

LapWall

Yhtiöraportti

10.06.2024 7.57 EEST



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



Tommi Saarinen
+358 400530573
tommi.saarinen@inderes.fi

Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Suhdannekestävyys todistettu

Toistamme LapWallin lisää-suosituksemme ja tarkastamme yhtiön tavoitehintamme 3,60 euroon (aik. 3,40 €). Yhtiö on onnistunut puolustamaan kannattavuuttaan asuntomarkkinoiden sukelluksesta huolimatta, mikä on osaltaan mahdollistanut rohkean pääoman allokoinnin Pyhännän tehtaan suureen investointiin. Osakkeen lyhyen ajan arvostus on kurssinousun myötä kääntynyt arviomme mukaan neutraaliksi, mutta odotamme rakennusyhtiön palautumisen sekä Pyhännän investoinnin kautta vahvistuvan kapasiteetin siivittävän yhtiön selvään tuloskasvuun lähivuosina. Tämä nostaa pidemmän sihdin tuotto-odotuksen yhä houkuttelevaksi.

Odotettu tehdasinvestointi laajentaa puuelementti-tarjoomaa ja tehostaa tuotantoa

Vuonna 2011 perustettu LapWall tarjoaa puusta valtaosin koostuvia seinä- ja kattoelementtejä LAPWALL LEKO-brändillä. Seinäelementtejä käytetään etenkin asuntorakentamisessa, kun taas kattoelementit päätyvät valtaosin teolliseen ja julkiseen rakentamiseen. Yhtiön asiakkaita ovat suomalaiset rakennusliikkeet ja talotehtaat, joille LapWall myy tuotteensa pääosin asennettuna. LapWall on jatkanut historiallisen kehnon rakennussuhdanteen keskellä rohkeasti kasvustrategiansa toteutusta, mihin liittyen yhtiöllä on käynnissä merkittävä laajennusinvestointi Pyhännän liiketoimintayksikkönsä. Uuden tuotantolinjan avulla LapWallin pyrkii saavuttamaan strategiset tavoitteensa, joita ovat tuotantokapasiteetin lisääminen, tuottavuuden nosto, markkinaosuuden kasvattaminen ja elementointiasteen nosto. Pidämme strategiaa selkeänä ja teräväkärkisenä. Näkemyksemme mukaan ajan yli hitaasti kasvava Suomen uudisrakennusmarkkina, puun kohoava markkinaosuus rakentamisesta ja yhtiön tietyt kilpailuedut huomioiden LapWallilla on edellytyksiä kasvaa Suomessa nykyistä suurempaan kokoluokkaan. Asuntorakentamisen romahtamisen myötä seinäelementtimarkkinalta on poistunut kilpailijoita, minkä myötä LapWallilla on lähivuosina markkinaosuuden kasvattamiselle hyvät lähtökohdat. Suoraa kilpailua vastaan LapWallilla on skaalaetuja ja LapWall onkin toimialan kannattavin yhtiö ainakin Suomessa. LapWallin päärisi liittyy syklin lisäksi investoinnin kautta kasvavaan tuotantokapasiteettiin, jonka maksimaalinen hyödyntäminen (ts. uuden ja vanhan kapasiteetin korkea käyttöaste) vaatii markkinan selvää palautumista ja menestyksekkästä uusmyyntiä.

Olemme luottavaisia volyymien kääntymiseen selvään kasvuun, mutta ajoitukseen liittyy epävarmuutta

Markkinan palautumista sekä uuden kapasiteetin valmistumista (H2'25) peilaten ennustamme LapWallin liikevaihdon kasvavan 2023-2027 noin 14 %:n vuosivauhtia. Ennustamme kuitenkin yhtiön saavuttavan vuonna 2026 tavoittelemansa 70 MEUR:n liikevaihdon vasta vuonna 2027. Päärisi ennusteelle on rakentamisen volyymin palautumisen ajoitus. Volyymikasvun ja uuden kapasiteetin (ml. automaatio) tuoma tehokkuusparannus näkyy ennusteessamme voimakkaana tuloskasvuna (Oik. EPS CAGR 2023–2027 26 %). Odotammekin LapWallin yltävän 12-15 %:ssa olevaan oikaistun liikevoittomarginaalin haarukkaan vuosien 2025-2027 kasvumoodissa.

Odotammamme tuloskasvu sulattaa neutraalit lyhyen aikavälin arvostuskertoimet

LapWallin vuosien 2024–2025 ennusteidemme mukaiset P/E-luvut ovat 14x ja 9x sekä vastaavat EV/EBIT-kertoimet 11x ja 8x. Painotamme vielä vuoden 2024 kertoimia ennustamamme vuoden 2025 tulosparannuksen ajoitukseen ja kulmakertoimeen liittyvän epävarmuuden vuoksi. Arvostuskertoimet asettuvat hyväksymämme arvostushaarukan sisälle (EV/EBIT 8x–12x, P/E 10x–14x), joten lyhyen aikavälin arvostus vaikuttaa neutraalilta. Nykyiseltä vaisulta tuloksen tasolta tuloskasvu tukee ennusteissamme tuotto-odotusta keskipitkällä aikavälillä, mitä odotellessa 4–5 % osinkotuotto tukee tuotto-odotusta. Siten pidämme kokonaiskuva vielä houkuttelevana.

Suositus

Lisää

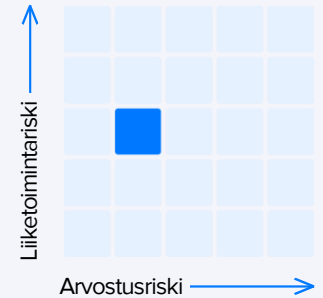
(aik. Lisää)

3,60 EUR

(aik. 3,40 EUR)

Osakekurssi:

3,31 EUR



Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	41,9	46,2	53,8	62,2
kasvu-%	-20 %	10 %	16 %	16 %
EBIT oik.	3,9	4,6	6,8	8,2
EBIT-% oik.	9,4 %	9,9 %	12,6 %	13,2 %
Nettotulos	2,5	2,7	4,3	5,5
EPS (oik.)	0,22	0,24	0,35	0,43
P/E (oik.)	14,1	13,8	9,4	7,8
P/B	2,7	2,7	2,3	2,0
Osinkotuotto-%	4,2 %	3,9 %	4,5 %	4,8 %
EV/EBIT (oik.)	11,0	11,1	8,0	6,0
EV/EBITDA	8,0	8,6	6,2	4,5
EV/Liikevaihto	1,0	1,1	1,0	0,8

Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

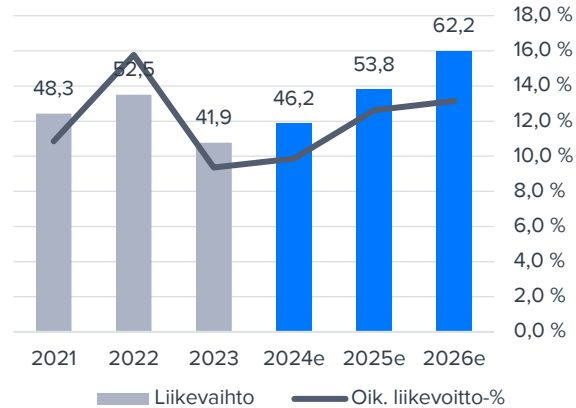
Yhtiö arvioi, että sen liikevaihto vuonna 2024 on 43–48 miljoonaa euroa ja liikevoitto ilman liikearvon poistoja (EBITA) 4,3–4,8 miljoonaa euroa.

Osakekurssi



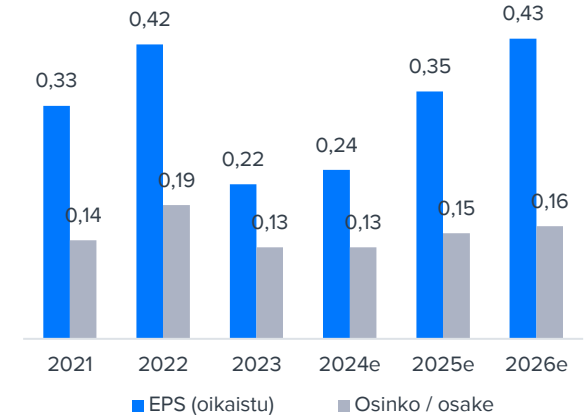
Lähde: Millstream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Yhtiö on hyvin asemoitunut puurakentamisen kasvuun
- Vahva kilpailuasema mahdollistaa markkinaosuuden kasvattamisen
- Termater-liiketoimintakaupan synergiahyödyt ja epäorgaanisesti hankittu Kastelli-yhteistyön myyntipotentiali
- Tuottavuudessa on parantamisen varaa investointien kautta
- Maltillinen arvostus jättää arvostuskertoimille nousuvaraa



Riskitekijät

- Suomen talous- ja rakennusuhdanne
- Inflaatio ja hinnoitteluvoima
- Uudentyyppinen vahvempi kilpailu
- Ympäristötrendien ja puurakentamisen läpilyönnin hidastuminen
- Projektiriskit
- Pyhännän investointisunnitelma on LapWallin taseeseen suhteutettuna erittäin iso

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	3,31	3,31	3,31
Osakemäärä, milj. kpl	14,9	14,9	14,9
Markkina-arvo	49	49	49
Yritysarvo (EV)	50	54	49
P/E (oik.)	13,8	9,4	7,8
P/E	18,4	11,4	9,0
P/B	2,7	2,3	2,0
P/S	1,1	0,9	0,8
EV/Liikevaihto	1,1	1,0	0,8
EV/EBITDA	8,6	6,2	4,5
EV/EBIT (oik.)	11,1	8,0	6,0
Osinko/tulos (%)	72,2 %	51,5 %	43,6 %
Osinkotuotto-%	3,9 %	4,5 %	4,8 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Liiketoimintamalli	6-11
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	12-16
Toimiala ja kilpailu	17-20
Taloudellinen tilanne	21
Ennusteet	22-27
Arvonmääritys ja sijoitusprofiili	28-35
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	37

LapWall lyhyesti

LapWall on rakennustuoteyhtiö, joka on keskittynyt puupohjaisten seinä- ja kattoelementtien valmistamiseen Suomessa. LapWall tarjoaa elementtituotteiden lisäksi niiden suoraan liitännäisiä asennuspalveluita rakennusliikkeille ja talotehtaille.

2011

Perustamisvuosi

-1 %

Liikevaihdon keskimääräinen kasvuvauhti 2019-2023

9,7 %

Keskimääräinen oikaistu liikevoitto-% 2019-2023

41,9 MEUR

Liikevaihto 2023

3,9 MEUR (9,4 % liikevaihdosta)

Oikaistu liikevoitto 2023

133

Henkilöstömäärä 2023 lopussa

2011–2015

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

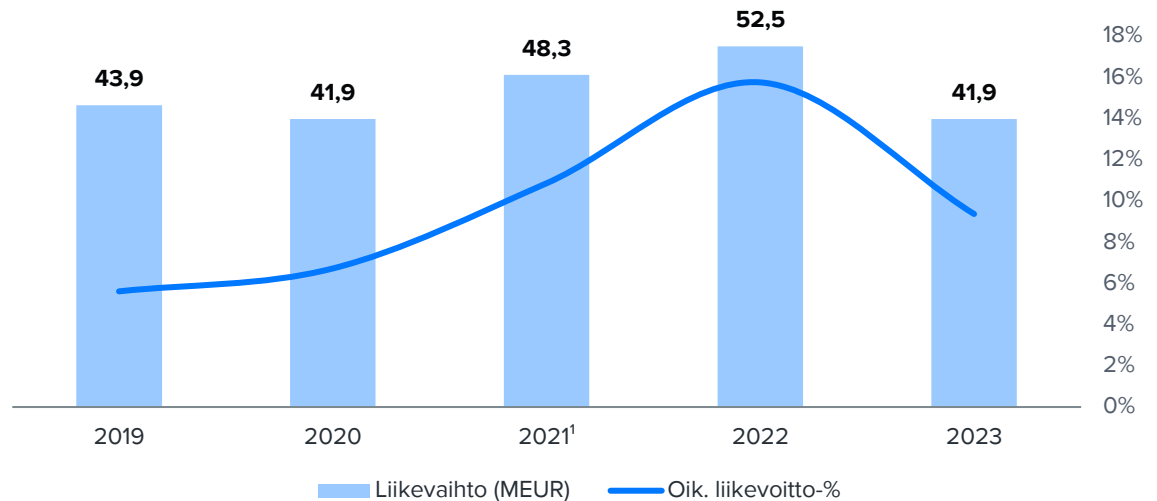
2017–2021

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

2022–

- LapWall listautui huhtikuussa 2022 ja hankki pääomia kasvustrategian toteutukseen
- Kannattavuus nousi kuumassa rakennussuhdanteessa erinomaiselle tasolle, mutta markkina alkoi jäähtyä H2'22:lla
- Termater ja KW-Component yritysjärjestelyt tukevat kasvua
- Heikkoon asuntorakentamisen suhdanteeseen sopeutuminen
- Kapasiteettia kasvattava suuri tehdasinvestointi Pyhännälle

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Liiketoimintamalli 1/5

Päätuotteet ja palvelut

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

LapWallin tuotemix on muuttunut viime vuosina selvästi asuntorakentamisen eli seinäelementtien kysynnän kyykättyä. Viime vuonna yhtiön myynnistä vajaa kolmannes on arviomme mukaan yksikerroksisten rakennusten seinäelementtejä, kun taas kattoelementtien osuus on karkeasti 60 %. Loput liikevaihdosta kertyvät monikerroksisten rakennusten seinäelementeistä, kattoelementtijärjestelmistä ja julkisivuelementeistä. Arviomme mukaan minkään tuoteryhmän kannattavuus ei ole rakenteellisesti toista parempi vaan tuoteryhmää tärkeämpiä tekijöitä marginaalin muodostumisessa ovat asiakas, projekti ja toimituksen onnistuminen sekä tuoteryhmää tekevän tehtaan tehokkuustaso. Kattoelementeissä vaihtoehtoiset tavat rakentaa luovat kuitenkin jossain määrin seinäelementtisegmenttiä kovempaa kilpailua.

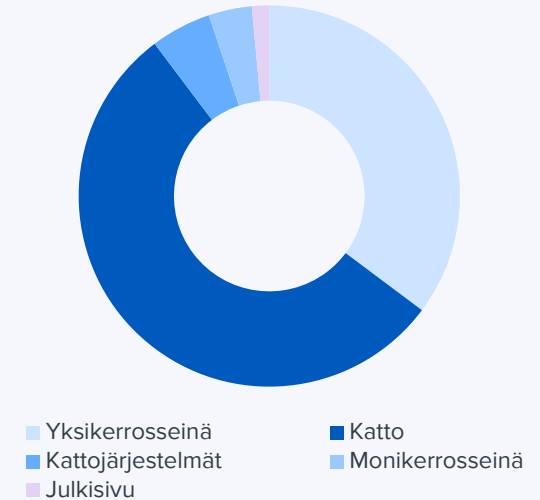
LapWall myy sekä seinä- että kattoelementtejä LAPWALL LEKO-brändillä. LAPWALL LEKO sisältää noin 50 vakiotuotetta, joilla suuret ja pienet rakennukset voidaan elementoida kustannustehokkaasti. Käytännössä tämä tarkoittaa standardoituja tuotteita pituus- ja leveysuuntia ja ulkoasua lukuun ottamatta (ts. esim. liitokset standardoitu), minkä ansiosta tehdastuotannon käyttöaste saadaan pidettyä korkeana ja asennustyö simppeleinä.

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

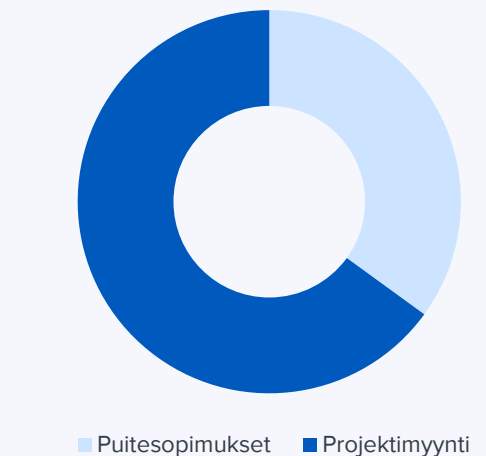
Liiketoimintarakenne ja asiakkaat

LapWallin liikevaihto kertyy kokonaan Suomesta, jossa yhtiön asiakkaita ovat rakentajat, rakennusliikkeet ja talotehtaat. LapWall ei suoraan ole julkistanut asiakkaitaan, mutta arviomme mukaan yhtiö tekee yhteistyötä useiden suurten rakentajien ja talotehtaiden kanssa. Suoraa kuluttajakauppaa LapWall ei tee. Pidämme ammattimaisten rakentajien kanssa operoimiseen keskittymistä järkevänä riskienhallinta ja projektikokojen optimointi huomioiden. LapWallin asiakastytyväisyys (NPS) on ollut viimeisen parin vuoden ajan korkealla noin 65–70 pisteen tasolla, joten yhtiö on pystynyt vakuuttamaan asiakkaansa laaja-alaisesti toiminnallaan.

Arvioitu myynnin jakauma



Arvioitu myynnin jakauma sopimuksittain



Liiketoimintamalli 2/5

Asiakasrakenne on tasapainossa

Yhtiön asiakasrakenne on melko tasapainoinen, sillä vuonna 2023 LapWallin suurin asiakas toi noin 7 % yhtiön liikevaihdosta ja 10 suurimman asiakkaan osuus oli 35 %. Normaalissa asuntorakentamisen suhdanteessa vuoden 2023 aikana KW Component –yrityskaupalla hankittu Kastelli-asiakkuus olisi kuitenkin yhtiön isoin asiakas ja sen liikevaihto-osuus voisi olla yli 10 %:n. Näin ollen yhtiö ei mielestämme kannata huomattavaa yksittäisiin asiakkaisiin liittyvää riskiä, kun huomioidaan vielä, että tyypillisesti isoillekin asiakkaille on toimituksia useampaan projektiin.

