

Lamor

Laaja raportti

28.3.2024 8:00



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Seuraavan kasvuvaiheen perustaa valamassa

Toistamme Lamorin vähennä-suosituksen ja 2,30 euron tavoitehintamme. Yhtiö on kasvanut viime vuosina uuteen kokoluokkaan etenkin suurten Lähi-idän projektien onnistuneen toteutuksen tukemana. Kasvun jatkamiseksi sen tulee kuitenkin jo lyhyellä aikavälillä onnistua uusien merkittävien projektien kotiuttamisessa ohenevan tilauskannan takia, mihin epävarmuutta tuo yhtiön vaikutusvallan ulkopuolella olevat tarjouskilpailujen päätöksenteon aikataulut. Siten näemmekin osakkeen riskikorjatun tuotto-odotuksen heikkona voimakkaasti kohollaan olevien ennusteriskien myötä ennen kasvukuvan selkeämpää konkretisoitumista.

Uuteen kokoluokkaan kasvanut globaali ympäristöratkaisujen toimittaja

Lamor on yksi maailman johtavista ympäristöratkaisujen toimittajista, jonka strategisina maantieteellisinä kohdemarkkinoina toimivat etenkin kehittyvät markkinat. Sen tarjoamat ratkaisut ja palvelut käsittävät muun muassa ympäristövahinkoihin liittyviä puhdistus- tai ennakko-varautumispalveluita, vaarallisten ja vaarattomien jätteiden käsittelypalveluita, vedenpuhdistusratkaisuja sekä ratkaisuihin liittyviä laitetoimituksia. Lisäksi yhtiö on laajentamassa liiketoimintaansa muovin kemialliseen kierrätykseen Porvooseen rakenteilla olevan kierrätyslaitoksen myötä. Yhtiö on viime vuosina kasvanut uuteen kokoluokkaan, mutta kasvun jatkamiseksi sen tulee onnistua hankkimaan korvaavaa liikevaihtokuormaa tänä vuonna päättyville projekteille. Tämän osalta keskiössä on menestys suurissa tarjouskilpailuissa, joiden päätöksenteon aikatauluihin liittyy kuitenkin huomattavaa epävarmuutta. Sen sijaan omia tukiprosessejaan yhtiö on vahvistanut viime vuosina mahdollistaakseen kasvustrategiansa toteutuksen.

Seuraavaa kasvuloikkaa tavoitellaan keskipitkällä aikavälillä, mutta tähän liittyy vielä kysymysmerkkejä

Yhtiö tavoittelee vuoden 2026 loppuun mennessä käytännössä liikevaihtonsa tuplaamista viime vuoden tasoilta (tavoite 250 MEUR vs. 2023: 123 MEUR). Pidämme kasvutavoitetta varsin kunnianhimoisena, kun huomioidaan yhtiön ohentunut tilauskanta (2023: 124 MEUR) sekä tulevien kilpailutusten ajoitukseen ja voittamiseen liittyvä epävarmuus. Lisäksi kysymysmerkkejä kasvutavoitteen realistisuuden osalta on mielestämme noston suurista projekteista toistaiseksi hyvin hitaasti vapautunut käyttöpääoma ja näemmekin tämän tehostumisen olevan myös merkittävässä roolissa kasvustrategian toteuttamisen kannalta. Vastaavasti kannattavuustavoitteen (EBIT-% > 14 %) näemme olevan osin sidoksissa kasvutavoitteessa onnistumiseen, vaikka arvioimmekin yhtiöllä olevan edellytyksiä tähän myös matalammalla liikevaihtotasolla kasvupanostusten lykkäämisen kautta. Olemme tehneet raportin yhteydessä ainoastaan hyvin pieniä tarkennuksia lähivuosien ennusteisiimme, jotka ovat rajallisen näkyvyyden takia selvästi yhtiön tavoitetasojen alapuolella (2026e liikevaihto: 137 MEUR, EBIT-% 9,8%).

Hieman kohollaan oleva arvostus sekä ennusteriskit painavat tuotto/riski-suhdetta

Ennusteillamme oikaistut P/E-kertoimet vuosille 2024 ja 2025 ovat 21x ja 13x, kun vastaavat EV/EBIT-kertoimet ovat noin 10x ja 8x. Mielestämme tämän vuoden arvostuskuva on kokonaisuutena hieman koholla hyväksymäämme arvostukseen peilattuna (P/E: 12x-16x, EV/EBIT: 8x-12x), kun taas ensi vuoden kertoimet ovat neutraalilla tasolla. Tätä heijastellen näemmekin arvostuksen kokonaiskuvan olevan melko neutraali, mistä indikoi myös muun muassa noin nykykurssin tasolla oleva DCF-mallimme (~2,4 euroa/osake). Vastaavasti merkittävimpana kurssiajurina näemme suurempien kilpailutusten voittamisen, jotka konkretisoisivat kasvukuvaa.

Suositus

Vähennä

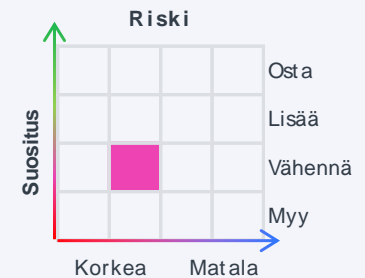
(aik. Vähennä)

2,30 EUR

(aik. 2,30 EUR)

Osakekurssi:

2,28



Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	123	124	126	137
kasvu-%	-4 %	1 %	2 %	8 %
EBIT oik.	10,9	9,4	11,4	13,4
EBIT-% oik.	8,9 %	7,6 %	9,0 %	9,8 %
Nettotulos	2,5	2,9	4,6	6,5
EPS (oik.)	0,19	0,11	0,17	0,24

P/E (oik.)	13,8	21,0	13,3	9,5
P/B	1,1	0,9	0,9	0,8
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	10,1	10,4	8,0	6,7
EV/EBITDA	6,8	5,4	4,4	4,0
EV/Liikevaihto	0,9	0,8	0,7	0,7

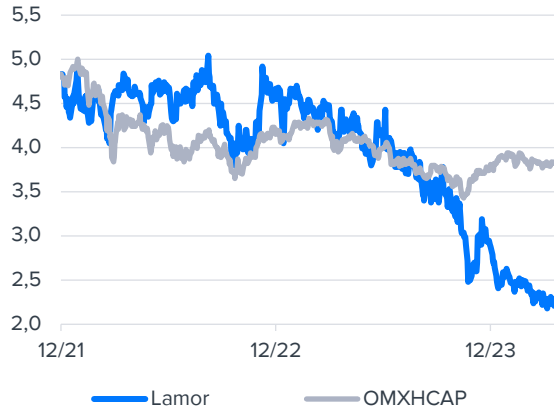
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

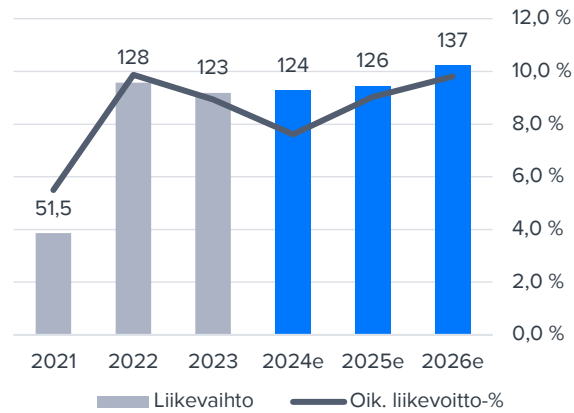
Lamor arvioi vuoden 2024 liikevaihdon olevan vähintään vuoden 2023 tasolla (122,5 MEUR). Lamor ei anna kannattavuutta koskevaa ohjeistusta muun muassa epävarmasta markkinatilanteesta ja suurten tarjouskilpailujen aikataulun liittyvästä epävarmuudesta johtuen.

Osakekurssi



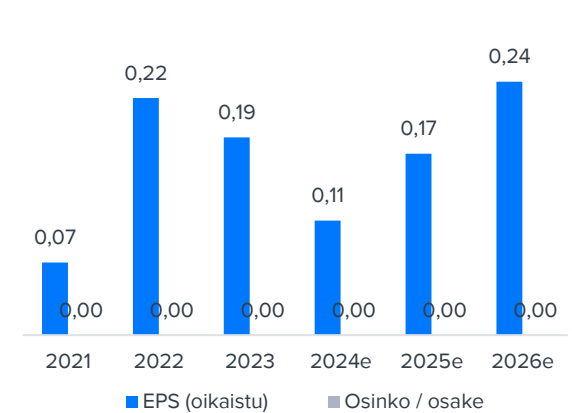
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Etenkin jätteen- ja vedenkäsittelymarkkinat tarjoavat kasvumahdollisuuksia kehittyvillä markkinoilla. Vahva markkina-asema öljyntorjuntamarkkinalla tuo vakautta
- Kannattavuudessa nousupotentiaalia kasvavan liikevaihdon myötä, mikä skaalaa kiinteitä kuluja
- Markkinoiden kysyntänäkymät erittäin hyvät kasvavan ympäristötietoisuuden myötä
- Laajentuminen vahvemmin muovinkierrätysliiketoimintaan (ml. Porvooseen rakennettava kemiallinen muovinkierrätyslaitos)
- Kasvua kiihdyttävät yritysostot



Riskitekijät

- Projektiriskit (sis. hinnoittelu, toteutus, kumppanien valinta, maariskit, käyttöpääoman sitoutuminen)
- Maa-ilmantalon pidempiaikainen negatiivinen kehitys, mikä vaikuttaisi todennäköisesti etenkin kehittyviin markkinoihin (sis. vahva USD)
- Kilpailutusten voittamisessa epäonnistuminen
- Kiristynvä kilpailu

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	2,28	2,28	2,28
Osakemäärä, milj. kpl	27,0	27,0	27,0
Markkina-arvo	61	61	61
Yritysarvo (EV)	99	91	90
P/E (oik.)	21,0	13,3	9,5
P/E	21,0	13,3	9,5
P/B	0,9	0,9	0,8
P/S	0,5	0,5	0,5
EV/Liikevaihto	0,8	0,7	0,7
EV/EBITDA (oik.)	5,4	4,4	4,0
EV/EBIT (oik.)	10,4	8,0	6,7
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-16
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	17-21
Toimiala ja kilpailu	22-27
Taloudellinen tilanne	28-29
Ennusteet	30-34
Sijoitusprofiili	35-36
Arvonmääritys	37-40
Taulukot	41-46
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	47

Lamor lyhyesti

Lamor on yksi maailman johtavista ympäristöratkaisujen toimittajista. Yhtiö tarjoaa kokonaisvaltaisia ratkaisuja ympäristönsuojeluun, materiaali kierrätykseen sekä maanpuhdistukseen ja ennallistamiseen globaalisti.

1982

Perustamisvuosi

2021

Listautuminen

123 MEUR

Liikevaihto 2023

10,9 MEUR (8,9 % liikevaihdosta)

Oikaistu liikevoitto 2023

658

Henkilöstömäärä keskimäärin 2023

48 % / 8 % / 45 %

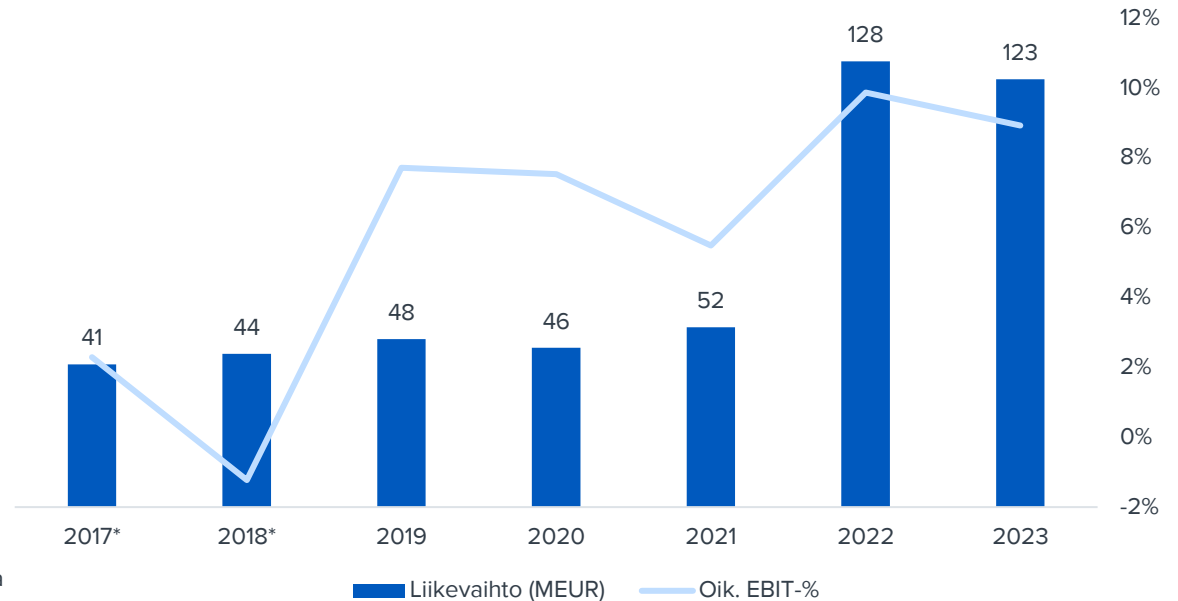
Ympäristönsuojelun / materiaali kierrätyksen / maanpuhdistuksen ja ennallistamisen osuus liikevaihdosta 2023

