertifionnit). Yhtiön tavoitteena on maailman puhdistaminen ja se pyrkii pienentämään jätteen volyyymiä koko sen operoiman prosessin läpi. Lamorille on myönnetty ensimmäisenä suomalaisena yhtiönä myös Nasdaqin Green Equity Designation -merkintä vuonna 2022. Merkintä myönnetään yhtiöille, joiden liiketoiminnasta yli 50 % muodostuu ympäristöystävälliseksi luokitelluista liiketoimista ja joiden investoinneista yli 50 % kohdistuu vihreäksi luokiteltavaan toimintaan.

Käsityksemme mukaan etenkin suurempien projektien yhteydessä Lamorin vastuullisuus- ja kiertotalousajattelu (esim. ESG-mittarit) ja siitä todisteena olevat sertifikaatit toimivat yhtiölle myös

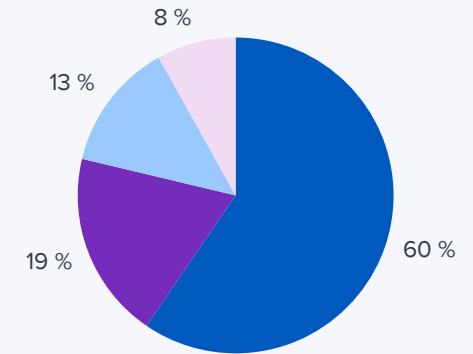
kilpailuetuna. Lamor kehittää myös tapoja auttaa asiakkaitaan epäsuoran päästödatan keräämisessä (Scope 3 -päästödata) vaaditulla tarkkuudella. Näkemyksemme mukaan yhtiön vahvasta vastuullisuuden huomioimisesta voi olla yhtiölle hyötyä rahoitusneuvottelujen yhteydessä alempana rahoituksen hintana. Lisäksi nämä seikat voivat tehdä yhtiöstä houkuttelevan sijoituskohteen esimerkiksi ESG-sijoittajille.

Kustannusrakenne on suhteellisen kevyt

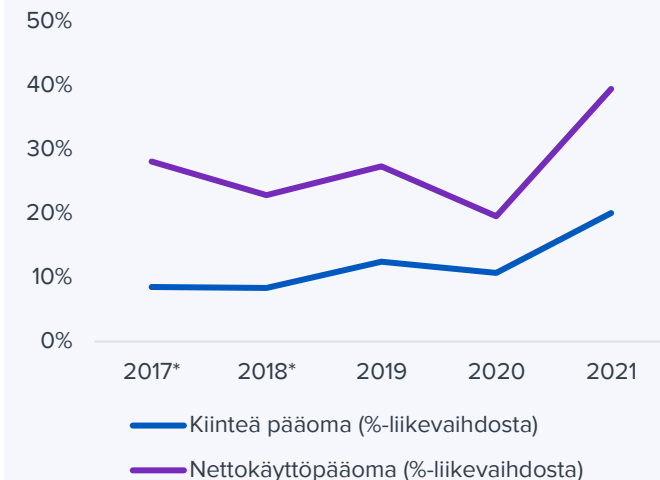
Käsityksemme mukaan valtaosa Lamorin liiketoiminnan kustannuksista on muuttuvia kustannuksia (karkea arvio 65-80 %). Täten yhtiön kulurakenne on suhteellisen kevyt, mutta toisaalta tarjoaa rajallisesti skaalautuvuutta kannattavuuteen tietyn pisteen jälkeen. Emme kuitenkaan odota tämän muodostuvan esteeksi yhtiön pidemmän aikavälin kannattavuustavoitteiden saavuttamiselle. Odotamme muuttuvien kulujen ja alihankinnan osuuden todennäköisesti nousevan palveluliiketoiminnan kasvaessa.

Selvästi merkittävämpänä kulueränä tuloslaskelmassa on materiaalit ja palvelut, jotka ovat olleet 56-63 % liikevaihdosta vuosien 2017-2021 aikana. Kuluerä koostuu hankituista tuotteista, kuten laitteiden komponenteista sekä kuljetuskustannuksista ja muista tarvikkeista sekä alihankintana ostetuista palveluista. Toiseksi eniten kustannuksia yhtiölle syntyy henkilökustannuksista, jotka ovat olleet 2017-2021 noin 11-19 % liikevaihdosta. Suorien henkilökustannusten osalta on hyvä huomata, että niiden kokoluokkaan vaikuttaa selvästi tuotetaanko palveluita oman henkilöstön vai alihankinnan kautta.

Kustannusrakenne 2021



Pääomien sitoutuminen



* FAS-kirjanpidon mukaiset luvut eivät ole täysin vertailukelpoisia
Lähde: Lamor, Inderes

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/6

Vastaavasti yhtiön muut kulut ovat olleet vuosina 2019-2021 (IFRS 16 -standardin aikakaudella) 10-13 % liikevaihdosta. Käsityksemme mukaan yhtiön tukiprosesseja (kiinteitä kuluja) on viritetty viime vuosina kantamaan suurempaa liikevaihtokuormaa ja mahdollistamaan yhtiön kasvustrategiaa. Tätä peilaten käsityksemme mukaan paine kiinteiden kulujen nousulle liikevaihdon kasvun myötä on rajallinen, mikä automaattisesti tarjoaa yhtiölle operatiivista vipua liikevaihdon kasvaessa.

Projektit sitovat käyttöpääomaa

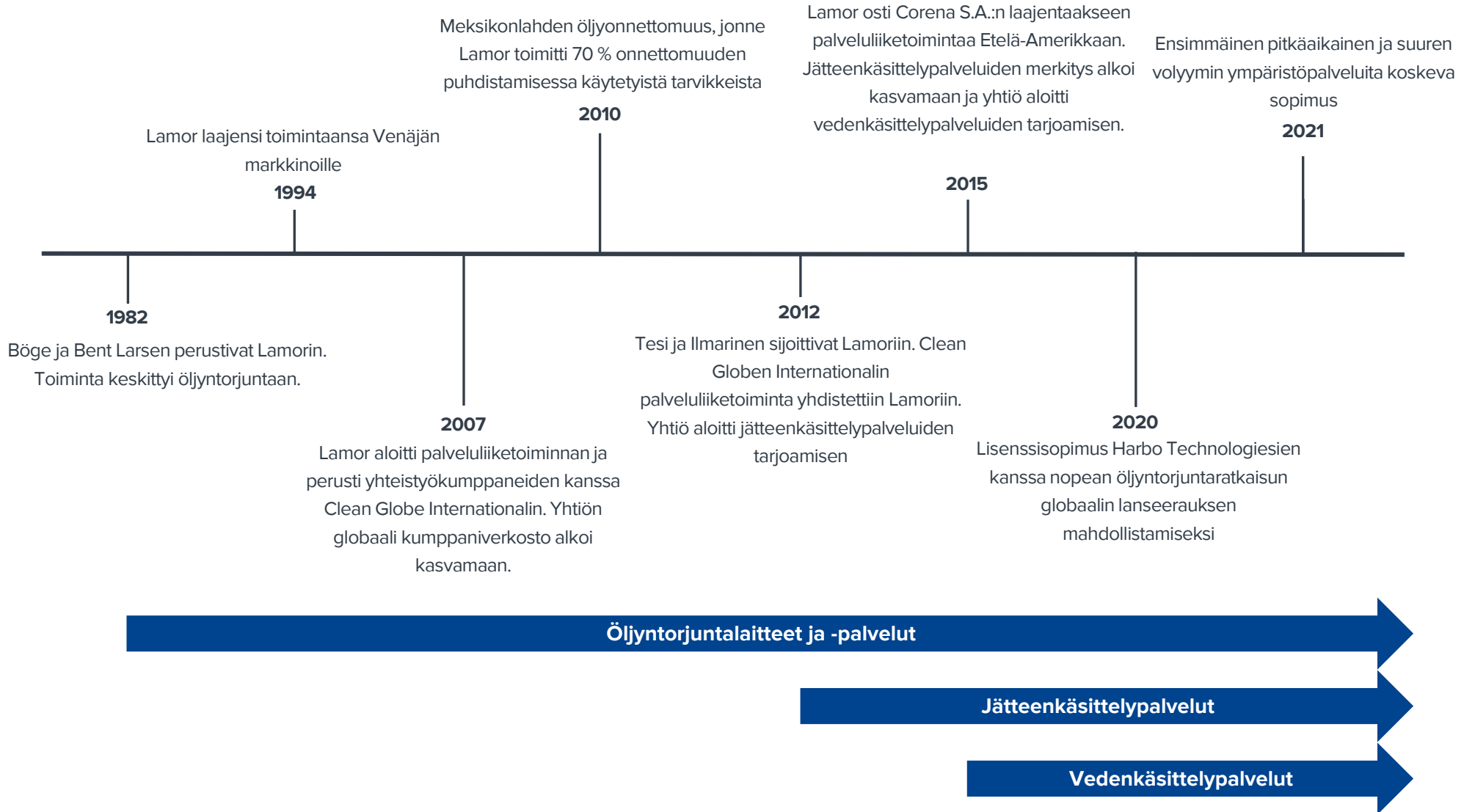
Lamorin liiketoiminta ei ole historiallisesti sitonut merkittävässä määrin kiinteää pääomaa suhteessa liikevaihtoon (2017-2020: 8-11 %). Vuoden 2021 lopun kiinteä pääomaa suhteessa liikevaihtoon (20 %) nosti arviomme mukaan suuria projekteja varten tehdyt etupainotteiset kalustohankinnat, joista ei puolestaan ehtinyt vielä vastaavasti kertyä liikevaihtoa. Käsittääksemme suuremmat projektit vaativat edelleen investointeja, mutta odotamme suhdeluvun painuvan nousevan liikevaihdon myötä jälleen lähemmäksi historiallisia tasoja.

Sen sijaan käyttöpääomaa yhtiön liiketoiminta on sitonut historiallisesti merkittävästi (2017-2021: 20-39 % liikevaihdosta). Tämä johtuu arviomme mukaan osan liiketoiminnan luonteesta, jossa kulut tapahtuvat etupainotteisesti ja laskutus vasta asiakkaan hyväksyessä (osa)toimituksen. Myös maksuehdoissa voi olla vaihteluita projektien välillä. Arviomme mukaan yhtiön uudet suuret projektit tulevat myös sitomaan käyttöpääomaa etenkin projektien alkuvaiheissa. Käyttöpääoman

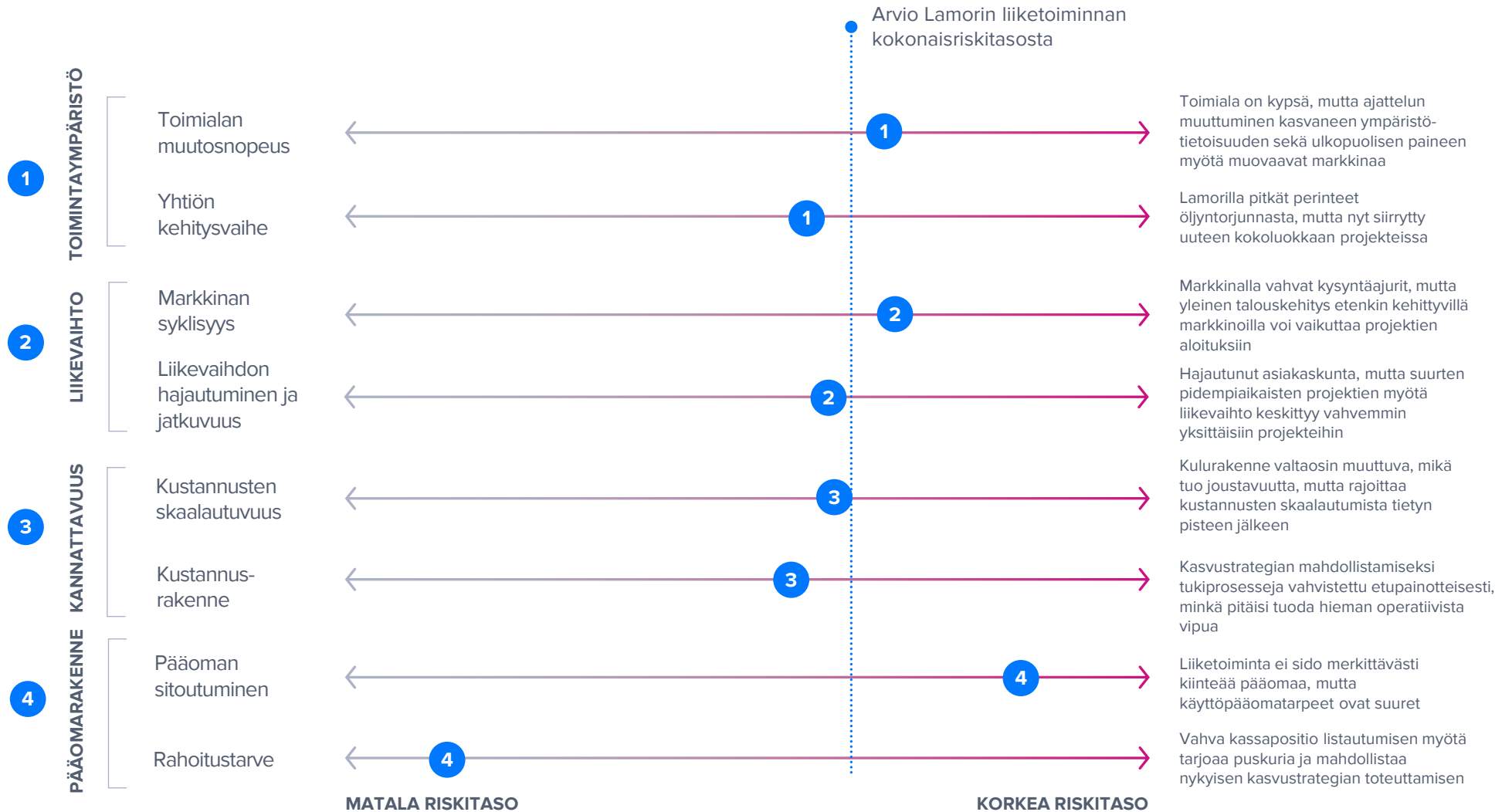
sitoutumista sekä projektiliiketoiminnan luonnetta heijastellen (sis. takaukset) yhtiön kasvu vaatii käteispuskureita ja lähtökohtaisesti oletammekin yhtiön etenevän jatkossa omien taloudellisten tavoitteidensa mukaisesti vahvan taseen kautta, mikä osaltaan rajaa pääoman tuottoa.

Projektiliiketoiminnassa vaadittavien takausten (mm. ennakkomaksu- ja toimitustakaukset) takia odotamme Lamorin rahoituskulujen olevan melko korkeat huolimatta vahvasta taseesta (~2 % liikevaihdosta) lähitulevaisuudessa. Takausten määrä vaihtelee projekteittain tyypillisesti 5-10 %:n välillä sen kokonaisarvosta. Kehittyviltä markkinoilta tavoiteltujen uusien suurien palvelusopimusten myötä emme usko rahoituskuluissa tapahtuvan myöskään merkittävää muutosta keskipitkällä aikavälillä.

Lamorin historia



Liiketoimintamallin riskiprofiili



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/3

Kasvu strategian ytimessä

Lamorin keskeisimpänä tavoitteena on olla maailmanlaajuisesti johtava kokonaisvaltaisia ympäristöratkaisuja tuottava yritys. Lisäksi sen tavoitteena on toimia vahvana edelläkävijänä kestävässä kehityksessä. Näiden saavuttamiseksi keskeisiä strategisia prioriteetteja yhtiön mukaan ovat:

Liiketoiminta-alueiden teknologinen ja kansainvälinen laajentaminen: Yhtiö näkee laajentumismahdollisuuksia varsinkin ympäristöpalveluissa, joissa Lamorin vahva osaaminen ja kansainvälinen kattavuus mahdollistavat nykyisten palveluiden tehokkaan skaalaamisen. Maantieteellisesti kasvumahdollisuuksia on etenkin kehittyvillä markkinoilla Afrikassa, Etelä-Amerikassa sekä Lähi-idässä. Osana yhtiön kasvustrategiaan kuuluvat myös strategiaa tukevat yritysostot houkuttelevilta segmenteilä.

Uusien merkittävien pitkäaikaisten palvelusopimusten voittaminen: Lamorin tavoitteena on muuttaa liiketoimintansa pääpainopistettä yhä vahvemmin laitetoimittajasta palveluiden ja kokonaisratkaisujen toimittajaksi. Tämän toteuttamiseksi yhtiö on sitoutunut aikaisempaa suurempien projektien toteuttamiseen ja tavoittelee myös tulevaisuudessa vastaavia merkittäviä laajoja palvelusopimuksia. Viimeaikaisten kilpailutusten voittojen tuomien referenssien myötä yhtiön johto uskoo, että Lamor on vahvoilla myös tulevissa vastaavissa kilpailutuksissa.