Projektiyhtiönä suurimmat asiakkaat ja niiden osuudet voivat myös vaihdella vuositason hankkeiden etenemisen mukaan, mikä tasaa osin yksittäisiin asiakkaisiin liittyviä riskejä. Näin ollen pidämme LapWallin asiakasrakennetta kokonaisuutena hyvänä, kun huomioidaan kannattavuuden muodostumisen perspektiivistä myöskään asiakasrakenteen hajautuminen suureen määrään erittäin pieniä asiakkaita tai projekteja ei ole luultavasti optimaalista.

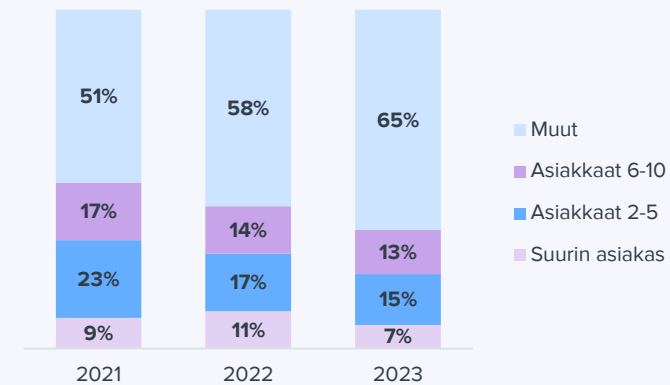
Projektit koot vaihtelevat merkittävästi

LapWallin suurimmat projektit ovat arviomme mukaan 5–7 MEUR:n kokoluokassa, mutta keskimääräinen toimituksen koko on joitakin satoja tuhansia euroja. Näin ollen yksittäisillä projekteilla voi olla iso paino yhtiön liikevaihdon ja tuloksen muodostumisen perspektiivistä vuositason, mutta täysin käänteen tekeväksi yksi projekti ei kuitenkaan lähtökohtaisesti muodostu. Tyypillisesti myyntikatemarginaalit ovat myyntivaiheessa isoissa projekteissa hieman pieniä projekteja alemmat. Toisaalta isoissa projekteissa on enemmän tilaa myydä

lisäpalveluita toimitukseen projektin edetessä, mikä tietyissä tapauksissa voi tukea hankkeen kokonaiskannattavuutta. Näin ollen marginaalien optimoimisen, tehtaiden järkevän täyttämisen ja riskitason hallinnan kannalta LapWallin pitäisi mielestämme onnistua haalimaan markkinoilta tasapainoisessa suhteessa sekä isoja että pienempiä projekteja.

Arviomme mukaan normaalioloissa LapWallin myynnistä noin kolmannes tulee puitesopimuksien kautta, mikä tarjoaa tiettyä jatkuvuutta yhtiön liiketoimintaan, sillä puitesopimusasiakkaiden tilaukset tyypillisesti toistuvat vuosittain. Sen sijaan kaksi kolmannesta koostuu kertaluonteisesti sovitusta projektikaupasta, jossa ei ole jatkuvuutta, mutta toki projektiasiakkaatkin toistuvat Suomen pienissä rakennuspiireissä. Projektikaupan osuus on arviomme mukaan kohonnut viime aikoina, sillä yhtiön puitesopimukset keskittyvät ymmärtääksemme eteenkin seinäelementtejä toimittaville tahoille (ts. talotehtaat, kuten Kastelli), joiden kysyntä on viime vuosina ollut pohjamudissa. Odotamme tilanteen kuitenkin tasoittuvan asuntorakentamisen markkinan kääntyessä kasvuun lähivuosina. Emme usko, että myynti jommallakummalla sopimuksen tyypillä tai jommallekummalle loppukäytölle olisi rakenteellisesti parempaa liiketoimintaa kuin toinen vaan kannattavuuden muodostuminen on tapauskohtaista. Arviomme mukaan LapWall pyrkii saamaan portfolioonsa viime aikoina laskusuunnassa ollutta puitesopimusliikevaihtoa sen paremman ennustettavuuden ja tasaisemman työkuorman takia. KW-Component kauppaan liittynyt Kastelli-sopimus oli myös merkittävä edistysaskel tähän suuntaan.

Myynnin rakenne asiakaskokoon mukaan (% liikevaihdosta)



Inderesin arvio LapWallin tietyistä asiakkaista¹

YIT

LAPTI

DESIGNTALO

SKANSKA

KASTELLI

SRV

Lähde: LapWall, Inderes

¹Inderes arvio, LapWall ei ole julkistanut asiakkaitaan

Liiketoimintamalli 3/5

Tehtaat ovat avainroolissa

Mielestämme LapWallin liiketoiminnan ydintä on suunnittelu, tuotanto ja asennus, jotka yhtiö hoitaa Pyhännän, Pälkäneen ja Vetelin tehtaillaan sekä asiakkaiden työmailla. Keskeisiä tuotantopanoksia ovat siten raaka-aineet, työ (sis. oma henkilöstö ja kokoonpanotyössä oleva vuokrahenkilöstö) sekä tietysti tehtaisiin sitoutuva pääoma sekä varastot. Arviomme mukaan yhtiön tuotantolaitokset ovat kilpailukykyisiä (ml. automaatio ja riittävän suuri koko) ja ainakin melko hyvässä teknisessä kunnossa etenkin kilpailukenttään verrattuna. Kilpailukykyä tulee entisestään vahvistamaan H2'25:llä valmistuva Pyhännän tehdasinvestointi.

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

Näkyvyyttä on joitakin kuukausia

LapWallin tilauskanta on vaihdellut 2021–2023 aikana 16-26 MEUR:n haarukassa. Arviomme mukaan tilauskanta heijastelee rakentamisen

normaalia sykliä, jonka määräävät rakennusten aloitukset ja niiden läpimenoaika. Koko rakennustyömaan läpimenoaika on tyypillisesti 1–1,5 vuotta eikä läpimenoaika muutu oleellisesti suhdannetilanteiden mukana. LapWallin asiakkaat tilaavat rakennuksilla tarvittavia tuotantopanoksia hankkeisiin niin, että ne ovat saatavilla rakennuksen valmistumisien kannalta oikeaan aikaan, jotta rakennustyömaa etenee toivotussa aikajärjestyksessä. Tämä tilausaikataulu huomioi lisäksi LapWallin tuotannon läpimenoajan, joka on tyypillisesti muutamia viikkoja raaka-aineostojen aloittamisesta valmiiden elementtien pystytykseen. Nämä tekijät huomioiden arvioimme, että LapWallin kova tilauskanta vaihtelee tyypillisesti 3–6 kuukauden välissä liikevaihdolla mitattuna, missä alareuna kuvaa heikkoa ja yläreuna erinomaista suhdannetta. Tilaukskannan pohja nähtiin toistaiseksi Q1'23:lla (15,1 MEUR) asuntorakentamisen romahduksen painettua seinäelementtien kysyntää. Tämän jälkeen tilauskanta on pysynyt suhdanteeseen nähden kelpoisella tasolla 18–23 MEUR:n haarukassa.

Kovan tilauskannan pituus huomioiden näkyvyys LapWallin volyyymiin ei yhtiön ulkopuolelle ole erityisen pitkä missään vaiheessa sykliä, mutta yhtiön kannalta noin 20 MEUR:n tilauskanta antaa riittävästi näkyvyyttä tehtaiden täyttämiseen eikä volatiilin tilauskannan lievä putoaminen tai nousu tarkoita välttämättä vastaavaa välitöntä liikettä liikevaihtoon. Lyhyt näkyvyys onkin mielestämme toimialan luonteeseen ja rakennussykliin liittyvä tekijä eikä sen muuttuminen ole todennäköistä.

LapWallin toimitusprosessi



Suunnittelu

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



Tuotanto

- Pitkälti automatisoitu ja tehokas tuotanto Pyhännällä, Pälkäneellä tai Vetelissä



Varastointi

- Tehtaalta valmistuvat tuotteet varastoidaan kuivissa varastotiloissa laadun varmistamiseksi ennen asennusta



Kuljetus

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



Asennus

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

Liiketoimintamalli 4/5

Muilla vastaavassa arvoketjuasemassa olevilla rakennustuoteyhtiöillä tilanne on myös jokseenkin samanlainen. Luonteeltaan LapWall on silti lähes kaikkien rakentamisen arvoketjun yhtiöiden tavoin jossain määrin syklinen.

Hinnoittelumalli

Arviomme mukaan LapWallin hinnoittelumalli on luonteeltaan perinteinen kustannuspohjainen malli, jota yhtiö lähtee ajamaan tuotantokustannusten tason ja tavoitemarginaalin kautta. Tällä tavoin saavutetaan ymmärrys tietyistä pohjamarginaalista, mutta marginaalien maksimoimiseksi yhtiö säättää tavoitekatetta huomioimalla kilpailutilanteen ja markkinoilla vallitsevan hintatason. Tyypillisesti elementtien hintatasot markkinoilla ovat olleet melko vakaita ajan yli. Tästä poiketen vuoden 2022 rajun ja laaja-alaisen inflaation sekä vahvan kysynnän takia hinnoissa oli selvää painetta ylöspäin, kun taas vuonna 2023 LapWallin toimittamien elementtien keskihinnat laskivat selvästi (noin 7 %).

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

rakentaa (ts. esim. pelti ja betoni) voivat rajata myös LapWallin liikkumavara hinnoittelussa.

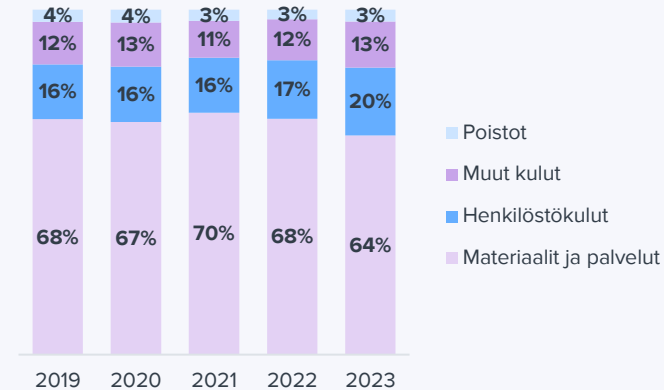
Mielestämme yhtiön hinnoittelumalli on toimialalle tyypillinen eikä rakennusalalla käsityksemme mukaan ole laajamittaisesti hyödynnetty esimerkiksi arvopohjaisia hinnoittelumalleja. Emme myöskään epäile mallin toimivuutta LapWallin liiketoiminnan dynamiikka huomioiden. Viime aikoina malli vaikuttaa toimineen hyvin, sillä vuonna 2022 yhtiö sai hinnankorotuksia sisään ennen raaka-aineinflaation kiihtymistä ja toisaalta heikommassa ympäristössä vuonna 2023 yhtiö onnistui puolustamaan myyntikatettaan hyvin.

Kulurakenne on tyypillinen teolliselle yhtiölle

Numeroiden valossa LapWallin liiketoiminnan rakenne ja liiketoimintamalli ovat teolliselle yhtiölle melko tyypillisiä. LapWallin myyntikatteet ovat teollisuusyhtiölle melko tavanomaisella 35–42 %:n tasolla (2019–2023). Noin 59–64 % liikevaihdosta käsittävät materiaali- ja palvelukulut sisältävät eli raaka-aineet ja vuokratyön. Arviomme mukaan raaka-aineet eli LVL, sahatavara ja eristeet ja muut komponentit ovat noin puolet kaikista kuluista, kun taas etenkin kokoonpanotyössä käytettävä vuokratyövoiman osuus on 10–15 %. Raaka-aineista sahatavaran hinta voi heilua voimalla suhdanteiden mukana, mutta LVL:ssä ja eristeissä hinnan vaihtelut ovat olleet pienempiä.

Kiinteämpien Henkilöstökulujen osuus liikevaihdosta on tyypillisesti ollut 15 %:n (2019–2022) tienoilla. Vastaavasti Muut kulut ovat asettuneet 10–12 %:n välille. Muita oleellisia operatiivisia kustannuseriä yhtiöllä ei ole. Poistot ovat noin 2–3 % liikevaihdosta, mikä kuvaa

Kuluerien osuus kokonaiskuluista ennen liikearvopoistoja



Kuluerien sisältö ja niiden luonne

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

Liiketoimintamalli 5/5

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

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

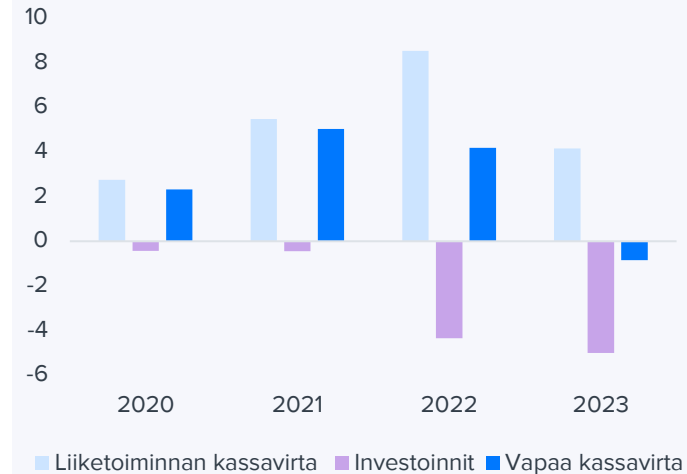
Pääoman sitoutuminen on rajallista

Vuoden 2023 LapWallin kiinteän omaisuuden suhde liikevaihtoon oli viime vuosien tapaan 21 %:ssa, eli liiketoiminta on melko pääomakevyttä. Tämä johtuu siitä, että jalostavassa teollisuudessa tehtaiden laitekanta on kevyttä (vrt. esim. raskaan prosessiteollisuuden tehtaat). Sijoittajien kannalta tilanne on positiivinen, sillä liiketoiminnan rajallinen pääomaintensivisyys ja investointitarve tukevat yhtiön pääoman tuottokykyä ja kassavirtaa. Pyhännän tuleva kookas tehdasinvestointi kuitenkin vie liiketoimintaa asteen pääomaintensivisempään suuntaan, mutta

liiketoiminnan kokonaisluonnetta se ei silti muuta. Liiketoiminnan tietty investointitarve rajoittaa mielestämme uuden kilpailun kykyä haastaa LapWallia. Esimerkiksi omat työntekijät eivät arviomme mukaan voisi perustaa helposti kilpailevaa liiketoimintaa toisin kuin esimerkiksi puhtaissa palveluliiketoiminnoissa on riskinä, sillä tehdastuotannon aloittaminen vaatii osaamisen lisäksi useiden miljoonien eurojen investoinnit.

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

Operatiivinen ja vapaa kassavirta

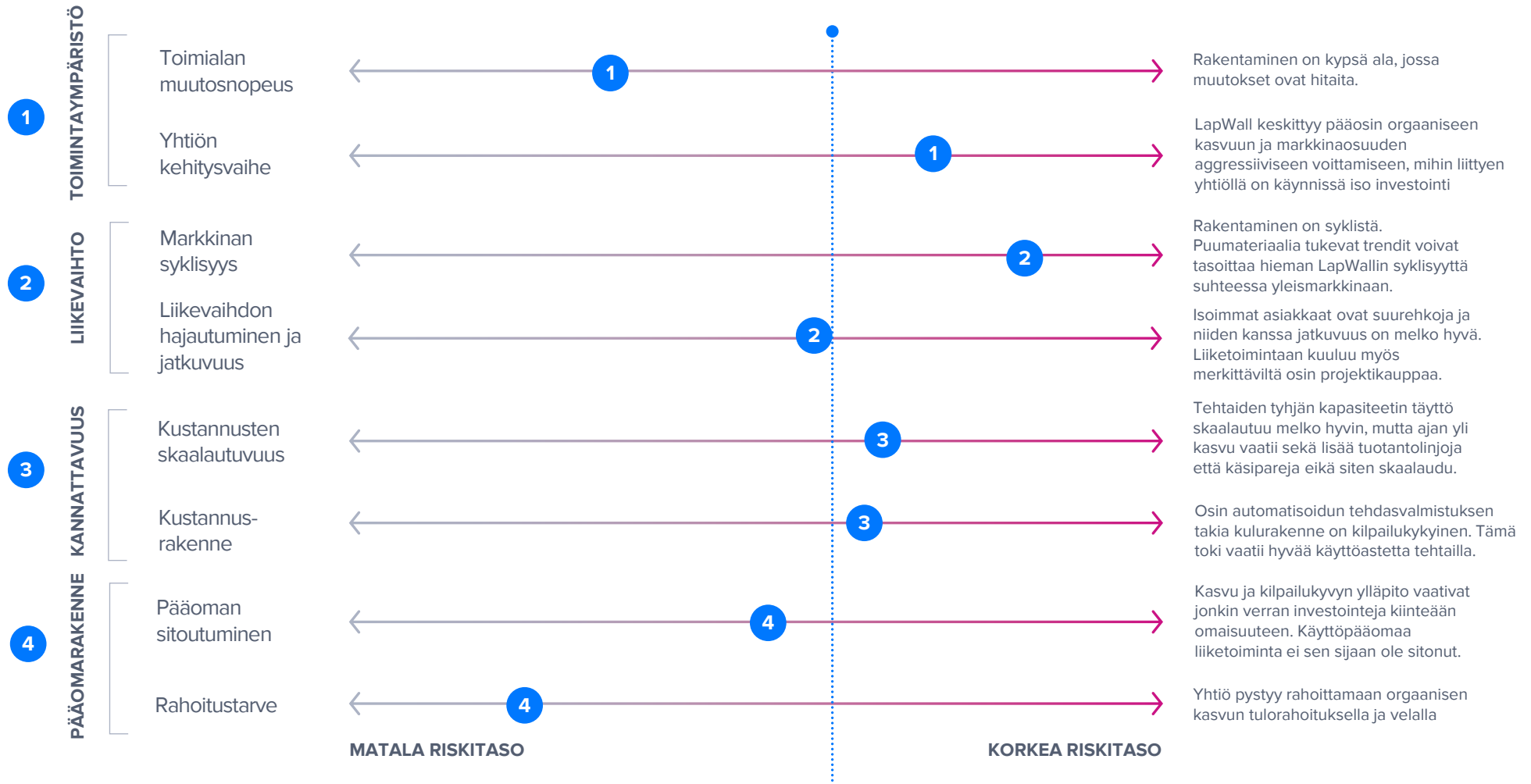


Pääoman sitoutuminen



LapWallin liiketoimintamallin riskiprofiili

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



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/4

Strategian kulmakivet lyhyesti

LapWall toteuttaa vuosina 2022-2026 etenkin orgaaniseen kannattavaan kasvuun tähtäävään strategiaa, joka nojaa LAPWALL LEKO -brändiin ja sisältää aina suunnittelun ja usein myös asennuksen. Yhtiö käy kauppaa ainoastaan rakentajien ja talotehtaiden kanssa eikä tähtää kuluttajakauppaan tai toisaalta asiakkaidensa tontille arvoketjua pidentämällä. Maantieteellisesti LapWall ei ole strategiaan rajannut, mutta käytännössä nykystrategia on rakennettu arviomme mukaan valtaosin Suomen liiketoiminnan varaan, jossa yhtiö pyrkii voittamaan markkinaosuutta sekä elementtimarkkinan sisällä että kasvattamaan elementtien osuutta kokonaismarkkinasta. Pyhännän uuden ja vanhan kapasiteetin täyttämiseksi paine onnistua viennin suhteen on kuitenkin lievässä kasvussa. Ulkomaille yhtiön olisi mahdollista päästä esimerkiksi nykyasiakkaiden tai uusia pitkäaikaisia kumppaneja löytämällä. LapWall onkin väläytellyt, että yhtiön tavoitteena on selvittää tiukasti konseptoidun viennin (ts. tuotetoimitus, ei asennusta) aloittamista Ruotsiin, mutta tältä osin konkretia on vielä varsin vähäistä.