-2020

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

2021-

- Palveluliiketoiminnan kasvattaminen strateginen painopistealue
- Kasvun fokusalueena kehittyvät markkinat
- Ensimmäiset merkittävät pitkäaikaiset ja suuren volyymin palvelusopimukset
- Listautuminen First Northiin vuonna 2021 ja päälistalle 2023
- Muovin kemiallisen kierrätyksen liiketoiminnan ja ensimmäisen laitoksen rakentamisen aloittaminen Porvooseen



*FAS.kirjanpidon mukaiset luvut eivät olet täysin vertailukelpoisia

Lähde: Lamor, Inderes

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/8

Maailman johtava ympäristöratkaisujen toimittaja

Lamor on yksi maailman johtavista ympäristöratkaisujen toimittajista, joka keskittyy liiketoiminnassaan ympäristönsuojeluun, maa-alueiden puhdistukseen ja ennallistamiseen sekä materiaalikierrätykseen. Yhtiön tarjoamaan kuuluvat erilaiset öljynkeräyksessä, jätteenkäsittelyssä ja veden puhdistuksessa käytettävät laitteet sekä monipuoliset ympäristöratkaisut ja -palvelut. Lamorin tarjoamat ratkaisut ja palvelut käsittävät muun muassa öljyntorjuntaan ja öljyvahinkoihin sekä muihin ympäristövahinkoihin liittyviä puhdistus- tai ennakkovarautumispalveluita, vaarallisten ja vaarattomien jätteiden käsittelypalveluita, vedenpuhdistusratkaisuja sekä ratkaisuihin liittyviä laitetoimituksia. Yhtiö on markkinaosuudeltaan myös maailman suurin öljyntorjuntalaitteiden toimittaja. Lisäksi Lamor on laajentamassa liiketoimintaansa muovin kemialliseen kierrätykseen Porvoon Kilpilahteen tällä hetkellä rakenteilla olevan kierrätyslaitoksen kautta.

Lamor julkaisi Q4'23:n yhteydessä ensimmäistä kertaa liikevaihtonsa rakennetta liiketoiminnoittain. Suurimpana liiketoimintona sillä oli viime vuonna ympäristönsuojelu (sis. öljyntorjunta) 48 %:n osuudella (2022: 67 %). Puolestaan maanpuhdistus ja ennallistaminen vastasi 45 % (2022: 30 %) liikevaihdosta ja materiaalikierrätys 8 % (2022: 3 %). Tulostaan se raportoi vain konsernitasolla.

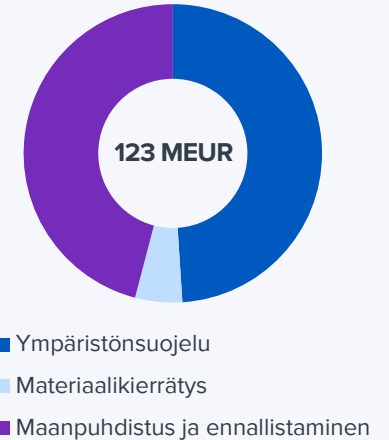
Globaalisti paikallinen

Yhtiön liiketoiminnan missiona on maailman

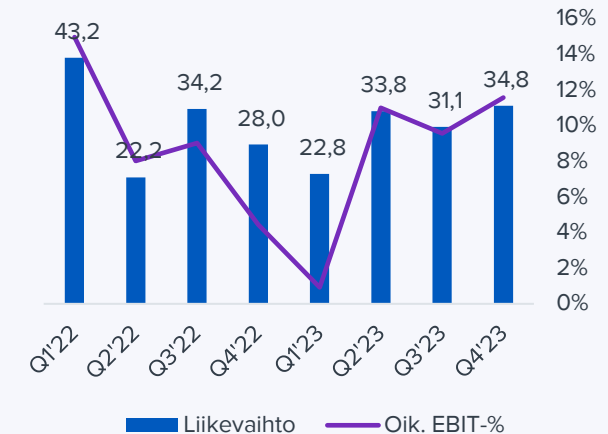
puhdistaminen yhdessä, jota se toteuttaa laajan kumppaniverkostonsa kautta. Se toimiikin globaalisti yli 100 maassa kumppani- ja jakeluverkostojensa kautta, jossa on monia erilaisia toimintamalleja (mm. myyntiagentteja ja jakelijoita). Omia tytä- ja osakkuusyhtiöitä sillä on yli 20 maassa. Lamorin lähestymistapa ympäristöratkaisujen ja -palveluiden tarjoamisessa nojaakin vahvasti sen laajaan maantieteelliseen peittoon ("globaalisti paikallinen"). Tämän ja verkostonsa avulla se kykenee tarjoamaan nopealla aikataululla asiakkailleen räätälöityjä ratkaisuja, mikä mielestämme sopii hyvin sen asiakaslähtöiseen liiketoimintamalliin. Yhtiö koordinoi koko palveluiden arvoketjua toiminnan kehittämisestä myyntiin, tarjouskilpailuun, sopimusvaiheeseen ja projektin toteutukseen asti.

Lamorin palveluksessa työskenteli vuoden 2023 aikana keskimäärin 658 henkilöä (2022: 604). Henkilöstöstä 51 % (2022 lopussa: 52 %) työskenteli maantieteellisesti Lähi-idässä ja Afrikassa, mihin on vaikuttanut merkittävästi Kuwaitin ja Saudi-Arabian suuret palveluprojektit. Henkilöstömäärän ja maantieteellisen sijainnin osalta on kuitenkin hyvä huomata, että Lamorin tapauksessa henkilöstömäärä voi heilahdella voimakkaasti eri projektien ajoitusten ja sijainnin mukaan. Toisaalta Lamorin omaan henkilöstömäärään vaikuttaa myös käytettävän alihankinnan määrä, mikä voi niin ikään vaihdella projektikohtaisesti huomattavasti.

Liikevaihdon jakauma liiketoiminnoittain 2023



Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys kvartaalitasolla



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/8

Projektien ajoitukset heiluttavat liikevaihtoa

Lamorin liikevaihto kasvoi vuonna 2022 uuteen kokoluokkaan (liikevaihto 2022: 128 MEUR vs. 2021: 51,5 MEUR) etenkin Saudi-Arabian ja Kuwaitin suurten palveluprojektien sekä Perun ja Ecuadorin merkittävien lyhytaikaisten öljyvahinkojen kunnostushankkeiden myötä.

Sen sijaan vuonna 2023 yhtiön liikevaihto oli 123 MEUR. Liikevaihdon lievän laskun taustalla oli etenkin Perun ja Ecuadorin kunnostushankkeiden ajoitukset, sillä näiden vaikutus vuoden 2022 liikevaihtoon oli yhteensä noin 35 MEUR. Näistä ennakoimattomista ympäristöonnettomuuksista oikaistuna yhtiö jatkoikin viime vuonna edelleen kasvu-uralla. On kuitenkin hyvä huomata, että kasvun jatkamiseksi yhtiön tulee saada korvaavaa liikevaihtokuormaa tänä vuonna päättyville Saudi-Arabian ja Bangladeshin projekteille, sillä yhtiön tilauskanta oli Q4'23:n lopussa enää 124 MEUR (vrt. Q4'22: 203 MEUR), josta kuluvalle vuodelle ajoittuvaa liikevaihtoa oli arviolta 80 MEUR. Tähän liittyen yhtiö on kertonut, että on mukana useammassa suuressa kilpailutuksessa, mutta joiden päätöksenteon aikatauluissa on tapahtunut viivästyksiä ja niiden lopulliseen aikatauluun liittyy edelleen huomattavaa epävarmuutta.

Olemme esitelleet seuraavalla sivulla tarkemmin Lamorin nykyisiä suuria palvelusopimuksia. Vastaavasti yhtiön Helsingin päällistän listalleottoesitteessä esiin nostamia suurempia odotettavissa olevia kilpailutuksia olemme esitelleet Strategia ja taloudelliset tavoitteet -

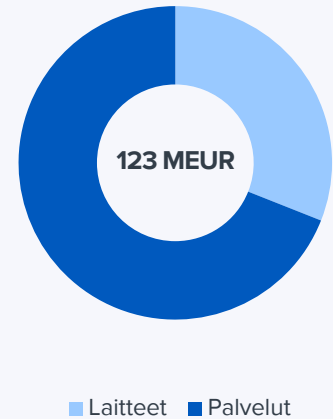
kappaleessa.

Lamorin liikevaihdosta on mielestämme myös hyvä tiedostaa, että se voi vaihdella kvartaalien välillä melko reippaasti pidempiaikaisten projektien edistymistä ja jaksottumista peilaten (kts. Edellisen sivun graafi, huom. Perun ja Ecuadorin puhdistusprojektit ajoittuivat etenkin Q1'22:lle). Tätä heijastellen mielestämme sijoittajan onkin relevanteita seurata liikevaihdon vuositason kehitystä. Tietyin osin kiinteää kulurakennetta peilaten yhtiön tulos on myös altis liikevaihdon vaihteluille.

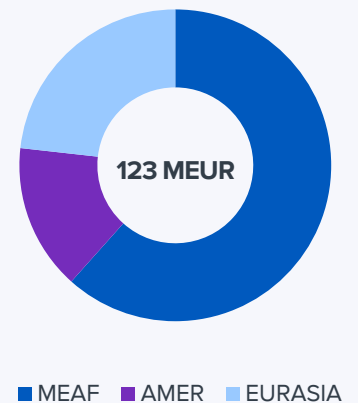
Liikevaihto on nykyisin palveluvoittoinen

Vuonna 2023 Lamorin liikevaihdosta 69 % (2022: 77 %) muodostui palveluista suurten Lähi-idän palvelusopimusten myötä, kun taas loput 31 % (2022: 23 %) laitteista. Tämä on myös yhtiön tavoitteiden mukaista, sillä pitkät palvelusopimukset tarjoavat kasvustrategialle vakautta ja näkyvyyttä pidemmälle tulevaisuuteen, vaikkakin projektien jaksottumisessa voi lyhyellä aikavälillä olla heiluntaa. Käsittelemme mukaan myös erilaisten ennakkovarautumispalveluiden määrä on kasvanut viime vuosina, mikä osaltaan on myös kasvattanut Lamorin roolia arvoketjussa, mikä samalla mahdollistaa uusien asiakassuhteiden luomisen varhaisessa vaiheessa. Näistä olemassa olevista asiakassuhteista on usein hyötyä esimerkiksi äkillisten ympäristövahinkojen yhteydessä, kun Lamorilla on jo aikaisempaa historiaa toimijan kanssa.