Resurssien käytön optimointi: Yhtiön tavoitteena on kaikessa sen liiketoiminnassa päästöjen

vähentäminen ja uusiokäyttöön päätyvän materiaalin maksimointi. Yhtiö haluaakin olla edistämässä ratkaisukeskeistä kestävää kehitystä ja kiertotalousajattelua. Yhtenä pidemmän aikavälin kaupallisena aihiona tällä saralla on joista kerättävän muovin mukana nousevan biomassan jalostaminen pyrolyysin avulla biohiileksi.

Operatiivisen tehokkuuden ja kannattavuuden jatkuva kehittäminen: Operatiivisen tehokkuuden ylläpitämisen ja kehittämisen näkökulmasta yhtiön mukaan keskeistä on Hailer-projektinhallinta- ja kommunikaatioalusta, jonka kehittäminen on aloitettu alun perin yhtiön sisäisenä hankkeena. Alustaa käyttävät yhtiön lisäksi sen kumppaniverkosto sekä monet ulkoiset, mutta alustan entistä laajempi käyttöön otto asiakaskunnassa toisi yhtiön mukaan vielä lisää tehostamispotentiaalia prosesseihin. Operatiivisen kannattavuuden kehittymisen taustalla on sen sijaan palveluliiketoiminnan kasvu, joka mahdollistaa kiinteiden kustannusten skaalautumisen.

Mielestämme yhtiön pitkäjänteisesti rakentama kattava kumppanuusverkosto huomioiden yhtiön laajentumissuunnitelma vaikuttaa järkevältä. Lisäksi strateginen valinta painopisteen kohdistamiseksi palveluliiketoimintaan kasvattaa yhtiön potentiaalista markkinaa huomattavasti. Pitkäaikaiset palvelusopimukset parantavat myös liiketoiminnan jatkuvuutta selvästi ja mahdollisten uusien sopimusten voittamisen sekä uusien teknologisten ratkaisujen kautta näemme yhtiölle hyvät edellytykset luoda arvoa pidemmällä aikavälillä. Listautumisannin myötä yhtiöllä on myös erittäin hyvät edellytykset toteuttaa kasvustrategiaansa.

Strategian prioriteettialueet



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3

Taloudelliset tavoitteet

Lamorin hallitus on asettanut yhtiölle seuraavat taloudelliset tavoitteet:

- **Kasvu:** Annualisoidun liikevaihdon kasvattaminen yli 100 MEUR niin pian kuin mahdollista ja markkinakasvua merkittävästi nopeampi vuosittainen kasvu 100 MEUR:n tason saavuttamiseen jälkeen
- **Kannattavuus:** Oikaistu käyttökate-% yli 16 % ja oikaistu liikevoitto-% yli 14 %
- **Rahoitusrakenne:** Yhtiön strategiaan, tavoitteisiin ja riskiprofiiliin sopivan rahoitusrakenteen saavuttaminen vahvan taseen kautta
- **Osinkopolitiikka:** Yhtiö pyrkii jakamaan vuosittaista osinkoa huomioiden kuitenkin liiketoiminnan kasvun yhtiön tärkeimpänä tavoitteena

Tavoitteet ovat mielestämme realistisia strategian toteutuksen onnistuessa

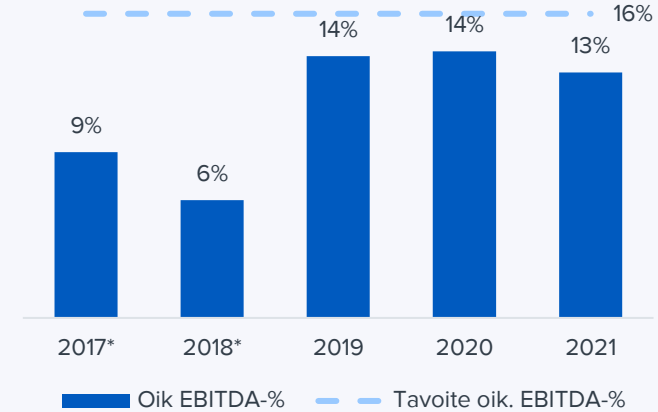
Yhtiön 100 MEUR:n kasvutavoite on mielestämme varsin realistinen viime vuonna voitettujen palvelusopimusten myötä. Arviommekin yhtiön saavuttavan tänä vuonna tavoittelemansa yli 100 MEUR:n liikevaihtotason. Sen sijaan markkinakasvua merkittävästi nopeampi vuosittainen kasvu, jonka yhtiö on indikoinut olevan yli 10 % vuodessa on seuraavina vuosina vahvasti riippuvainen tulevista suurista kilpailutuksista ja niiden voittamisesta tai nykyisten

projektien merkittävästä laajenemisesta. Toisaalta nykyisten suurten projektien jatko-optiot voivat tuoda kasvustrategialle myös selkänöjää. Lisäksi pidämme mahdollisena, että onnistuneiden projektien toteutusten kautta yhtiöllä olisi mahdollista laajentaa asiakassuhteitaan kohdemaissa täysin uusiin sopimuksiin.

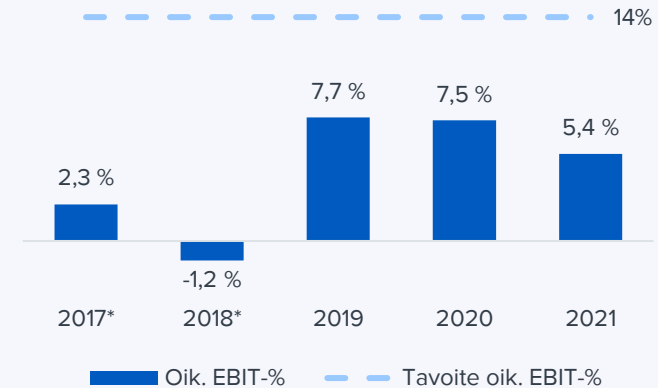
Käsityksemme mukaan listautumisannin kautta vahvistuneen taseen myötä yhtiöllä pitäisi olla hyvät edellytykset osallistua useampiin tarjouskilpailuihin ja useampien samanaikaisten projektien toteutukseen. Viime vuoden kilpailukykyisten sopimusten myötä uskomme yhtiöllä olevan myös hyvät mahdollisuudet uusien merkittävien palvelusopimusten voittamiseen. Arviomme mukaan kasvu ei kuitenkaan tule olemaan täysin lineaarista, vaan kasvun osalta tulemme näkemään vaihteluita (sis. todennäköisesti negatiivisen kasvun vuosia) projektien aikataulujen myötä, sillä suurten palvelusopimusten kokoluokat suhteessa Lamorin nykykokoon ovat vielä merkittäviä.

Arviomme mukaan yhtiön kannattavuustavoitteet ovat sen sijaan kunnianhimoisemmat historiallisiin tasoihin peilattuna (2017-2021 oik. EBITDA : 6,2-14,0 %, oik. EBIT: -1,2-7,7 %). Yhtiön kannattavuutta ei olla kuitenkaan viime vuosina pyritty optimoimaan, vaan yhtiö on panostanut nykyisen kasvustrategian tukiprosessien kehittämiseen. Käsityksemme mukaan yhtiön kannattavuustavoitteet ovat asetettu heijastellen sen tilauskantaa.

Käyttökatemarginaalin kehitys ja kannattavuustavoite



Liikevoittomarginaalin kehitys ja kannattavuustavoite



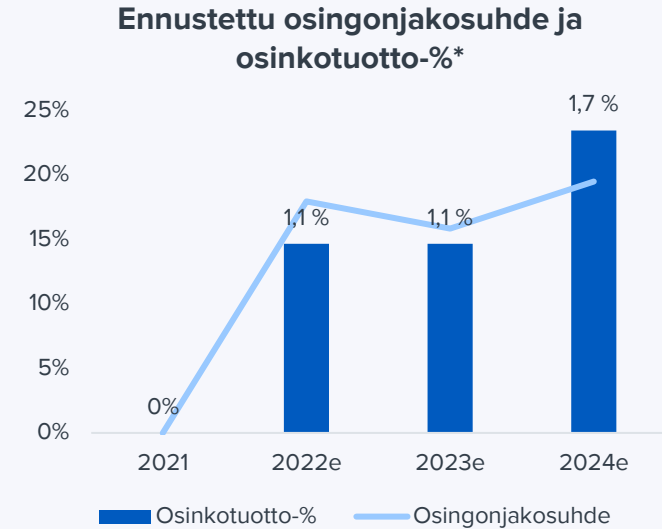
Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3

Nykyisistä kannattavuustavoitteista pidämme relevantimpana oikaistua liikevoittomarginaalia, sillä se huomioi suuriin palveluprojekteihin kuuluvat kalustoinvestoinnit ja näistä aiheutuvat poistot. Kannattavuustason kestävä nousun ja liikevoittomarginaalin osalta tavoitteeseen pääsy vaatii taakseen arviomme mukaan myös tulevia suuria palveluprojekteja tai nykyisten projektien merkittävää laajenemista, millä vuosittainen liikevaihtokuorma pysyisi selvästi historiallisia tasoja korkeammalla. Tämän hetken arviomme mukaan yhtiö voisi ylittää liikevoittotavoitteeseensa noin 150-160 MEUR:n vuotuisella liikevaihtotasolla. Siten pidämme yhtiön tavoitetta realistisena, mikäli yhtiö onnistuu kasvustrategiassaan ja toteuttamaan palveluprojektinsa suunnitellusti.

Rahoitusrakenteen osalta tavoite vahvasta taseesta on yhtiölle lähtökohtaisesti pakollinen liiketoiminnan sitoma käyttöpääoma, eri maiden maayhtiöiden rahoitus ja taseen takauspotentiaalinen (esim. takauslimiitin käyttö voi olla sidottuna erilaisiin kovenantteihin, kuten käyttökate/nettovelka tai omavaraisuusaste) vuoksi. Yhtiön tase on tällä hetkellä vahva listautumisannin myötä ja arviomme mukaan yhtiön kasvurahoitus onkin turvattu. Lähtökohtaisesti emme usko yhtiön myöskään vivuttavan tasettaan tulevaisuudessa merkittävästi, vaikka tiettyä tehostamisen varaa nykyisessä pääomarakenteessa arviomme mukaan onkin.

Yhtiön osinkopolitiikan viitekehystä on suhteellisen vaikea tulkita, mutta lähtökohtaisesti odotamme osinkotuoton jäävän lähivuosina matalaksi, kun

yhtiö panostaa kasvuun. Odotamme yhtiöllä olevan kuitenkin edellytyksiä maksaa pientä osinkoa jo ensi vuonna. Tätä peilaten sijoittajan kannattaakin katsoa yhtiötä enemmän kasvu- kuin osinkoyhtiönä.



* Nykyisellä 4,74 euron kurssitasolla
Lähde: Inderes

Strategia

-2012

2013
-
2021

2022-

Toiminta keskittyy öljyntorjuntaan

- Fokus öljyntorjunnassa
- Globaalin kumppanuusverkoston kasvu
- Palveluliiketoiminnan käynnistäminen, mutta laiteliiketoiminta keskiössä

Strategian Must Win Battles

Toteutunut

- Palveluliiketoiminnan merkittävän kasvattamisen ensiaskeleet voitettujen kilpailutusten myötä, joita yhtiö voi käyttää myös referensseinä tulevilla kilpailutuksissa
- Kasvurahoituksen varmistaminen
- Vahvan kumppanuusverkoston luominen
- Perustan rakentaminen (maaorganisaatiot) tavoitelluille kasvun painopistealueille

Palveluliiketoiminnan kasvattamisen kautta uuteen kokoluokkaan

- Palveluliiketoiminnan yhdistäminen Lamoriin
- Jätteen- ja vedenkäsittelypalveluiden tarjoamisen aloittaminen
- Palveluliiketoiminnan kasvattaminen etenkin Etelä-Amerikassa Corena S.A.-yritysoston myötä
- Saudi-Arabian ja Kuwaitin pitkäaikaisten ja suuren volyymien palvelusopimusten voittamiset
- Listautuminen First North -markkinapaikalle ja kasvurahoituksen varmistaminen

Lähitulevaisuus 1-2v

- Käynnissä olevien projektien toteutuksessa ja projektinhallinnassa onnistuminen
- Uusien merkittävien projektien voittaminen ja/tai nykyisten projektien jatkaminen / laajentaminen tuomaan korvaavaa liikevaihtokuormaa
- Kannattavuuden nostaminen tavoitetasoille volyymikasvun myötä
- Projektirahoituksen riittävydestä huolehtiminen (sis. riittävän käyttöpääoman ja takausten varmistaminen eri projekteihin)
- Organisaation tyytyväisyydestä huolehtiminen painopistealueen muuttuessa vahvemmin kohti palveluyhtiötä

Kasvun kiihdyttäminen

- Markkinaa nopeamman kasvun tavoittelu (CAGR > 10 % keskipitkällä aikavälillä) uusien suurten palvelusopimusten voittamisen ja/tai nykyisten suurten projektien mahdollisen laajentumisen kautta
- Kehittyvät markkinat kasvun painopistealueena (etenkin Lähi-itä, Afrikka ja Latinalainen Amerikka)
- Mahdollisesti kasvua kiihdyttäviä yrityskauppoja
- Kannattavuuden nostaminen kasvavien volyymien ja paranevan operatiivisen tehokkuuden myötä

Seuraavat 5 vuotta

- Merkittävien kilpailutusten voittaminen tasaisesti
- Omasta osaamisesta huolehtiminen ja palvelutarjoaman laajentaminen uusille alueille (esim. jokien puhdistamisen yhteydessä kerättävien muovien prosessointi)
- Kumppanuusverkoston kasvattaminen ja siitä huolehtiminen
- Uusien teknologioiden käyttöönotto ja ratkaisujen kasvattaminen uusille alueille

Toimiala ja kilpailu 1/6

Lamorin markkinat

Lamor toimii ympäristöratkaisuiden markkinalla, jossa sen kohdealueina toimivat öljyntorjunta, maaperän puhdistus sekä vedenkäsittely. Puolestaan sen oma liiketoiminta jakaantuu laite- sekä palveluliiketoiminnassa kolmeen eri segmenttiin: öljyntorjuntaan, jätteenkäsittelyyn sekä vedenkäsittelyyn. Maaperän puhdistuksen yhtiö itse luokittelee osaksi jätteenkäsittely-segmenttiä.

Lamor on arvioinut sen kohdemarkkinoiden koon olevan tällä hetkellä reilut 8 miljardia euroa, mutta arvioinut lähivuosien kohdemarkkinapotentiaalin kasvavan 30 miljardiin euroon sen laajentaessa tarjoamaansa, uusien suurten projektien käynnistyessä ja sen levittäytyessä uusille markkina-alueille. Yhtiö odottaa markkinakasvun tulevan etenkin maaperän puhdistuksesta sekä muovijätteen käsittelystä. Markkinoiden koko tai kasvupotentiaali ei siten olekaan muodostumassa Lamorin kasvustrategian esteeksi. Olemme seuraavaksi käyneet nykyisiä kohdemarkkinoita tarkemmin läpi.

Öljyntorjuntamarkkina on pienin Lamorin kohdemarkkinoista

Lamor on koko sen toimintahistorian ajan toiminut öljyntorjuntamarkkinoilta ja se on varsin tunnettu toimija markkinoilla. Se onkin yhtiön mukaan markkinaosuudeltaan suurin toimija laitemarkkinalla, eikä markkinoilla ole kuin muutama muu merkittävä laitevalmistaja. Lisäksi se on yksi johtavista toimijoista öljyntorjuntapalveluissa. Yhtiön johdon mukaan öljyntorjuntamarkkina koostuu muutamasta kymmenestä usean miljoonan euron liikevaihdon

toimijasta sekä lukuisista pienemmistä paikallisista palveluntarjoajista. Globaalin öljyntorjuntamarkkinan arvon yhtiö arvioi olevan noin 750 MEUR. Arviomme mukaan öljyntorjuntamarkkinan koko ei sinällään tässä kohtaa vielä rajaa Lamorin kasvupotentiaalia. Mielestämme on kuitenkin loogista, että Lamor on laajentanut palvelutarjoamansa myös muille alueille, sillä pelkän öljyntorjuntamarkkinan nykyinen koko asettaa rajoitteita kasvaa tiettyä kokoluokkaa suuremmaksi toimijaksi.