Mielestämme LapWallin strategia on varsin yksinkertainen ja teräväkärkinen, sillä yhtiö aikoo keskittyä pitkälti nykyrakenteen mukaiseen liiketoimintaan etenkin Suomessa, vaikka Pyhännän uuden tehtaan lisäkapasiteetin myynti luokin tiettyä painetta viennin suhteen. Sijoittajien perspektiivistä tämä on mielestämme hyvän tuotto/riski-suhteen tarjoava vaihtoehto, sillä uusille tuntemattomille alueille ei ole välttämättä

tarvetta mennä, mutta kannattavaan kasvuun löytyy silti melko hyvää potentiaalia. Kotimaan kasvun on tultava etenkin seinäelementeistä, sillä kattopuolella markkinaosuus on jo korkea (katoissa toki markkinaa voi voittaa muilta rakennustavoilta). Viimeistään pitkällä tähtäimellä eli nykyisen strategiakauden jälkeen liiketoiminnan kansainvälistäminenkin palaa arviomme mukaan pöydälle, sillä arviomme mukaan LapWallin kasvu hidastuisi markkinan tasolle noin 30 %:n markkinaosuuden (sis. seinät ja katot) saavuttamisen jälkeen.

Kilpailuedut ja -haitat

Nykytuotteisiin ja markkinoihin panostamista tukevat myös LapWallin kilpailuedut, jotka ovat mielestämme tuotteiden ja palvelun laatu, kustannustehokkuus, tuotteistettu LAPWALL LEKO-brändi ja ympäristöystävällinen tuotetarjoama. Tuleva Pyhännän osavalmistuslinja-investointi tukee yhtiön kilpailuvaltteja tekemällä tuotannosta entistä kustannustehokkaampaa ja joustavampaa mahdollistaen sekä markkinaosuuden kasvattamisen nykyisissä sovellutuksissa että uusien käyttökohteiden palvelemisen puuelementeillä.

Arviomme mukaan LapWall pystyy näillä keinoilla tukemaan kilpailuetujaan lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä, sillä yhtiön suorien nykykilpailijoiden kyky tehdä vastaavia investointeja on rajallinen. Ajan yli näemme hyvämaineisen LAPWALL LEKO-brändin kilpailuedun lähteitä muita hieman kestävämpänä, Automaatioon ja ympäristöystävällisyyteen muutkin pelurit

pystyisivät panostamaan helpommin, jos ne saisivat hankittua riittäviä resursseja. Myöskään LAPWALL LEKO ei ole ajan yli täysin suojassa oleva kilpailuetu muun muassa kopiointiriskien takia. Varsinaisia kilpailuhaittoja emme yhtiöllä enää näe kotimaan kilpailussa olevan, sillä 2010-luvun jälkimmäisen puoliskon strategian epäonnistumisesta seuranneet rasitteet yhtiö on pystynyt sekä kustannusrakenteen että taseen puolelta siivoamaan pois täysimääräisesti jo ennen listautumista. Kansainvälisillä markkinoilla yhtiön todennäköisesti rajallinen tunnettuus olisi toki alkuun haaste.

Yritysosot

LapWall mainitsee strategiassaan, että myös yritysosot kuuluvat strategiaan, joskin Pyhännän iso investointihanke pienensikin luultavasti selvästi yritysosojen roolia lähivuosien pelikirjassa. Yhtiöllä on taustallaan myös erinomainen Metsä Groupin Pälkäneen projektiliiketoiminnan osto vuodelta 2017, Termaterin liiketoimintakauppa alkuvuodesta 2022 sekä KW-Component liiketoimintakauppa. Nämä hankinnat ovat olleet ainakin valtaosin onnistuneita.

Arviomme mukaan LapWallin on saanut yritysjärjestelyillä hankittua uusia tuotteita ja laajennettua asiakaskuntaansa. Jotta yhtiön kannattaisi allokoida pääomansa yritysostoihin orgaanisen kasvun sijaan Suomessa, tulisi yritysostoteesien mielestämme olla samankaltaiset. Tämän tyyppisiä taskuja markkinoilla on rajallisesti LapWallin nykyinen valikoima ja asiakaskunta huomioiden.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/4

Sen sijaan pelkkä markkinan konsolidointi yritysostoilla ei ole arviomme mukaan vaihtoehto, sillä jokaisen kaupan mukana yhtiölle tulisi uusi (ja usein pieni) tehdas ja kannattavuuden saavuttamiseksi tehtaiden volyymin on oltava riittävän iso. Näin ollen aggressiivinen konsolidointi toimisi LapWallin tapauksessa melko varmasti vain paperilla, vaikka markkinan hajanaisen rakenteen ja toimialan heikon kannattavuuden takia edullisia ostokohteita voisikin olla runsaasti tarjolla seinäelementtisegmentissä etenkin vallitsevassa heikossa suhdanteessa.

Vuoden 2023 KW-Component järjestely tähtäsi Kastelli-asiakkuuteen

LapWall osti Q2'23:lla KW-Componentin puurunkoisten seinäelementtien liiketoiminnan, jonka volyymi oli ollut ennen kauppaa 10–15 MEUR ja käyttökatemarginaali 6–18 %. Tästä volyyymista on toimitettu Kastelli-taloille noin 70–80 % ja projektiasiakkaille noin 20–30 %. Pientalomarkkinan romahduksen seurauksena arvioimme ostetun liiketoiminnan vuoden 2023 liikevaihdon jääneen noin 4 MEUR:oon (vrt. LapWallin arvio ostetun liiketoiminnan vuoden 2023 vuosiliikevaihdosta oli 4-5 MEUR).

Liiketoimintakaupan yhteydessä LapWall ja Kastelli-talot allekirjoittivat puuelementtien toimitussopimuksen, joka on voimassa vuoden 2028 loppuun asti. Arvioimme liiketoimintakaupan tähän juurikin Kastelli-asiakkuuteen ja ostetun tuotantokapasiteetin olleen toissijainen tekijä. Tätä mukailen LapWall päätyi sulkemaan ostetun tuotantokapasiteetin ja siirtävän Kastellille valmistettavan tuotannon Pyhännän tehtaalleen.

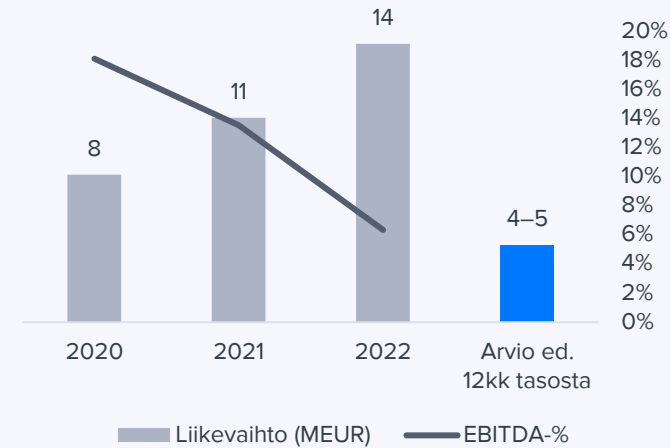
Vaisun kysyntätilanteen myötä LapWallilla on arviomme mukaan ollut reilusti kapasiteettia olemassa olevilla tehtaillaan Kastellia palvellakseen, minkä myötä ostetun valmistuskapasiteetin sulkeminen on ollut varsin looginen ratkaisu.

Noin 4 MEUR:n kauppahinnalla liikevaihtopohjainen EV/liikevaihto-kerroin vastasi arviolta noin 0,8–1,0x tasoa vuoden 2023 heikolla volyyymillä, mitä emme pidä erityisen edullisena kertoimena heikossa tulokunnossa luultavasti olleelle kokonaisuudelle. Vuosien 2020–2022 keskimääräistä käyttökatteesta laskettuna kauppahinta vastasi matalaa 3,3x EV/EBITDA-kerrointa, mikä kuvaa järjestelyn hyvää arvonluontipotentiaalia suhdanteen parantuessa. Näin ollen järjestelyn arvonluonti nojaa pientalorakentamisen markkinan lähivuosien palautumiseen sekä Kastellin asemaan vahvana tekijänä Suomen pientalomarkkinalla. Tästä huolimatta järjestelyn arvonluontiin liittyy vielä epävarmuutta, joka hälvenee lähivuosina kun Kastelli-toimitusten volyymin kehitys selviää.

Suuri investointi Pyhännän tehtaalle varmistui alkuvuodesta 2024

Listautumisestaan asti LapWallin vuoden 2026 loppuun tähtäävän strategiakauden kärkiteemana on ollut tuotantokapasiteetin laajentaminen ja uuden osavalmistustehtaan rakentaminen. Tämän mukaisesti yhtiö tiedotti Q1'24:llä tehneensä lopullisen päätöksen suuresta 19 MEUR:n investoinnista Pyhännän tehtaalleen. Uuden tehtaan on määrä aloittaa tuotanto H2'25:lla.

KW Component Oy elementtiliiketoiminta



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/4

Yhtiö kertoi investoinnin kolminkertaistavan seinäelementtien valmistukseen erikoistuneen Pyhännän yksikön kapasiteetin, mikä arviomme mukaan mahdollistaisi LapWallille merkittävästi vuoden 2026 70 MEUR:n liikevaihtotavoitetta korkeamman myynnin, jos sekä uusi että vanha kapasiteetti saataisiin myytyä täyteen. Näin ollen investointi tähtää arviomme mukaan jo yli kuluvaan strategiakauden, minkä jälkeen odotamme LapWallin jatkavan kasvuhakuisella strategialla.

LapWall odottaa investoinnin tuovan kapasiteetin lisäksi merkittäviä tehokkuushyötyjä sekä mahdollisuuden valmistaa uusia puuelementtituotteita. Näin ollen investointi tukee yhtiön muita strategisia tavoitteita, joita ovat markkinaosuuden kasvattaminen, tuotannon automatisointi ja ohjelmistorobotiikan kehitys sekä elementointiasteen kasvattaminen (ts. suurempi osa rakentamisesta tehdään elementtejä hyödyntäen).

Investointi on LapWallin mittakaavaan nähden suuri, sillä 19 MEUR:n investointi vastaa 70 % LapWallin vuoden 2023 lopun taseen loppusummasta. Odotamme investoinnin rahoituksen jakaantuvan karkeasti tasan tulo- ja investointien välillä, velan, sekä hankkeelle myönnetyn ELY-keskuksen tuen kesken. ELY-keskuksen merkittävä tuki laskee mielestämme selvästi investoinnin pääoman kustannusta ja riskiä sekä parantaa arvonluontipotentiaalia.

Suhtaudumme investointiin positiivisesti...

Suhtaudumme investointiin positiivisesti, sillä LapWallilla on mielestämme vahvuksiensa (kustannuskilpailukyky, laatu, asiakkaiden tuottavuus ja ympäristöystävällisyys) puolesta

erinomaiset edellytykset markkinaosuuden kasvattamiseen seinäelementtimarkkinalla Suomessa seuraavassa rakennusmarkkinoiden noususyklissä. Markkinoilla yhä toimivien elementtivalmistajien markkinaosuudet ovat viime vuosina nousseet useiden kilpailijoiden poistuttua markkinoilta. LapWall arvioi tämän jättäneen markkinalle noin 40 MEUR:n 'vapaana olevan' kysynnän markkinan palatessa normaaliksi. Suhtaudumme tähän toistaiseksi varauksella keskipitkän aikavälin markkinan normaalitason sekä palautumisen aikataulun ollessa epävarmaa, mutta näemme kilpailijoiden poistumisen markkinalta parantavan lähivuosien uusasiakashankinnan edellytyksiä yhdessä Pyhännän tehtaan uuden hyvin kilpailukykyisen kapasiteetin kanssa.

LapWallin markkinaosuuden nousun ja uusasiakashankinnan hidasteeksi voi seinelementtipuolella muodostua talotehtaiden keskinäinen kilpailu Suomen markkinalla. Vaikka elementit eivät olekaan talotehtaille keskeisin erottautumistekijä kilpailussa (vrt. esim. pohjaratkaisut, talotekniikka, design jne.), LapWallin yhteistyö usean merkittävän talotehtaan kanssa voisi silti herättää epäluuloa ainakin osassa talotehtaita kilpailusyiden takia. LapWall ei myöskään ole tiedottanut uusista strategisista kumppanuuksista tai pitkäaikaisista puitesopimuksista Suomen toiseksi suurimman talotehtaan Kastellin sopimuksen julkaisemisen jälkeen. Mahdollisena emme keskenään kilpailevien toimijoiden palvelemista pidä, mutta arviomme mukaan tämä vaatii ensiluokkaista onnistumista asiakassuhteiden luomisessa ja

ylläpidossa sekä LapWallin ja asiakkaan välisen luottamuksen rakentamisessa.

...vaikka kapasiteetin täyttämiseen liittyy riskiä

Vaikka odotamme markkinan palaavan reippaampaan kasvuun Pyhännän uuden kapasiteetin valmistumisen aikoihin H2'25:llä, ei suuren kapasiteetti-investoinnin toteutus matalasuhteisessa ole riskitön hanke. Uuden tehtaan ja vanhan tehtaan kapasiteetin myynti vaatii merkittäviä myyntiponnisteluja, sillä nykyisellä asiakaskunnalla (ml. Kastelli) valmistuskapasiteettia vuodesta 2025 eteenpäin arviomme mukaan haastavaa saada täytettyä. Siten etenkin uudet suuret puitesopimukset tai avaukset viennissä olisivat yhtiölle tärkeitä.

Vaikka LapWallin tuotantoliiketoiminnan logiikan ja vahvan myyntikatteen myötä liikevoitto on suhteellisen herkkä käyttöasteen muutoksille, on uudella kapasiteetilla arviomme mukaan mahdollista ylittää yli 10 %:n liikevoittomarginaaliin matalammillakin volyymeillä paranevan tehokkuuden myötä. Uuden linjan korkeamman tehokkuuden ansiosta LapWallilla arviomme mukaan myös tarvittaessa mahdollisuus vallata markkinoita hintavetoisesti ilman merkittävää kannattavuustason heikkenemistä viime vuosiin nähden. Tehokkaammalle uudelle tehtaalle LapWall tulee allokoimaan täyden kuorman sitten, kun se on saavuttanut ylösajojakson jälkeen täyden iskukykyyn (luultavasti vuoden 2026 aikana). Vastaavasti LapWall voi seisottaa Pyhännän vanhaa tehdastaan, jos molempia ei saada myytyä täyteen, mutta konsernin pääoman tuoton kannalta tämä ei toki olisi optimaalista.