Liikevaihdon jakauma 2023



Liikevaihdon maantieteellinen jakauma 2023



Yhteenveto Lamorin nykyisistä suurista projekteista

	Saudi-Arabia	Kuwait	Bangladesh	Guyana
Projektin kuvaus	Punaisenmeren öljyntorjuntavalmiuksien vahvistaminen	Kaksi maaperän puhdistamiseen liittyvää projektia Pohjois- ja Etelä-Kuwaitissa, jotka liittyvät suuremman kolmivaiheisen kokonaisuuden ensimmäiseen vaiheeseen	Kolme projektia, joiden tavoitteena on öljyntorjuntavalmiuden ja jätteenkäsittelykyvykkyyden kasvattaminen Monglan satamassa	Integroitujen vaarallisen jätteen käsittelyratkaisujen toimittaminen
Sisältö	Palveluista, laitteista, kalustosta ja henkilöstöstä koostuva ohjelma sisältäen mm. valmiussuunnitelman laatimisen, henkilöstön koulutuksen sekä palveluina toimitettavat meri- ja lentokalustot öljyntorjuntatehtäviä varten	Lamor toimii projekteissa korjausurakoitsijana, joka määrittelee alueen saastumisen vakavuuden, laatii suunnitelman alueen puhdistamiseksi ja siirtää saastuneen maa-aineksen käsittelylaitokseen, jossa se hoitaa maa-aineksen puhdistuksen	Ensimmäinen projekti sisältää nopeaan reagointiin tarkoitettuja varusteltuja öljyntorjunta-alkusia. Toinen projekti puolestaan satamassa toimivan jätteen vastaanottolaitoksen. Kolmas projekti sisältää 24 metriä pitkän MARPOL-keräysaluksen.	Palvelusopimus integroidun jätteen huoltolaitoksen rakentamisesta, operoimisesta sekä rahoituksen järjestämisestä.
Asiakas	Saudi-Arabian kansallinen ympäristövalvontakeskus NCEC	Kuwaitin valtiollinen öljy-yhtiö Kuwait Oil Company	Monglan satamaviranomainen (Mongla Port Authority, MPA)	Esso Exploration and Production Guyana Limited
Kesto ja jatko-optio	~3 vuotta (2021-2024) + 3 vuoden jatko-optio (2024-2026)	1. vaiheen kesto: ~5 vuotta (2021-2026)	Toimitukset tapahtuvat H2'22-2024 välisenä aikana (suurin osa liikevaihdosta tuloutui 2023)	~10 vuotta
Rakenne	Lamor toimii hankkeessa urakoitsijana ja vastaa koko arvoketjusta. Toteutuksessa käytetään myös alihankkijoita.	Konsortiossa Khalid Ali Al-Kharafi & Bros:n kanssa. Lamorin osuus projekteista 45 %	Lamor vastaa käsittääksemme koko arvoketjusta	Konsortio yhdessä kumppanien kanssa. Lamorin osuus 25 % projektista. Projekti ei kuulu osaksi Lamorin tilauskantaa.
Hinnoittelumalli	Kiinteä yksikköhinnoittelu (<i>cost plus pricing</i>)	Kiinteä yksikköhinnoittelu (<i>cost plus pricing</i>)	Ei julkistettu	Kiinteä yksikköhinnoittelu (<i>cost plus pricing</i>)
Arvo	Arviomme projektin kokonaisarvon Lamorille olevan noin 60 MEUR	Lamorin osuus 143,5 MEUR	Lamorin osuus ~25 MEUR	Projektin arvoa ei ole julkistettu
Tuloutus ja laskutus	Tuloutus valmistumisasteen mukaisesti palveluiden ja laitetöiden osalta ja vuokralaitteiden osalta puolestaan vuokratuon mukaisesti. Laskutus asiakkaan hyväksyessä kulloisenkin osatoimituksen.	Tuloutus ja laskutus perustuvat todellisen työn edistymiseen kuukausittain. Sopimuskauden aikana kaikki tulot ja kustannukset jaetaan konsortiossa omistusosuuksien suhteessa perustettavan yhteisyrityksen kautta.	Ei julkistettu. Arviomme mukaan laitteiden ja palveluiden tuloutus valmistusasteen mukaisesti ja laskutus asiakkaan hyväksyessä toimitukset	Palkkiorakenne muodostuu kuukausittaisesta kiinteästä summasta yhdistettynä vaihtuvaan korvaukseen, joka perustuu työtulokseen ja jakautuu omistusten mukaisessa suhteessa. Tuloutus osana osakkuusyrityksien tulosta.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/8

Toisaalta, kuten edellä todettua alkaa yhtiön näkyvyys olla kuitenkin kasvun osalta rajallinen pidemmälle tulevaisuuteen (pl. Kuwait) ilman uusien sopimusten kotiuttamista. Vastaavasti äkillisiin ympäristövahinkoprojekteihin (esim. vuoden 2022 Perun öljyvahingon puhdistushanke) näkyvyys on luonnollisesti olematon, sillä niiden kysyntä on riippuvaista mahdollisista akuuteista ympäristövahingoista. Arvioimme tällaisten projektien olevan Lamorille kuitenkin keskimääräisiä kannattavampia.

Laitemyynti on puolestaan historiallisesti ollut suhteellisen vakaata vuositasolla (laitemyynnin liikevaihto 2019-2023: 23-38 MEUR) ja Lamorin vahvan markkina-aseman vuoksi kasvupotentiaali etenkin öljyntorjuntalaitteissa on rajallisempaa. Sen sijaan tulevina kasvuaihoina voivat toimia esimerkiksi vedenkäsittelyssä käytettävät laitteet. Lisäksi perinteinen laitemyynti on myös tärkeässä roolissa asiakassuhteiden luomisen ja syventämisen kannalta. Yhtiön tilauskantaan liittyen on hyvä huomata, että käsityksemme mukaan laitemyynnin tilauskanta on tyypillisesti 6-12 kuukautta, minkä myötä yhtiön näkyvyys sen kehitykseen on suuria palveluprojekteja rajallisempi.

Suuret palveluprojektit vaikuttavat merkittävästi liikevaihdon maantieteelliseen jakaumaan

Maantieteellisesti yhtiön vuoden 2023 liikevaihdosta peräti 62 % (2022: 42 %) tuli Lähi-idän ja Afrikan markkina-alueelta (MEAF), mikä myös osaltaan heijastaa Kuwaitin ja Saudi-Arabian projektien merkittäviä rooleja. Vastaavasti toiseksi

suurimpana markkina-alueena yhtiölle toimi Eurooppa ja Aasia (EURASIA: 23 % vrt. 2022: 14 %), minkä suhteelliseen merkittävyyteen kasvuun on vaikuttanut etenkin Bangladeshin projektit. Puolestaan pienimpänä markkina-alueena sille toimi Amerikat (AMER) 15 %:n osuudella (2022: 44 %). Myös maantieteellisestä jakaumasta on hyvä huomata, että se elää varsin paljon suurten projektien mukana ja siten siinä on odotettavissa myös jatkossa heiluntaa.

Sen sijaan huomionarvoista on, että yhtiön strategisina painopistealueina toimivat kehittyvät markkinat ja etenkin Lähi-itä ja Etelä-Amerikka (kts. tarkemmin Strategia ja taloudelliset tavoitteet -kappale), mikä mielestämme nostaa kasvustrategian riskitasoa (mm. korkeammat poliittiset, taloudelliset ja hallinnolliset riskit vs. kehittyneet markkinat). Lamorin asiakkaat ovat kuitenkin tyypillisesti suuria ja vakavaraisia toimijoita, mikä rajaa osaltaan luottoriskiä.

Julkisen sektorin asiakkaiden merkitys kasvanut pitkäaikaisten palvelusopimusten myötä

Lamorin asiakaskunta koostuu sekä julkisen että yksityisen sektorin asiakkaista. Suurten pidempiaikaisten palvelusopimusten myötä julkisen sektorin asiakkaiden rooli on kuitenkin noussut merkittävästi. Tätä kuvastaa myös se, että yhtiön listalleottoesitteen mukaan vuoden 2022 liikevaihdosta 63 % muodostui julkisen sektorin asiakkailta ja vastaavasti Q3'23:n lopun tilauskannasta (221 MEUR) julkisen sektorin asiakkaat muodostivat 82 % (yhtiö ei normaalisti raportoi näitä).

Käsityksemme mukaan Lamorin julkisen sektorin asiakkaat koostuvat monipuolisesta joukosta kansainvälisiä ja alueellisia hallinnollisia organisaatioita, paikallisia viranomaisia sekä rannikkovartiostoja. On kuitenkin hyvä huomata, että edellä mainittujen suurten projektien kokoluokan myötä tiettyjen julkisten asiakkaiden rooli on varsin korostunut projektien sopimuskausien aikana. Lamorilla olikin vuonna 2023 kolme asiakasta, joiden liikevaihto ylitti 10 % konsernin liikevaihdosta: Kuwait Oil Company, Bangladesh Port Authority sekä Saudi-Arabian kansallinen ympäristövalvontakeskus. Näiltä kolmelta asiakkaalta yhteenlasketut tulot muodostivat puolestaan noin 66 % konsernin liikevaihdosta. Päälistan listalleottoesitteessä yhtiö nosti julkisen sektorin asiakkaista esiin edellä mainittujen lisäksi mm. USA:n ja Kanadan rannikkovartiostot, saudi-arabialaisen öljy-yhtiön Saudi Aramcon sekä Iso-Britannian meri- ja rannikkovartiolaitoksen.

Vastaavasti Lamorin yksityisen sektorin asiakkaat koostuvat mm. teollisuusyrityksistä, öljyalan toimijoista, satamista ja telakoista. Yksityisen sektorin asiakkaita ovat mm. DP Worldin, Exxon Mobilin, Halliburtonin, Repsolin, Shellin sekä Nesteen kaltaiset yhtiöt.

Kokonaisuutena pidämme Lamorin asiakasportfoliota kokonaisuutena hyvin hajautuneena, joka sisältää maailman johtavia toimijoita aloiltaan sekä merkittäviä julkisia toimijoita. Tämä mielestämme tarjoaa yhtiölle myös mahdollisuuksia ristiinmyyntiin sekä upsellingiin.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/8

Lamorin mukaan julkisen sektorin kysynnän kasvua ajaa etenkin ympäristön puhdistamiseen ja öljyvahinkovalmiuksiin enenevissä määrin saatavilla oleva rahoitus. Sen sijaan yksityisen sektorin kysynnän kasvua ajaa erityisesti kasvava ympäristötietoisuus, joka kannustaa yrityksiä investoimaan ennakoivasti öljyvahinkovalmiuksiin, jätteenkäsittelyyn ja vedenkäsittelyyn. Käsityksemme mukaan tätä heijastellen Lamorin tarjoamien ratkaisujen kysynnän syklisyys taloussuhdanteista on myös osin laskenut muun muassa kasvaneen ympäristötietoisuuden sekä medianäkyvyyden vuoksi, sillä toimijoiden on näiden myötä vaikeampi siirtää ympäristöinvestointeja. Lisäksi julkisen rahoituksen määrä on kasvanut ympäristöinvestointeihin.

Nämä eivät kuitenkaan arviomme mukaan kokonaan poista kysyntään liittyviä syklisiä piirteitä, sillä taloussuhdanteilla voi olla vaikutusta projektien toteuttamisen aikatauluihin. Pidämme todennäköisenä, että nopeasti noussut korkotaso ja globaaliin talouteen liittyvät epävarmuudet ovat todennäköisesti siirtäneet joidenkin suurempien kilpailutusten aikatauluja ja projektien käynnistymistä. Syklisyyttä toimintaan tuokin projektien ajoitukset (ml. kilpailutukset) sekä tietyiltä osin myös sääolosuhteet (esim. kuumuus, myrskyt).

Vastaavasti syklisyyttä rajaa tietyiltä osin Lamorin nykyiset ja mahdolliset tulevat suuret palvelusopimukset, kunhan yhtiö onnistuu jatkossa solmimaan umpeutuvien sopimusten tilalle uusia ja/tai nykyisten sopimusten optiot käytetään. Lisäksi yhtiön laaja maantieteellinen peitto rajaa mielestämme osittain yksittäisiin alueisiin liittyviä

riskejä, vaikkakin tällä hetkellä liiketoiminta on riippuvainen kehittyville markkinoille kohdistuvista investoinneista.

Kumppanuusverkosto liiketoiminnan ytimessä

Nykyisin Lamor tavoittelee erityisesti suuria palvelukokonaisuuksia. Käsityksemme mukaan myös sen asiakkaiden kysyntä painottuu kasvavissa määrin nimenomaan laajempiin kokonaisratkaisuihin, jossa kaikki tarvittavat palvelut ovat saatavilla samalta toimijalta.

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

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

Lamorin suurimmat omistajat 29.2.2024

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Larsen Family Corporation	34,6 %
Suomen Teollisuussijoitus	7,1 %
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen	6,3 %
Mandatum Henkivakuutusosakeyhtiö	6,1 %
Nico Larsen	5,4 %
Fred Larsen	4,0 %
Eläkevakuutusyhtiö Veritas	2,6 %
Capital Dynamics Oy	2,3 %
Lamor Corporation Oyj	2,0 %
Ahlstrom Invest B.V	1,8 %

Esimerkkejä Lamorin asiakkaita



HALLIBURTON

ExxonMobil



NESTE

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/8

Suurempiin projekteihin varautuminen ei myöskään käsittääksemme sinällään vaadi Lamorilta tiettyä määrää omaa henkilöstöä, vaan perustuu olemassa oleviin toimintamalleihin ja prosesseihin. On kuitenkin hyvä huomata, että yhtiö on viime vuosina tehnyt henkilöstöpalkkauksia kasvustrategian toteuttamisen mahdollistamiseksi (ts. useamman suuremman samanaikaisen projektin voittamiseksi sekä toteuttamisen mahdollistamiseksi).

Lamorin projekteissa tyypillisesti projektinjohto on omaa henkilöstöä, jota voi liikutella eri maiden välillä. Puolestaan muuta henkilöstöä projekteihin voidaan hankkia esimerkiksi CV-pankkien kautta, jotka paikan päällä koulutetaan projektin työtehtäviin (vrt. tapahtuma-ala). Hyvänä esimerkkinä yhtiön skaalautuvista resursseista ja projektinhallinnasta öljyntorjuntapalveluissa hätätilanteessa toimii vuoden 2022 Perun öljyvahingon puhdistushanke, johon yhtiö sai kasattua nopeasti noin 800 henkilön organisaation. Mielestämme tämä on myös ainoa mahdollinen malli yhtiölle työvoiman nopeaan skaalaamiseen ilman oman kiinteän kulumassan merkittävää kasvattamista.