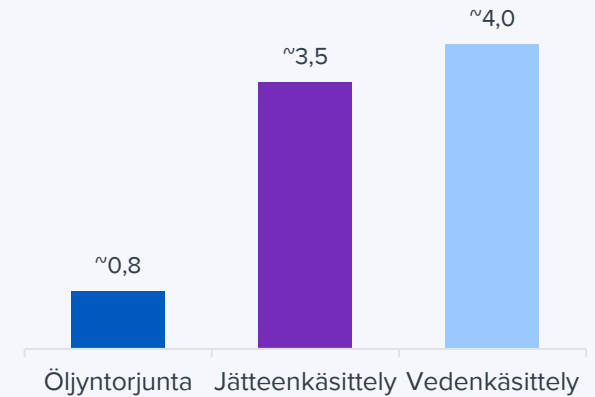
Öljyntorjuntamarkkinan kasvukuva ja sen ajurit

Öljymarkkina on viimeisten vuosikymmenien aikana vähentänyt merkittävien öljyvuojojen määrää murto-osaan aikaisemmasta. Lamorin mukaan tästä huolimatta öljyntorjuntamarkkinan kysyntä on kasvanut tasaisesti ja yhtiö arvioi kohdemarkkinan kasvavan eritoten riittävän öljyntorjuntavalmiuden varmistamisen myötä. Yhtiön mukaan öljyntorjuntaratkaisujen kysyntä on enemmän riippuvaista öljyvuoitoriskeille alttiiden laivareittien määrästä (esim. Saudi-Arabian projekti) kuin suoranaisesti öljyn kysynnästä. Tämä johtuu muun muassa osan Lähi-idän maiden voimakkaista panostuksista turismin eteen, johon mahdollisten ympäristöriskien toteutuminen voisivat vaikuttaa negatiivisesti.

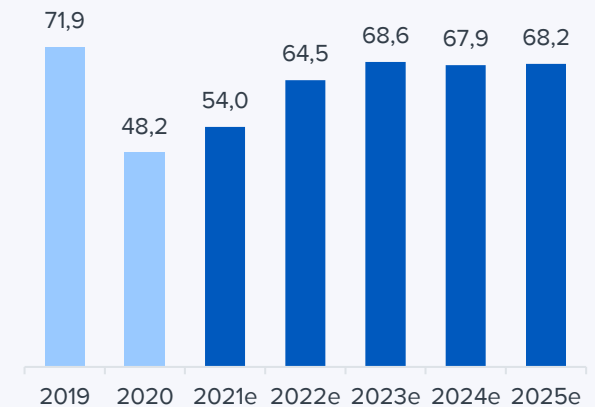
Yhtiön mukaan seuraavina vuosina markkinan kysyntää ajavat etenkin seuraavat tekijät:

Vapaaehtoinen varautuminen: Öljyalaa muutti huomattavasti vuoden 2010 Meksikonlahden öljyonnettomuus, jonka myötä öljyvahinkojen ennaltaehkäisemisen minimointiin on käytetty huomattavasti enemmän resursseja.

Lamorin arvio sen nykyisten kohdemarkkinoiden koosta (mrd. euroa)



Uusien porattavien öljykaivojen määrä globaalisti (tuhatta kpl)



Toimiala ja kilpailu 2/6

Näihin kuuluu olennaisena osana öljyntorjunnan laitteet ja palvelut. Käsitksemme mukaan markkinatoimijat näkevätkin nykyään öljyvuotojen ennaltaehkäisemisen ja toisaalta niihin varautumisen yhä tärkeämpänä prioriteettina mm. sijoittajarajapinnasta tulevan paineen vuoksi. Käsitksemme yhtiöiden riittävän varautumisen vaihtoehtokustannus on myös merkittävä onnettomuustilanteessa. Lamorin näkemyksen mukaan ympäristötietoisuuden kasvu on öljyntorjuntamarkkinan merkittävin kasvuajuri keskipitkällä aikavälillä yritysten ollessa kovassa paineessa pienentääkseen hiilijalanjälkeänsä sekä edistääkseen kestävä kehityksen mukaisia ratkaisuja.

Öljynporauksen lisääntyminen: Öljynporauksen on ennustettu kasvavan lähivuosina koronapandemiaa edeltävien tasojen yläpuolelle. Arviomme mukaan nykyinen globaalinen talouden epävarmuus saattaa kuitenkin lykätä ainakin osaa suunnitelmista, vaikka toisaalta kohonnut öljyn hinta vastavuoroisesti tukee ainakin jatkuessaan investointien aloittamista.

Ilmastonmuutoksen aiheuttamat sään ääri-ilmiöt: Sään ääri-ilmiöt (lämpöaallot, metsäpalot, trooppiset syklonit, tulvat, äärimmäinen kuivuus) tulevat todennäköisesti kasvamaan ilmaston lämpenemisen myötä, mitkä ovat myös merkittäviä riskejä öljyvuotojen kasvulle

Öljymarkkinan muutos: Öljymarkkinoiden tavoitteena on raakaöljyn tuotannon vähentäminen tulevina vuosikymmeninä, mutta silti öljyn kysynnän ennustetaan nousevan hieman aina vuoteen 2040 asti kehittyvien markkinoiden

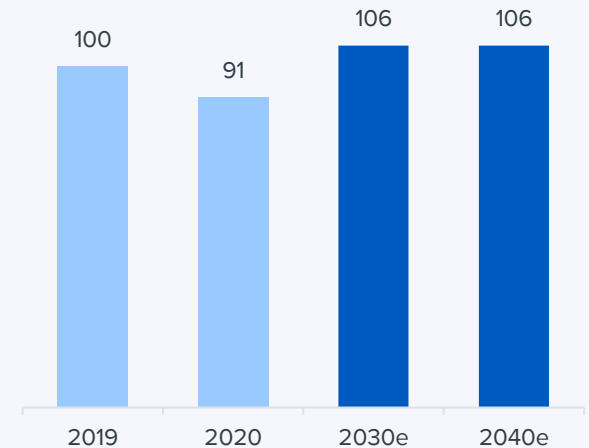
asukasluvun ja elintason nousun myötä. Pidämme myös todennäköisenä, että erilaisia nestemäisiä polttoaineita (mm. biopolttoaineita) tullaan käyttämään pitkään, mikä osaltaan ylläpitää kysyntää öljyntorjuntaratkaisuille. Pitkän aikavälin ennusteisiin tulee kuitenkin suhtautua varauksella.

Lainsäädännön kiristyminen: Öljyalan toimijoita koskeva lainsäädäntö on kiristynyt viimeisinä vuosikymmeninä kehittyneissä maissa huomattavasti ja todennäköisesti tulevaisuudessa myös kehittyvissä maissa lähennyttään kehittyneiden maiden standardeja.

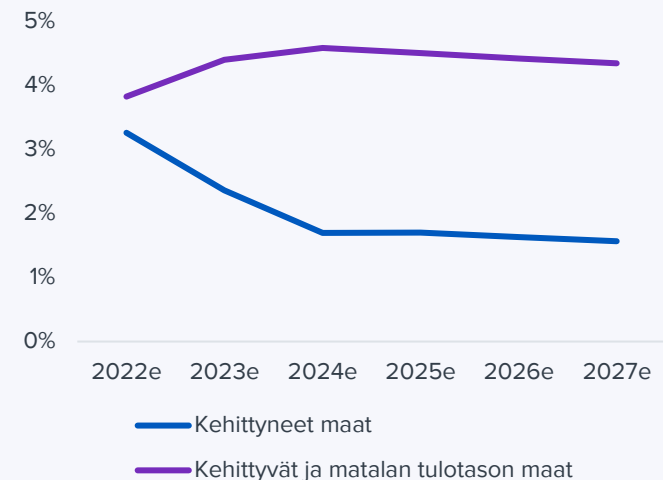
Jätteen- ja vedenkäsittelymarkkinan koko tarjoaa huomattavasti kasvupotentiaalia

Lamorin nykyiset jätteenkäsittelypalvelut voidaan jakaa kahteen kokonaisuuteen: öljy-yhtiöille tuotettaviin jätteenkäsittelypalveluihin sekä maaperän puhdistuspalveluihin. Spears & Associatesin mukaan öljyalalle tuotettavien jätteenkäsittelypalveluiden kokonaismarkkinan koko oli vuonna 2021 noin 1,7 miljardia euroa. Lamor arvioi, että sen maaperän puhdistusratkaisujen nykyinen kohdemarkkina muodostaa vähintään saman kokoluokan markkinan. Globaalisti markkina on Lamorin mukaan huomattavasti suurempi, sillä pelkästään EU:n jäsenvaltioissa käytettiin vuosien 2000-2010 välillä keskimäärin 2,75 miljardia euroa vuodessa maaperän puhdistukseen. Vedenkäsittelymarkkina on puolestaan valtava, sillä pelkästään teollisen jäteveden kokonaisratkaisumarkkinan koko on arvioitu olevan noin 4 miljardia euroa (Aquaporin listalleottoesitteessä).

Globaali öljyn kysyntä nykykenaariossa (barrelia päivässä)



BKT:n kehitys (%)



Toimiala ja kilpailu 3/6

Jätteen- ja vedenkäsittelymarkkinoiden kasvukuvat ja niiden ajurit

Lamor odottaa sen kohdemarkkinoiden kasvavan merkittävästi tulevina vuosina kestävän kehityksen tietoisuuden lisätessä kysyntää kaikki toiminnat yhdistäville kokonaisvaltaisille ympäristöratkaisuille. Maaperän puhdistuksen osalta yhtiö odottaa, että sen kohdemarkkina kasvaa lähivuosina noin 10 miljardiin euroon. Kasvun yhtiö olettaa tulevan uusien maaperänpuhdistusprojektin käynnistymisestä sekä Lamorin maantieteellisen kattavuuden kasvusta. Kohdemarkkinaa kasvattaa merkittävästi myös muovijätteen keräämiseen ja kierrättämiseen liittyvät mahdollisuudet.

McKinseyn arvion mukaan muovinkierrätysmarkkinan vaikutus öljymarkkinan tulokseen olisi jopa 60 miljardia dollaria vuonna 2030. Tästä vajaa puolet muodostaisi pyrolyysiteknologia, mihin Lamorin on sijoittanut Pyroplast Energy -sijoituksen kautta. Sijoituksen kautta Lamor hankki pyrolyysiteknologian osaamista ja osapuolten välisen sopimuksen myötä lisenssisopimuksen teknologian hyödyntämiselle valikoiduilla markkinoilla. Käsittääksemme tässä vaiheessa investoinnin kaupallinen potentiaali on rajallinen, mutta tarjoaa yhtiölle mielenkiintoisen option tulevaisuuteen.

Seuraavina vuosina kohdemarkkinoiden kysyntää ajavat yhtiön mukaan etenkin seuraavat tekijät:

Uusi sääntely ja lisääntyvät rajoitukset: Etenkin kehittyvissä maissa on viime aikoina lisätty vaatimuksia erilaisten jätteiden lajittelun ja käsittelyn osalta (kehittyneissä muutos edellä). Useat valtiot vaativat myös nykyään saastuneiden

alueiden välitöntä puhdistamista.

Kasvava ympäristötietoisuus: Kasvanut tietoisuus ympäristövahinkojen haittavaikutuksista on ajanut valtioita kiinnittämään huomiota puhdistamatta jääneisiin maaperä- ja vesistöalueisiin. Öljy- ja kemikaalivuotojen myötä pilaantunutta maa-ainesta on erityisesti kehittyvissä maissa, joissa edelleen huomattava määrä öljyvahingoista on puhdistamatta. Myös kehittyneissä maissa ennallistamista on huomattavasti tekemättä. Lamorin arvion mukaan kunnostustöitä riittääkin periaatteessa useiksi vuosikymmeniksi. Pidämme korjausvelan purkamista yhtenä merkittävänä pitkän aikavälin optiona, mutta toisaalta projektien rahoitukseen liittyy merkittävää epävarmuutta.

Uusien markkina-alueiden avautuminen: Öljy-yhtiöt ovat hiilijalanjäljen pienentämisen yhteydessä sitoutuneet etsimään ratkaisuja, joilla ne voisivat vähentää raakaöljyn käyttöä (mm. hiilidioksidin talteenotto ja uudelleenkäyttö, matalahiiliset vedyt, biopolttoaineet ja merituulipuistot). Lamor on tunnistanut mahdollisuuksia tässä arvoketjussa muovijätteen kierrätyksessä ja jalostamisessa uusiokäyttöä varten. Yhtiön ratkaisu jokien ja merien muoviongelmiin (huom. ei mikromuovin) koostuu muovien keräämisestä joista ennen kuin ne päätyvät mereen (suurin osa merien muoveista on jokien kautta mereen virrannutta yhdyskuntajätettä), kerätyn muovin jalostamisesta polttoaineeksi tai petrokemian teollisuuden raaka-aineeksi pyrolyysin avulla. Arviomme mukaan muovijätteen kierrätys ei ole Lamorin liiketoiminnan kehityksen kannalta kovinkaan merkityksellinen vielä lähivuosina, mutta käsityksemme mukaan yhtiön tavoitteena on, että

se kuuluu olennaiseksi osaksi sen tarjoamaa arviolta 2024-2025 ja onnistuessaan se tarjoaisi mielestämme merkittävää kaupallista potentiaalia keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä.

Kansainvälisen talouden positiivinen kehitys:

Etenkin suurempiin jätteenkäsittelyinvestointeihin ajoittumiseen ja toteutumiseen vaikuttavat valtioiden taloudelliset tilanteet sekä julkiset projektit. Koronapandemian aikana osaa suunnitelluista projekteista jouduttiin siirtämään valtioiden sopeutustoimien tai muiden akuutimpien julkisten investointien tieltä. Pandemiasta aiheutui negatiivisia vaikutuksia etenkin kehittyville talouksille, mitkä ovat myös Lamorin pääasiallinen kohdemarkkina. Nykyisen taloudellisen epävarmuuden myötä pidämme mahdollisena, että joitain projekteja joudutaan edelleen lykkäämään tulevaisuuteen. Kehittyvien maiden BKT:n odotetaan kuitenkin keskipitkällä aikavälillä kasvavan selvästi (IMF:n ennusteiden mukainen kehittyvien ja matalan tulotason maiden BKT:n CAGR 2022e-2027e: 4,3 %), mikä osaltaan mahdollistaa ympäristöhankkeiden toteuttamisen kasvavissa määrin tulevaisuudessa myös kehittyvissä maissa, vaikkakin kasvu saattaa olla kehittyneitä maita epätasaisempaa.

Olemme esitelleet seuraavalla sivulla tarkemmin yhtiön listautumisesitteessä esittelemiä relevantteja kilpailutuksia, joihin yhtiön johdon mukaan Lamorilla olisi mahdollista osallistua lähitulevaisuudessa. Käsityksemme mukaan mitkään kilpailutukset näistä eivät ole vielä ratkenneet. Olemme listanneet myös seuraavalle sivulle tällä hetkellä merkittäviä suunnitteilla olevia maaperän puhdistusprojekteja, joihin oletamme Lamorilla olevan myös mahdollista osallistua.