Strategia

-2019

2019
-
2023

2023-

Aggressiivinen markkinan valtaus

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

Strategian Must Win Battles

Toteutunut

- Keskittyminen ydinliiketoimintaan eli tiukasti konseptoituun elementtien valmistukseen ja asennukseen
- Taloudellisen aseman vakauttaminen vuosien 2017-2018 ongelmien jälkeen
- Tuottavuuden parantaminen kannattavuuden nostaminen kilpailukentän selvästi korkeimmalle tasolle
- Termaterin haltuunotto ja synergioiden (ml. osto) realisointi
- KW-Componentin haltuunotto ja Raahan tehtaan sulkeminen sekä tuotannon keskittäminen Pyhännälle

Liiketoiminnan tervehdyttäminen

- Keskittyminen elementtivalmistukseen
- Ruotsin tytäryhtiön ajaminen konkurssiin
- Tehostustoimet ja kannattavuuden parantaminen organisaation kaikissa osissa
- Taseen siivoaminen alaskirjauksilla
- Suhdannevaihteluihin sopeutuminen
- Markkina-aseman ja tuotetarjoaman vahvistaminen Termater-liiketoimintakaupalla
- Kastelli-asiakkuuden hankkiminen epäorgaanisesti

Lähitulevaisuus 1-2v

- Marginaalien puolustaminen ennen rakentamisen selvää palautumista
- Kapasiteettia ja tehokkuutta tukevan investoinnin toteutus aikataulussa ja budjetissa
- Markkinaosuuden kasvattaminen kaikissa tuoteryhmissä aktiivisella myyntityöllä sekä kilpailukykyisellä hinnoittelulla
- Valikoitujen toimitusten harkinta Ruotsiin tai Norjan markkinoille (ml. pitkäaikaisten kumppanuuksien solmiminen näissä maissa toimivien toimijoiden kanssa)

Orgaaninen kasvu markkinan palautuessa

- Pyhännän investoinnin läpivienti aikataulussa ja budjetissa
- Orgaaninen kasvu markkinan mukana ja markkinaosuuden voittaminen seinäelementeissä uuden kapasiteetin turvin
- Markkinaosuuden voittaminen muilta rakennusmetodeilta kattoelementeissä
- Uusien sopimusasiakkaiden hankkiminen Suomesta ja/tai muista Pohjoismaista
- Suhdannevaihteluihin sopeutuminen

Seuraavat 5 vuotta

- Tehdasvetoisuuden ja elementointiasteen lisääminen rakentamisessa
- Uuden tehokkaan kapasiteetin käyttöönotto sekä vahvan käyttöasteen mahdollisimman hyvällä ylläpito
- Reippaasti markkinaa nopeampi orgaaninen kasvu
- Jatkuva kilpailukykyyn ylläpito muun muassa tuottavuuden ja automaation kehityksen kautta
- Nousujohteinen pääomien palauttaminen omistajille ja vahvan taseen ylläpitäminen

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 4/4

Taloudelliset tavoitteet

LapWallin taloudelliset tavoitteet ovat seuraavat:

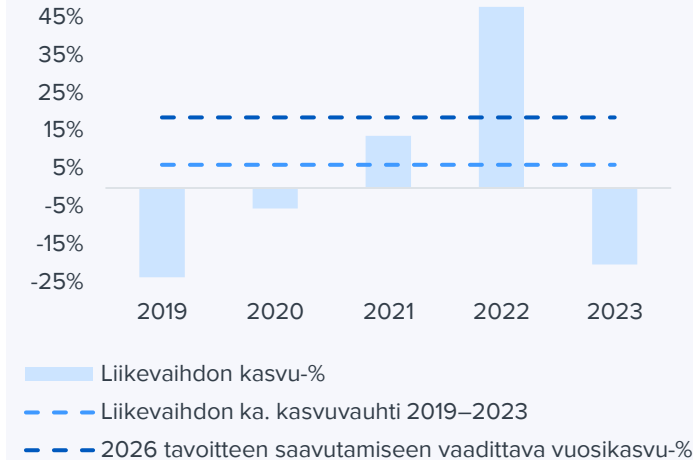
- 70 MEUR:n liikevaihto vuoden 2026 loppuun mennessä. Kasvutavoite on tarkoitus saavuttaa pääosin organisaalisella kasvulla, mutta myös yritysostot ovat mahdollisia.
- Keskipitkällä aikavälillä 12-15 %:n liikevoittomarginaalin ylläpitäminen liikearvopoistoilla oikaistuna (oik. EBIT-%)
- Osingonjako on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

Kasvutavoitteen saavuttaminen vaatii puhtaasti organisaalisesti noin 19 %:n vuosittaisen kasvun saavuttamista vuoden 2023 liikevaihdosta laskettuna seuraavan neljän vuoden aikana. Arviomme mukaan tämä on lähivuosien pientalorakentamisen volyymikasvua nopeampi vauhti, vaikka odotamme myös markkinan palautumisen olevan aikanaan voimakasta historiallisen matalalta tasolta. Toisaalta viime vuonna suuren osan LapWallin liikevaihdosta tuoneiden julkisivu- sekä kattoelementtien markkinan odotamme kasvavan seuraavina paljon maltillisemmin (0-5 %), joten organisaalisesti liikevaihtotavoitteeseen pääseminen vaatii yhtiöltä suuria markkinaosuusvoittoja sekä palautuvaa asuntorakentamisen markkinaa. Kuluvalle vuodelle kasvun osalta näkymä on ohjeistuksen valossa jokseenkin vakaa, joten tavoitteeseen yltäminen vaatii suuria onnistumisia ja suotuisaa markkinaa vuosilta 2025–2026.

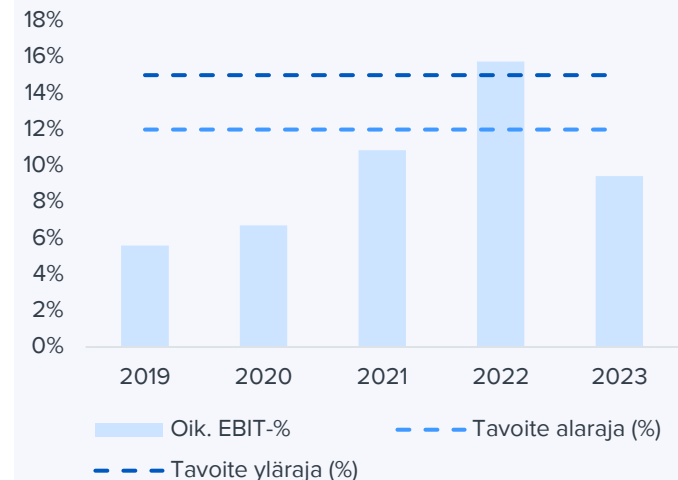
Kannattavuustavoitteensa LapWall jopa ylitti toissa vuonna suotuisassa suhdanteessa. Pidempää aikasarjaa tarkastellessa yhtiö ei ole päässyt tavoitteeseensa. Rakennussektorin tuoteyhtiöiden liiketoimintadynamiikka, LapWallin kilpailun paikallinen luonne ja yhtiön viime vuosina parantunut kilpailukyky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

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

Lapwall ja kasvutavoitteet



LapWall ja kannattavuustavoitteet



Markkinat ja kilpailu 1/4

Puu kilpailee teräksen ja betonin kanssa

Kokonaisuutena Suomen rakennusmateriaalimarkkina on miljardiluokassa, sillä esimerkiksi koko uudisrakentamisen arvo Suomessa vuonna 2022 reilut 18 miljardia euroa. Markkina kuitenkin supistui vuonna 2023 kaskinumeroisesti (volyymi -15%). Markkinalla puun sijaan päämateriaaleja ovat toistaiseksi teräs ja betoni. Puurakentamisen osuus kaikesta rakentamisesta laski Puutuoteteollisuus ry:n mukaan 30 %:iin vuonna 2023 heikon suhdanteen ja kaupungistumisen myötä edellisten vuosien 40 %:sta. Euroopassa puurakentamisen osuus on vain 4 %, mikä kuvaa puun kansainvälistä potentiaalia.

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

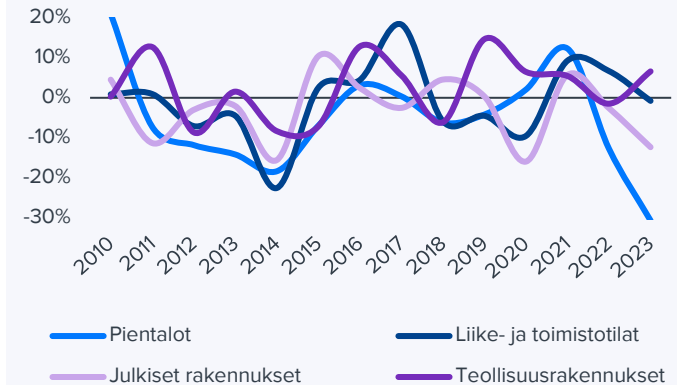
Puu vastaa hyvin rakentamisen trendeihin

Arviomme mukaan rakennusmarkkinalla

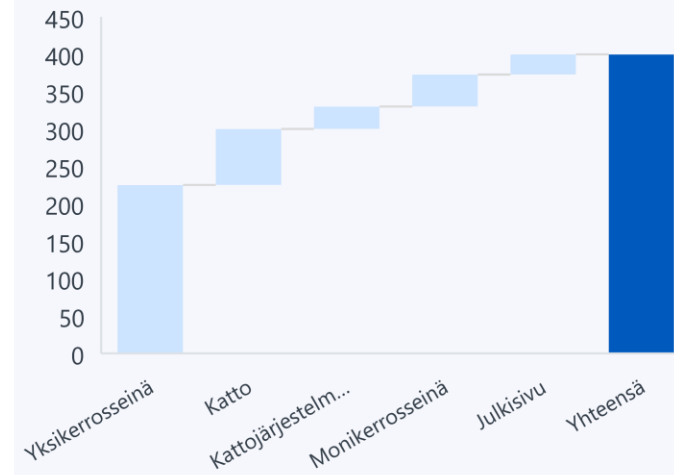
keskisimpiä trendejä lähivuosina ovat ilmastonmuutos, tuottavuuden parantaminen ja kaupungistuminen. Kaupungistuminen on pitkäaikainen globaali trendi, kun taas tuottavuuden parantaminen on ollut suomalaisten rakennusyhtiöiden agendalla jo pitkään alan hyvin vaatimattoman kannattavuuskehityksen takia.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

LapWallin johdon arvion mukaan LapWallille relevantti puuelementtimarkkina on Suomessa kooltaan yhteensä noin 400 MEUR. Markkinakoosta pääosan kattavat yksikerroksisten rakennusten seinäelementit, mikä johtuu puun jo korkeasta markkinaosuudesta pientalorakentamisessa. Monikerrosseinäelementit ovat vielä pieni markkina arviolta vain noin 20-30 MEUR:n markkinakoolla. Puuta käytetään korkeissa rakennuksissa edelleen hyvin vähän, kun taas niissä markkinaa dominoivat teräs ja betoni. Arviomme mukaan kattoelementtien markkina on noin 50-55 MEUR:n markkina ja kattoelementtijärjestelmien noin 15 MEUR:n markkina ja nämä muodostavat yhdessä noin viidenneksen Suomen koko elementtimarkkinasta. Julkisivuelementit ovat pieni

Rakennushankkeiden määrän vuosimuutos



Elementtimarkkinan jakautuminen (MEUR)¹



Lähde: RT, LapWall, Inderes, Tilastokeskus
¹Inderesin arvio LapWallin 2023 tilinpäätökseen perustuen

Markkinat ja kilpailu 2/4

noin 15 MEUR:n markkina Suomessa toistaiseksi.

Pitkän ajan markkinakasvuolettama on rajallinen ja lyhyellä tähtämellä suhdanne on heikko

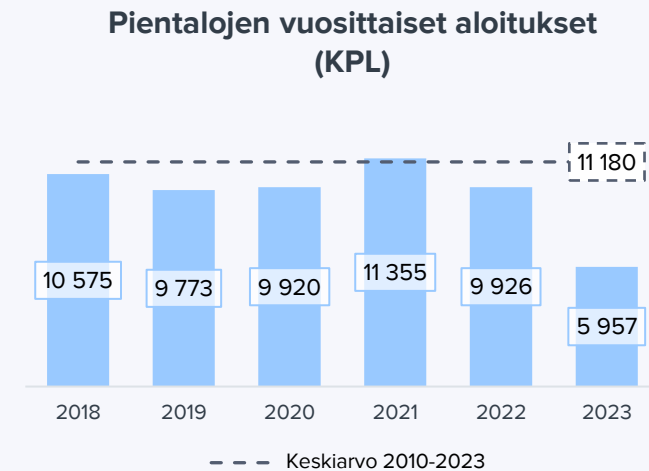
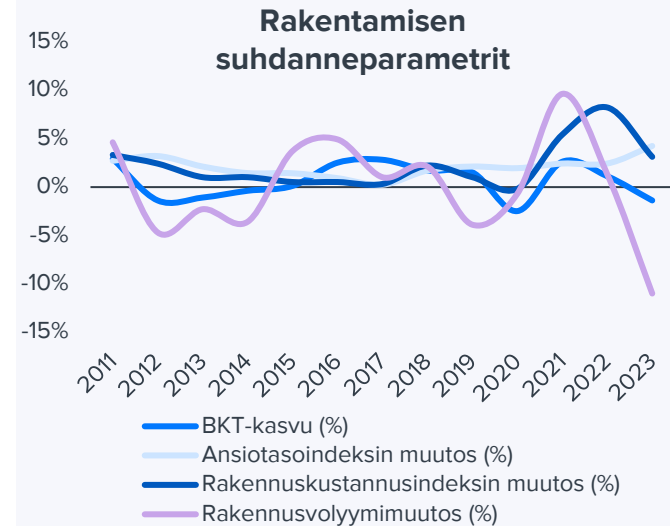
Koko elementtimarkkinan kasvun taustalla on uudisrakentamisen volyyymi ja näin ollen koko elementtimarkkinan pitkän ajan kasvun voi ajatella peilaavan uudisrakentamisen kasvua. Rakentamisen kasvunäkymät ovat Suomessa hidasta pitkän ajan BKT-kasvun olettamaa peilaten arviomme mukaan maltillisella noin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

Rakennusteollisuuden (RT) maaliskuinen suhdannekatsaus maalasi edelleen kurjaa kuvaa rakennusmarkkinan lyhyen aikavälin kehityksestä. Romahtaneen asuntorakentamisen odotetaan pysyttelevän matalalla tasolla tänä vuonna, minkä lisäksi tasaisempien teollisen ja julkisen rakentamisen odotetaan kehittyvän vaisusti. RT:n ennusteen mukaan Suomessa aloitetaan tänä vuonna 3 700 omakotitalon ja 1 100 rivitalon rakentaminen. Omakotitalojen aloitusten ennuste tälle vuodelle on viime vuoden toteuman tasolla ja noin 45 % vuoden 2022 toteuman alapuolella. Vuodelle 2025 RT ennustaa omakotitalojen aloitusten nousevan 27 % 4700 kappaleeseen ja rivitaloaloitusten reilut 80 % 2000 kappaleeseen, eli käänteen odotetaan olevan pohjatasolta suhteellisen voimakasta. Muulle kuin asuinrakentamiselle (ml. esim. julkinen rakentaminen ja teollisuus) RT ennustaa tälle vuodelle reilun 1 %:n kasvua viime vuoden yli 5 %:n pudotuksen jälkeen. Ensi vuodelle RT ennustaa

tähän segmenttiin nollakasvua, eikä rakennustilastoissa toistaiseksi näy RT:n mukaan konkreettisia merkkejä odotetusta vihreän siirtymän tuesta teollisiin investointeihin.

Mainion nollakorkojen vauhdittaman markkinakehityksen jälkeen lyhyellä aikavälillä näkymät eivät edelleenkään ole kovin positiiviset LapWallinkaan kannalta asuntorakentamisen heikon kehityksen takia. Pidemmällä perspektiivillä LapWallin olisi mielestämme tärkeä päästä paremmin sisään suurelle kerrostalojen markkinalle joko suorien puukerrostalojen tai hybridirakentamisen lisääntymisen kautta sekä kasvattaa markkinaosuutta pientalovetoisessa seinäelementtisegmentissä. Jälkimmäiseen tekijään Kastelli-sopimus antaa vauhtia, mutta sopimuksen hyödyt tulevat läpi vasta suhdanteen parantuessa.

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



Markkinat ja kilpailu 3/4

Ympäristötrendien nousu tukee puumateriaaleja

Ympäristöministeriön tavoitteena on ollut julkisessa rakentamisessa puurakentamisen osuuden nostaminen vuoden 2019 15 %:sta 45 %:iin vuoden 2025 loppuun mennessä, mikä edellyttäisi arviomme mukaan merkittävästi aiemmin mainitsemaamme arvioitua kasvuvauhtia nopeampaa vuosikasvua puuelementtimarkkinalla. Viime vuosien kehitys ei ole ollut tavoitteen mukaista, sillä puurakentamisen osuus julkisesta rakentamisesta laski Puuteollisuus ry:n mukaan etenkin ARA-kohteiden rahoituksen laskun seurauksena vuonna 2023 13 %:iin. Vaikka ympäristöministeriön tavoite vaikutta kaukaiselta, se kuvaa ympäristötekijöistä rakentamisen materiaalivalintoihin ja siten puurakentamisen markkinakasvuun kumpuavaa muospainetta. Vastaavaa painetta syntyy myös useiden rakennusliikkeiden strategioista (taustalla regulaation lisäksi myös kuluttajien vaatimukset), joissa lähes kaikissa mainitaan tavoitteeksi päästöjen alentaminen. Tähän puurakentaminen on hiilinegatiivisuutensa takia oiva vaihtoehto. Rakentamisen on arvioitu tuottavan jopa 30 % globaaleista hiilidioksidipäästöistä, joten materiaalivalinnat ovat iso päästölähde ja samalla valintojen muutoksilla on ilmaston muutoksen kokonaisuudenkin kannalta merkitystä.