Yhtiöllä on monia myyntikanavia, tarjouskilpailut merkittävässä roolissa

Lamorin myyntiorganisaatio koostuu myyntihenkilöstöstä sekä pienemmissä määrin myynnin tuesta. Lisäksi myyntiorganisaatioon kuuluu joukko myyntiagentteja ja jakelijoita globaalisti niillä markkinoilla, joissa Lamor ei itse toimi. Yhtiön laitemyyntiprosessi on historiallisesti

toteutettu monikanavaisesti ja optimaalisin myyntikanava on valittu laitesegmenteittäin. Palvelumyynnin yhtiö toteuttaa puolestaan pääasiallisesti suoramyyntinä Lamorin toimipisteistä, joita sillä on ympäri maailmaa strategisesti tärkeillä toiminta-alueilla. Käytännössä myynti ja toteutus hoidetaan paikallisella tasolla, kun taas koko portfolioa hallitaan Suomesta.

Nykyisin merkittävässä roolissa yhtiölle ovat myös julkiset tarjouskilpailut, joissa menestyminen on yhtiön kasvustrategian kannalta keskeistä, sillä ne ovat kokoluokaltaan merkittäviä ja sisältävät usein vuosien mittaisia puitesopimuksia. Lamor tavoittelee erityisesti haastavia ja merkittäviä projekteja, joissa vaadittavat laatuksiteerit ovat korkeita, mikä puolestaan tyypillisesti vähentää kilpailua. Yhtiön mukaan julkisen ja yksityisen sektorin kilpailuissa painotetaan hieman eri asioita. Yleisesti julkisella puolella tietyt peruskriteerit (mm. referenssit, tarjoajan koko) ja hinta, kun taas yksityisellä puolella laadulliset asiat vaikuttavat enemmän. Ilman tarjouskilpailuja projekteja tarjotaan puolestaan tietyille toimijoille, kun asiakkaan ja toimittajan välillä on pidempi asiakas- ja luottamussuhde. Hinnan merkitys näissä tilanteissa on usein riippuvaista asiakkaalle aiheutuvasta vaihdon kustannuksesta.

Lamor keskittyy tällä hetkellä voittamaan nimenomaan suuria kilpailutuksia ja käyttämään näitä myös osin uusille markkinoille pääsemiseksi, kuten se teki aiemmin Saudi-Arabiassa ja Kuwaitissa. Merkittävien ankkurisopimusten myötä yhtiön on mahdollista rakentaa paikallinen

maaorganisaatio, joka voi skaalata yhtiön koko tarjoaman maahan, mikä luo edelleen lisää kasvumahdollisuuksia kyseisellä markkina-alueella. Mielestämme tämä on varsin tehokas keino päästä uusille markkinoille, mutta tämänkin jälkeen yhtiöltä edellytetään arviomme mukaan merkittävää panostusta asiakassuhteisiin (ml. projektien suunniteltu toteutus).

Hinnoittelumallit

Laiteliiketoiminnassaan yhtiö käyttää hinnoittelumallina tavoitemyyntikatetta, kun taas palveluliiketoiminnassa useimmiten liikevoitto- sekä kokonaisbudjettihinnoittelua. Historiallisesti projekteja on myyty aika- ja materiaaliperusteisesti, mutta näiden merkitys on nykyään vähäisempi, vaikka ne ovatkin tyypillisiä ympäristövahinkoihin liittyvissä projekteissa (esim. vuoden 2022 Perun projekti). Kiinteään yksikköhinnoitteluun perustuvissa projektisopimuksissa (liikevoittohinnoittelu / cost plus pricing) yhtiö arvioi ennen tarjouksen jättämistä projektin toteuttamiseen vaadittavan ajan sekä tarvittavat resurssit (ml. laitteet, raaka-aineet, alihankinta), jonka perusteella se laatii projektin kustannusarvion sekä aikataulun. Tarvittavien resurssien hinnat voivat kuitenkin muuttua tarjouksen jättämisen ja projektin välisenä aikana, mikä voi vaikuttaa merkittävästi projektin kannattavuuteen. Näitä riskejä yhtiö pyrkii taklaamaan lukitsemalla mahdollisimman suuren osan kustannuksista kiinteillä hinnoilla heti projektin alkaessa.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/8

Lisäksi Lamor käy kauppaa suurimmalta osin euro- ja dollarimääräisenä (arviolta yli 90 % liikevaihdosta) ja yhtiön kulut ovat käytännössä aina samassa valuutassa, mikä rajaa valuuttakurssiriskejä myyntisopimusten osalta. Tämä ei kuitenkaan suojaa yhtiötä nopeilta valuuttakurssimuutoksilta (vrt. vuoden 2022 tulosvaroitusta, johtui USA:n dollarin heikentymisestä vuoden lopussa).

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

Kustannusrakennetta hallitsee muuttuvat kulut

Arviomme mukaan valtaosa Lamorin liiketoiminnan kustannuksista on muuttuvia kustannuksia (karkea arvio 65-80 %). Täten yhtiön kulurakenne on suhteellisen kevyt, mutta toisaalta se tarjoaa vain rajallisesti skaalautuvuutta kannattavuuteen tietyn pisteen jälkeen. Odotamme myös muuttuvien kulujen ja alihankinnan osuuden todennäköisesti nousevan yhtiön onnistuessa kasvustrategiansa toteutuksessa (kts. tarkemmin strategia -kappale) ja palveluliiketoimintansa kasvattamisessa.

Selvästi merkittävämpänä kulueränä

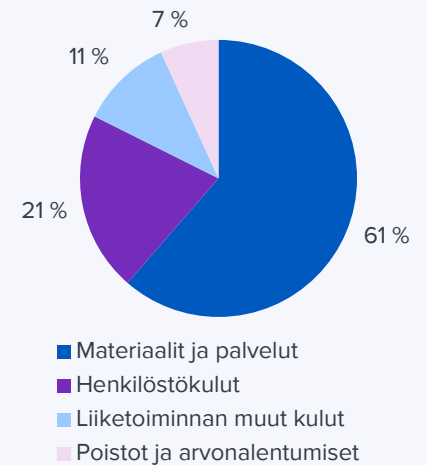
tuloslaskelmassa ovat materiaalit ja palvelut, jotka ovat olleet 57-63 % liikevaihdosta vuosien 2019-2023 aikana. Kuluerä koostuu hankituista tuotteista, kuten laitteiden komponenteista sekä kuljetuskustannuksista ja muista tarvikkeista sekä alihankintana ostetuista palveluista. Toiseksi eniten kustannuksia syntyy henkilökustannuksista, jotka ovat olleet 2019-2023 noin 15-19 % liikevaihdosta. Suorien henkilökustannusten osalta on hyvä huomata, että niiden kokoluokkaan vaikuttaa selvästi tuotetaanko palveluita oman henkilöstön vai alihankinnan kautta. Vastaavasti yhtiön muut kulut ovat olleet vuosina 2019-2023 8-13 % liikevaihdosta.

Yhtiö on viime vuosina vahvistanut tukiprosessejaan kantamaan nykyistä suurempaa liikevaihtokuormaa ja osaltaan mahdollistamaan yhtiön kasvustrategiaa. Tätä peilaten käsityksemme mukaan paine kiinteiden kulujen nousulle on ainakin lähitulevaisuudessa liikevaihdon kasvua rajallisempaa, mikä puolestaan tarjoaa automaattisesti tiettyä operatiivista vipua liikevaihdon kasvaessa.

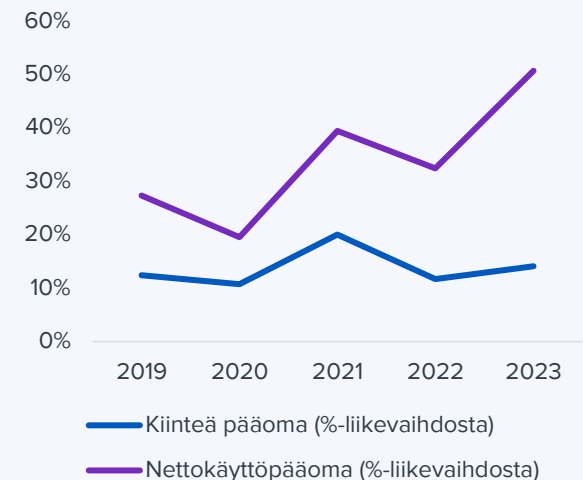
Projektit sitovat käyttö pääomaa

Lamorin liiketoiminta ei ole historiallisesti sitonut merkittävässä määrin kiinteää pääomaa suhteessa liikevaihtoon (2019-2023: 11-20 %). Esimerkiksi vuoden 2021 lopun kiinteä pääomaa suhteessa liikevaihtoon (20 %) nosti arviomme mukaan suuria Lähi-idän projekteja varten tehdyt etupainotteiset kalustohankinnat, joista ei ollut puolestaan ehtinyt vielä vastaavasti kertyä liikevaihtoa.

Kustannusrakenne 2023



Pääomien sitoutuminen



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 7/8

Arvioimmekin kiinteän pääoman suhteessa liikevaihtoon pysyvän nykyliiketoiminnoissa myös jatkossa keskimäärin historiallisilla tasoilla, vaikkakin liikevaihtotason vaihtelut voivatkin yksittäisinä tarkasteluhetkinä nousta tätä korkeammaksi. Vastaavasti muovin kemiallisen kierrätyksen liiketoiminnan kasvu tulee arviomme mukaan nostamaan kiinteän pääoman määrä suhteessa liikevaihtoon hieman.

Sen sijaan käyttöpääomaa yhtiön liiketoiminta on sitonut historiallisesti merkittävästi (2019-2023: 20-51 % liikevaihdosta). Tämä johtuu osan liiketoiminnan luonteesta, jossa kulut tapahtuvat etupainotteisesti ja laskutus vasta asiakkaan hyväksyessä (osa)toimituksen. Myös maksuehdoissa voi olla vaihteluita projektien välillä. Käyttöpääoman sitoutuminen korostuu käsityksemme mukaan etenkin suurten projektien alkuvaiheissa. Suurten projektien etenemisestä huolimatta käyttöpääoman vapautuminen on ollut kuitenkin hidasta Lamorin pörssihistorian aikana.

Siten näemme käyttöpääoman vapauttamisen olevan myös keskiössä yhtiön kasvustrategian kannalta mahdollisia uusia suuria projekteja silmällä pitäen ja toisaalta nostavan hieman kysymysmerkkejä siitä, kuinka montaa suurempaa yhtäaikaista projektia yhtiön on mahdollista käynnistää samaan aikaan.

Yhtälössä on myös hyvä huomata, että projektiliiketoiminta vaatii takauksia (mm. ennakkomaksu- ja toimitustakaukset) luonteensa vuoksi, joiden määrä vaihtelee käsityksemme mukaan projekteittain 5-10 %:iin niiden

kokonaisarvosta. Taseen ulkopuolisia takausvastuitakin heijastellen odotamme Lamorin rahoituskulujen myös säilyvän melko korkealla lähivuosina (~3-4 % liikevaihdosta).

Kehittyviltä markkinoilta tavoiteltujen uusien suurien palvelusopimusten myötä emme usko rahoituskuluissa tapahtuvan myöskään merkittävää muutosta keskipitkällä aikavälillä. Puolestaan tätä kokonaiskuvaa peilaten nykyliiketoiminta vaatiikin lähtökohtaisesti taakseen vahvan taseen ja riittävät käteispuskurit, mitkä osaltaan rajaavat potentiaalista pääoman tuottoa.

Muovin kemiallinen kierrätys

Lamor teki kesällä 2022 investointipäätöksen teollisen mittakaavan muovin kemiallisen kierrätyslaitoksen rakentamisesta Porvoon Kilpilahteen. Laitos tuottaa jätemuovista kemiallisesti kierrätettyä uusiораaka-ainetta, jota voidaan käyttää petrokemian teollisuudessa kierrätysmuovin tuottamiseen sekä toimitettavan jatkojalostukseen siihen soveltuville jalostamoille. Laitoksen rakentaminen alkoi syksyllä 2023 ja käytettävät teknologiat on tarkoitus asentaa kevään 2024 aikana. Käyttöönoton on puolestaan arvioitu ajoittuvan kesälle 2024 ja ensimmäisten toimitusten H2'24:lle. Laitoksen rakennuttaa ja sitä operoi Lamor Recycling Oy, joka on Lamorin ja Resiclön hankeyhtiö (Lamorin omistusosuus 70 %).