Lähitulevaisuuden tarjouskilpailut ja suunnitteilla olevat maanpuhdistusprojektit

Tarjouskilpailut

Valtio	Tausta ja sisältö	Lamorin arvio kilpailutusten ajankohdasta	Lamorin arvio kilpailutusten arvosta (MEUR)
Bangladesh	Merkittäviä perusparannusinvestointeja merilogistiikkainfrastruktuuriin, jonka myötä Bangladeshin odotetaan tilaavan merkittävän määrän ympäristönsuojeluratkaisuja osana näitä investointeja	Q4'2021-Q4'2022	~110
Brunei	Kilpailutuksen sisältö hyvin samankaltainen kuin Lamorin Saudi-Arabian projekti ja yhtiö uskoo olevan hyvissä asemissa kilpailutuksessa	H1'2022-H1'2023	~150
Chile	Iso maaperän kunnostushanke, jossa paikallinen teollisuusyritys etsii kumppania merkittävän historiallisen pilaantumisen kunnostamiseksi	2022	50
Ecuador	Iso maaperän puhdistushanke öljynporaamisoperaatioiden kunnostamiseksi	2022	100
Kuwait	3-osainen maaperän puhdistushanke, jonka 1. vaiheen toteutus kuuluu Lamorin uusiin suuriin projekteihin	Q4'2021-2022	~2.000

Suunnitteilla olevat maanpuhdistusprojektit

Hanke	Vaihe	Kustannusarvio (MEUR)
Saudi-Arabian öljykentät	Suunnitteilla	~1.000
Omanin öljykentät	Suunnitteilla	150-200
Bakun öljykentät	Suunnitteilla	150-250
Nigerian öljysuisto	Suunnitteilla	~10.000
Libyan öljykentät	Suunnitteilla	~1.000
Profanape projekti, Peru	Suunnitteilla (osittain rahoitettu)	40
Kazakstan	Suunnitteilla	100

Toimiala ja kilpailu 4/6

Öljyntorjuntamarkkina on suhteellisen keskittynyt

Lamorin johdon mukaan, sillä on vahva kilpailuasema sen kokonaisvaltaisen osaamisensa vuoksi etenkin öljyntorjuntamarkkinalla. Johdon mukaan se on yksi harvoista toimijoista markkinallaan, joka pystyy toimittamaan kokonaisvaltaisia öljyteollisuuden ympäristöratkaisuja. Lamorin markkinan osaluaita ovat riskiarvion ja varautumissuunnitelman laatiminen, valmiuden rakentaminen, reagointi, vuodon rajaaminen, öljyn kerääminen, ympäristön puhdistaminen ja lopulta syntyvän jätteen käsittely tai toimittaminen eteenpäin käsiteltäväksi. Yhtiön mukaan se pystyykin rakentamaan näiden osaluaiten kautta vahvan arvolutauksen, jolle ei löydy montaa suoraa kilpailijaa.

Öljyntorjuntamarkkina on keskittynyt muutamille suurille toimijoille ja muutenkin markkinalla toimii suhteellisen vähän yrityksiä. Suuret toimijat, joihin Lamor kuuluu, pystyvät toimimaan globaalien verkostonsa ansiosta laajalla maantieteellisellä alueella. Muut suuret toimijat ovat keskittyneet kuitenkin lähes pelkästään palveluihin ja Lamorin mukaan sillä on vain 4-5 globaalaa kilpailijaa laitepuolella, jotka ovat selvästi sitä pienempiä. Markkinalla on myös joitain keskisuuria toimijoita, mutta näillä on yleisesti erikoistunut tai muutoin kapea tarjoama sekä maantieteellinen kattavuus.

Lamorin lisäksi suuria ja keskisuuria öljyntorjuntaratkaisuja tarjoavia toimijoita ovat Adler & Allan, Ambibar Response, Clean Gulf Associates, Clean Harbors, Desmi, Marine Spill Response Corporation (MSRC), National

Response Corporation (NRC, nykyisin osa Republic Servicesia, aik. US Ecologya), Oil Spill Response Limited (OSRL) ja Vikoma.

Näistä Ambibar Response ja NRC ovat tarjoamaltaan lähimpinä Lamoria, mutta toimivat lähinnä eri maantieteellisillä alueilla, kun Ambibar toimii lähinnä Yhdysvalloissa ja Brasiliassa ja NRC lähinnä Pohjois-Amerikassa.

Sen sijaan Clean Gulf Associates, MSRC ja OSRL ovat voittoa tavoittelemattomia yhdistyksiä, jotka keskittyvät pelkästään öljyntorjuntapalveluihin rajatuilla maantieteellisillä kohdealueillaan (pääosin Pohjois-Amerikassa). Myös Adler & Allan keskittyy yksinomaan palveluihin. Vastaavasti Clean Harbors keskittyy lähinnä jätteen- ja vedenkäsittelyyn, missä se on myös Lamorin kilpailija, mutta toimii vain rajoitetusti öljyntorjuntapalveluissa. Toisaalta Vikomalla ja Desmillä on vahvat asemat laitemarkkinalla, mutta ne eivät vuorostaan tarjoa öljyntorjuntapalveluita.

Jätteen- ja vedenkäsittelymarkkina on hajanaisempi

Jätteen- ja vedenkäsittelymarkkina on puolestaan varsin hajanainen ja sisältää hyvin erikokoisia toimijoita. Lamor keskittyy jätteenkäsittelymarkkinalla tarjoamaan integroituja vaarallisten ja vaarattomien jätteiden käsittelypalveluita öljy- ja kaasuteollisuudelle sekä muille teollisuusasiakkaille.

Jätteen- ja vedenkäsittelymarkkinoilla Lamorin pääkilpailijoita yhtiön mukaan ovat alan suurimmat toimijat Clean Harbors, Séché, Suez ja Veolia. Näiden tarjoamaan kuuluu kattavasti erilaisia

jätteen- ja vedenkäsittelypalveluita. Lamorin kohdemarkkina ei kuitenkaan ole yhtiön johdon mukaan kilpailijoiden päämarkkina-alueetta, vaan suuret pelurit ovat keskittyneet enemmän kehittyneille markkinoille (Eurooppa ja Pohjois-Amerikka), joissa niillä on vahvat markkina-asemat.

Lamorin suuret kilpailijat tarjoavat laajempia jätteenkäsittelykokonaisuuksia, eivätkä useinkaan ole suoria kilpailijoita Lamorille erilaisten palveluidensa ja eri maantieteellisten markkinoiden takia. Käsityksemme mukaan suurten toimijoiden vahvuudet ovat etenkin logistisella puolella (ts. jätteen kerääminen ja kuljettaminen). Lamorin vahvuutena on sen sijaan toimittaa kokonaisvaltaisia ratkaisuja (esim. jätemateriaalin hyödyntäminen uusiomateriaalina). Käsittääksemme alan suuret toimijatkin ovat monipuolistamassa tarjoamaansa, mutta eivät ole yhtä ketteriä liikkeissään kokonsa vuoksi. Lisäksi Lamorin vahvuutena sen kilpailijoihin verrattuna jätteen- ja vedenkäsittelymarkkinalla on sen asiantuntijuus öljyalalta. Tätä se on pystynyt hyödyntämään myös tarjoamansa horisontaaliseen laajentamiseen uusiin palveluihin sen öljyalan asiakkaiden keskuudessa ensin öljyntorjuntalaitteista öljyntorjuntapalveluihin ja tämän jälkeen jätteen- ja vedenkäsittelyyn.

Markkinoilla toimivat pienemmät yhtiöt eivät sen sijaan pysty toimimaan projekteissa järjestelmäintegraattoreina (ts. kokonaisvaltaisten palveluiden ja teknologioiden toimittaminen koko projektin tarpeisiin), vaan keskittyvät yleensä osaprojekteihin alihankkijoiden rooleissa.

Toimiala ja kilpailu 5/6

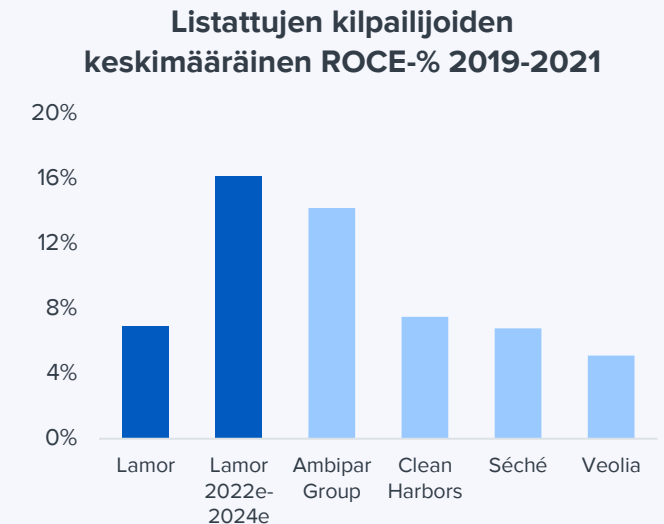
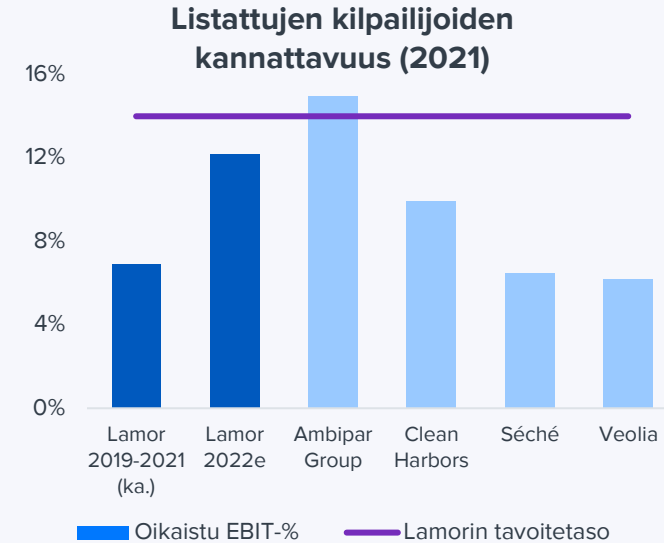
Jätteen- ja vedenkäsittely on yleisesti varsin säännelty toimiala ja sille on ominaista, että projektit yleensä saadaan kilpailutusten kautta. Kilpailutuksissa merkittävässä roolissa ovat sertifikaatit (kuten ISO 9001 ja 14001) ja merkittävät viimeaikaiset referenssit aiemmista onnistuneesti toteutetuista projekteista. Tämä toimii myös alalle tulon esteenä, sillä uusien tai pienempien toimijoiden on usein vaikea selvittää auditoinneista (mm. lupaprosessit) ja eri kulttuurien byrokratiasta (mm. paikalliset lait), mikä pätee myös öljyntorjuntamarkkinalla. Lisäksi, koska asiakassuhteet perustuvat usein luottamukseen ja ovat kestoltaan pitkiä (kilpailutusten jälkeen asiakassuhteita mahdollista syventää), on uusien toimijoiden vaikeampi hankkia itselleen asiakaskuntaa, jos projektit toteutetaan onnistuneesti.

Kannattavuustavoite vaikuttaa mahdolliselta

Lamorin merkittävien kilpailijoiden vuoden 2021 kannattavuustason perusteella yhtiön 14 % oikaistun liikevoittomarginaalin tavoitetaso vaikuttaa haastavalta, mutta ei mahdottomalta. Lamorin listatuista kilpailijoista ainoastaan Ambipar Response ylsi Lamorin tavoitetason yläpuolelle. Tarkastelussa on kuitenkin hyvä huomata, että Ambiparia lukuun ottamatta muiden suurten kilpailijoiden liiketoimintamallit sitovat kiinteää pääomaa huomattavasti enemmän (kalusto omassa taseessa). Tästä johtuen yhtiöiden vertailukelpoisuus kannattavuusmielessä ei ole kovinkaan mielekästä. Toisaalta Ambipar toimii mielestämme hyvänä vertailukohtana Lamorille ja

siten yhtiön kannattavuustavoitteen saavuttaminen vaikuttaakin mielestämme mahdolliselta.

Sen sijaan pääoman tuoton vertailu toimialan yhtiöiden välillä on mielestämme relevanttia, vaikka liiketoimintaprofiileissa onkin yhtiöiden välillä eroja. Kuten aikaisemmin todettua, rajaa liiketoiminnan luonne ja sen sitomat pääomat arviomme mukaan pääoman tuoton potentiaalia. Tästä huolimatta oletamme Lamorin pystyvän tekevän moniin kilpailijoihinsa nähden huomattavasti parempaa pääoman tuottoa (ROCE-% 2022e-2024e: 16,2 % vs. listattujen kilpailijoiden keskimääräinen 8,4 %:n ROCE-% 2019-2021) Lamorin kevyempää kiinteää pääomarakennetta ja pääomien tehokkaampaa käyttöä heijastellen. Tätä tukee myös Lamorin suurimman verrokin Ambiparin vuosina 2019-2021 saavuttama pääoman tuotto (ROCE-% 2019-2021: 14,2 %). Toisaalta sijoittajan on hyvä myös edellyttää Lamorilta korkeampaa pääoman tuottoa yhtiön verrokkeihin korkeampaan riskitasoon (mm. pienempi koko, kehittyvät markkinat) suhteutettuna.



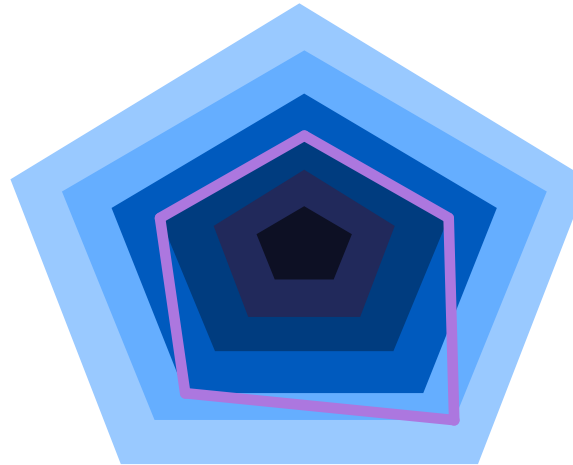
Toimiala ja kilpailu 6/6

Nykyinen kilpailutilanne (matala*)

- Kilpailijoiden lukumäärä vaihtelee markkinoittain, mutta suurten toimijoiden, jotka voivat toimia järjestelmäintegraattoreina, määrä on rajallinen
- Alan suurimmat toimijat keskittyvät ainakin toistaiseksi pääasiallisesti kehittyneille markkinoille ja erityyppisiin palveluihin
- Kilpailijakentän kannattavuustasot ovat hyvällä tasolla, mikä viittaa terveeseen kilpailutilanteeseen

Korvaavien tuotteiden uhka (matala*)

- Öljyntorjuntalaitteiden kysyntä on näkemyksemme mukaan vakaata
- Ympäristöpalveluiden kysyntä on sen sijaan näkemyksemme mukaan kasvussa
- Vaikka tuotteet ja palvelut voivat vaihtua osana kokonaisratkaisua, emme näe tämän muodostavan kokonaisratkaisutoimittajan liiketoimintamallin kannalta olennaisia uhkakuvia



Tavaran- ja palveluntoimittajien neuvotteluvoima (matala*)

- Projekteissa käytettävillä teknologiatoimittajilla usein listahintoja tuotteilleen
- Alihankintapalveluissa todennäköisesti enemmän neuvotteluvaraa
- Tavaran- tai palveluntoimittajien vaihtoehtoiskustannus (ts. muu myynti) riippuu projektien houkuttelevuudesta (volyymi, kesto, kate rakenne)

Uusien kilpailijoiden uhka (kohtuullinen*)

- Lamorin toimialat ovat vahvasti säänneltyjä, mikä vaikeuttaa pienempien toimijoiden alalle tuloa (auditoinnit, byrokratia)
- Toimialan suurimpien toimijoiden levittäytyminen samoihin palvelukokonaisuuksiin ja maantieteellisille alueille on todennäköistä pidemmällä aikavälillä, mikä lisää kilpailua
- Kilpailuetuina voidaan nähdä toimitusten laatu, asiakastyytyväisyys ja näistä syntyvä luottamus, mutta näiden kestävyys etenkin suurissa kilpailuissa ja kilpailun mahdollisesti kiristyessä on vielä kysymysmerkki

Ostajien neuvotteluvoima (merkittävä*)

- Julkisen puolen tilaukset tulevat pääsääntöisesti kilpailutusten kautta, mikä asettaa tiettyjä rajoitteita hinnan asetannalle
- Yksityisen puolen suuret asiakkaat puolestaan hintatietoisia
- Asiakassuhteita kuitenkin mahdollista syventää ja suhteet perustuvat keskinäiselle luottamukselle, milloin vaihdon kustannukset nousevat strategisen kumppanuuden vuoksi
- Myyjän koko ja referenssit kasvattavat neuvotteluvoimaa (ts. lisäävät luotettavuutta)
- Hinnat voivat vaihdella projekteittain

Taloudellinen tilanne

Liikearvo suurin erä pitkäaikaisissa varoissa

Olemme tarkastelleet Lamorin tasetta vuoden 2021 lopun lukujen perusteella, sillä Q1'22:n lopussa käyttöpääomaa oli sitoutuneena huomattavasti jo hyvin pitkälle edenneeseen Perun projektiin, josta odotamme käyttöpääomaa vapautuvan jo Q2:n aikana. Luvut sisältävät joulukuussa 2021 toteutuneen listautumisannin vaikutuksen ja antaa mielestämme kohtuullisen kuvan yhtiön taserakenteesta. Merkittävimpana erona Q1'22:n taseeseen onkin yhtiön kassavarojen sitoutuminen käyttöpääomaan. Vuoden 2021 lopussa Lamorin taseen loppusumma oli noin 111 MEUR (2020: 63 MEUR). Taseen voimakasta kasvua vertailukauteen selittää yhtiön uusien pitkäaikaisien projektien vaatimat omaisuuserät sekä etenkin listautumisanti, jolla yhtiö hankki noin 35 MEUR:n bruttovarat.