Yhtiön markkinaosuus on reilut 20 % Suomessa

LapWallin markkinaosuus on seinäelementeissä arviomme mukaan karkeasti 15-20 %:n tasolla. Seinäelementtipuolella liikevaihdon kasvattamiselle selvästi markkinaa nopeammin ei pitäisi olla esteitä, kunhan kilpailukyky on kunnossa. Kattoelementeissä LapWallin

markkinaosuus on sen sijaan yli 70 %. Tämä markkinaosuus pakottaa luonnollisesti kasvun markkinakasvun tasolle, mutta sen vastineeksi markkina-asema ja hinnoitteluvoima on erinomaisia ainakin suorassa kilpailussa, minkä pitäisi tukea kannattavuuden muodostumista. Kattoelementtijärjestelmissä LapWallin markkinaosuus on 30 %:n luokassa, mikä on myös hyvä taso. Koko Suomen puuelementtimarkkinasta LapWallin markkinaosuus on reilut 20 % KW Components liiketoimintakaupan jälkeen ja tällä markkinaosuudella LapWall on Suomessa elementtimarkkinoiden markkinajohtaja.

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

Suoraa kilpailua tulee kahdelta rintamalta

Kokonaisuutena LapWallin kilpailukenttä on hyvin hajanainen ja vaikeasti tulkittava, sillä alalla on paljon pieniä pelureita ja rakennusliikkeillä sekä talotehtailla on useissa tapauksissa omaakin elementtituotantoa. Kokonaisuutena LapWallin kohtaama suora kilpailu tuleekin näistä kolmesta lähteestä, minkä lisäksi kokonaan muut materiaali- ja rakennustapavalinnat ovat tietenkin merkittäviä epäsuoria kilpailijoita etenkin kattoelementeissä. Keskitymme tässä kappaleessa kuitenkin suoraan

Puurakentamisen osuus julkisesta rakentamisesta



Markkinat ja kilpailu 4/4

kilpailuun, sillä sivusimme puuelementtien ja muiden materiaalien kilpailuasetelmia jo aiemmin.

Kilpailuasetelmien arvioimista vaikeuttaa oleellisesti rakentajien ja talotehtaiden oma tuotanto, jonka volyyymiä ja liikevaihtoa yhtiöiden ulkopuolelta on vaikea arvioida. Suuremmista rakennusliikkeistä ainakin YIT:llä on ollut omaa puuelementtituotantoa, mutta erityisen innostuneita rakentajat eivät ole olleet pääomiaan puuelementtitehtaisiin sitomaan. Talotehtailla oman elementtituotannon pystyttäminen on ollut yleisempää ja arvioimme mukaan rakentajien ja talotehtaiden oma elementtituotanto kattaa yli puolet kokonaismarkkinasta etenkin matalissa rakennuksissa. Varsinaisia elementtitehtaita löytyy myös lukumääräisesti suuri määrä Suomesta ja nämä ovat keskimäärin pienehköjä pk-yrityksiä.

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

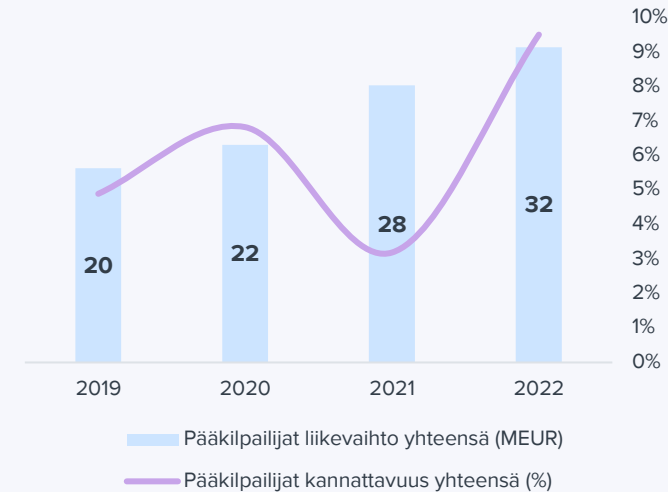
Yhtiön pitäisi pystyä olemaan kilpailukentän selvästi kannattavin peluri

Kokonaisuutena suomalaisten puuelementtien tuottajien kannattavuus on arvioimme mukaan heikko, sillä LapWallin suorat kilpailijat näyttävät tekevän niukasti positiivista liikevoittoa eikä heikko suhdanne helpota yhdenkään pelurin asemaa. Arvioimme mukaan suorat kilpailijat ovat liiketoiminnan kokoluokkansa ja kannattavuutensa valossa liian pieniä panostamaan tehtaissa

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

Heikon suhdanteen seurauksena arvioimme elementtien kokonaistarjonnan laskeneen konkurssien ja muun alalta poistumisen myötä. Esimerkiksi Sikla-Elementit ajautui konkurssiin, ja yrityssaneerauksessa olevan Lehdon elementtiliiketoiminnan jatkuminen on epävarmaa. Myös itse elementtinsä valmistaneita talotehtaita on poistunut markkinoilta (esim. Jukka-talot). Toisaalta markkinoille syntyneitä tyhjiötä voi tulla täyttämään myös uudet toimijat kuten Jukka-talon elementtien toimittajien tiloissa ja vanhoilla laitteilla toiminnan käynnistänyt NECO-elements. Tarjonnan lasku taas voisi tukea jäljelle jäävien pelureiden kannattavuutta ja markkinaosuutta. Lisäksi LapWallin kaltaisille vahvimille pelureille avautuu mahdollisuuksia konsolidoida markkinaa yritysjärjestelyillä, vaikka sinällään toimialan järjestelyiden teollinen logiikka ei mielestämme välttämättä vesitiivis kaikissa tapauksissa olekaan.

Pääkilpailijat yhteenlaskettuna



Taloudellinen tilanne

Tase ei sisällä erikoisuuksia

LapWallin konsernitaseen varojen selvästi suurin erä on kiinteä omaisuus, jota yhtiöllä oli vuoden 2023 lopussa pitkäaikaisessa omaisuudessa 8,9 MEUR. Erä sisältää yhtiön tuotantolaitokset eli etenkin koneet ja laitteet sekä niihin liittyviä maa-alueita ja rakennuksia. Arviomme mukaan aineellisen omaisuuden tasearvo on helposti perusteltavissa, kunhan yhtiö pystyy pitämään myös Pyhännän vanhan kapasiteetin tuotannossa uuden tehtaan valmistumisen jälkeen. Pitkäaikaisessa omaisuudessa yhtiöllä oli lisäksi aineetonta omaisuutta 6,1 MEUR, mikä sisältää valtaosin FAS kirjanpidossa poistettavaa konserniliikearvoa. Muita tavallisia aineettomia omaisuseriä (esim. it-infraan tehtyjä investointeja) on taseessa noin 0,4 MEUR:n arvosta. Emme näe myöskään aineettomassa omaisuudessa alaskirjauriskejä.

Vaihtuvissa vastaavissa suurimmat erät ovat osin valmistavassa teollisuudessa operoivalle yhtiölle tyypillisesti käyttöpääomaeriä eli myyntisaamisia ja varastoa. Vuoden 2023 lopussa näiden arvot olivat 3,0 MEUR ja 2,8 MEUR. Valmistavan teollisuuden yhtiölle poikkeuksellisesti LapWallin käyttöpääoma on ollut pääsääntöisesti lievästi negatiivinen ja yhtiön pystyy tiukan asiakasluottopolitiikan ja melko pitkien maksuaikojen takia rahoittamaan päivittäisen liiketoimintansa asiakasvaroillaan. Vuoden lopussa siirtosaamisia oli lisäksi 1,3 MEUR ja kassassa oli 4,4 MEUR. Kassalle arvioimme yhtiön saavan pientä karkeasti 2 %:n korkotuottoa nykyisessä korkomarkkinassa koko kassasta laskettuna.

LapWallin taseen loppusumma vuoden 2023 lopussa oli 27,1 MEUR:n. Mielestämme tase on kokonaisuutena varsin kevyt liiketoiminnan kokoluokkaan peilattuna, minkä taustalla on liiketoiminnan maltillinen pääomaintensiteetti ja negatiivinen käyttöpääoma. Pyhännän iso investointi toki kasvattaa tasetta, mutta isoa kuvaa pääomaintensiteetin osalta se ei muuta.

Tase on jyrkellä

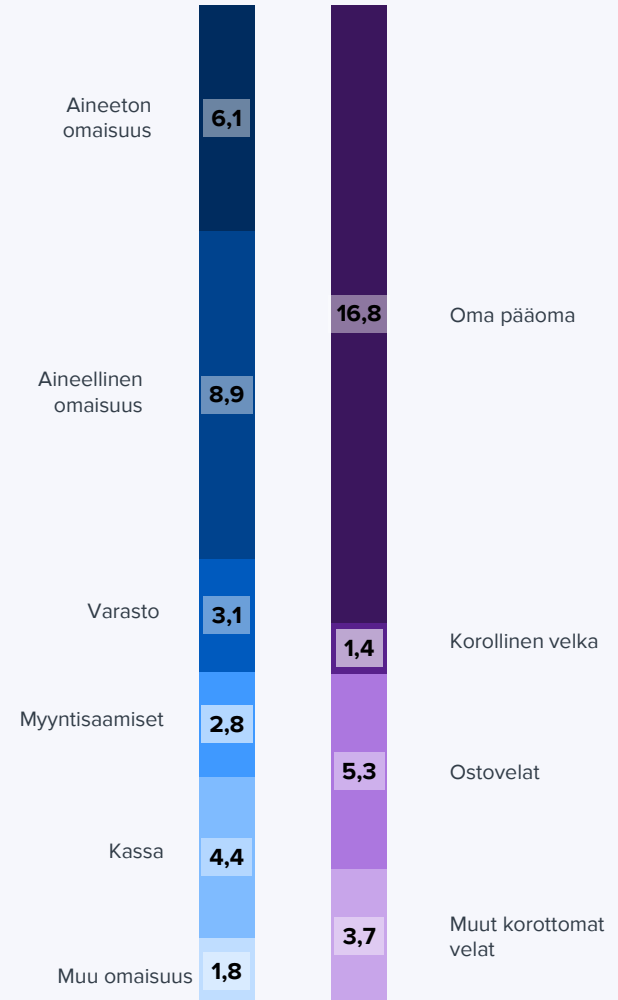
Taseessa vastattavien puolella LapWallin oma pääoma oli vuoden 2023 lopussa 16,8 MEUR. Korollista velkaa taseessa oli noin 1,4 MEUR. Siten LapWallin rahoituskulut ovat pienet ja yhtiö pystyy helposti kantamaan Pyhännän investointiin tarvittavan muutamien miljoonien eurojen lisävelan. Lisäksi yhtiöllä oli ostovelkoja 5,3 MEUR ja muuta korotonta velkaa 3,7 MEUR. Muista korottomista veloista siirtovelat olivat 1,9 MEUR ja asiakkailta saadut ennakot noin 1,0 MEUR. Siten tase on vastattavien puolelta selkeä.

LapWallin omavaraisuusaste oli vuoden lopussa 64 % ja nettovelkaantumisaste -18 %. Siten yhtiön taloudellinen asema on mielestämme erittäin vahva ennen Pyhännän investoinnin vaikutuksia.

Tehdasinvestointi tuo lievää vipua

LapWallin tase tulee muuttumaan lähivuosina Pyhännän suuren 19 MEUR:n tehdasinvestoinnin myötä. Odotamme tulo- sekä velkarahoituspalojen olevan 6 reilun MEUR:n luokkaa minkä lisäksi ELY-keskuksen myöntämä investointituki kattaa merkittävän osan investointisummasta. Odotamme yhtiön taseen käyvän vain maltillisesti nettovelan puolella ensi vuonna investoinnista huolimatta.

Tase 2023 27,1 MEUR



Ennusteet 1/4

Ennustemalli

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

Vuoden alku sujui kelvollisesti

LapWall pääsi kuluvaan vuoteen 10 % vaisua vertailukautta korkeammalla tilauskannalla Kastelli-yhteistyön sekä Metsä Woodin suuren projektin ansiosta. Tilauskannan osoittamia askelmerkkejä peilaten LapWallin liikevaihto kasvoi Q1:llä 9 % 10,1 MEUR:oon. Odotetusti teollisen ja julkisen rakentamisen tukema kattoelementtiliiketoiminta kannatteli konsernin liikevaihtoa muuten haastavassa markkinassa kasvaen 20 %. Vastaavasti asuntorakentamisen kysynnän ajaman seinäelementteihin erikoistuneen Pyhännän tuotantoyksikön liikevaihto laski 10 %.

Liikevaihdon kasvu oli Q1:llä vahvasti tuotantomäärien kasvun ajamaa, sillä yhtiö kertoi myyntihintojen kärsineen 10 % vertailukauteen nähden. LapWall odotti myyntihintojen pohjan osuneen Q1:lle. Siten suurempaa vastatuulta hintapaineesta ei välttämättä ole enää odotettavissa. Astetta aggressiivisempi hinnoittelu ja volyymikasvu

myös tukevat yhtiön tavoitetta markkinaosuuden selvästä kasvusta (sekä tehtaiden täyttämistä myös heikossa syklissä). Siten emme miellä myyntikatteen heikkenemistä ainoastaan negatiiviseksi ajuriksi omistaja-arvon luonnin kannalta, vaikka tavoitekannattavuuteen yltäminen voikin vaatia hieman Q1:n tasoa korkeammalle nousevaa myyntikatetta.

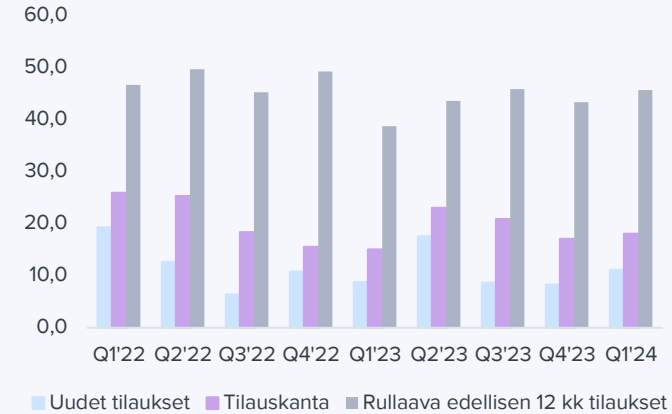
LapWallin liikearvopoistoista oikaistu liikevoitto putosi Q1:llä 11 % 1,0 MEUR:oon. Kannattavuuden heikkenemisen taustalla oli luultavasti laskeneiden myyntihintojen painama ja vertailukautta matalampi myyntikate-%. Pidämme saavutettua 10,1 %:n oik. liikevoittomarginaalia puolustusvoittona vallitsevassa erittäin heikossa asuntosegmentin markkinatilanteessa.

LapWall ohjeistaa tuloskasvua tälle vuodelle

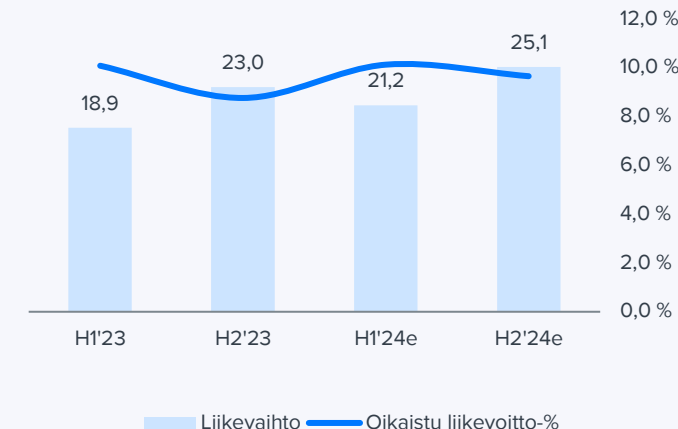
LapWallin tilauskanta oli Q1:n lopussa 20 % vertailukautta korkeammalla 18,1 MEUR:ssa, eli yhtiö kotiutti 11,1 MEUR:n uudet tilaukset. Hintapaineen myötä tilauskannan katerakenne ei kuitenkaan ole arviomme mukaan välttämättä parantunut vertailukaudesta.

LapWall kertoi Q1-liiketoimintakatsauksen yhteydessä näkyvyyden parantuneen loppuvuoden osalta, minkä myötä yhtiö antoi ohjeistuksen, jossa se arvioi, että sen liikevaihto vuonna 2024 on 43–48 MEUR ja liikevoitto ilman liikearvon poistoja (EBITA) 4,3–4,8 MEUR (vrt. oik. EBIT 2023 4,0 MEUR). Vaikka yhtiöllä on arviomme mukaan hyvä näkyvyys loppuvuoden aktiiviteettiin, on ohjeistushaarukka etenkin operatiivisen tuloksen osalta kapea, eikä se siten jätä varaa yllätyksille.

LapWall tilauskanta ja uudet tilaukset (MEUR)



Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Ennusteet 2/4

Volyymi kääntää liikevaihdon kasvuun

Ennustamme LapWallin liikevaihdon kasvavan tänä vuonna 10 % 46 MEUR:oon. Ennusteemme on aavistuksen LapWallin ohjeistushaarukan keskikohdan yläpuolella. Kasvun taustalla on vertailukautta korkeammalla tasolla oleva tilauskanta, rakentamisen yleisestä alakulosta huolimatta hyvällä tasolla pysyvä kattoelementtien volyyymi, LapWallin vahvistuva markkinaosuus seinäelementeissä ja Kastelli-yhteistyön 5 kuukaudelle tuoma epäorganainen tuki. Liikevaihdon kasvua jarruttaa myyntihintojen lasku, mutta odotamme kasvavien volyyymien olevan liikevaihdolle selvästi merkittävämpi liikevaihdon ajuri vuonna 2024.