Ensimmäisessä vaiheessa Kilpilahteen rakennetaan 10 000 tonnin muovin kemiallisen kierrätyksen vuosikapasiteetti ja laitos toimii myös

Lamorin muovin kemiallisen kierrätyksen pilottihankkeena ja mallilaitoksena myös globaaleja investointeja silmällä pitäen. Käsityksemme mukaan nyt rakennettavan laitoksen pinta-ala mahdollistaisi myös kapasiteetin nostamisen tulevaisuudessa ainakin toisen linjan käyttöönotolla olettaen, että enimmäisestä vaiheesta saadaan positiivisia näyttöjä.

Raaka-aineena laitos tulee käyttämään lajiteltua muovijätettä. Tämän osalta yhtiö tiedotti keväällä 2024, että se oli sopinut Remeon kanssa sopimuksen muovijätteen toimituksista ensimmäisen vaiheen tuotannon osalta (10 000 tonnia/vuosi). Vastaavasti prosessissa syntyvä lopputuote myydään Shellille, joka jatkojalostaa siitä muovinvalmistukseen sopivaa raaka-ainetta.

Ensimmäisen vaiheen kokonaisinvestoinnin arvo on Lamorin päällistan listautumisesitteen mukaan 16 MEUR, mikä on kohonnut melko selvästi alun perin indikoidusta 12 MEUR:n tasosta. Tämä ei ole kuitenkaan mielestämme tavatonta uuden liiketoiminnan käynnistämisen ja viime vuosien kuluinflaation takia. Investointi on puolestaan rahoitettu 6 MEUR:n pankkilainalla, Ilmatorahaston hankeyhtiölle myöntämällä enintään 6 MEUR:n pääomalainalla, 2,7 MEUR:n Business Finland -tuella sekä Lamorin 2,8 MEUR:n oman pääoman ehtoisella sijoituksella hankeyhtiöön. Lisäksi Lamor on sitoutunut tarvittaessa tarjoamaan hankeyhtiölle enintään 3 MEUR:n pääomalainan.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 8/8

Tässä vaiheessa laitoksen ja toisaalta liiketoiminnan lopulliseen potentiaaliin ja ylösajon kestoon on vielä hankala ottaa kantaa, sillä toimiala on myös globaalissa mittakaavassa vielä varhaisessa vaiheessa. Tietynä vertailukohtana voidaan kuitenkin käyttää hieman pidemmässä vaiheessa (lopputuotteen aloitus alkanut alkuvuodesta 2024) olevan hollantilaisen verrokkiyhtiö Prymen syyskuussa 2023 kertomia oletuksia. Pryme olettaa, että sen ensimmäisen laitoksen hyötysuhde olisi noin 75 % (ts. vastaanotetun muovijätteen ja tuotetun lopputuotteen välinen suhde).

Sen sijaan lopputuotteen myyntihinnaksi Pryme on arvioinut 800-1 200 euroa/tonni (yhtiöllä alkuvaiheessa sovittuja toimitussopimuksia haarukan alalaitaan). Vastaavasti ensimmäisen laitoksen operatiivisten kulujen yhtiö odottaa olevan täydessä kapasiteetissa 650 euroa/tonni. On kuitenkin hyvä huomata, että laitoksen kapasiteetti on melko selvästi Lamorin Porvoon tehdasta suurempi (40 000 muovijätetonnin vastaanottokapasiteetti) ja siten mielestämme lukuja ei voi täysin verrata toisiinsa ja on hyvä myös huomata, että tehtaiden lopullisissa hyötysuhteissa voi ilmetä eroavaisuuksia.

Mielestämme tästä voi kuitenkin tehdä tiettyjä karkeita oletuksia Lamorin Kilpilahden kierrätyslaitoksen osalta. Arvioimmekin, että Lamorin laitoksen hyötysuhde voisi olla noin 65-80 %, minkä myötä lopullisen myytävän lopputuotteen määrä olisi täydessä kapasiteetissa 6 500- 8 000 tonnia. Vastaavasti olettamalla, että

hintahaarukka vastaisi Prymen arvioimaa tarkoittaisi tämä noin 5,2-9,6 MEUR:n vuotuista liikevaihtotasoa. Näemme lopputuotteen myyntihinnassa keskipitkällä aikavälillä ennemmin painetta ylös- kuin alaspäin todennäköisesti kasvavan kysynnän myötä, mutta tähän liittyy toistaiseksi huomattavaa epävarmuutta. Arvioimme hinnan olevan riippuvainen myös laatekijöistä sekä muista myyntisopimusten ehdoista.

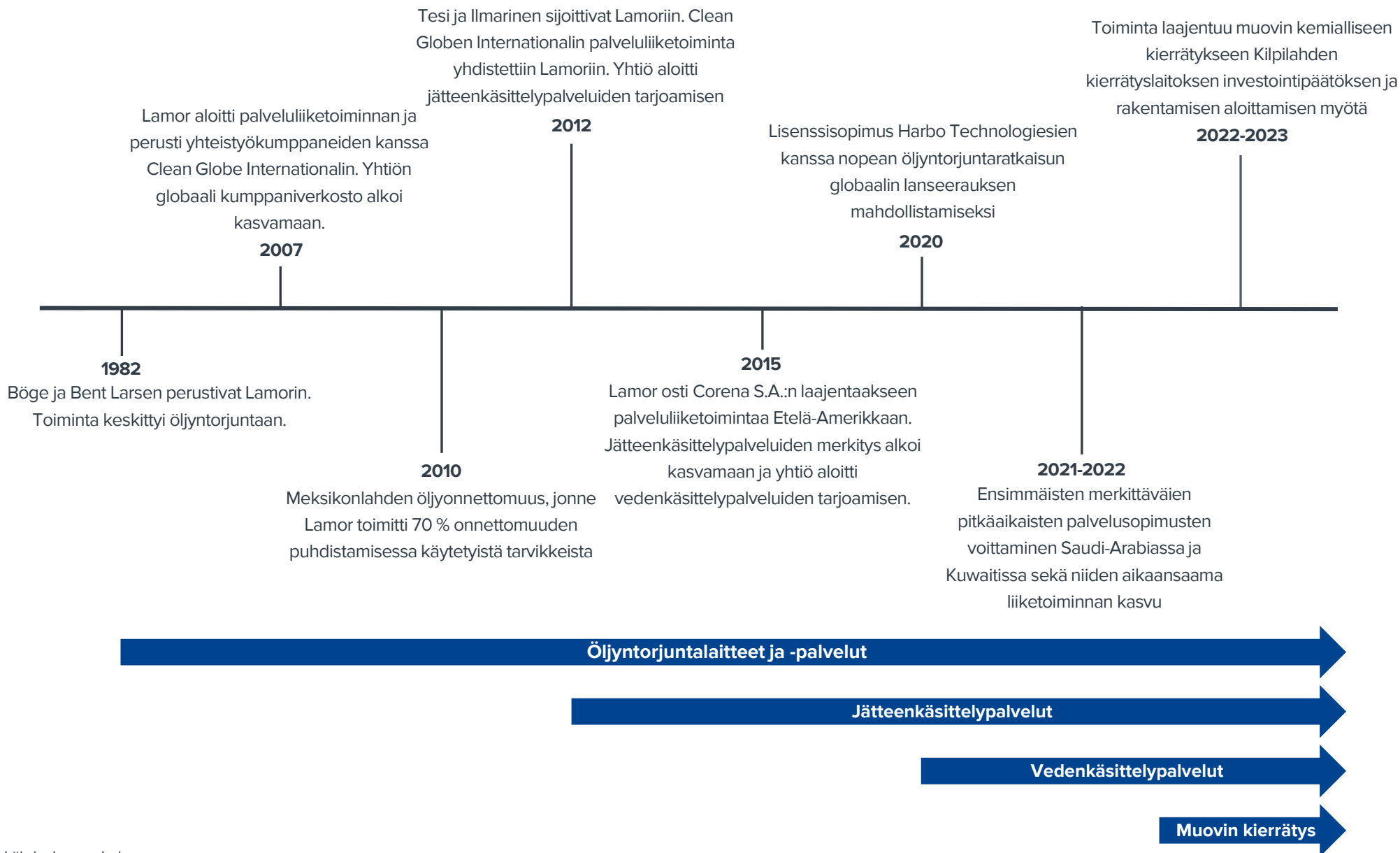
Prymen kertomia taustaoletuksia peilaten laitoksen käyttökate-%:n voidaan hyvin karkeasti olettaa olevan 20-45 % täydessä kapasiteetissa. Haarukan ylälaita vaatii kuitenkin arvioimme mukaan korkeiden myyntihintojen lisäksi laitoksen korkeaa tehokkuutta, mikä voi viedä aikaa prosessitehokkuuden hioutuessa. Mielestämme tämä indikoi kuitenkin liiketoiminnan korkeasta, joskin, epävarmasta potentiaalista.

Pitkälti velkarahoitteista pääomarakennetta ja kohonneita korkotasoja peilaten arvioimmekin hankeyhtiön rahoituskulujen olevan melko korkealla tasolla ja yhtiön pyrkivän ohjaamaan kassavirtaa alkuvaiheessa velkojen lyhennykseen. On myös hyvä huomata, että ainakin nykyisellään 30 % yhtiön tuloksesta kuuluu vähemmistöille, vaikka pidämmekin mahdollisena, että Lamor tulee kasvattamaan omistusosuuttaan edelleen.

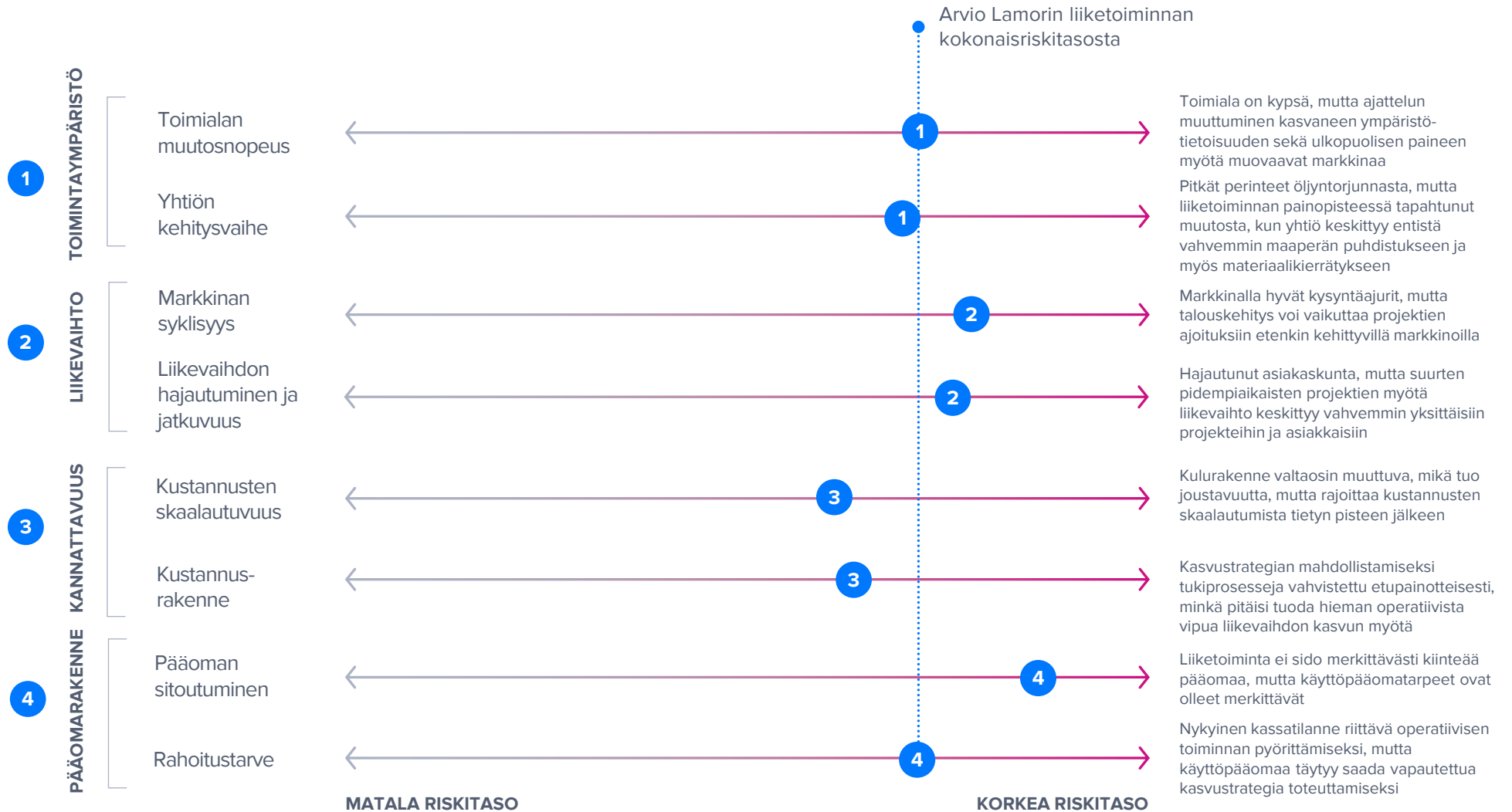
Kokonaisuutena näemme laitoksen ja liiketoiminnan ylösajon onnistuessa parantavan Lamorin ennustettavuutta pidemmällä aikavälillä liiketoiminnan oletettavasti suhteellisen tasaisen liikevaihdon ja kassavirran myötä (vrt.

projektivetoiset palvelusopimukset). Lisäksi arvioimme liiketoiminnalla olevan Lamorin nykyliiketoimintaa korkeampi pääoman tuottopotentiaali nykyisillä oletuksilla, mutta kuten todettua näihin liittyy vielä huomattavasti epävarmuutta tässä vaiheessa.