Vuoden 2021 lopun taseen pitkäaikaisista varoista (41,1 MEUR) reilu puolet koostui aineettomista varoista, jotka koostuivat puolestaan suurimmalta osin liikearvosta (18,0 MEUR). Lamor raportoi IFRS-standardien mukaisesti, joten yhtiö ei poista liikearvoa taseesta. Aineellista omaisuutta (sis. käyttöoikeusomaisuus) pitkäaikaisissa varoissa oli puolestaan noin 10,3 MEUR. Loput pitkäaikaiset koostuivat mm. osuuksista osakkuus- ja yhteisyriyksissä sekä laskennallisista verosaamisista.

Suuret projektit kasvattavat taseen lyhytaikaisia varoja

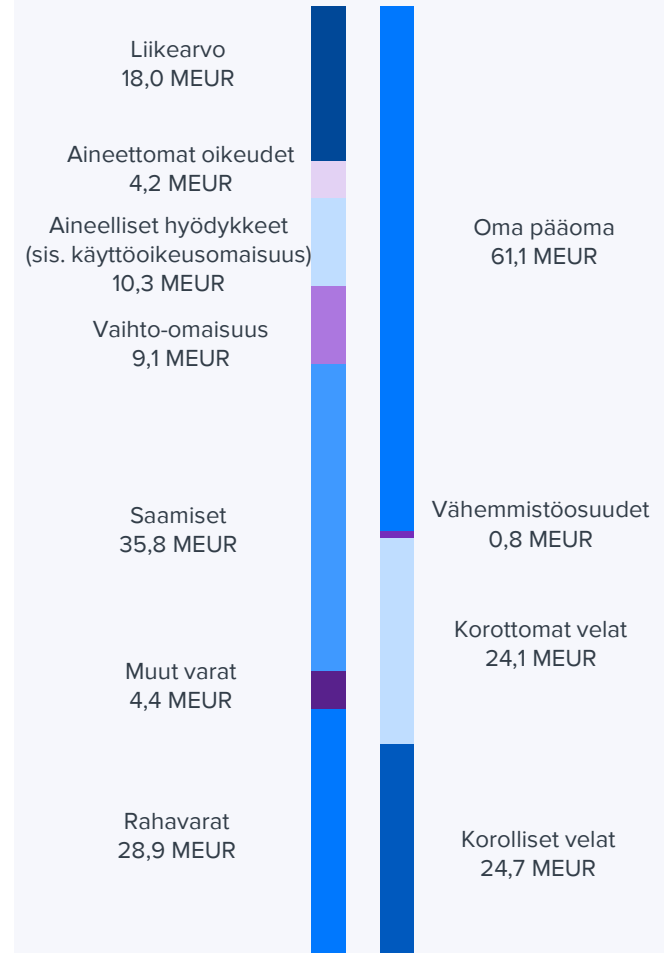
Taseen lyhytaikaisista varoista (69,6 MEUR) merkittävimmät erät koostuivat lyhytaikaisista saamisista (31,5 MEUR vs. Q1'22: 63,4 MEUR) sekä kassavaroista (28,9 MEUR vs. Q1'22: 11,1 MEUR).

Kyseisiä erä nostivat aikaisemmin mainitut suuret palveluprojektit sekä yhtiön listautumisanti. Lyhytaikaisten varojen vaihto-omaisuus oli vuoden lopussa puolestaan 9,1 MEUR. Kuten aikaisemmin todettua, yhtiön liiketoimintamalli sitoo käyttöpääomaa etenkin palveluprojektien alkuvaiheessa ja tämän myötä odotammekin yhtiön lyhytaikaisten saamisten kohoavan jälleen mahdollisten uusien palveluprojektien voittamisen yhteydessä. Taseen vakuuspotentiaalin vuoksi oletamme yhtiön operoivan myös melko suurilla kassapuskureilla jatkossa, vaikkakin taseen nykykokoon peilattuna on taseessa tehostamisvaraa. Toisaalta vahva kassaposition mahdollistaa yhtiölle kasvustrategian toteuttamisen (sis. useampaan kilpailutukseen osallistuminen ja useamman samanaikaisen projektin toteuttaminen) sekä nopeita peliliikkeitä yrityskaupparakkeilla, mikäli kasvustrategiaan sopivia kohteita löytyy markkinoilta.

Tase on vahvassa kunnossa listautumisannin myötä

Yhtiön korollinen velka (sis. vuokrasopimusvelat) koostui 12,2 MEUR:n pitkäaikaisista veloista sekä 12,4 MEUR:n lyhytaikaisista veloista. Korottomia velkoja yhtiöllä oli puolestaan 24,1 MEUR, joista lyhytaikaisia velkoja oli 20,4 MEUR (vs. Q1'22: 38,2 MEUR). Listautumisannin myötä Lamorin tase on erittäin vahvassa kunnossa ja yhtiön omavaraisuusaste oli vuoden 2021 lopussa 56 %. Lisäksi yhtiöllä oli noin 4,2 MEUR:n nettokassa, mitä peilaten yhtiön nettovelkaantumisaste oli -7 %. Lamorin vahva taseasema mahdollistaakin yhtiön kasvustrategian toteuttamisen ja toisaalta myös maltillisen osingonjaon.

Taserakenne 2021 lopussa (111 MEUR)



Ennusteet 1/4

Makrotalouden ennusteet

Tällä hetkellä globaaliin talouskehitykseen kohdistuu merkittävää epävarmuutta kohonneesta inflaatiosta ja painuneista talouskasvuodotuksista johtuen. Kokonaiskuvaa painaa tällä hetkellä korkealla jylläävä inflaatio, etenkin Ukrainan sodan myötä entisestään kallistuneet tietyt raaka-aineet, energian hinnat sekä entistä enemmän solmuun menneet logistiikkamarkkina (sis. Kiinan koronasulut). Tätä peilaten mm. IMF laski huhtikuussa globaaleita talouskasvuodotuksiaan huhtikuussa 3,6 %:iin vuosille 2022-2023 (aik. 4,4 % ja 3,8 %). Arviomme mukaan heikentyneet globaalit talousnäkymät voivat vaikuttaa ainakin lyhyellä joidenkin Lamorille potentiaalisten projektien alkamisen aikatauluihin.

Pidemmillä aikavälillä talouskasvunäkymät etenkin kehittyvillä markkinoilla ovat IMF:n ennusteiden mukaan erinomaiset. Lamorin maantieteellisistä kohdemarkkinoista vahvinta kasvua IMF povaa Saharan eteläpuoleiseen Afrikkaan (CAGR 2022e-2027e: 4,1 %) sekä Lähi-itään ja Keski-Aasiaan (CAGR 2022e-2027e: 3,8 %). Sen sijaan Latinalaisen Amerikan ja Karibian BKT:n kasvuennusteet ovat maltillisemmat (CAGR 2022e-2027e: 2,4 %) ja jäävät alle globaalin BKT:n kasvun (CAGR 2022e-2027e: 3,4 %). Arviomme mukaan tämä ei kuitenkaan suoraan rajaa Lamorin kasvumahdollisuuksia alueella huomioiden etenkin alueen runsaat luonnonvarat ja näiden hyödyntäminen. Mahdollisista uusista maantieteellisistä alueista pidämme varteenotettavana vaihtoehtona Aasian kehittyviä maita näiden voimakkaan ennustetun talouskasvun myötä (CAGR 2022e-2027e: 5,5 %).

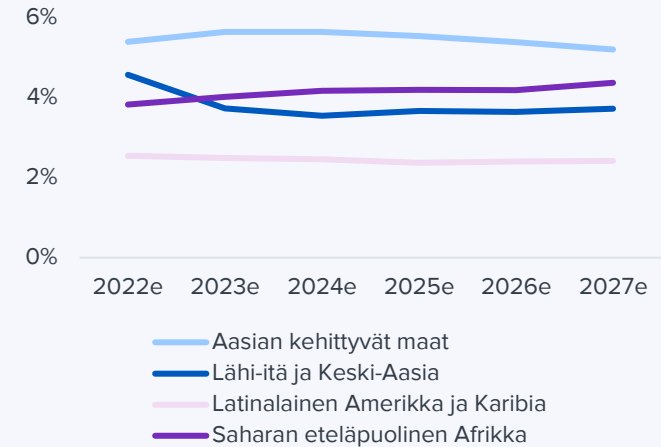
Arviomme mukaan tällä hetkellä vahva ja mahdollisesti vahvistuva USA:n dollari voi vaikuttaa negatiivisesti kehittyvien maiden kehitykseen (esim. dollarimääräisten lainojen kautta). Toisaalta vahvistuvan dollarin myötä myös raaka-aineiden (esim. öljy) hinnat kallistuisivat, mikä osaltaan tasapainottaisi tilannetta, sillä ne ovat usein tärkeitä tulonlähteitä kehittyville maille.

Lamorin osalta on kuitenkin hyvä huomata, että huolimatta tummista pilvistä globaalin talouden yllä tuovat sen pitkät palveluprojektit (etenkin Kuwait) sille jatkuvaa liikevaihtokuormaa seuraaville vuosille, mikä parantaa yhtiön näkyvyyttä tulevaan. Lisäksi emme odota taloustilanteen vaikuttavan kaikkiin suunnitella oleviin projekteihin ja Lamorin voittaessa näistä jonkin voi se uida vastavirtaan yleisen talouskehityksen kanssa huolimatta mahdollisesta taloudellisen epävarmuuden pitkittymisestä. Vastavuoisesti on tärkeää ymmärtää, että pelkkä suotuisa markkinaympäristö ei takaa yhtiön kasvun jatkumista ilman voitettuja uusia suuria kilpailutuksia tai nykyisten sopimusten merkittävää laajentumista.

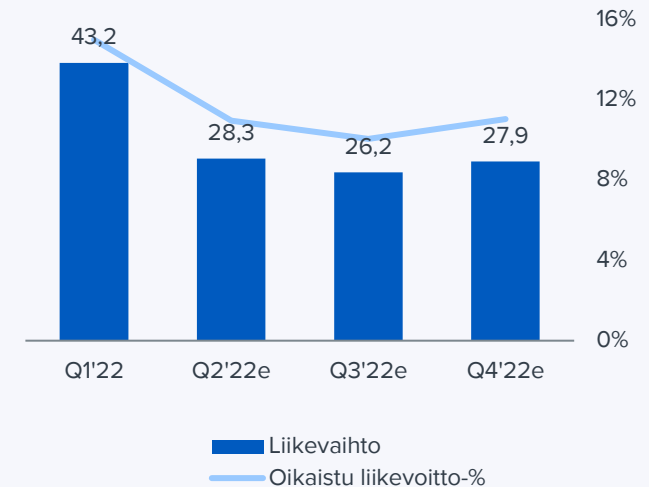
Hyppy uuteen kokoluokkaan vuonna 2022

Kuluvan vuoden päivitetystä ohjeistuksessaan Lamor arvioi, että sen liikevaihto on vähintään 120 MEUR ja oikaistu liikevoitto vähintään 14 MEUR. Merkittävimmäksi riskiksi ohjeistuksen osalta yhtiö on nostanut mahdolliset suuremmat viivytykset sen suurten palveluprojektien etenemisissä. Ukrainan sodan myötä Lamor on lopettanut tuotteiden ja palveluiden myynnin Venäjälle. Lisäksi yhtiö teki Q1'22:lla noin 2,0 MEUR:n alaskirjauksen yhtiön Venäjän osakkuusyhtiöön.

Lamorin kohdemarkkinoiden BKT:n ennustettu kehitys



Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Ennusteet 2/4

Sodan muut suorat vaikutukset ovat sen sijaan rajalliset. Tilanne vaikuttaa kuitenkin yhtiön hankinta- ja logistiikkaketjuihin epäsuorasti. Myös mahdolliset uudet koronavirusvariantit voisivat vaikuttaa yhtiön kykyyn toimittaa projekteja.

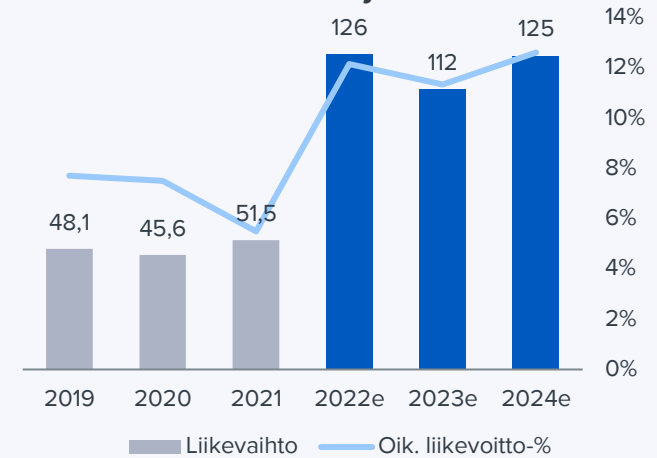
Lähtökohtana kuluvan vuoden liikevaihdon ennusteellemme olemme käyttäneet yhtiön indikoimaa vuodelle 2022 ajoittuvaa 79 MEUR:n tilauskantaa, mistä merkittävä osuus liittyy Kuwaitin ja Saudi-Arabian palveluprojekteihin. Yhtiön vuoden lopun tilauskanta on historiallisesti ollut noin puolet historiallisesta liikevaihtotasosta (liikevaihto 2017-2020: 41-48 MEUR) ja lähtökohtaisesti odotammekin suurten projektien tämän vuoden liikevaihto-osuuden olevan noin 55-60 MEUR. Suhteellisen vakaita historiallisia tasoja peilaten odotamme vuodelta kertyvän perusliikevaihtoa reilut 40 MEUR (sis. Q1:lle ajoittuneen noin 4,5 MEUR:n Ecuadorin puhdistushankkeen). Arvioimme heikentyneen talousympäristön vaikuttavan hieman H2:n perusliikevaihdon kehitykseen.

Tämän lisäksi yhtiö on tiedottanut alkuvuoden aikana pääosin Q1:lle ajoittuneesta Perun öljyvuoaton puhdistushankkeesta, josta Lamorin osuus on noin 23 MEUR. Näitä komponentteja peilaten ennustamme yhtiön liikevaihdon nousevan tänä vuonna peräti 144 % 126 MEUR:oon ja ylittävän yhtiön ohjeistuksen selvällä marginaalilla ilman mahdollisia viivästyksiä suurempien projektien toimituksissa. Perun projektin ajoitusta heijastellen odotamme Q1:n olevan kvartaalitasolla selvästi vauhdikkain.

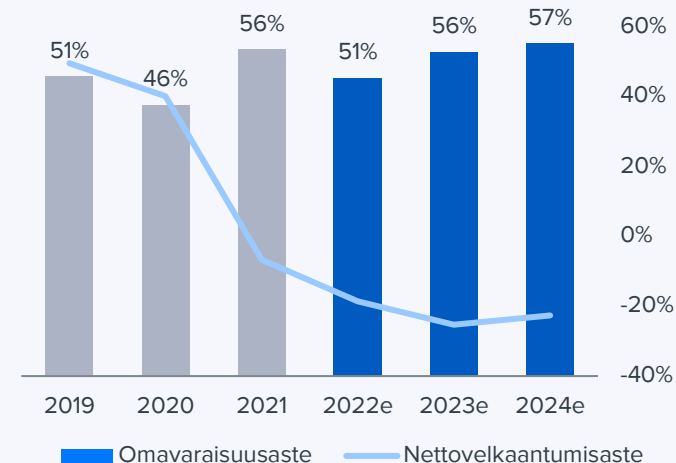
Liikevaihdon voimakkaan kasvun myötä uskomme yhtiön kannattavuuden nousevan myös selvästi ja oikaistun käyttökatteen ylittävän yhtiön 16 %:n tavoitetasoa (oik. EBITDA-%: 17,2 %). Raportoitua käyttökatetta painaa tänä sen sijaan aikaisemmin mainittu 2,0 MEUR:n suuruinen alaskirjaus Venäjän osakkuusyhtiöstä. Toisaalta osuutta osakkuusyhtiöiden tuloksesta nostaa vuositasolla arviomme mukaan noin 0,9 MEUR:n tulo-osuudet Guyanan projektista. Kannattavuustasoa tukee myös Perun puhdistusprojekti, jonka katerakenne on arviomme mukaan hieman yhtiön muuta perusliiketoimintaa kannattavampaa. Tätä ja liikevaihdon ajoittumista peilaten odotamme yhtiön kannattavuushuipun ajoittuneen myös Q1:lle. Uusiin projekteihin tehtyjen investointien myötä odotamme yhtiön poistotason kasvavan hieman Q1'22:n tasolta tänä vuonna. Tätä peilaten odotamme yhtiön oikaistun liikevoiton olevan 15,3 MEUR, mikä vastaa 12,2 %:n EBIT-%. Siten odotamme yhtiön ylittävän ohjeistukseensa selvästi myös liikevoiton osalta, mutta emme odota yhtiön ylittävän vielä taloudelliseen tavoitteeseensa (pl. Q1:llä). Raportoidun liikevoiton odotamme alaskirjausta peilaten olevan 13,3 MEUR. Ennusteisiimme ei sisälly muita olennaisia kertaeriä.