Myyntikate paineessa vuonna 2024

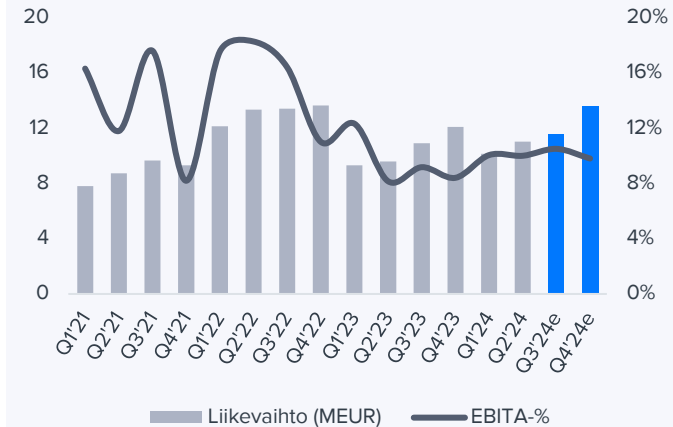
LapWallin myyntikate-%:n odotamme heikentyvän vuonna 2023 3 %-yksiköllä reiluun 39 %:iin. Tämän taustalla on kilpailun sekä vaisun markkinatilanteen myötä paineessa vuositasoin vertailussa olevat myyntihinnat, joihin nähden materiaalikustannukset eivät laske vastaavassa suhteessa. Q1:stä emme odota hinnoittelu ympäristön kuitenkin enää juuri heikentyvän.

Henkilöstökulujen odotamme nousevan tänä vuonna hieman nousevia tuotantovolyymejä mukaillen (vrt. 2023 LapWallilla oli myös lomautuksia). Edelleen suhteellisen matalan kapasiteetin käyttöasteen sekä kireän hinnoittelu ympäristön myötä henkilöstökulut pysyvät koholla liikevaihtoon nähden (17 %). Sen sijaan liiketoiminnan muita kuluja odotamme yhtiön pystyvän karsimaan kulukurilla, ja

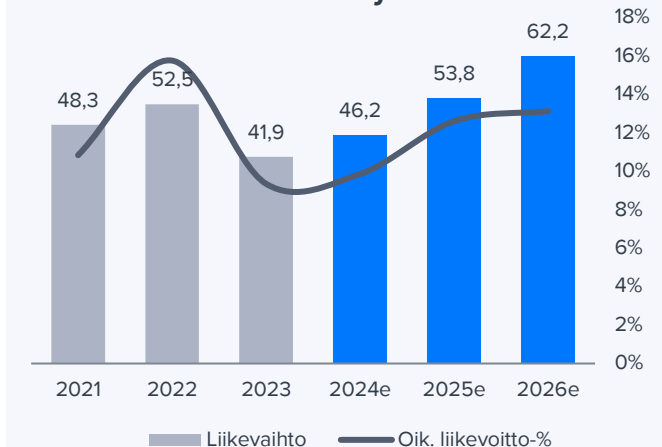
esimerkiksi Raahen tuotantolaitoksen sulkemisen myötä. Näin ollen odotamme liiketoiminnan muiden kulujen laskevan kilpailukykyiselle tasolle 10 %:iin suhteessa liikevaihtoon, mikä on mielestämme yhtiölle varsin normaali taso ja linjassa viime vuosina saavutetun tason kanssa. Normaalien poistojen arvioimme pysyvän vakaina ja olevan 3 %:ssa liikevaihdosta. Nämä tekijät huomioiden odotamme LapWallin liikearvopoistoilla oikaistun liikevoiton nousevan tänä vuonna 16 % 4,6 MEUR:oon yhtiön sopeuttaessa toimintaansa vallitsevaan nihkeään suhdanteeseen. Tämä vastaa hieman tavoitetason alarajasta jäävää 10 %:n oikaistua liikevoitto-% ja noin ohjeistushaarukan puolivälissä olevaa tulosta.

Alariveillä odotamme LapWallin liikearvopoistojen kohoavan tänä vuonna 0,9 MEUR:oon KW-Component -ostoa heijastellen. Näin ollen yhtiön vuoden 2024 liikevoittoennusteemme on 3,7 MEUR. Rahoituskulujen ennustamme olleen vähäisen korollisen velan ja pienten rahoitustuottojen ansiosta vain 0,1 MEUR, sillä tulevaan investointiin tarvittavan velan nosto ajoittuu arvioimme mukaan vasta vuoden loppuun. Ennustamme yhtiön veroasteen olevan 23 %, sillä liikearvon poistot ovat verovähennyskelvottomia. Nämä tekijät huomioiden liikearvopoistoilla oikaistun EPS:n ennusteemme kuluvalle vuodelle on 0,24 euroa. Positiivisen tuloksen, pääasiassa Pyhännälle suuntautuvien kookkaiden 14 MEUR:n investointien jälkeen vapaan rahavirran ennustamme olevan tänä vuonna selvästi negatiivinen. Suurista investoinneista huolimatta yhtiön rahoitusasema pysyy edelleen rahavirran tuottokykyyn nähden vankkana.

Liikevaihto ja kannattavuus kvartaaleittain



Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Ennusteet 3/4

Uusi kapasiteetti valmiina käännteeseen

Lähivuosina odotamme LapWallin saavan tukea Suomen pientalomarkkinan syväjään päättymisestä ja palautumisesta nykyistä korkeammille tasoille. Volyymitä noin 50 % viimeisen vuosikymmenen keskiarvon alapuolella mateleva pientalojen rakennusaloitukset palautuvat ennusteissamme asteittain. Tässä avainasemassa on EKP:n korkojen laskujen ajoitus ja nopeus, jotka ovat vuoden 2024 aikana karanneet epäsuotuisasti ennakoitua kauemmas inflaation sitkeyden ja odotettua paremman Euroopan taloustilanteen takia.

Perusskenaariossamme markkinan normalisoituminen ajoittuu vuodelle 2026, kun korot ovat ehtineet laskea noin prosenttiyksiköllä nykytasoilta. Tämä olisi myös LapWallin Pyhännän investoinnin kannalta suotuisa aikataulu, sillä uuden tehtaan on määrä valmistua H2'25:llä. Siten yhtiö pääsisi myymään laajempaa tarjoamaa ja kasvanutta toimituskykyä kasvavaan markkinaan. Vuosi 2025 on volyymitään vielä ennusteissamme nihkeä rakennussektorille ja LapWallille, vaikka odotammekin asuntorakentamisen kysynnän vuosien 2023 ja 2024 pohjatasoilta nousevankin. Kasvua tukee alalta poistuneiden elementtivalmistajien myötä jäljelle jääneiden toimijoiden kasvaneet markkinaosuudet.

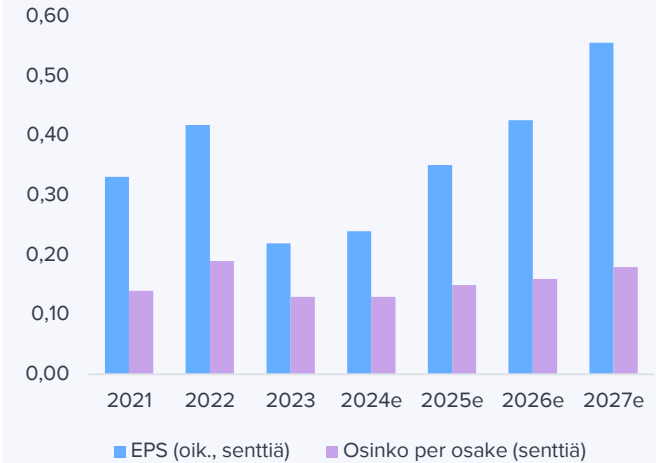
Odotamme lähivuosilta rivakkaa kasvua

Vuosina 2025–2027 odotamme LapWallin liikevaihdon kasvavan 14–16 % per vuosi ja yltävän 71 MEUR:oon vuonna 2027 Pyhännän uuden tuotantolinjan tuoman kapasiteetin tukemana.

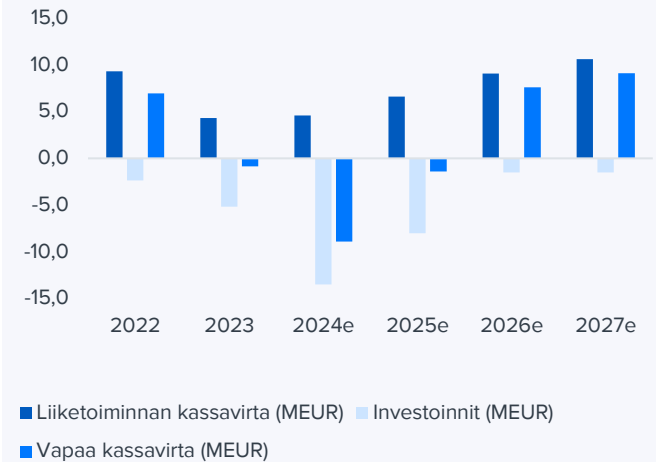
Kasvu perustuu takapainoiseen markkinan palautumiseen sekä markkinaosuuden voittamiseen. Ennusteessamme yhtiö saa uuden tehtaan pidettyä korkeassa kuormassa ja myös vanhan tehtaan käytössä. Kasvu ennusteessamme on orgaanista, vaikka KW-Component liiketoimintakaupan mukana käytännössä ostetun Kastelli-asiakkuuden pitäisi yltää lähivuosina pohjilta huomattavaan kasvuun. Myyntihintojen odotamme kehittyvän lähivuosina melko vakaasti, mutta uuden tehokkaan kapasiteetin valmistuessa LapWallilla on arviomme mukaan mahdollisuus (ja tarve) tavoitella markkinaosuuden kasvua myös hintavetoisesti. Odotamme kuitenkin yhtiö katteiden pysyvän terveinä.

Liikearvopoistoilla oikaistun liikevoiton ennusteemme vuosille 2025–2027 ovat 6,8–10,4 MEUR. Ennusteemme vastaavat yhtiön tavoitehaarukan sisällä olevia noin 13–15 %:n oikaistuja liikevoitto-%. Arviomme mukaan yhtiö pystyy nostamaan ajan yli myyntikate-% hieman uuden tuotantokapasiteetin mahdollistamalla automatisoinnilla ja raaka-ainetehokkuudella ja samalla volyymikasvu skaalaa etenkin kiinteiden liiketoiminnan muiden kulujen tehokkuutta kohti huippuvuoden 2022 tasoa. Omaan henkilöstöön liitännäisten henkilöstökulujen osalta tehokkuusparannuksien odotuksemme ovat toistaiseksi maltillisia, sillä myös palkkainflaation suhteen odotukset ovat ripeähköllä 2–3 %:n tasolla ja yhtiö tarvitsee ennusteessamme volyymikasvun saavuttamiseksi myös hieman lisää henkilökuntaa. Normaalien poistojen odotamme kasvavan Pyhännän suurinvestointia silmällä pitäen. Tuloslaskelman alemmilla riveillä

EPS ja osinko



Operatiivinen ja vapaa kassavirta



Ennusteet 4/4

ennustamme PPA-poistojen asettuvan lähivuosille 0,9 MEUR:oon, rahoituskulujen nousevan korkeimmillaan -0,3 MEUR:oon ja veroasteen pysyttelevän 22–23 %:n tasolla liikearvopoistojen verovähennyskelvottomuutta heijastellen. Näin ollen oikaistun EPS:n ennusteemme vuosille 2025–2027 ovat 0,35-0,56 euroa. Osinkoennusteemme vuosille 2025–2027 ovat 0,15–0,28 senttiä, mitkä vastaavat yhtiön politiikan yllälaidalla olevaa vajaan 50 %:n jakosuhdetta oikaistusta EPS:stä.

LapWallin investointien odotamme olevan vuonna 2025 8 MEUR kohdistuen Pyhännän uuteen tehtaaseen, minkä jälkeen odotamme investointien rauhoittuvan vuosiksi 2026–2027 1,5 MEUR:n tasolle (ts. käytännössä ylläpitoinvestointeihin). Käyttöpääomaa emme oleta LapWallin kasvumoodissakaan sitovan liiketoimintamallin rakenteen takia, vaikka sopimusliikevaihdon kasvu voikin hieman sitoa pääomaa saamisiin. Siten odotamme vapaan rahavirran nousevan vuonna 2027 8,6 MEUR:oon. Nettovoitto ja selvästi positiivinen vapaa rahavirta pitävät yhtiön taseen ennusteissamme vahvana suuresta investoinnista huolimatta.

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

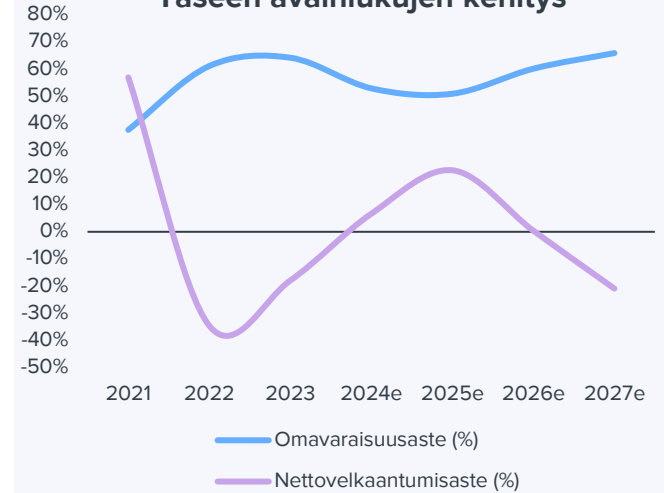
Ennusteidemme toteutuessa LapWallin markkinaosuus Suomen elementtimarkkinoista olisi vuoden 2027 lopussa karkeasti 20 %:n tasolla. Näin ollen Suomen elementtimarkkinat eivät vielä aiheuttaisi rajoja yhtiön kasvulle. Suomen kasvuvaran ja toistaiseksi vähäisten kansainvälistymisnäyttöjen takia pitkä aikavälin ennusteemme perustuvat valtaosin Suomen

markkinaan ja pitkälläkin aikavälillä ennusteemme sisältävät pieniä onnistumisia viennissä.

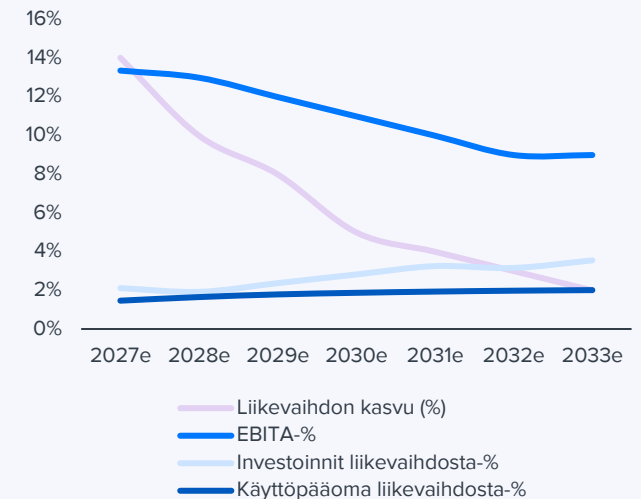
Odotamme Pyhännän mittavan tehdasinvestoinnin heijastuvan kasvuun vielä vuosikymmenen vaihteessa, minkä myötä vuosien 2028–2030 liikevaihdon kasvuennusteemme on 5-10% ennen hidastumista 3-4%:n tasolle. Näiden kasvuennusteiden saavuttaminen vaatii Pyhännän uuden ja vanhan kapasiteetin täyttöö melko täyteen. Terminaalikasvuennusteemme on Suomen pitkän ajan kasvuoletuksen tasolla 2,0 %:ssa. Yhtiön oikaistun EBIT-%:ien odotamme liikkuvan pitkällä aikavälillä 9–12 %:n haarukassa. Terminaalin kannattavuuden ennusteemme on 9,0 %:ssa, sillä odotamme kilpailun sektorilla kiristyvän tavalla tai toisella myös Suomessa. Tämä alittaa yhtiön nykyisen kannattavuustason, mutta ylittää kuitenkin lievästi pitkän ajan historiallisen toteuman (2012-2023 EBIT-% 7,3 %). Näin ollen pidämme nykyinäytöjen valossa nykytasoa maltillisempaa marginaaliodotusta perusteltuna.

Rahoituskulujen arvioimme pysyvän pitkällä aikavälillä pieninä, kun taas veroaste hakeutuu arvioimme mukaan liikearvopoistojen loppuessa kohti Suomen 20 %:n yritysveroastetta. LapWallin investointien arvioimme putoavan vuosien 2024–2025 investointiohjelman jälkeen poistojen alapuolelle ennen kuin terminaalisissa investoinnit taas saavuttavat suurin piirtein poistojen tason. Arvioimme mukaan yhtiöllä on kasvusta huolimatta edellytykset ylläpitää osinkopolitiikansa mukaista 30–50 %:n jakosuhdetta pitkällä aikavälillä, vaikka investoinnit jatkuisivat ja yhtiö kansainvälistyisi. Koska olemme odottaneen LapWallin kasvun hidastuvan, pitkän ajan jakosuhte-ennusteemme ylittävät yhtiön nykyisen osinkopolitiikan.