Lamorin historia



Liiketoimintamallin riskiprofiili



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/3

Kehittyvät markkinat kasvustrategian keskiössä

Lamorin keskeisimpänä tavoitteena on olla maailmanlaajuisesti johtava kokonaisvaltaisia ympäristöratkaisuja tuottava yritys. Lisäksi sen tavoitteena on toimia vahvana edelläkävijänä kestävässä kehityksessä. Nykyisen strategiansa vuosille 2023-2025 yhtiö julkaisi marraskuussa 2022. Yhtiö kertoi kuitenkin Q4'23:n yhteydessä tulevansa tarkastelemaan strategiaansa ja taloudellisia tavoitteitaan vuoden 2024 aikana, minkä taustalla arvioimme olevan johdossa tapahtuneet vaihdokset sekä organisaation reippaan kasvun viime vuosina. Nykyisellään strategiakauden päätavoitteet ovat:

Ensisijainen kumppani valituissa maissa, erityisesti Lähi-Idässä ja Etelä-Amerikassa: Lamor on havainnut merkittävää liiketoimintapotentiaalia kaikilla markkina-alueillaan, mutta strategiakaudella se tulee keskittymään kasvun ja vankan markkina-aseman saavuttamiseen etenkin Lähi-idässä ja Etelä-Amerikassa. Pidämme maantieteellisiä fokusalueita varsin perusteltuina, kun huomioidaan alueilla käynnissä olevat suuret palvelusopimukset (Saudi-Arabia, Kuwait, Guyana), näistä kertyvä tunnettuus sekä referenssit ja toisaalta nykysopimusten laajentamismahdollisuudet uusiin paikallisiin liiketoimintoihin. Kehittyville markkinoille painottuva strategia nostaa mielestämme kuitenkin liiketoiminnan riskitasoa (mm. poliittiset, taloudelliset ja hallinnolliset riskit).

Laajentuminen kolmeen uuteen strategisesti tärkeään maahan positiivisten ympäristövaikutusten luomiseksi: Käytännössä uusille markkinoille laajentuminen tapahtuu kilpailutusten kautta ja projektien voittaminen

uusilla markkinoilla on myös osa Lamorin markkinoillepääsystrategiaa. Käsitksemme mukaan uusien markkinoiden tavoitteluun vaikuttaa niiden liiketoimintapotentiaali, markkinoiden kompleksisuus sekä se kuinka lähellä ne ovat Lamorin nykyistä markkinaa. Esimerkiksi Etelä-Amerikassa laajentuminen uuteen espanjankieliseen maahan vaatii yhtiöltä vähemmän kuin Lähi-idästä laajentuminen Afrikan markkinoille. Siten pidämme todennäköisenä, että markkina-laajentumiset tapahtuvat todennäköisesti ainakin osittain strategisilla maantieteellisillä kohdemarkkinoilla.

Viiden uuden merkittävän projektin voittaminen paikallisen läsnäolon vahvistamiseksi sekä ympäristöhaasteiden ratkaisemiseksi: Projektien voittamisen kautta Lamor pyrkii strategiakauden aikana vahvistamaan paikallista läsnäoloaan markkinoilla (ml. uusille markkinoille pääsy). Yhtiö preferoi myös vastuullisesti toteutettavia suuria ja monimutkaisia hankkeita. Sen mukaan tällaiset hankkeet tärkeiden asiakkaiden kanssa ovat pitkäaikaisia ja toimivat samalla referensseinä tulevissa kilpailutuksissa. Olemme esitelleet seuraavalla sivulla yhtiön Helsingin pörssin päällistan listalleottoesitteessä esittelemiä sen hetkisiä tarjouskilpailumahdollisuuksia, jotka sopivat Lamorin strategiaan ja joihin yhtiön johdon mukaan Lamorilla olisi mahdollista osallistua lähitulevaisuudessa. Käsitksemme mukaan mitkään näistä kilpailutuksista eivät ole vielä ratkenneet. Samaan aikaan on hyvä huomata, että kilpailutukset elävät ajassa ja siten pidämme todennäköisenä, että uusia hankkeita on voinut ilmestyä yhtiön tutkalle / osa hankkeista siirtynyt pidemmälle tulevaisuuteen.

Strategiakauden 2023-2025 päätavoitteet



Esimerkkejä mahdollisista tulevista tarjouskilpailuista (11/2023)

Sijainti	Toiminta-alue	Vaihe	Lamorin arvio projektin kokonaisarvosta (MEUR)
Irak	Maanpuhdistus ja ennallistaminen	Suunnitteilla	800-1200
Brasilia	Maanpuhdistus ja ennallistaminen	Suunnitteilla	150-250
Saudi-Arabia	Ympäristönsuojelu	Suunnitteilla	250-500
Bangladesh	Ympäristönsuojelu	Suunnitteilla	80-140
Brunei	Ympäristönsuojelu	Suunnitteilla	125-175*
Chile	Maanpuhdistus ja ennallistaminen	Suunnitteilla	35-65
Ecuador	Materiaalikierrätys	Suunnitteilla	80-120
Kuwait	Maanpuhdistus ja ennallistaminen	Suunnitteilla	350-450*

*) Yhteenlaskettu mahdollisuus yhteisyrityksille

Lähde: Lamor, Inderes

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3

Osallistuminen globaalin muovihaasteen ratkaisemiseen 100 tuhannen tonnin

kierrätysmuovin projektiportfolion avulla: Yhtiö pyrkii toimimaan tässä järjestelmäintegraattorina, joka hallinnoi muovijätteen arvoketjua ja muuttaa käytöstä poistetun muovin uudeksi raaka-aineeksi (ts. nestemäisiksi jatkojalostustuotteiksi ja -kaasuiksi). Tämän osalta Kilpilahden muovinkierrätysshanke on tärkeä askel ja hankkeen onnistuessa sen on mahdollista laajentaa toimintaansa. Lamor onkin kertonut aikaisemmin tavoittelevansa Suomessa muovin kemiallisen kierrätyksen osalta 40 000 tonnin kapasiteettia vuoden 2026 loppuun mennessä. Siten globaalin tavoitteen saavuttaminen edellyttääkin 60 000 tonnin lisäystä strategiakauden aikana, mutta tämän osalta on hyvä huomata, että tavoitteella tarkoitetaan nimenomaan projektiportfoliota, eikä rakennettua kapasiteettia. Arvioimme yhtiön tavoittelevan lisäystä ensisijaisesti Suomen ulkopuolelta ja strategian muita painopistealueita peilaten odotamme yhtiön lähtökohtaisesti tarkastelevan mahdollisuuksia laajentua strategisille maantieteellisille kohdemarkkinoille.

Tehokkaiden ja tuloksellisten ratkaisujen toimittaminen asiakkaille paikallisesti mutta maailmanlaajuisesti: Strategian ja projektien toteutuksen kulmakivenä toimii Lamorin globaalisti paikallinen kumppanuusverkosto. Paikallisen kumppaneiden kanssa työskentely mahdollistaa Lamorille sen mukaan liiketoiminnan tehokkaan skaalautuvuuden ja yhteensopivuuden paikallisten olosuhteiden käytäntöjen kanssa. Mielestämme yhtiön pitkäjänteisesti rakentama kattava kumppanuusverkosto huomioiden yhtiön strateginen valinta vaikuttaakin järkevältä.

Pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet

Lamorin hallitus on asettanut yhtiölle seuraavat taloudelliset tavoitteet, joiden tavoitellaan toteutuvan viimeistään strategiakautta 2023–2025 seuraavan tilikauden aikana (2026):

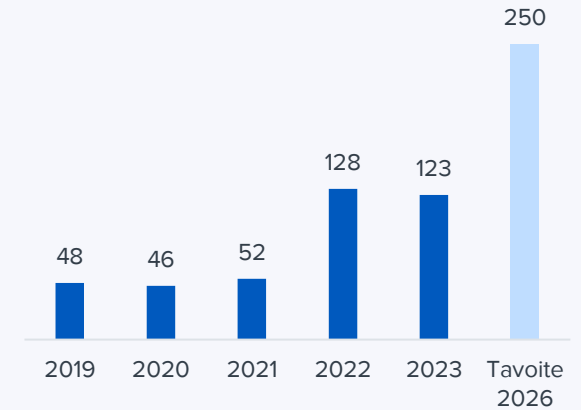
- **Kasvu:** Vuotuisen liikevaihdon kasvattaminen yli 250 MEUR:oon
- **Kannattavuus:** Oikaistu liikevoitto-% yli 14 %
- **Rahoitusrakenne:** Yhtiön strategiaan, tavoitteisiin ja riskiprofiiliin sopivan rahoitusrakenteen saavuttaminen vahvan taseen kautta
- **Osinkopolitiikka:** Yhtiö pyrkii jakamaan vuosittaista osinkoa huomioiden kuitenkin liiketoiminnan kasvun tärkeimpänä tavoitteena

Arviomme mukaan strategiakauden ja taloudellisten tavoitteiden pienen ajallisen eroavaisuuden taustalla on, että yhtiö pyrkii rakentamaan strategiakauden aikana pohjan tavoitteiden saavuttamiseksi (sis. kilpailutusten voittaminen ja tilauskannan kasvu). Lisäksi muovin kemiallisen kierrätyksen 40 000 tonnin kapasiteetin tavoiteltu valmistuminen vuoden 2026 loppuun mennessä vaikuttaa arviomme mukaan myös osaltaan tavoiteasetantaan.

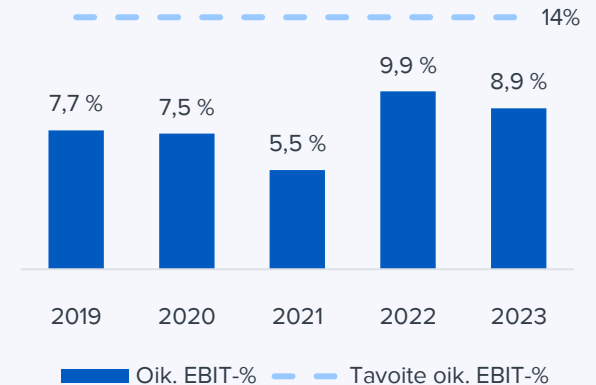
Kasvutavoite on varsin kunnianhimoinen

Käytännössä kasvutavoitteen saavuttaminen edellyttää liiketoiminnan kaksinkertaistamista vuoden 2023 tasolta (123 MEUR) vuoden 2026 loppuun mennessä. Siten kasvutavoite onkin mielestämme varsin kunnianhimoinen.

Liikevaihdon kehitys ja tavoitetaso (MEUR)



Liikevoittomarginaalin kehitys ja kannattavuustavoite



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3

Nähdäksemme kasvutavoitteen saavuttaminen on sidoksissa strategisten tavoitteiden saavuttamiseen ja etenkin suurten kilpailutusten voittamiseen ja/tai nykyisten sopimusten merkittävään laajenemiseen sekä näiden ajoittumiseen, mihin näkyvyys on tässä kohtaa varsin rajallinen. Lamor on kuitenkin kertonut, että meneillään ja odotettavissa olevien tarjousprosessien määrä on merkittävä, mutta näiden päätösten aikataulut ovat viivästyneet lyhyellä aikavälillä.

Arviomme mukaan useamman uuden merkittävän palvelusopimuksen aloittaminen lyhyellä aikavälillä tulisi kuitenkin vaatimaan nykyistä vahvempaa rahoitusasemaa (2023 nettovelat/oik. käyttökate 2,1x) projektien alkuvaiheiden käyttöpääomavaateita peilaten. Lisäksi on hyvä huomata, että liikevaihdon kasvu ei arviomme mukaan tulisi olemaan lineaarista projektien ajoitusten takia.