Tuloslaskelman alemmilla riveillä odotamme nettorahoituskulujen nousevan hieman viime vuodesta ja olevan 2,3 MEUR, joita nostaa etenkin takauspalkkiot, mutta toisaalta pienentää listautumisannin myötä parantunut taseasema ja siten laskenut rahoituksen hinta.

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Taseen avainlukujen kehitys



Ennusteet 3/4

Tätä heijastellen odotamme yhtiön tuloksen ennen veroja olevan 11,2 MEUR. Alariveillä tulosta rasittavat ennusteissamme noin 3,3 MEUR:n tuloverot, joita nostaa etenkin Q1:n korkea efektiivinen veroaste (47 %) johtuen Venäjän osakkuusyhtiön vähennyskvelvottomasta arvonalentumisesta, Perun korkeasta tuloveroasteesta sekä laskennallisten verosaamisten uudelleenarvostuksesta. Lisäksi osakkeenomistajille kuuluvaa tulosta leikkaavat pienet vähemmistöosuudet (0,3 MEUR).

Kokonaiskuvaa heijastellen odotamme yhtiön oikaistun osakekohtaisen tuloksen olevan kuluvana vuonna 0,36 euroa. Taloudellisia tavoitteitaan peilaten odotamme yhtiön maksavan 0,05 euron osakekohtaista osinkoa tuloksestaan, minkä yhtiön paraneva kassavirta myös mahdollistaa. Käyttöpääoman maltillista vapautumista ja kohoavaa operatiivista tulosta peilaten odotammekin yhtiön liiketoiminnan kassavirran olevan myös hyvällä tasolla 17,2 MEUR:ssa (huom. Venäjän osakkuusyhtiöön liittyvällä alaskirjauksella ei olennaista kassavirtavaikutusta) ja vapaan kassavirrankin projektien vaatimista investoinneista huolimatta noin 10,7 MEUR.

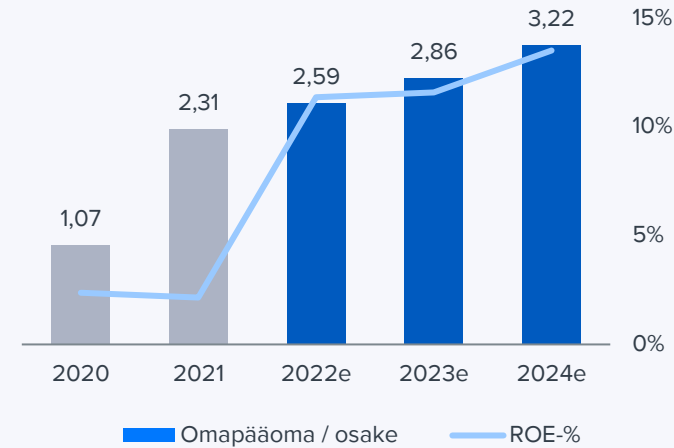
Vuosien 2023-2024 ennusteet

Arviomme mukaan yhtiön historiallisen liikevaihdon ja käynnissä olevien projektien tuoma liikevaihtotaso on ensi vuodelle karkeasti 90-100 MEUR. Perun öljyvudon tyyppiset merkittävän kokoiset projektit ovat arviomme mukaan yhtiölle yleensä keskimääräistä kannattavampia ja voivat olla myös liikevaihdon kannalta merkittäviä. Näiden ennustaminen on kuitenkin käytännössä

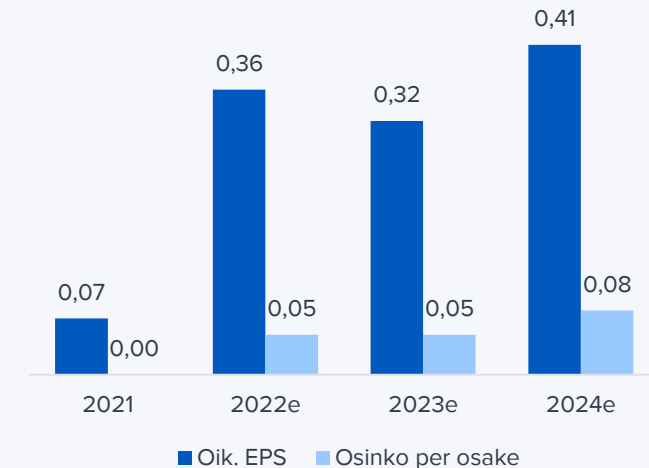
mahdotonta, koska ne perustuvat lähtökohtaisesti akuuttiin onnettomuuteen. Tätä peilaten odotamme yhtiön liikevaihdon laskevan nykyskenaariossa ensi vuonna melko selvästi (-11 %) 112 MEUR:oon. Taustaoletuksena ensi vuoden liikevaihdon ennusteissamme on kuitenkin, että yhtiö saa hankittua vielä hieman lisäliikevaihtokuormaa ensi vuodelle voitettujen kilpailutusten, nykyisten sopimusten lisämyynnin tai pienemmän Perun kaltaisen projektien kautta. Tämä on selvästi yhtiön omien tavoitteiden alapuolella ja ennusteemme saattaakin osoittautua varovaiseksi. Tällä hetkellä ennusteitamme painaa kuitenkin rajallinen näkyvyys yhtiön ensi vuoden liikevaihdon kehitykseen. Tilanne voi muuttua nopeasti mahdollisten uusien voitettujen palvelusopimusten myötä (esim. Bangladeshin projekti) tai nykyisten projektien lisämyynnin kautta.

Sen sijaan vuonna 2024 odotamme yhtiön liikevaihdon palautuvan vuoden 2022 tasolle ja kasvavan 12 % 125 MEUR:oon. Oletammekin yhtiön voittavan vähintään yhden merkittävän kilpailutuksen seuraavan vuoden aikana ja tämän projektin pääsevän kunnolla vauhtiin vuoden 2024 aikana. Vuoden 2024 ennusteissamme odotamme Saudi-Arabian projektin osuuden olevan jo hyvin vähäinen. Liikevaihtoennusteisiin liittyy kuitenkin korostettua epävarmuutta, sillä arviomme mukaan yhtiön kasvu on hyvin pitkälti sidoksissa suurten palveluprojektien kilpailutusten voittoihin ja projektien aikatauluihin tai nykyisten sopimusten merkittävään laajentumiseen. Samalla ennusteemme voivat olla hyvinkin varovaisia jo lähivuosien osalta, jos yhtiö onnistuu voittamaan useampia kilpailutuksia lähitulevaisuudessa.

Oma pääoma / osake ja ROE-%



Oikaistu EPS ja osinko per osake



Ennusteet 4/4

Laskevaa liikevaihtoa peilaten odotamme yhtiön kannattavuuden laskevan käyttökatetasolla 16,7 %:iin. Puolestaan vuonna 2024 odotamme käyttökatemarginaalin nousevan uuden projektin ja parantuneen tehokkuuden myötä 17,1 %:iin. Odotamme osuuden osakkuusyritysten tuloksesta olevan vakaalla tasolla lähivuosina noin 0,9 MEUR:ssa. Poistotason odotamme myös pysyvän lähivuosina suhteellisen vakaalla tasolla 5,6-6,0 MEUR:ssa heijastellen suurten palveluprojektien investointeja. Siten odotamme yhtiön oikaistun liikevoiton olevan 11,3-12,6 % vuosina 2023-2024 emmekä täten odota yhtiön yltävän aivan taloudelliseen tavoitteeseen vielä ennustallamme vuotuisella liikevaihtomäärällä.

Alemmilla riveillä odotamme yhtiön saavan painettua rahoituskulujaan hieman noin 2,0 MEUR:oon vuositasolla vahvistuvan kassavirran ja taseaseman myötä. Veroasteen odotamme olevan stabiililla tasolla noin 20 %:ssa ja vähemmistöosuuksien odotamme nakertavan tulosta ainoastaan marginaalisesti. Tätä heijastellen odotamme yhtiön osakekohtaisen tuloksen olevan 0,32-0,41 euroa vuosina 2023-2024. Osinkoa ennustamme yhtiön maksavan tuloksesta 0,05 ja 0,08 euroa osakkeelta.

Hyvällä tasolla säilyvää kannattavuutta peilaten odotamme yhtiön kassavirran olevan myös selvästi positiivinen, vaikka ennusteissamme odotamme käyttöpääomaa sitoutuvan jälleen vuonna 2024 uuden projektin myötä. Ennustamme maltillisen osingonjakosuhteen ja hyvän tuloskunnan myötä yhtiön tase säilyy ajanjakson aikana erittäin vahvana (2024e

nettokassa: ~19 MEUR, nettovelkaantumisaste: -23 %). Pidämmekin hyvin todennäköisenä, että yhtiö tekee ajanjakson aikana kasvua tukevia yritysostoja, mihin tase antaisi myös jo hyvää liikkumavaraa.

Pitkän aikavälin ennusteet

Mielestämme Lamorin pitkän aikavälin kasvunäkymät ovat erittäin hyvät kasvavien ympäristövaatimusten ja odotetun talouskasvun (etenkin kehittyvien maiden) myötä. Lisäksi yhtiön muovinkierrätysliiketoiminnan mahdollinen kasvu tarjoaa mielestämme hyvän kasvuaikavälin pidemmällä aikavälillä. Näkemyksemme mukaan pidemmällä aikavälillä yhtiön kasvu tulee kuitenkin olemaan riippuvaista suurten kilpailutusten voittamisesta, joita on mahdotonta ennustaa tässä vaiheessa. Lisäksi yhtiön nykyinen suuriin palveluprojekteihin keskittyvä strateginen valinta on vielä käytännön tasolla todistamatta pitkän ajan arvonluonnin kannalta. Liikevaihdon muodostumisesta johtuen pidämme erittäin todennäköisenä, että yhtiön kasvu tulee myös pidemmällä jaksolla vaihtelevaan vuosien välillä huomattavasti (ts. negatiivisen ja voimakkaan kasvun vuosia), vaikka nykyisten projektien mahdollisesti käytettävät jatko-optiot heiluntaa tasaisivatkin selvästi. Tätä kehitystä on kuitenkin hyvin hankala mallintaa ja olemmekin tästä johtuen mallintaneet yhtiön pidemmän aikavälin kasvua stabiilimman kasvun kautta. Odotamme yhtiön pidemmän aikavälin kasvun olevan keskimäärin hieman kehittyneiden markkinoiden ennustettua BKT:n kasvua voimakkaampaa (2025e-2031e liikevaihdon CAGR: 5,4 %).

Terminaalivaiheen kasvun oletamme sen sijaan olevan 2 % heijastellen noin globaalin talouden pitkän aikavälin kasvuolettamaa.

Kohoavan liikevaihdon myötä odotamme yhtiön kannattavuuden nousevan myös vuosikymmenen puolivälissä, mutta toisaalta laskevan vuosikymmenen loppua kohden kiristyvän kilpailun myötä (2025e-2031e EBIT-%: 9,0-13,0 %). Siten emme nykyisissä ennusteissamme odota yhtiön saavuttavan taloudellista tavoitettaan liikevoittomarginaalin osalta ennustejakson aikana, vaan jäämme toistaiseksi seuraamaan strategian toteutuksen ja kannattavuustason noston etenemistä. Mielestämme tason saavuttaminen ei ole Lamorille kuitenkaan lainkaan mahdotonta keskipitkällä / pitkällä aikavälillä ja yhtiö väläyttelikin kannattavuuspotentiaaliaan jo Q1'22:lla (oik. EBIT-%: 15 %). Tason saavuttaminen olisi mielestämme mahdollista ainakin ennusteitamme useamman suuren kilpailutuksen voittamisen kautta, mitkä nostaisivat vuotuista liikevaihtokuormaa arvioimallamme 150-160 MEUR:n vuositasolle. Viimeisen reilun vuoden aikana Lamorilla on erittäin vahvat näytöt kilpailutusten voittamisen osalta. Esimerkiksi listautumisen yhteydessä yhtiö oli edellisen vuoden aikana voittanut yli 90 % osallistumisistaan kilpailutuksistaan sopimusarvolla painotettuna, joten myös tämän nykyisiä ennusteitamme positiivisemmän skenaarion todennäköisyydet ovat kohtalaisen hyvät. Emme kuitenkaan tässä kohtaa lähde nojaamaan ennusteissamme yhtä vahvaan menestymiseen kilpailutuksissa tulevaisuudessa.

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2020	2021	Q1'22	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	45,6	51,5	43,2	28,3	26,2	27,9	126	112	125	136
Konserni	45,6	51,5	43,2	28,3	26,2	27,9	126	112	125	136
Käyttökate	5,6	6,0	5,9	4,8	4,2	4,7	19,6	18,7	21,4	23,8
Poistot ja arvonalennukset	-3,2	-4,1	-1,5	-1,7	-1,6	-1,6	-6,3	-6,0	-5,6	-6,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	3,4	2,8	6,5	3,1	2,6	3,1	15,3	12,7	15,8	17,8
Liikevoitto	2,4	1,9	4,5	3,1	2,6	3,1	13,3	12,7	15,8	17,8
Konserni	2,4	1,9	4,5	3,1	2,6	3,1	13,3	12,7	15,8	17,8
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-1,4	-1,8	-0,6	-0,5	-0,6	-0,6	-2,3	-2,0	-2,0	-2,0
Tulos ennen veroja	1,0	0,2	3,9	2,6	2,0	2,5	11,0	10,7	13,8	15,8
Verot	-0,2	0,7	-1,8	-0,6	-0,4	-0,5	-3,3	-2,1	-2,8	-3,2
Vähemmistöosuudet	-0,2	0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2
Nettotulos	0,7	1,0	1,9	2,0	1,6	1,9	7,4	8,3	10,9	12,4
EPS (oikaistu)	0,06	0,07	0,15	0,07	0,06	0,07	0,36	0,32	0,41	0,47
EPS (raportoitu)	0,03	0,04	0,07	0,07	0,06	0,07	0,28	0,32	0,41	0,47

Tunnusluvut	2020	2021	Q1'22	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%	-5,2 %	12,9 %	556,3 %	150,1 %	51,2 %	70,7 %	143,7 %	-11,0 %	12,0 %	9,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-7,7 %	-17,4 %	-643,9 %	396,3 %	-3,3 %	351,9 %	439,8 %	-17,0 %	24,6 %	12,5 %
Käyttökate-%	12,3 %	11,7 %	13,8 %	16,8 %	16,2 %	16,8 %	15,6 %	16,7 %	17,1 %	17,5 %
Oikaistu liikevoitto-%	7,5 %	5,5 %	15,0 %	11,0 %	10,0 %	11,0 %	12,2 %	11,3 %	12,6 %	13,0 %
Nettotulos-%	1,5 %	1,9 %	4,4 %	7,0 %	6,0 %	6,9 %	5,9 %	7,5 %	8,7 %	9,1 %

Lähde: Inderes

Huom: Vuoden 2020 EPS laskettu nykyisellä osakemäärällä

Sijoitusprofiili

1.

Suuret palvelusopimukset mahdollistavat nopean kasvun uuteen kokoluokkaan

2.

Kasvava markkina, vaikka lyhyellä aikavälillä talouden epävarmuus voi heijastua projektien alkamiseen

3.

Kannattavuudessa nousupotentiaalia

4.

Projekteissa siirrytty uuteen kokoluokkaan, joiden toteuttamisesta ei ole vielä kertynyt track-recordia

5.