Taseen avainlukujen kehitys



Pitkän ajan ennusteparametrit



Tuloslaskelma ja ennustemuutokset

Tuloslaskelma	2022	H1'23	H2'23	2023	H1'24e	H2'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	52,5	18,9	23,0	41,9	21,2	25,1	46,2	53,8	62,2	71,0
Konserni	52,5	18,9	23,0	41,9	21,2	25,1	46,2	53,8	62,2	71,0
Liikearvopoiston oikaisu	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttökate	9,5	2,7	2,7	5,4	2,8	3,1	5,9	8,7	11,0	13,3
Poistot ja arvonalennukset	-1,8	-1,1	-1,1	-2,2	-1,1	-1,1	-2,2	-2,8	-3,7	-3,8
Liikevoitto ilman kertaeriä	8,3	1,9	2,0	3,9	2,1	2,4	4,6	6,8	8,2	10,4
Liikevoitto	7,8	1,7	1,6	3,2	1,7	2,0	3,7	5,9	7,3	9,5
Konserni	8,3	1,9	2,0	3,9	2,1	2,4	4,6	6,8	8,2	10,4
Liikearvopoiston oikaisu	-0,5	-0,3	-0,5	-0,7	-0,4	-0,4	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,3	0,0
Tulos ennen veroja	7,0	1,7	1,5	3,2	1,7	2,0	3,7	5,6	7,0	9,5
Verot	-1,4	-0,3	-0,3	-0,6	-0,4	-0,6	-1,0	-1,3	-1,6	-2,1
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	5,7	1,3	1,2	2,5	1,3	1,4	2,7	4,3	5,5	7,4
EPS (oikaistu)	0,42	0,11	0,11	0,22	0,12	0,12	0,24	0,35	0,43	0,56
EPS (raportoitu)	0,38	0,09	0,08	0,17	0,09	0,09	0,18	0,29	0,37	0,50

Tunnusluvut	2022	H1'23	H2'23	2023	H1'24e	H2'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	8,6 %	-25,9 %	-14,9 %	-20,2 %	12,2 %	9,0 %	10,4 %	16,3 %	15,7 %	14,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	57,9 %	-58,5 %	-45,5 %	-52,7 %	12,7 %	20,1 %	16,5 %	48,7 %	20,5 %	26,8 %
Käyttökate-%	18,2 %	14,6 %	11,6 %	12,9 %	13,2 %	12,3 %	12,7 %	16,2 %	17,7 %	18,8 %
Oikaistu liikevoitto-%	15,8 %	10,1 %	8,8 %	9,4 %	10,1 %	9,7 %	9,9 %	12,6 %	13,2 %	14,6 %
Nettotulos-%	10,4 %	7,1 %	5,3 %	6,1 %	6,1 %	5,5 %	5,8 %	8,1 %	8,8 %	10,4 %

Ennustemuutokset	2024e	2024	Muutos	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	46,2	46,2	0 %	53,8	53,8	0 %	62,2	62,2	0 %
Käyttökate	5,9	5,9	0 %	8,7	8,7	0 %	11,0	11,0	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	4,6	4,6	0 %	6,8	6,8	0 %	8,2	8,2	0 %
Liikevoitto	3,7	3,7	0 %	5,9	5,9	0 %	7,3	7,3	0 %
Tulos ennen veroja	3,7	3,7	0 %	5,6	5,6	0 %	7,0	7,0	0 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,24	0,24	0 %	0,35	0,35	0 %	0,43	0,43	0 %
Osakekohtainen osinko	0,13	0,13	0 %	0,15	0,15	0 %	0,16	0,16	0 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Pysyvät vastaavat	12,1	15,1	26,3	31,5	29,3
Liikearvo	2,4	5,7	4,8	3,9	3,0
Aineettomat hyödykkeet	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Käyttöomaisuus	9,2	8,9	21,1	27,2	25,9
Sijoitukset osakkuusyhtiöihin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	16,1	12,0	9,8	10,9	12,3
Vaihto-omaisuus	3,2	3,1	3,2	3,2	3,4
Muut lyhytaikaiset varat	2,3	1,7	1,7	1,7	1,7
Myyntisaamiset	2,7	2,8	3,0	3,8	4,7
Likvidit varat	7,8	4,4	1,8	2,2	2,5
Taseen loppusumma	28,2	27,1	36,2	42,4	41,7

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Oma pääoma	15,9	16,8	18,6	21,0	24,2
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	4,8	4,7	5,4	7,8	11,0
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	10,9	12,0	13,0	13,0	13,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	1,9	0,9	8,3	11,3	7,4
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	1,4	0,4	2,3	5,3	1,9
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,5	0,5	6,0	6,0	5,5
Lyhytaikaiset velat	10,5	9,4	9,3	10,1	10,1
Korolliset velat	1,0	0,9	0,8	1,6	0,7
Lyhytaikaiset korottomat velat	4,6	5,3	5,3	5,4	6,2
Muut lyhytaikaiset velat	4,8	3,2	3,2	3,2	3,2
Taseen loppusumma	28,2	27,1	36,2	42,4	41,7

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 1/4

LapWallin hinnoittelussa ei tarvita sirkustemppuja

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

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

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

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

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

LapWallin arvostukseen vaikuttavat tekijät:

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

Puuelementtien marginaaliprofiili on hyvä LapWallin myyntikatteet ovat melko hyviä ja parhaat rakennusmateriaalisektorin pelurit ovat osoittaneet pystyvänsä tekemään korkeaa marginaalia, mikä tukee alan yhtiöiden arvostuksia. Yhtiön kannattavuudessa on parantamisen varaa

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	3,31	3,31	3,31
Osakemäärä, milj. kpl	14,9	14,9	14,9
Markkina-arvo	49	49	49
Yritysarvo (EV)	50	54	49
P/E (oik.)	13,8	9,4	7,8
P/E	18,4	11,4	9,0
P/B	2,7	2,3	2,0
P/S	1,1	0,9	0,8
EV/Liikevaihto	1,1	1,0	0,8
EV/EBITDA	8,6	6,2	4,5
EV/EBIT (oik.)	11,1	8,0	6,0
Osinko/tulos (%)	72,2 %	51,5 %	43,6 %
Osinkotuotto-%	3,9 %	4,5 %	4,8 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 2/4

Vuoden 2023 tasolta ja viimeisen 5 vuoden keskiarvosta. Siten yhtiön keskipitkän ajan tuloskasvunäkymät ovat mielestämme hyvät.

LapWallin portfolio on ympäristöystävällinen.

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

Track-record kannattavasta kasvusta on lyhyt.

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

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

Pitkän ajan kasvuvara Suomessa on rajallinen.

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

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

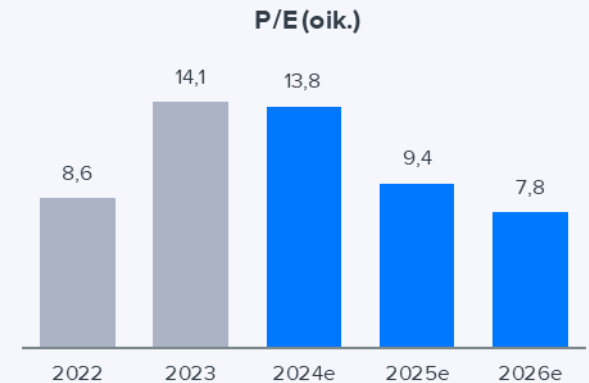
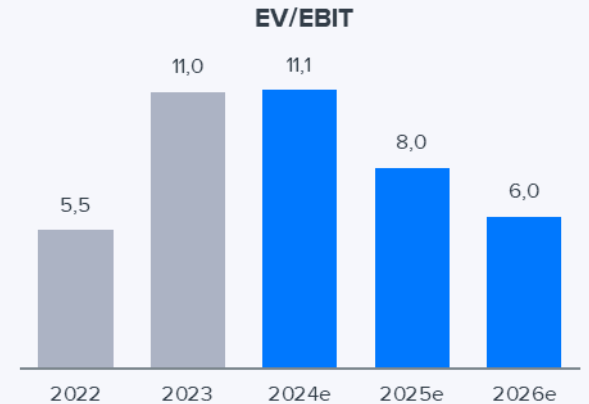
Pieni koko ja vielä huomattavan maantieteellinen keskittyminen Suomeen nostaa LapWallin riskiprofiilia suhteessa moniin muihin suurempiin ja hajautuneempiin yhtiöihin ja rajoittaa tietyntyyppisten sijoittajien kiinnostusta yhtiöön.

LapWallin hyväksyttävä arvostustaso

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

Kerroin pohjainen arvostus

LapWallin tämän ja ensi vuoden ennusteiden mukaiset oikaistun P/E-luvut ovat 14x ja 9x sekä vastaavat EV/EBIT-kertoimet 11x ja 8x. Arvostuskertoimet asettuvat hyväksymiemme haarukoiden yläosiin kuluvan vuoden väisällä tuloksella, kun taas ensi vuoden tuloskasvun toteutuessa ennusteemme suuntaisesti osake olisi hyvin edullinen. Samaa tarinaa kertovat kuluvan vuoden ja ensi vuoden noin 1x tasolla tai sen alapuolella olevat EV/S-kertoimet. Näin ollen kerroin pohjainen tarkastelu tarjoaa mielestämme positiivisen signaalin yhtiön arvostuksesta, kun myös painopiste siirtyy tässä vaiheessa vuotta jo asteittain ensi vuotta kohti.



Arvonmääritys 3/4

Rakennusmateriaaliyhtiöistä koostuvaan verrokkiryhmän arvostuskertoimet ovat tälle ja ensi vuodelle P/E-luvulla 15x ja 11x sekä EV/EBIT-kertoimet 13x ja 10x oikaistuun tulokseen peilattuna. Näistä kertoimista laskettuna LapWallin alennus suhteessa verrokkiryhmään on keskimäärin noin 14 %. Tietty alennus on mielestämme perusteltu yhtiön verrokkeja pienemmän koon ja lyhyemmän track-recordin takia, mutta nykyistä suurempaa alennusta emme pitäisi perusteltuna. Näin ollen suhteellinen arvostus on mielestämme neutraali.

Tuottovaatimus on koholla

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

merkittävästi negatiivisesti lähivuosina.

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

DCF antaa niin ikä vihreää valoa

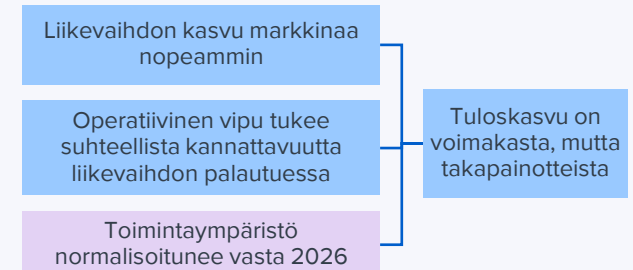
Näillä oletuksilla ja edellisen kappaleen pitkän ajan ennusteillamme saamme LapWallin käyväksi arvoksi DCF-pohjaisesti perusskenaariollamme noin 4,5 €/osake. Perusskenaarion mallissa terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta on hyvin kohtuullinen eli 49 %. Näin ollen malli ei mielestämme ole erityisen aggressiivinen, mutta malli toki olettaa, että LapWallin kannattava kasvu jatkuu vuosikymmenen vaihteeseen ja ennusteissamme yhtiö myös saavuttaa pysyvästi historiallisia toteumia korkeamman kannattavuuden kaikkina ennustevuosina.

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

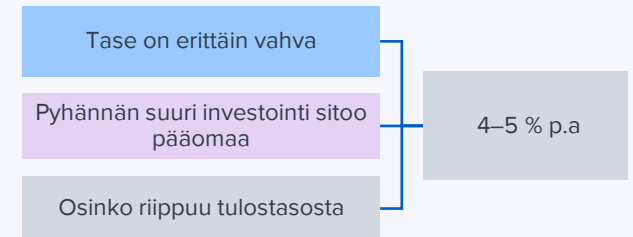
Markkina-arvon ajurit Q1'24-2027e

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

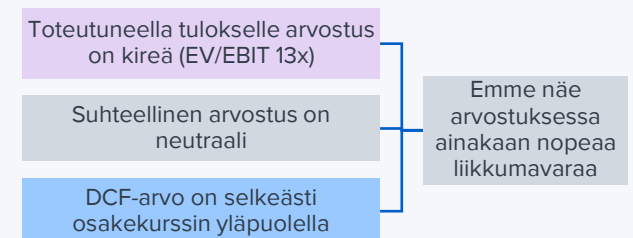
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Tuotto-odotus on mielestämme yhä varovaisen houkutteleva lyhyellä tähtäimellä ja selvästi tuottovaatimusta korkeampi keskipitkällä sihdillä

Arvonmääritys 4/4

Arvonmääritys taloudellisilla tavoitteilla

LapWallin taloudelliset tavoitteet antavat mielestämme referenssin myös arvostukselle. Tässä täytyy kuitenkin olla varovainen, sillä pidämme tavoitteita varsin kunnianhimoisina.

Tavoitteiden toteutuessa LapWallin oikaistu liikevoitto vuonna 2026 olisi vähintään 8,4–10,5 MEUR. Nettotulosta tästä jäisi yhtiöllä arviomme mukaan normaalien poistojen, hyvin pienten rahoituskulujen ja normaalin 20 %:n veroasteen jälkeen noin 6-8 MEUR, jos oletetaan kasvun olevan orgaanista, eikä liikearvopoistoja tai rahoituskuluja synny oleellisesti lisää. Lisäksi yhtiöllä olisi tässä skenaariossa 5 vuodelta hyvät näytöt kasvusta ja kannattavuudesta. Tätä taustaa vasten LapWall voitaisiin mielestämme hinnoitella vuonna 2026 ainakin esittämiemme haarukoiden ylälaitoihin eli EV/EBIT 11x ja P/E 14x kertoimilla, jos korkotaso ei nouse oleellisesti nykyisestä. Näillä numeroilla LapWallin käypä arvo voisi olla vuonna 2026 noin 6,2–7,8 euroa per osake.

Näin ollen yhtiössä olisi pörssikurssin pohjalta noin 2,5 vuoden sijoitusjaksolla noin 30–40 %:n vuosittainen nousuvara ja päälle tulisivat vuosien 2024-2025 noin 4 %:n vuotuiset osingot. Näistä muodostuva vuotuinen kokonaistuotto ylittäisi kirkkaasti sijoittajien tuottovaatimuksen ja peilaa osakkeen keskipitkän ajan merkittävää potentiaalia, jos yhtiön tavoitteet toteutuvat edes osittain. Korostamme kuitenkin, että tätä kautta tuotto-odotuksen onkin oltava tässä vaiheessa sijoittajille erittäin houkutteleva, sillä oletuksissa on kuitenkin etenkin nykyiseen asuntorakentamisen

tilaan peilattuna erittäin suotuisa ja myös melko kaukana oleva skenaario. Siten arvonmääritys taloudellisilla tavoitteilla tukee mielestämme näkemystämme muiden menetelmien indikoimaa kuvaa osakkeen houkuttelevasta hinnasta.

Tuotto/riski-suhde on säilyy positiivisena

Lähivuosien ennusteidemme sekä yhtiölle hyväksymiemme arvostuskertoimien sekä DCF:n pohjalta arvioimme LapWallin osakkeen käyväksi arvoksi nyt noin 3,5-5 euroa osakkeelta. Vuoden tähtäimellä tuotto-odotus nojaa arviomme mukaan tuloskasvun realisoitumiseen sekä osinkoon, kun taas arvostuskertoimessa emme näe nousuvaraa. Pidemmälle katsottaessa odotamme vaisulla tasolla olevan tuloksen kasvavan rivakasti (Oik. EPS CAGR 2023–2027 26 %), mikä kääntää arvostuksen kokonaiskuvan houkuttelevaksi. Tulosennusteiden sisältämän markkinan käänteen ajoitukseen liittyy kuitenkin edelleen oleellista epävarmuutta.

Yhtiön pääriskejä ovat mielestämme nykyisen heikon syklin pitkittyminen, uudentyyppinen kilpailu, inflaatio, ympäristötrendien läpilyönnin hidastuminen sekä Pyhännän suurinvestointiin liittyvät riskit. Näiden riskien realisoituessa yhtiön lyhyen tai pidemmän aikavälin kasvu ja/tai kannattavuus voisivat jäädä ennusteistamme, mitä vastaan osakkeen arvostuksessa ei ole enää paksuja puskureita. Yhtiö on kuitenkin antanut vakuuttavat näytöt vaikeassa markkinassa toimimisesta. Kokonaisuutena näemme LapWallin riski/tuotto-suhteen edelleen riittävänä ja toistamme lisää-suosituksemme ja tarkistamme yhtiön tavoitehintamme 3,60 euroon (aik. 3,40 €).