Kasvutavoitteen saavuttamisen kannalta on myös hyvä huomata, että arviomme mukaan 40 000 tonnin muovin kemiallisen kierrätyksen kapasiteetilla yhtiön olisi mahdollista tehdä hyvin karkeasti 25-40 MEUR:n vuotuista liikevaihtoa, mikä luonnollisesti tukisi merkittävästi kasvutavoitteen saavuttamista. Tämän kapasiteettitason vaadittavista askelmerkeistä (mm. investoinnit, rahoitus) yhtiö tulee kommunikoidaan kuitenkin vasta myöhemmin. Lisäksi nykyisten suurten projektien jatko-optiot (etenkin Saudi-Arabia) toteutuessaan tuovat kasvutavoitteelle osittaista selkänojaa. Pidämme myös mahdollisena, että onnistuneiden projektien toteutusten kautta yhtiöllä olisi mahdollista laajentaa asiakassuhteitaan kohdemaissa täysin

uusiin sopimuksiin.

Kannattavuustavoite osin sidoksissa kasvutavoitteessa onnistumiseen

Arviomme mukaan kannattavuustavoitteen saavuttaminen on pitkälti riippuvainen liikevaihdon kasvussa onnistumisesta, mikä osin skaalaisi yhtiön kiinteitä kuluja. Kiinteää kulumassaa on kasvattanut viime vuosina mm. etupainotteisesti tehdyt panostukset organisaatioon, etenkin henkilöstöön, kasvun mahdollistamiseksi. On kuitenkin hyvä huomata, että skaalautuminen on rajallista tietyn pisteen jälkeen muuttuvien kulujen muodostaessa merkittävän osan yhtiön kulurakenteesta. Emme kuitenkaan odota tämän muodostuvan esteeksi pidemmän aikavälin kannattavuustavoitteiden saavuttamiselle. Luonnollisesti tavoitteen saavuttamiseksi yhtiön tulee myös onnistua projektien toteutuksessa suunnitellusti.

Yhtiö on myös indikoinut, että kasvutavoitteiden saavuttamiseksi se joutuu edelleen kasvattamaan kiinteitä kuluja, mutta liikevaihdon kasvua hitaammin. Arviomme mukaan Lamorilla olisi edellytyksiä saavuttaa kannattavuustavoitteensa myös kasvutavoitetta maltillisemmalla liikevaihtotasolla kasvupanostusten lykkäämisen kautta. Siten arvioimmekin kannattavuustason saavuttamisen olevan osaltaan riippuvainen kasvupanostusten ja projektien ajoittumisesta (mm. projekteihin liittyvät kalustoinvestoinnit ja näihin liittyvät poistot). Kokonaisuutena pidämme kannattavuustasoa kuitenkin realistisena, mikäli yhtiö onnistuu jokseenkin kasvustrategiansa toteutuksessa. Lisäksi tukea tavoitteen saavuttamiselle voidaan saada

muovinkierrätyksen potentiaalin saavuttamisesta, mutta tässä kohtaa tähän on vielä aikaista nojata.

Vahva tase on edellytys liiketoiminnalle

Rahoitusrakenteen osalta tavoite vahvasta taseesta on varsin järkevä ja yhtiölle lähtökohtaisesti pakollinen liiketoiminnan sitoma käyttöpääoma, eri maiden maayhtiöiden rahoitus ja taseen takauspotentiaalin (esim. takauslimiitin käyttö voi olla sidottuna erilaisiin kovenantteihin, kuten käyttökate/nettovelka tai omavaraisuusaste) vuoksi. Nykyistä liiketoimintaprofiilia peilaten emme usko yhtiön pystyvän myöskään pystyvän vivuttamaan tasetaan olennaisesti nykytasoilta mm. rahoitukseen liittyvien kovenanttien vuoksi (kts. tarkemmin taloudellinen tilanne -kappale).

Odotamme yhtiön ohjaavan pääomia lähtökohtaisesti kasvustrategian toteuttamiseen

Yhtiön osinkopolitiikan viitekehystä on suhteellisen vaikea tulkita, mutta lähtökohtaisesti odotamme yhtiön ohjaavan pääomia kasvustrategian toteuttamiseen ja siten osinkotuoton olevan nollassa tai hyvin matalalla tasolla. Lisäksi on hyvä huomata, että osingonjakoa tai pääoman palautusta osaltaan rajaa myös elokuussa liikkeelle laskettu 25 MEUR:n vihreä [jvk-laina](#), jonka ehdoissa on määriteltä tiettyjä parametreja (senioriehtoinen nettovelka / oikaistu käyttökate alle 2,5x, junioriehtoinen velan määrä alle 100 % oikaistusta käyttökatteesta, osingon tai pääoman palautuksen määrä ei ylitä 50 % edellisen tilikauden voitosta) varojenjakoa koskien. Tätäkin peilaten sijoittajan kannattaakin katsoa yhtiötä enemmän kasvu- kuin osinkoyhtiönä.

Strategia

-2012

2013
-
2021

2022-

Toiminta keskittyy öljyntorjuntaan

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

Palveluliiketoiminnan kasvattamisen kautta uuteen kokoluokkaan

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

Kasvun jatkaminen ja muovinkierrätysliiketoiminnan ylösajo

- Merkittävän kasvun tavoittelu uusien suurten kilpailutusten voittamisen ja/tai nykyisten suurten projektien mahdollisen laajentumisen kautta
- Lähi-itä ja Etelä-Amerikka kasvun painopistealueena ja tavoitteena laajentua uusille markkinoille näiden alueiden sisällä
- Muovin kemiallisen kierrätysliiketoiminnan lanseeraaminen ja liiketoiminnan kasvattaminen
- Kannattavuuden nostaminen kasvavien palvelu- ja muovinkierrätysliiketoiminnan volyymien ja paranevan operatiivisen tehokkuuden myötä

Strategian Must Win Battles

Toteutunut

- Palveluliiketoiminnan merkittävä kasvattaminen kilpailutusten myötä, joita yhtiö voi käyttää myös referensseinä tulevissa kilpailutuksissa
- Onnistuneet näytöt suurten projektien operatiivisesta toteuttamisesta
- Vahvan kumppanuusverkoston luominen
- Perustan rakentaminen (maaorganisaatiot) tavoitelluille kasvun painopistealueille
- Muovin kemiallisen kierrätysliiketoiminnan aloittaminen ja pilottihankkeen rakennustöiden käynnistyminen Kilpilahdessa

Lähitulevaisuus 1-2v

- Käynnissä olevien projektien toteutuksessa ja projektinhallinnassa onnistuminen
- Uusien merkittävien projektien voittaminen ja / tai nykyisten projektien jatkaminen / laajentaminen tuomaan korvaavaa liikevaihtokuormaa
- Kannattavuuden asteittainen nostaminen lähemmäksi tavoitetasoa
- Projektirahoituksen riittävydestä huolehtiminen (sis. riittävän käyttöpääoman ja takausten varmistaminen eri projekteihin)
- Organisaation ja kumppanuusverkoston tyytyväisyydestä huolehtiminen
- Kilpilahden pilottilaitoksen ylösajo

Seuraavat 5 vuotta

- Merkittävien kilpailutusten voittaminen tasaisesti
- Muovin kemiallisen kierrätysliiketoiminnan tavoiteltu ylösajo globaalisti
- Kannattavuuden nosto tavoitetasolle palvelu- ja muovinkierrätysliiketoimintojen kasvun kautta
- Omasta osaamisesta huolehtiminen ja palvelutarjoaman laajentaminen uusille alueille (esim. jokien puhdistamisen yhteydessä kerättävien muovien prosessointi)
- Kumppanuusverkoston kasvattaminen ja siitä huolehtiminen
- Uusien teknologioiden käyttöönotto ja ratkaisujen kasvattaminen uusille alueille

Toimiala ja kilpailu 1/6

Lamorin markkinat

Lamor itse määrittelee sen liiketoiminnan jakautuvan nykyisin kolmeen strategiseen segmenttiin: ympäristönsuojeluun, maa-alueiden puhdistukseen ja ennallistamiseen sekä materiaaliikierrätykseen. Puolestaan maantieteellisesti katsottuna yhtiön kohdemarkkinoiden voidaan katsoa käsittävän käytännössä koko globaalin markkinan, vaikka sen kasvustrategian kohdemarkkinoina toimiikin etenkin kehittyvät markkinat.

Nykyisten Lamorin kohdemarkkinoiden koko liikkuu tällä hetkellä useissa miljardeissa ja tulevien vuosikymmenten aikana kohdemarkkinoiden odotetaan kasvavan yhteensä satojen miljardien kokoluokkaan etenkin muovimarkkinan kasvun vetämänä. Siten markkinoiden koko tai kasvupotentiaali ei ole muodostumassa Lamorin kasvustrategian esteeksi. Olemme seuraavaksi käyneet yhtiön nykyisä kohdemarkkinoita tarkemmin läpi.

Ympäristönsuojelu-liiketoiminta keskittyy etenkin öljyntorjuntaan

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

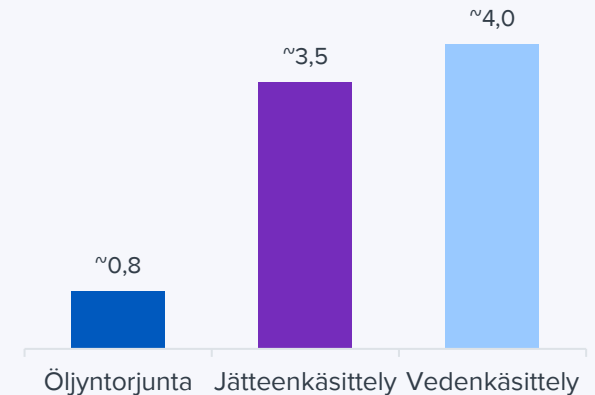
palveluntarjoajista.

Globaalin öljyntorjuntamarkkinan arvon yhtiö arvioi listautumisesitteessään vuonna 2021 olevan noin 750 MEUR, emmekä usko tässä tapahtuneen olennaisia muutoksia tämän jälkeen. Arviomme mukaan Lamorilla on vielä tilaa kasvaa markkinan sisällä. Markkinan kokoluokkaa peilaten on kuitenkin mielestämme varsin loogista, että yhtiö on viime vuosien aikana laajentanut palvelutarjoamaansa yhä laajemmin muille alueille, sillä pelkän öljyntorjuntamarkkinan koko asettaa rajoitteita kasvaa tiettyä kokoluokkaa suuremmaksi toimijaksi.

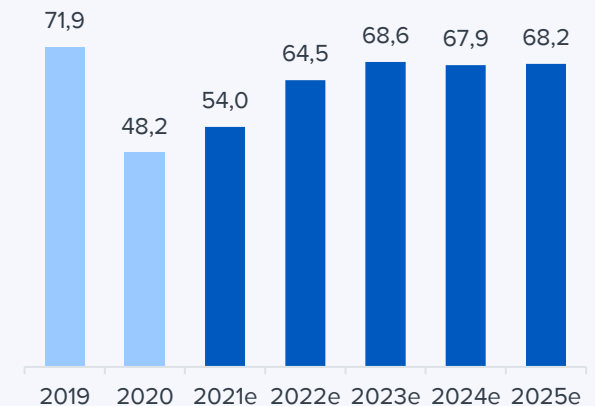
Öljyntorjuntamarkkinan kasvukuva ja sen ajurit

Öljymarkkina on viimeisten vuosikymmenien aikana vähentänyt merkittävien öljyvahinkojen määrää murto-osaan aikaisemmasta. Lamorin mukaan markkinoiden kasvua ajaa etenkin riittävien öljyntorjuntavalmiuksien varmistaminen. Tämän taustalla on muun muassa se, että riittäväällä varautumisella pystytään vähentämään merkittävästi ympäristöriskiä sekä taloudellista kokonaisriskiä mahdollisten ympäristöonnettomuuksien yhteydessä (esim. öljyvahinko). Yhtiön mukaan öljyntorjuntaratkaisujen kysyntä on enemmän riippuvaista öljyvahingoille alttiiden laivareittien määrästä (esim. Saudi-Arabian projekti) kuin suoranaisesti öljyn kysynnästä. Tämä johtuu muun muassa rannikkoalueiden arvon kasvusta (vrt. osan Lähi-idän maiden voimakkaat panostukset turismin eteen), johon mahdollisten ympäristöriskien toteutuminen voisi vaikuttaa negatiivisesti.

Lamorin havainnollistava arvio sen kohdemarkkinoiden koosta vuonna 2021 (mrd. euroa)



Uusien porattavien öljykaivojen määrä globaalisti (tuhatta kpl)



Toimiala ja kilpailu 2/6

Öljyvähinkojen torjunta ja ennaltaehkäisy ovat myös tärkeässä roolissa öljy-yhtiöiden kestävästi kehityksen tavoitteiden saavuttamisen kannalta. On myös hyvä huomata, että vaikka öljymarkkinatoimijoiden tavoitteena onkin vähentää raakaöljyn tuotantoa tulevina vuosikymmeninä, ylläpitää biopolttoaineiden kasvava kysyntä myös tarvetta öljy- ja kemikaalivahinkoihin varautumiselle. Toisaalta esimerkiksi McKinsey ennakoii (Global Energy Perspective 2023), että nykyisellään öljyn kysynnän (ml. biopolttoaineet ja synteettiset polttoaineet) huippu saavutettaisiin vuonna 2027, jonka jälkeen kysyntä laskisi hiljalleen nykyisiltä reilun 100 miljoona barreliä/päivä tasolta vuoteen 2050 74 miljoonaa barreliä/päivä tasolle. Tätä peilaten näemme öljyntorjuntamarkkinaratkaisujen kehityksen ainakin keskipitkällä aikavälillä mukailevan pitkälti globaalia BKT:n kehitystä. Sen sijaan McKinsey:n ennustamia näkymiä heijastellen pidemmällä aikavälillä markkinoiden voisi olettaa supistuvan öljymarkkinan mukana. Mielestämme pidemmän aikavälin ennusteisiin tulee kuitenkin suhtautua varauksella.