Kasvustrategian rahoitus turvattu listautumisen myötä

Potentiaali



- Etenkin jätteen- ja vedenkäsittelymarkkinat tarjoavat kasvumahdollisuuksia ketterälle ja kokonaisvaltaiselle toimijalle kehittyvillä markkinoilla. Vahva markkina-asema öljyntorjuntamarkkinalla tuo vakautta
- Kannattavuudessa nousupotentiaalia kasvavan liikevaihdon myötä, mikä skaalaa kiinteitä kuluja
- Markkinoiden kysyntänäkymät positiiviset kasvavan ympäristötietoisuuden myötä
- Kasvua kiihdyttävät yritysostot

Riskit



- Projektiriskit (sis. hinnoittelu, toteutus, kumppanien valinta, maariskit) sekä uusien projektien kokoluokka, josta yhtiöllä ei vielä kertynyt track-recordia
- Maailmantalouden pidempiaikainen negatiivinen kehitys, mikä vaikuttaisi todennäköisesti etenkin kehittyviin markkinoihin (sis. vahva USD)
- Kilpailutusten voittamisessa epäonnistuminen
- Kiristyvä kilpailu

Arvonmääritys 1/3

Arvonmääritysmenetelmät

Mielestämme Lamoria tulee hinnoitella kannattavan kasvuyhtiön tavoin ensisijaisesti tulos pohjaisesti. Näkemyksemme mukaan Lamorin kohdalla jokseenkin kaikki arvostuskertoimet ovat käyttökelpoisia, mutta suosimme arvonmäärityksessä nettotulos pohjaista P/E-lukua sekä yhtiön vahvan taseen paremmin huomioivia yritys arvopohjaisia EV/EBITDA- ja EV/EBIT -lukuja. EV-pohjaisten kertoimien kanssa sijoittajan kannattaa kuitenkin huomioida, että vahva tase on Lamorin liiketoiminnan kasvun edellytys, mikä osaltaan rajaa EV-kertoimien hyväksyttävää arvostusta. Lisäksi EV-pohjaiset luvut eivät ota huomioon taseen ulkopuolisia takausvastuita ja näistä aiheutuvia korkokustannuksia. Tarkastelemme kertoimia sekä absoluuttisesti että suhteessa verrokkiryhmään. Näiden lisäksi käytämme yhtiön arvonmäärityksen tukena lähivuosien kokonaistuotto-odotusta sekä kassavirtamallia.

Arvostukseen vaikuttavat tekijät

Mielestämme tämän lisäksi seuraavat tekijät painavat ja tukevat Lamorin arvostusta:

- **Megatrendit** kasvattavat yhtiön kohdemarkkinoiden kokoa merkittävästi pitkällä aikavälillä, mikä luo Lamorille myös hyvät kasvunäkymät. Lisäksi yhtiön asemoituminen vastuullisuusnäkökulmasta (ESG) tukee arviomme mukaan markkinoiden yhtiölle hyväksymää arvostusta.
- **Pitkät palvelusopimukset** tuovat liiketoimintaan jatkuvuutta ja parantavat yhtiön ennustettavuutta, mikä nostaa myös

hyväksyttävää arvostusta. Uusien pitkien palvelusopimusten voittaminen ja näiden osuuden kasvattaminen yhtiön kokonaisliikevaihdosta lähtökohtaisesti nostaisikin hyväksyttävää arvostusta.

- **Vahva markkina-asema** osalla kohdemarkkinoista laskee liiketoimintaan liittyvää riskitasoa ja toisaalta tarjoaa kokonaisvaltaiselle toimijalle merkittäviä kasvumahdollisuuksia myös muilla liiketoiminta-alueilla.
- **Lyhyt track-record** nykykokoluokan suurten palvelusopimusten toimittamisesta vaikuttaa mielestämme toistaiseksi yhtiön riskitasoa kohottavasti. Lisäksi yhtiön tulovirrat ovat hyvin keskittyneitä nykyisellä projektisalkulla Saudi-Arabian ja Kuwaitin projekteihin.
- **Projektivetoiseen liiketoimintaan liittyvät yleiset riskit** (mm. hinnoittelu ja toteutus) painavat arviomme mukaan markkinoiden yhtiölle hyväksymää arvostusta nykyisellä liiketoimintamallilla myös tulevaisuudessa.
- **Kilpailutusten voittaminen** on edellytys yhtiön kasvulle keskipitkällä - pitkällä aikavälillä. Tämä tekee kasvun ennustamisesta hankalampaa ja oletettavasti aiheuttaa myös volatiliiteettia yhtiön kasvuun vuositasolla tulevaisuudessa, mikä nostaa yhtiön riskiprofilia sijoittajien silmissä.
- **Lamorin kohdemarkkinat sijaitsevat kehittyvillä markkinoilla** ja arviomme mukaan tämä nostaa osaltaan yhtiön riskitasoa. Toisaalta yhtiön riskitasoa laskee arviomme mukaan varsin laadukas asiakasportfolio.

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	4,74	4,74	4,74
Osakemäärä, milj. kpl	26,4	26,4	26,4
Markkina-arvo	125	125	125
Yritysarvo (EV)	114	107	107
P/E (oik.)	13,4	15,0	11,5
P/E	17,0	15,0	11,5
P/Kassavirta	11,7	13,1	39,1
P/B	1,8	1,7	1,5
P/S	1,0	1,1	1,0
EV/Liikevaihto	0,9	1,0	0,9
EV/EBITDA (oik.)	5,8	5,7	5,0
EV/EBIT (oik.)	7,5	8,5	6,8
Osinko/tulos (%)	17,9 %	15,8 %	19,5 %
Osinkotuotto-%	1,1 %	1,1 %	1,7 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 2/3

- **Pääomien sitoutuminen** (sis. käyttöpääoma ja takaukset) rajaavat pääoman tuottoa (etenkin oman pääoman tuottoa), mikä vaikuttaa osaltaan negatiivisesti arvostukseen.
- **Liiketoiminta skaalautuu vain rajallisesti** tietyn pisteen jälkeen muuttuvien kulujen muodostaessa merkittävän osan yhtiön kulurakenteesta, mikä rajaa sijoittajien yhtiölle hyväksymää arvostusta. Nykyisellään yhtiön kannattavuudessa on kuitenkin nousuvaraa (huom. taloudelliset tavoitteet), mikä tukee yhtiön arvostusta keskipitkällä aikavälillä.

Verrokkiryhmä ja hyväksyttävä arvostus

Olemme koonneet Lamorille verrokkiryhmän, joka koostuu globaaleista ympäristöpalvelutoimijoista, joiden arvoketjuasema ja tarjoamat ovat jokseenkin Lamorin vastaavia. Toimijoiden liiketoimintaprofileissa (ts. pääomavaltaisuudessa sis. kiinteä pääoma), fokusalueissa, tarjoamien laajuuksissa sekä maantieteellisissä markkinoissa on kuitenkin eroja. Lisäksi verrokkiryhmä koostuu hyvin erikokoisista toimijoista. Arviomme mukaan verrokkiryhmä antaa kuitenkin kohtuullista kuvaa toimialan yleisestä arvostuskuvasta, vaikka esimerkiksi suurin osa Lamorin suorista kilpailijoista etenkin öljyntorjuntamarkkinalla onkin listaamattomia toimijoita. Määrittämämme verrokkiryhmän mediaani EV/EBIT-kertoimet lähivuosille ovat noin 11x-12x ja EV/EBITDA-kertoimet 6x. Sen sijaan P/E-kertoimet vuosille 2022 ja 2023 ovat 18x ja 15x. Absoluuttisesti kertoimet eivät ole mielestämme huomattavan korkeita ja vastaavat myös karkeasti Helsingin pörssin pidemmän aikavälin keskiarvoa (mediaani P/E 14x-15x, mediaani EV/EBIT 11x-14x) kanssa.

Mielestämme Lamor tulisi arvottaa noin linjaan verrokkiryhmänsä kanssa, kun huomioidaan lähivuosille Lamorin ja verrokkien ennustettujen tuloskasvujen ja sijoitetun pääoman tuottojen väliset erot (kts. tarkemmin s. 39) huolimatta Lamorin keskimäärin hieman korkeammasta riskiprofiilista suhteessa verrokkeihin. Emme kuitenkaan tässä kohtaa ole valmiita hyväksymään Lamorille preemiohinnoittelua suhteessa sen vielä lyhyen track-recordin ja kilpailutuksiin (ts. kasvuun) liittyvän epävarmuuden vuoksi.

Tätä kokonaiskuvaa ja Lamorin liiketoiminnan vaatimaa taserakennetta peilaten mielestämme yhtiölle hyväksyttävät arvostushaarukat tulospohjaisesti ovat tällä hetkellä oikaistulla P/E-kertoimella noin 13x-17x, oik. EV/EBIT-kertoimella 9x-12x ja oik. EV/EBITDA-kertoimella 5x-8x. Tätä tukee myös yhtiön suurimman verrokin Ambiparin lähivuosien EV-pohjainen arvostus (EV/EBIT: 10x-8x, EV/EBITDA: 6x-5x), kun taas yhtiön P/E-kertoimet ovat lähivuosille korkeahkoita (40x-21x).

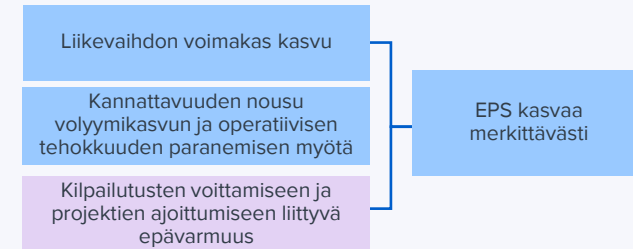
Absoluuttiset kertoimet

Nykyisillä ennusteillamme Lamorin oik. P/E-luvut vuosille 2022-2023 ovat 13x ja 15x. Vastaavat EV/EBIT-luvut ovat 7x ja 8x ja EV/EBITDA-luvut puolestaan noin 6x. Suhteessa määrittämämme hyväksyttävään arvostukseen ovat kuluvan vuoden kertoimet erittäin houkuttelevalla tasolla, kun taas ensi vuoden kertoimet ovat neutraalimmalla tasolla johtuen projektien ajoittumisesta ennusteissamme. Arviomme mukaan tämä heijastelee yhtiön arvostukseen liittyviä haasteita Lamorin nykyisessä kokoluokassa myös jatkossa, missä yksittäisten projektien ajoittumiset voivat vaikuttaa huomattavasti

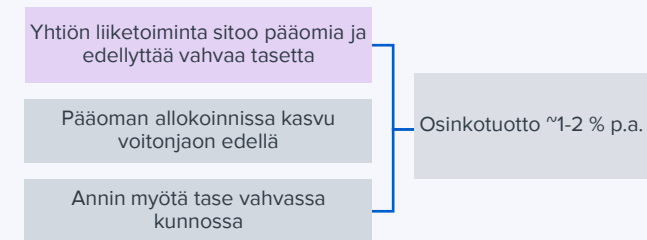
Osaketuoton ajurit 2022e-2024e

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

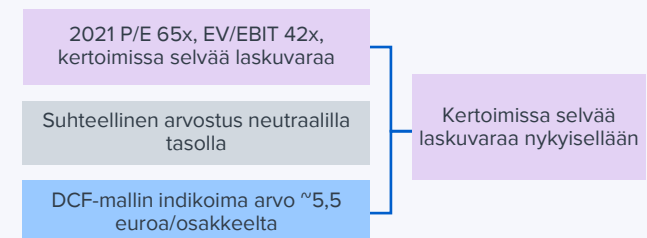
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuksen ajurit



Arviomme osakkeen kokonaistuotto-odotuksen (~10-15 % p.a.) ylittävän tuottovaatimuksen lähivuosina

Arvonmääritys 3/3

tulokseen. Toisaalta mahdolliset tulevat uudet pitkäaikaiset palvelusopimukset tai yksittäiset suuret Perun kaltaiset projektit voivat muuttaa arvostuskuvaa nopeasti.

Yhtiö ei ole mielestämme myöskään liikevaihtopohjaisesti haastavasti hinnoiteltu (EV/S 2022e-2023e: 0,9x-1,0x), vaikka huomioisimme liiketoiminnan vaativan vahvan tasepohjan. Verrokkiryhmään nähden Lamor on arvostettu tulos pohjaisesti tälle vuodelle selvässä noin 30-35 %:n alennuksella, mikä ei ole mielestämme perusteltua. Ensi vuoteen katsottuna arvostus on puolestaan suhteellisen neutraali verrokkeihin peilattuna huolimatta ennusteissamme laskevasta liikevaihdosta.

Osakkeen kokonaistuotto-odotus

Tarkastelemalla sijoittajan tuotto-odotusta yksinkertaistaen hyväksyttävän arvostuksen (P/E-kerroin 15x vuoden 2024 lopussa) ja vuoden 2024 tulosennusteidemme kautta saamme osakkeen kokonaistuotto-odotukseksi nykyisellä 4,74 euron osakekurssilla noin 11 % vuositasolla. Tämän päälle odotamme sijoittajan saavan matalaa noin 1 %:n pohjatuottoa osingon kautta. Siten vuosittaiseksi kokonaistuotto-odotukseksi muodostuisi noin 12 %, mikä ylittää käyttämämme vajaan 10 % oman pääoman kustannuksen ja näin ollen osakkeen nykyinen arvotus on mielestämme houkutteleva.

Keskipitkällä aikavälillä merkittävää potentiaalia

Toisaalta arvioimme, että jos Lamor yltäisi kuluvan vuoden jälkeen kasvutavoitteen alareunaan (liikevaihdon CAGR 10 % 2023-2025) uusien suurten projektien voittamisen tai nykyisten isojen sopimusten jatkumisen / laajentamisen myötä ja

yltäisi taloudellisten tavoitteiden mukaiseen 14 %:n liikevoittomarginaaliin vuonna 2025, olisi yhtiöllä edellytyksiä tehdä noin 0,60-0,65 euron osakekohtaista tulosta. Mielestämme yhtiötä voitaisiin perustellusti hinnoitella tässä skenaariossa myös vähintään P/E-kertoimella 15x-17x. Tämä puolestaan tarkoittaisi 9,6-10,4 euron osakekohtaista arvoa arvostushaarukan keskikohdalla, joka puolestaan vuosituotoksi käännettynä tarkoittaisi noin 22-24 %, jonka päälle sijoittaisi saisi ennusteillamme vielä 1-2 %:n osinkotuottoa. Tässä skenaariossa sijoittajan vuosittainen tuotto-odotus nousisikin erittäin houkuttelevalle tasolle, mutta toisaalta edellyttäisi yhtiöltä useampien suurempien kilpailutusten voittamista sekä operatiivisen tehokkuuden parantumista. Näkyvyys tämän skenaarion toteutumiseen on tässä kohtaa rajallinen, mutta emme kuitenkaan pidä tätä mahdollisena huomioiden merkittävien kilpailutusten lukumäärä ja Lamorin hyvät näytöt näiden voittamisesta.

DCF-arvonmääritys

Olemme määrittäneet Lamorin arvoa myös rahavirtamallin (DCF) avulla. Emme toistaiseksi nojaa arvonmäärityksessä DCF-malliin kovinkaan voimakkaasti johtuen yhtiön vielä lyhyestä historiasta suurten projektien toimitusten osalta. Tämä lisää huomattavasti ennusteriskiä molempiin suuntiin ja toisaalta DCF on hyvin herkkä siihen asetetuille parametreille, etenkin terminaalijakson muuttujille. Tästä huolimatta DCF-malli antaa kuvaa yhtiön pitkän aikavälin potentiaalista nykyisillä suhteellisen varovaisilla ennusteillamme suhteessa arvioimiimme yhtiön kasvutavoitteisiin.

Ennustemallimme pohjautuu Ennusteet-

kappaleessa oleville ennusteillemme (2022e-2031e). Terminaalivaiheen kasvun olemme asettaneet puolestaan 2 %:iin ja liikevoittomarginaalin 9,0 %:iin. Nykyisellään soveltamamme pääoman kustannus (WACC 9,0 % ja oman pääoman kustannus 9,8 %) on arviomme mukaan jonkin verran pörssin keskimääräisen tuottovaatimuksen yläpuolella, mikä heijastelee yhtiön liiketoimintaan liittyviä riskejä, joita kävimme tarkemmin läpi Lamorin sijoitusprofiiliin yhteydessä. Mielestämme tuottovaatimuksessa on asteittaista laskuvaa yhtiön track-recordin kertyessä suurten palvelusopimusten toimittamisesta ja/tai uusien merkittävien palvelusopimusten voittamisen myötä, mikä parantaisi yhtiön ennustettavuutta sekä hajauttaisi tulovirtoja laajemmalle.

DCF-mallimme mukainen Lamorin osakekohtainen arvo on noin 5,5 euroa. Mallissa terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta on suhteellisen neutraalilla tasolla 54 %:ssa. Näin ollen kassavirtamallimme ei ole huomattavan aggressiivinen ja ennusteiden ylittäminenkään ei ole mielestämme pitkässä juoksussa mahdotonta.