Suuntaa antava arvostus taloudellisilla tavoitteilla

Taloudelliset tavoitteet 2026

Liikevaihto (MEUR)	70
Liikevoitto-%	12–15%

Oletettu arvostuskerroin 2026

EV/EBIT	11,0x
---------	-------

Yritysarvo, markkina-arvo ja nettovelka 2026 lopussa (MEUR)

EV alaraja	92
EV yläaraja	116
Nettovelka	0
MCAP alaraja	92
MCAP yläaraja	116

Osakemäärä (Miljoonaa)	14,9
------------------------	------

Osake alaraja EUR	6,21
Osake yläaraja EUR	7,77

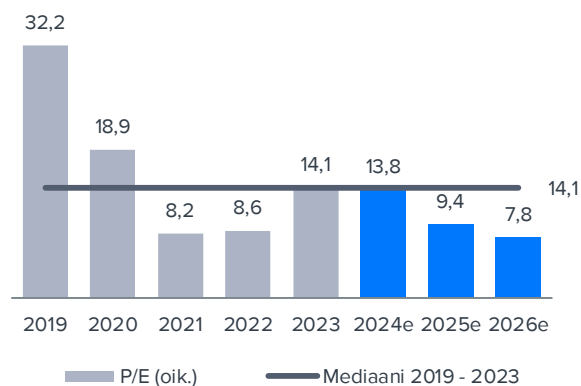
Taloudellisten tavoitteiden toteutuessa vuotuinen 28–40 % osakkeen nousuvara 2026 loppuun mennessä

Arvostustaulukko

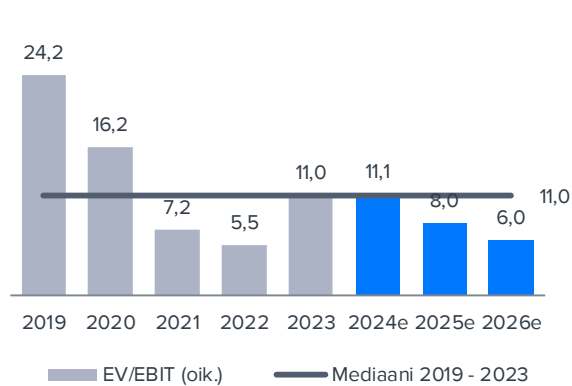
Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	2,72	2,72	3,58	3,09	3,09	3,31	3,31	3,31	3,31
Osakemäärä, milj. kpl	12,4	12,4	14,2	14,9	14,9	14,9	14,9	14,9	14,9
Markkina-arvo	33,7	33,7	50,9	46,1	49,2	49,2	49,2	49,2	49,2
Yritysarvo (EV)	37,4	37,7	45,4	43,1	50,5	54,0	49,3	43,1	43,1
P/E (oik.)	18,9	8,2	8,6	14,1	13,8	9,4	7,8	5,9	5,9
P/E	18,9	9,3	9,3	17,9	18,4	11,4	9,0	6,7	6,7
P/B	6,3	4,7	3,2	2,7	2,7	2,3	2,0	1,7	1,7
P/S	1,1	0,7	1,0	1,1	1,1	0,9	0,8	0,7	0,7
EV/Liikevaihto	1,2	0,8	0,9	1,0	1,1	1,0	0,8	0,6	0,6
EV/EBITDA	9,1	5,7	4,8	8,0	8,6	6,2	4,5	3,2	3,2
EV/EBIT (oik.)	16,2	7,2	5,5	11,0	11,1	8,0	6,0	4,2	4,2
Osinko/tulos (%)	41,7 %	48,1 %	49,5 %	75,3 %	72,2 %	51,5 %	43,6 %	36,2 %	36,2 %
Osinkotuotto-%	2,2 %	5,1 %	5,3 %	4,2 %	3,9 %	4,5 %	4,8 %	5,4 %	5,4 %

Lähde: Inderes

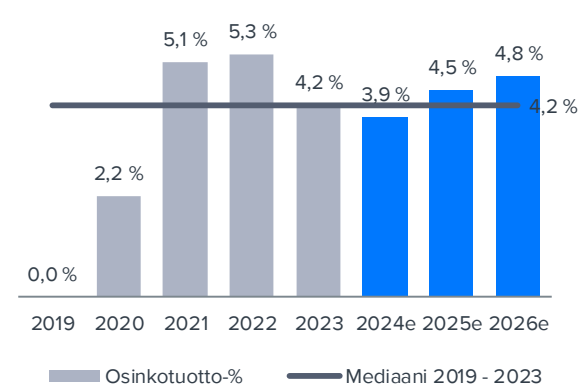
P/E (oik.)



EV/EBIT



Osinkotuotto-%



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e
Lapwall	49	46	11,5	7,7	7,7	5,1	1,0	0,9	14,1	9,7	3,9	4,4	2,7
Steico	482	659	17,1	14,1	9,5	8,2	1,8	1,6	21,4	17,3	1,4	1,5	1,6
EcoUp	21	24			8,2	6,1	0,9	0,7				2,1	1,3
Purmo	434	715	11,2	9,3	7,7	6,7	1,0	1,0	11,8	10,2	3,4	3,8	1,0
Balco	94	128	14,7	10,2	9,9	7,5	1,0	0,9	18,0	10,2	2,5	3,3	1,3
LapWall (Inderes)	49	50	11,1	8,0	8,6	6,2	1,1	1,0	13,8	9,4	3,9	4,5	2,7
Keskiarvo			13,2	10,6	8,7	7,3	1,3	1,2	15,9	12,6	2,8	3,0	1,9
Mediaani			12,5	10,2	8,5	7,5	1,0	1,0	15,2	11,1	2,9	3,3	1,5
Erotus-% vrt. mediaani			-12 %	-22 %	2 %	-17 %	9 %	5 %	-9 %	-15 %	34 %	36 %	73 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

DCF-laskelma

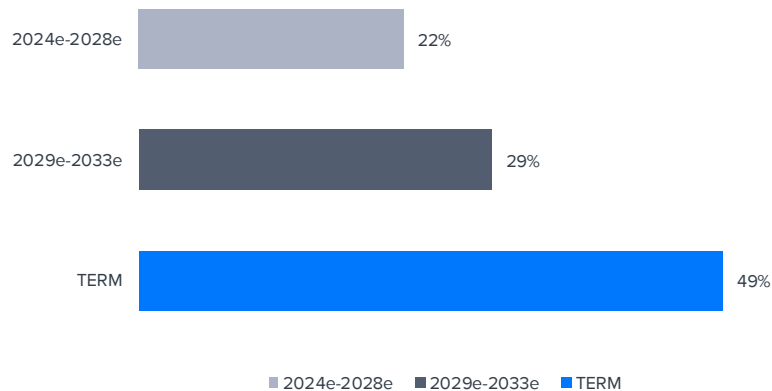
DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-20,2 %	10,4 %	16,3 %	15,7 %	14,0 %	10,0 %	8,0 %	5,0 %	4,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	7,7 %	8,0 %	11,0 %	11,7 %	13,4 %	13,0 %	12,0 %	11,0 %	10,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %
Liikevoitto	3,2	3,7	5,9	7,3	9,5	10,1	10,1	9,7	9,2	8,5	8,7	
+ Kokonaispoistot	2,2	2,2	2,8	3,7	3,8	3,8	3,5	3,4	3,5	3,5	3,3	
- Maksetut verot	-0,6	-1,0	-1,3	-1,6	-2,1	-2,2	-2,2	-2,1	-2,0	-1,8	-1,8	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
- Käyttöpääoman muutos	-0,4	-0,3	-0,7	-0,3	-0,6	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	4,3	4,6	6,6	9,1	10,6	11,5	11,3	11,0	10,7	10,2	10,2	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	5,5	0,0	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	
- Bruttoinvestoinnit	-5,2	-13,5	-8,0	-1,5	-1,5	-1,5	-2,0	-2,5	-3,0	-3,0	-3,8	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-0,8	-3,4	-1,4	7,1	8,6	9,5	8,8	8,0	7,2	6,7	5,9	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	
Vapaa kassavirta	-0,8	-3,4	-1,4	7,6	9,1	10,0	9,3	8,5	7,7	7,2	6,4	80,5
Diskontattu vapaa kassavirta		-3,2	-1,2	5,9	6,5	6,4	5,4	4,5	3,7	3,1	2,6	31,9
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		65,7	68,9	70,1	64,1	57,7	51,2	45,8	41,3	37,6	34,5	31,9
Velaton arvo DCF		65,7										
- Korolliset velat		-1,4										
+ Rahavarat		4,4										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-1,9										
Oman pääoman arvo DCF		66,8										
Oman pääoman arvo DCF per osake		4,5										

Pääoman kustannus (WACC)

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

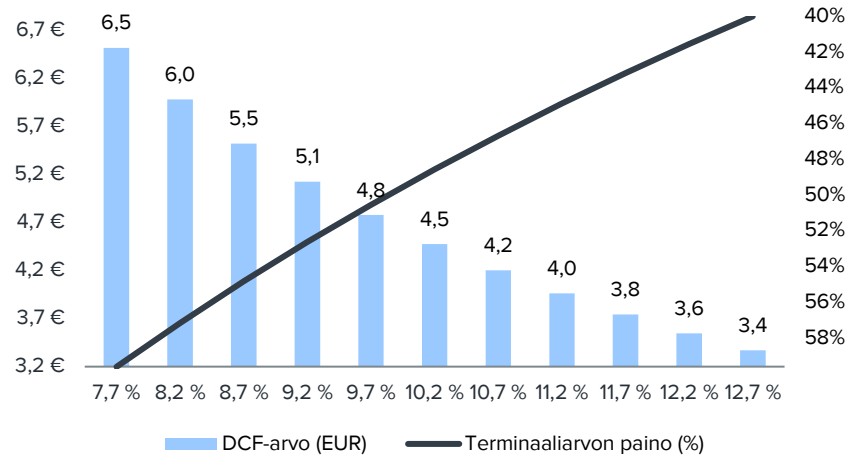
Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain

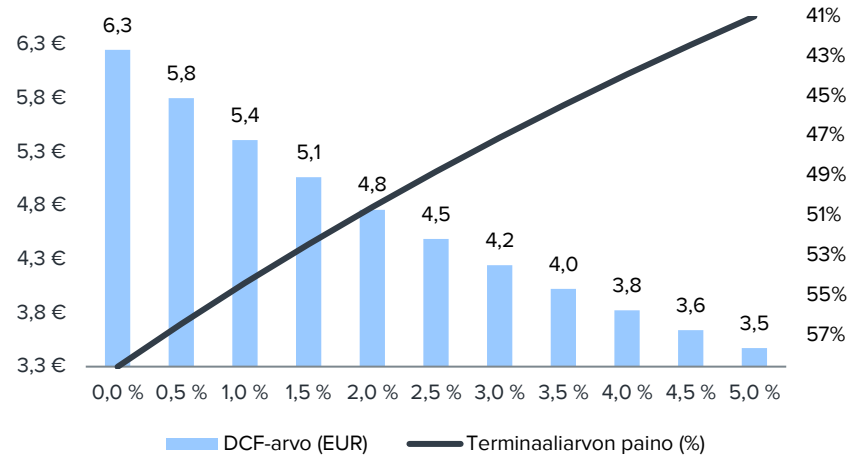


DCF:n herkkyysskalkelmat ja avainoletukset graafeina

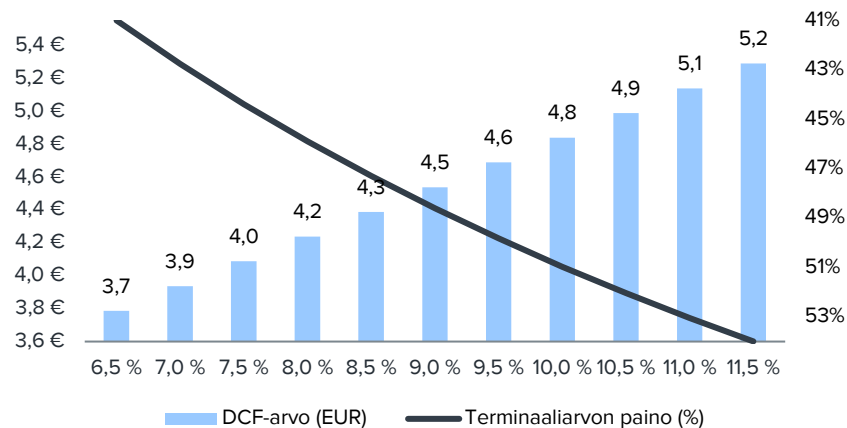
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



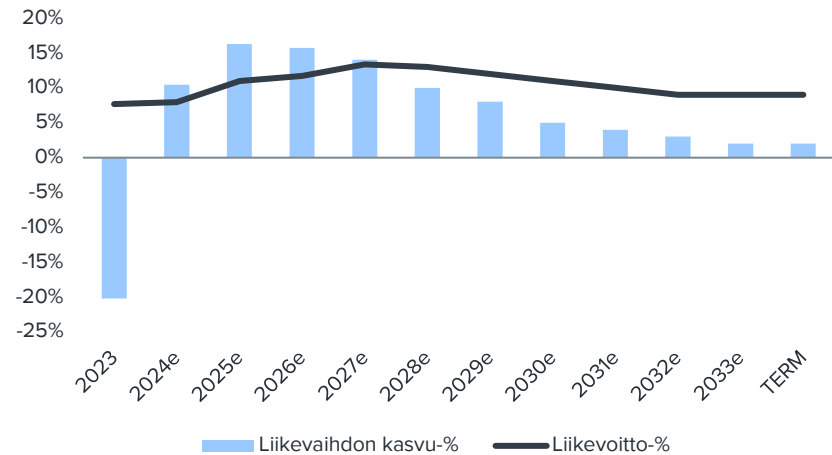
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Lähde: Inderes. Huomaa, että terminaaliarvon paino (%) on esitetty käänteisellä asteikolla selkeyden vuoksi.

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2021	2022	2023	2024e	2025e	Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	48,3	52,5	41,9	46,2	53,8	EPS (raportoitu)	0,29	0,38	0,17	0,18	0,29
Käyttökate	6,6	9,5	5,4	5,9	8,7	EPS (oikaistu)	0,33	0,42	0,22	0,24	0,35
Liikevoitto	4,8	7,8	3,2	3,7	5,9	Operat. kassavirta / osake	0,34	0,66	0,29	0,31	0,45
Voitto ennen veroja	4,6	7,0	3,2	3,7	5,6	Vapaa kassavirta / osake	0,13	0,49	-0,05	-0,23	-0,09
Nettovoitto	3,6	5,5	2,6	2,7	4,3	Omapääoma / osake	0,58	1,11	1,12	1,25	1,41
Kertaluontoiset erät	-0,5	-0,5	-0,7	-0,9	-0,9	Osinko / osake	0,14	0,19	0,13	0,13	0,15
Tase	2021	2022	2023	2024e	2025e	Kasvu ja kannattavuus	2021	2022	2023	2024e	2025e
Taseen loppusumma	19,9	28,2	27,1	36,2	42,4	Liikevaihdon kasvu-%	55 %	9 %	-20 %	10 %	16 %
Oma pääoma	7,1	15,9	16,8	18,6	21,0	Käyttökateen kasvu-%	61 %	45 %	-43 %	8 %	48 %
Liikearvo	3,0	2,4	5,7	4,8	3,9	Liikevoiton oik. kasvu-%	127 %	58 %	-53 %	16 %	49 %
Nettovelat	4,1	-5,5	-3,0	1,2	4,8	EPS oik. kasvu-%	130 %	26 %	-47 %	9 %	46 %
Kassavirta	2021	2022	2023	2024e	2025e	Käyttökate-%	13,7 %	18,2 %	12,9 %	12,7 %	16,2 %
Käyttökate	6,6	9,5	5,4	5,9	8,7	Oik. Liikevoitto-%	10,9 %	15,8 %	9,4 %	9,9 %	12,6 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-1,5	1,3	-0,4	-0,3	-0,7	Liikevoitto-%	9,8 %	14,8 %	7,7 %	8,0 %	11,0 %
Operatiivinen kassavirta	4,2	9,3	4,3	4,6	6,6	ROE-%	57,7 %	47,5 %	15,8 %	15,2 %	21,9 %
Investoinnit	-2,6	-2,3	-5,2	-13,5	-8,0	ROI-%	39,5 %	49,6 %	18,3 %	19,0 %	24,0 %
Vapaa kassavirta	1,6	7,0	-0,8	-3,4	-1,4	Omavaraisuusaste	37,6 %	61,1 %	64,2 %	52,9 %	50,9 %
						Nettovelkaantumisaste	57,0 %	-34,7 %	-18,0 %	6,7 %	22,7 %
Arvostuskertoimet	2021	2022	2023	2024e	2025e						
EV/Liikevaihto	0,8	0,9	1,0	1,1	1,0						
EV/EBITDA	5,7	4,8	8,0	8,6	6,2						
EV/EBIT (oik.)	7,2	5,5	11,0	11,1	8,0						
P/E (oik.)	8,2	8,6	14,1	13,8	9,4						
P/B	4,7	3,2	2,7	2,7	2,3						
Osinkotuotto-%	5,1 %	5,3 %	4,2 %	3,9 %	4,5 %						

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 (välttämät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

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

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

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

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

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n 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
10/04/2022	Lisää	3,40 €	3,11 €
19/05/2022	Lisää	3,40 €	3,05 €
17/08/2022	Lisää	4,00 €	3,55 €
01/11/2022	Lisää	3,75 €	3,27 €
31/01/2023	Vähennä	3,75 €	3,68 €
08/02/2023	Vähennä	3,75 €	3,95 €
27/04/2023	Lisää	3,75 €	3,51 €
01/06/2023	Osta	4,00 €	3,24 €
09/08/2023	Osta	4,00 €	3,18 €
01/11/2023	Lisää	3,40 €	2,80 €
07/02/2024	Lisää	3,40 €	2,96 €
13/03/2024	Lisää	3,40 €	3,06 €
29/04/2024	Lisää	3,40 €	3,17 €
10/06/2024	Lisää	3,60 €	3,31 €

Inderesin tehtävä on yhdistää sijoittajat ja pörssiyritykset. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyritystä, jotka haluavat palvella omistajiaan ja sijoittajayhteisöä tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Sijoittajayhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista osakesijoittamisesta kiinnostunutta jäsentä.

Inderesin yhteiskunnallisena tavoitteena on demokratisoida sijoittajatieta. Uskomme sijoittajien yhtäläisiin mahdollisuuksiin saada tietoa, jonka avulla säästää ja sijoittaa tulevaisuuteensa.

Pörssiyrityksille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyrityksen sijoittajaviestinnän tarvitsemat ratkaisut. Päätuotteitamme ovat osakeanalyysi, IR-tapahtumat, IR-ohjelmistot ja yhtiökokoukset.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla yhteisön jäsenet voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi, verkostoitua muiden sijoittajien kanssa sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North -markkinapaikalle ja se toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

Inderes Oyj

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**