Suositus ja tavoitehinta

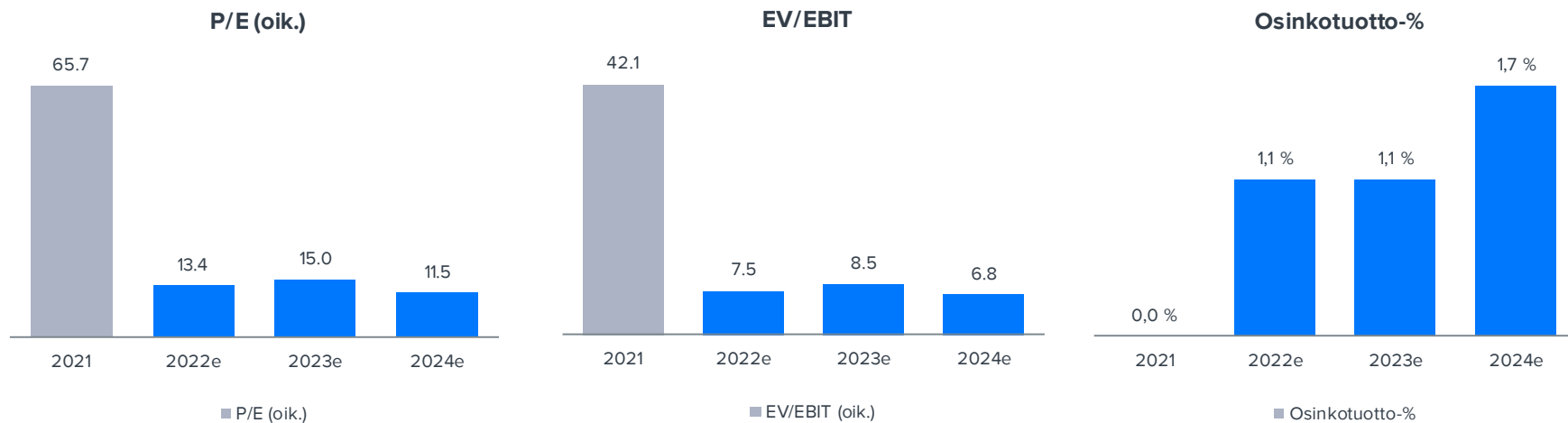
Olemme arvioineet Lamorin arvostusta useammasta kulmasta ja mielestämme osakkeen riskikorjattu tuotto-odotus on houkuttelevalla tasolla seuraavalle 12 kuukaudelle. Periaatteessa yhtiön tämän vuoden arvostuskuvaa voisi tukea vahvempaakin näkemystä, mutta yhtiön lähivuosien kasvun epävarmuutta ja lyhyttä track-recordia peilaten aloitamme Lamorin seurannan lisää-suosituksella ja 5,30 euron tavoitehinnalla.

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi			4,83	4,83	4,61	4,74	4,74	4,74	4,74
Osakemäärä, milj. kpl			26,4	26,4	26,4	26,4	26,4	26,4	26,4
Markkina-arvo			128	128	122	125	125	125	125
Yritysarvo (EV)			156	145	119	114	107	107	102
P/E (oik.)			68,1	76,4	65,7	13,4	15,0	11,5	10,1
P/E			77,5	>100	>100	17,0	15,0	11,5	10,1
P/Kassavirta			neg.	15,6	neg.	11,7	13,1	39,1	14,1
P/B			4,5	4,5	2,0	1,8	1,7	1,5	1,3
P/S			2,7	2,8	2,4	1,0	1,1	1,0	0,9
EV/Liikevaihto			3,2	3,2	2,3	0,9	1,0	0,9	0,7
EV/EBITDA (oik.)			23,6	25,8	19,8	5,8	5,7	5,0	4,3
EV/EBIT (oik.)			42,0	42,2	42,1	7,5	8,5	6,8	5,7
Osinko/tulos (%)			0,0 %	0,0 %	0,0 %	17,9 %	15,8 %	19,5 %	21,3 %
Osinkotuotto-%			0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,1 %	1,1 %	1,7 %	2,1 %

Lähde: Inderes

Huom: 2019-2020 indikatiiviset arvostuskertoimet laskettu 4,83 euron listautumishinnalla ja nykyisellä osakemäärällä ja ovat ainoastaan havainnollistavia



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e
Seche Environnement SA	67,90	534	1014	12,8	11,7	5,5	5,1	1,2	1,1	13,5	11,9	1,6	1,7	1,8
Veolia Environnement SA	25,79	18174	28295	10,0	8,8	4,7	4,3	0,7	0,7	16,7	13,5	4,2	5,2	1,5
Clean Harbors Inc	89,85	4716	6723	15,6	14,8	8,6	8,4	1,5	1,5	19,9	18,4			2,9
Ambipar Participacoes e Empreendimer	31,00	641	1040	10,4	8,2	6,4	5,4	1,8	1,5	40,1	20,7	0,4	1,1	2,5
Republic Services Inc	130,37	39634	48717	21,5	19,8	13,4	12,4	3,9	3,7	28,3	25,5	1,4	1,5	4,4
Renewi PLC	656,00	607	1271	9,8	11,2	5,2	5,3	0,7	0,7	7,8	9,3	0,3	0,9	2,1
Heritage-Crystal Clean Inc	26,52	618	550	7,8	8,5	5,4	5,7	1,0	1,0	11,6	12,7			
Orizon Valorizacao de Residuos SA	32,05	439	475	12,0	8,1	9,5	6,6	3,9	2,8	22,1	15,7			4,5
GFL Environmental Inc	36,40	9020	15084	94,3	55,4	12,0	11,0	3,3	3,1	86,4	43,4	0,1	0,1	2,4
Daiseki Eco Solution Co Ltd	991,00	122	150			6,0	5,5	1,2	1,2	11,1	10,1	0,9	1,1	
Lamor (Inderes)	4,74	125	114	7,5	8,5	5,8	5,7	0,9	1,0	13,4	15,0	1,1	1,1	1,8
Keskiarvo				21,6	16,3	7,7	7,0	1,9	1,7	25,8	18,1	1,3	1,7	2,8
Mediaani				12,0	11,2	6,2	5,6	1,3	1,3	18,3	14,6	0,9	1,1	2,4
Erotus-% vrt. mediaani				-38%	-25%	-6%	3%	-32%	-26%	-27%	3%	17%	-1%	-25%

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

Verrokkiryhmän tunnuslukuja

Yhtiö	Yritysarvo	P/E		EV/EBIT		Liikevaihdon kasvu (CAGR)		EBIT-% (keskiarvo)		ROIC-% (keskiarvo)	
		FY2022e	FY2023e	FY2022e	FY2023e	2018-21	2022e-24e	2018-21	2022e-24e	2018-21	2022e-24e
Lamor (Inderes)	121	12,3	16,5	7,9	9,4	6 %	33 %	5 %	12 %	4 %	20 %
Seche Environnement SA	1014	13,5	11,9	12,8	11,7	10 %	7 %	7 %	9 %	5 %	
Veolia Environnement SA	28295	16,7	13,5	10,0	8,8	4 %	5 %	6 %	8 %	7 %	7 %
Clean Harbors Inc	6723	19,9	18,4	15,6	14,8	7 %	2 %	7 %	10 %	7 %	7 %
Ambipar Participacoes e Empreendimentos SA	1040	40,1	20,7	10,4	8,2	80 %	19 %	19 %	19 %	12 %	13 %
Republic Services Inc	48717	28,3	25,5	21,5	19,8	3 %	7 %	18 %	19 %	10 %	9 %
Renewi PLC	1271	7,8	9,3	9,8	11,2	16 %	3 %	5 %	6 %	7 %	9 %
Heritage-Crystal Clean Inc	550	11,6	12,7	7,8	8,5	9 %	3 %	7 %	12 %		
Orizon Valorizacao de Residuos SA	475	22,1	15,7	12,0	8,1	17 %	52 %	20 %	36 %		31 %
GFL Environmental Inc	15084	86,4	43,4	94,3	55,4	43 %	7 %	-1 %	7 %	4 %	3 %
Daiseki Eco Solution Co Ltd	150	11,1	10,1			1 %	7 %	8 %			
Mediaani	1040	16,7	15,7	11,2	10,3	9 %	7 %	7 %	11 %	7 %	9 %
Keskiarvo	9404	24,5	18,0	20,2	15,6	18 %	13 %	9 %	14 %	7 %	12 %

Lähde: Thomson Reuters / Inderes

Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Pysyvät vastaavat	32,6	41,1	41,1	41,6	44,3
Liikearvo	17,9	18,0	18,0	18,0	18,0
Aineettomat hyödykkeet	4,3	4,2	4,6	4,8	5,0
Käyttöomaisuus	4,9	10,3	12,0	12,2	14,9
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	3,8	3,7	1,7	1,7	1,7
Muut sijoitukset	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	1,4	1,4	1,4	1,4
Laskennalliset verosaamiset	1,4	2,9	2,9	2,9	2,9
Vaihtuvat vastaavat	30,8	69,6	94,5	95,8	106
Vaihto-omaisuus	6,9	9,1	17,6	16,8	21,3
Muut lyhytaikaiset varat	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Myyntisaamiset	18,4	31,5	43,9	40,2	46,9
Likvidit varat	5,3	28,9	32,8	38,7	37,9
Taseen loppusumma	63,4	111	136	137	151

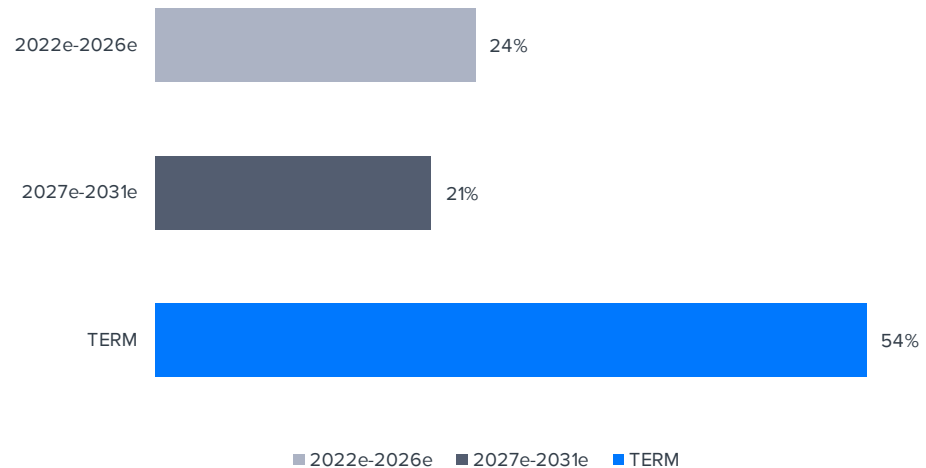
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Oma pääoma	29,4	61,9	69,3	76,3	85,8
Osakepääoma	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9
Kertyneet voittovarot	12,8	12,8	20,2	27,2	36,7
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	11,6	44,4	44,4	44,4	44,4
Vähemmistöosuus	1,2	0,8	0,8	0,8	0,8
Pitkäaikaiset velat	4,1	15,9	12,3	12,0	11,8
Laskennalliset verovelat	0,2	0,9	0,9	0,9	0,9
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	3,8	12,2	8,6	8,3	8,1
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,1	2,8	2,8	2,8	2,8
Lyhytaikaiset velat	29,9	32,8	54,1	49,1	53,0
Lainat rahoituslaitoksilta	13,2	12,4	11,3	11,0	10,4
Lyhytaikaiset korottomat velat	16,5	20,3	42,7	38,0	42,5
Muut lyhytaikaiset velat	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Taseen loppusumma	63,4	111	136	137	151

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevoitto	1,9	13,3	12,7	15,8	17,8	19,2	18,9	18,2	17,2	16,0	16,3	
+ Kokonaispoistot	4,1	6,3	6,0	5,6	6,0	5,6	5,7	6,2	6,5	6,8	6,9	
- Maksetut verot	-0,2	-3,3	-2,1	-2,8	-3,2	-3,4	-3,4	-3,3	-3,1	-2,8	-2,9	
- verot rahoituskuluista	-0,4	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	
+ 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	-11,4	1,4	-0,2	-6,7	-2,3	-2,2	-2,1	-1,6	-1,4	-1,1	-0,7	
Operatiivinen kassavirta	-5,9	17,2	16,0	11,6	18,0	18,7	18,8	19,2	18,9	18,5	19,2	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	2,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-11,2	-8,4	-6,4	-8,4	-9,1	-7,6	-7,6	-7,4	-7,5	-7,2	-7,0	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-14,3	8,8	9,6	3,2	8,9	11,1	11,2	11,8	11,4	11,3	12,2	
+/- Muut	0,0	1,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-14,3	10,7	9,6	3,2	8,9	11,1	11,2	11,8	11,4	11,3	12,2	178
Diskontattu vapaa kassavirta		10,2	8,3	2,6	6,5	7,4	6,9	6,6	5,9	5,4	5,3	77,8
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		143	133	125	122	115	108	101	94,5	88,6	83,2	77,8
Velaton arvo DCF		143										
- Korolliset velat		-24,7										
+ Rahavarat		28,9										
-Vähemmistöosuus		-1,5										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		146										
Oman pääoman arvo DCF per osake		5,5										

Rahavirran jakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	7,0 %
Yrityksen Beta	1,65
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,00 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	9,8 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,0 %

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	48,1	45,6	51,5	125,5	111,7	EPS (raportoitu)	4,29	0,03	0,04	0,28	0,32
Käyttökate	6,6	5,6	6,0	19,6	18,7	EPS (oikaistu)	4,88	0,06	0,07	0,36	0,32
Liikevoitto	3,5	2,4	1,9	13,3	12,7	Operat. kassavirta / osake	6,31	0,36	-0,22	0,65	0,60
Voitto ennen veroja	2,4	1,0	0,2	11,0	10,7	Vapaa kassavirta / osake	-33,92	0,31	-0,54	0,41	0,36
Nettovoitto	1,6	0,7	1,0	7,4	8,3	Omapääoma / osake	73,60	1,07	2,31	2,59	2,86
Kertaluontoiset erät	-0,2	-1,0	-0,9	-2,0	0,0	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,05	0,05
Tase	2019	2020	2021	2022e	2023e	Kasvu ja kannattavuus	2019	2020	2021	2022e	2023e
Taseen loppusumma	60,8	63,4	110,7	135,6	137,4	Liikevaihdon kasvu-%	10 %	-5 %	13 %	144 %	-11 %
Oma pääoma	31,2	29,4	61,9	69,3	76,3	Käyttökateen kasvu-%	-1328 %	-15 %	7 %	226 %	-5 %
Liikearvo	17,9	17,9	18,0	18,0	18,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	-789 %	-8 %	-17 %	440 %	-17 %
Nettovelat	15,4	11,8	-4,2	-12,9	-19,4	EPS oik. kasvu-%	-447 %	-99 %	11 %	406 %	-11 %
Kassavirta	2019	2020	2021	2022e	2023e	Käyttökate-%	13,8 %	12,3 %	11,7 %	15,6 %	16,7 %
Käyttökate	6,6	5,6	6,0	19,6	18,7	Oik. Liikevoitto-%	7,7 %	7,5 %	5,5 %	12,2 %	11,3 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-3,1	4,2	-11,4	1,4	-0,2	Liikevoitto-%	7,2 %	5,3 %	3,8 %	10,6 %	11,3 %
Operatiivinen kassavirta	2,4	9,6	-5,9	17,2	16,0	ROE-%	7,9 %	2,4 %	2,2 %	11,4 %	11,6 %
Investoinnit	-15,3	-1,3	-11,2	-8,4	-6,4	ROI-%	8,9 %	5,1 %	2,9 %	15,1 %	13,7 %
Vapaa kassavirta	-13,0	8,2	-14,3	10,7	9,6	Omavaraisuusaste	51,3 %	46,4 %	55,9 %	51,1 %	55,5 %
						Nettovelkaantumisaste	49,4 %	40,0 %	-6,8 %	-18,6 %	-25,4 %
Arvostuskertoimet	2019	2020	2021	2022e	2023e						
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	2,3	0,9	1,0						
EV/EBITDA (oik.)	2,3	2,1	19,8	5,8	5,7						
EV/EBIT (oik.)	4,1	3,4	42,1	7,5	8,5						
P/E (oik.)	0,0	0,0	65,7	13,4	15,0						
P/B	0,0	0,0	2,0	1,8	1,7						
Osinkotuotto-%			0,0 %	1,1 %	1,1 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatalaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoitavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
19.5.2022	Lisää	5,30 €	4,74 €

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

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

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

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

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**