Materiaalikierrätyksen ja maa-alueiden ennallistamisen markkinat ovat suuret

Lamorin nykyiseen materiaalikierrätyksen ja maa-alueiden ennallistamisen tarjoamaan kuuluvat alueiden kunnostaminen, jätehuolto, muovien kierrätys sekä veden ja jäteveden käsittely. Spears & Associatesin mukaan öljykenttien kiinteiden jätteiden jätehuoltomarkkinoiden oli vuonna 2021 noin 1,7 miljardia euroa. Lamorin vastaavasti arvioi,

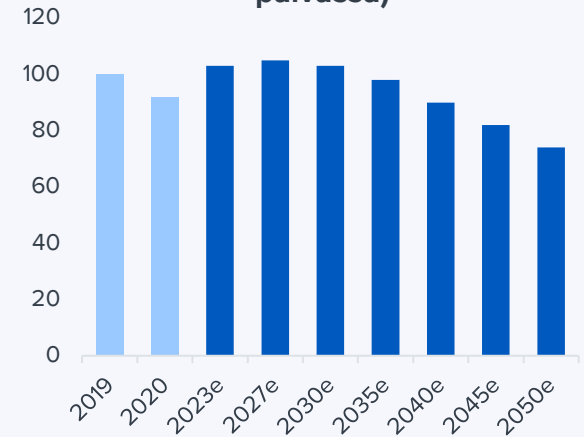
että öljyyn liittyvän maaperän kunnostuksen kokonaismarkkinat ovat vähintään yhtä suuret kiinteän jätteenkäsittelyn markkinan kanssa. Kokonaisuudessaan maaperän puhdistuksen markkinat ovat vielä tätäkin suuremmat Lamorin mukaan, sillä pelkästään EU:n jäsenvaltioissa käytettiin vuosien 2000-2010 välillä keskimäärin 2,75 miljardia euroa vuodessa maaperän puhdistukseen.

Vedenkäsittelymarkkina on puolestaan huomattavan suuri, sillä pelkästään teollisen jäteveden kokonaisratkaisumarkkinan koko on arvioitu olevan noin 4 miljardia euroa (Aquaporin vuoden 2021 listalleottoesitteessä). Vastaavasti muovinkierrätyksen kokonaismarkkinan koko liikkuu useammassa kymmenessä miljardissa dollareissa. On kuitenkin hyvä huomata, että Lamorin kohdemarkkinoiden koko tästä on huomattavasti rajallisempi, kun huomioidaan myös, että muovin kemiallisen kierrätyksen markkina on globaalistikin vielä varhaisessa vaiheessa. Markkinoiden nykyinen koko ei kuitenkaan arviomme mukaan rajoita Lamorin kasvumahdollisuuksia millään tavalla.

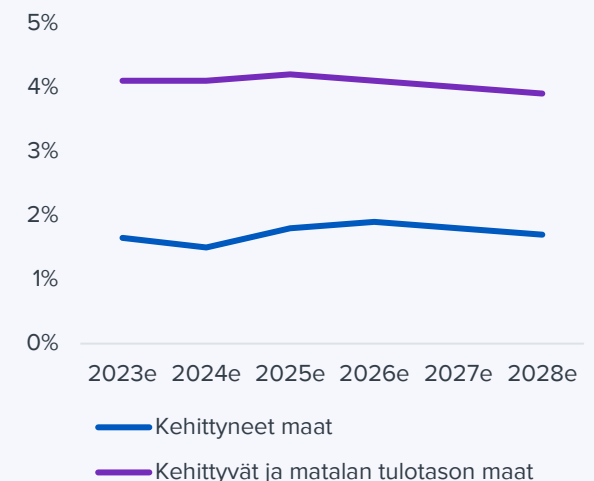
Markkinoiden kasvuajurit

Lamor odottaa sen kohdemarkkinoiden kasvavan merkittävästi materiaalikierrätyksen ja maa-alueiden ennallistamisen aloilla tulevina vuosina kestävästi kehityksen tietoisuuden lisätessä kysyntää kaikki toiminnat yhdistäville kokonaisvaltaisille ympäristöratkaisuille.

Globaali öljyn kysyntä nykykenaariossa (barreliä päivässä)



BKT:n kehitys (%)



Toimiala ja kilpailu 3/6

Maaperän puhdistamisen ja ennallistamisen osalta yhtiö odottaa, että sen kohdemarkkina kasvaa maaperänpuhdistusprojektin käynnistymisestä (mm. Strategia-kappaleen yhteydessä esitellyt kilpailutukset) sekä Lamorin maantieteellisen kattavuuden kasvusta. Puhdistus- ja ennallistamisprojektien käynnistymisen taustalla on etenkin uusi ja/tai kiristyvä sääntely sekä kasvava tietoisuus ympäristövahinkojen haittavaikutuksista. Jo syntyneiden öljy- ja kemikaalivahinkojen myötä pilaantunutta maa-ainesta on erityisesti kehittyvissä maissa, joissa edelleen huomattava määrä öljyvahingoista on puhdistamatta.

Myös kehittyneissä maissa ennallistamista on huomattavasti tekemättä. Lamorin arvion mukaan kunnostustöitä riittääkin periaatteessa useiksi vuosikymmeniksi. Pidämmekin korjausvelan purkamista yhtenä merkittävänä pitkän aikavälin optiona, mutta toisaalta projektien rahoitukseen liittyy merkittävää epävarmuutta.

Arvioimme, että etenkin suurempiin jätteenkäsittelyinvestointeihin ajoittumiseen ja toteutumiseen vaikuttavat myös valtioiden taloudelliset tilanteet (ml. korkotasot) ja tätä kautta julkisten projektien aikataulut erityisesti kehittyvillä markkinoilla ovat osin riippuvaisia tästä. Pidämmekin todennäköisenä, että kohonneet korkotasot ja viime aikojen talouden epävarmuus on todennäköisesti lykännyt kilpailutusten/projektien aikatauluja ja näiden lykkääntymistä edelleen ei voi pitää poissuljettuna. Kehittyvien maiden BKT:n odotetaan kuitenkin keskipitkällä aikavälillä kasvavan selvästi (IMF:n ennusteiden mukainen kehittyvien ja matalan tulotason maiden BKT:n CAGR 2024e-2028e: ~4

%), mikä osaltaan mahdollistaa ympäristöhankkeiden toteuttamisen kasvavissa määrin tulevaisuudessa myös kehittyvissä maissa, vaikkakaan kasvu todennäköisesti ei tule olemaan lineaarista.

Lamorin kohdemarkkinoiden kasvua ajaa myös muovijätteen keräämiseen ja kierrättämiseen liittyvät mahdollisuudet, sillä nykyisellään muovijätteestä kierrätetään vain hyvin pieni osa. Muovinkierrätysliiketoiminnassa Lamor muun muassa muuttaa käytöstä poistetun muovin luonnonvaroiksi keräämällä ja lajittelemalla muovin joissa ennen kuin se päätyy mereen (suurin osa merien muoveista on jokien kautta mereen virrannutta yhdyskuntajätettä), ja kierrättämällä tai jalostamalla sen polttoaineeksi tai petrokemian teollisuuden raaka-aineeksi pyrolyysin avulla. Lisäksi yhtiön muovin kemiallisen kierrätyksen liiketoiminnan kautta se pyrkii tarjoamaan uusia ratkaisuja muovijätteen määrän vähentämiseksi, mikä myös tarjoaa kasvumahdollisuuksia tulevaisuudessa.

Lamorin päällistan listalleottoesitteessä yhtiö kertoikin (lähde MarketsandMarkets), että muovinkierrätyksen kokonaismarkkinan koon on ennustettu kasvavan 120 miljardiin dollariin vuoteen 2030 mennessä muun muassa neitseellisen öljyn käytön määrän vähentymisen ja kasvavan kierrätysasteen kautta.

Siten, vaikka emme arvioikaan vedenkäsittely- tai muovinkierrätysmarkkinoiden olevan kokonaisuudessaan Lamorin kohdemarkkinaa, kuvastavat niiden valtavat koot ja kasvunäkymät mielestämme markkinoiden valtavaa potentiaalia. Toisaalta on kuitenkin myös hyvä huomata, että

ainakin nykyisellään arvioimme näihin molempiin markkinoihin liittyvien palvelujen tai tuotteiden olevan myös pienemmässä roolissa Lamorin kokonaistarjoamassa (ml. liikevaihto). Siten arvioimme näihin markkinoihin liittyvien yhtiön kasvuaikavaihtojen ja uusien liiketoimintojen potentiaalin ja lopullisen kaupallisen arvon selviävän vasta pidemmällä tulevaisuudessa.

Öljyntorjuntamarkkina on melko keskittynyt

Lamorin mukaan, sillä on vahva kilpailuasema sen kokonaisvaltaisen osaamisensa vuoksi etenkin öljyntorjuntamarkkinalla. Se onkin yksi harvoista toimijoista markkinalla, joka pystyy toimittamaan kokonaisvaltaisia öljyteollisuuden ympäristöratkaisuja. Lamorin markkinan osa-alueita ovat riskiarvion ja varautumissuunnitelman laatiminen, valmiuden rakentaminen, reagointi, vuodon rajaaminen, öljyn kerääminen, ympäristön puhdistaminen ja lopulta syntyvän jätteen käsittely tai toimittaminen eteenpäin käsiteltäväksi.

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

Toimiala ja kilpailu 4/6

Lamorin lisäksi suuria ja keskisuuria öljyntorjuntaratkaisuja tarjoavia toimijoita laitetarjonnassa ovat muun muassa Desmi, Vikoma ja Elastec. Vuorostaan palvelupuolella toimijoina ovat muun muassa Ambipar Response ja National Response Corporation (NRC, osa Republic Serviceä). Näistä Ambipar Response ja NRC ovat tarjoamaltaan lähimpinä Lamoria, mutta toimivat lähinnä eri maantieteellisillä alueilla, kun Ambipar toimii lähinnä Yhdysvalloissa ja Brasiliassa ja NRC lähinnä Pohjois-Amerikassa. Vastaavasti Vikomalla ja Desmillä on vahvat asemat laitemarkkinalla, mutta ne eivät vuorostaan tarjoa öljyntorjuntapalveluita.

Materiaalikierrätyksen markkina on hajanaisempi

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

Materiaalikierrätyksen sekä maa-alueiden puhdistamisen ja ennallistamisen markkinoilla Lamorin pääkilpailijoita ovat yhtiön mukaan alan suurimmat toimijat Clean Harbors, Séché, Suez ja Veolia. Näiden tarjoamaan kuuluu kattavasti erilaisia jätteen- ja vedenkäsittelypalveluita. Lamorin kohdemarkkina ei kuitenkaan ole yhtiön johdon mukaan kilpailijoiden päämarkkina-alueita, vaan suuret pelurit ovat keskittyneet enemmän kehittyneille markkinoille (Eurooppa ja Pohjois-

Amerikka), joissa niillä on vahvat markkina-asemat.

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

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

Jätteen- ja vedenkäsittelymarkkinat ovat yleisesti myös varsin säänneltyjä toimialoja ja niille on ominaista, että projektit yleensä saadaan kilpailutusten kautta. Kilpailutuksissa merkittävässä roolissa ovat sertifikaatit (kuten ISO

9001 ja 14001) ja merkittävät viimeaikaiset referenssit aiemmista onnistuneesti toteutetuista projekteista. Tämä toimii myös alalle tulon esteenä, sillä uusien tai pienempien toimijoiden on usein vaikea selvittää auditoinneista (mm. lupaprosessit) ja eri kulttuurien byrokratiasta (mm. paikalliset lait), mikä pätee myös öljyntorjuntamarkkinalla. Lisäksi, koska asiakassuhteet perustuvat usein luottamukseen ja ovat kestoaltaan pitkiä (kilpailutusten jälkeen asiakassuhteita mahdollista syventää), on uusien toimijoiden vaikeampi hankkia itselleen asiakaskuntaa, jos projektit toteutetaan onnistuneesti.

Toimiala ja kilpailu 5/6

Kannattavuustavoite vaikuttaa mahdolliselta

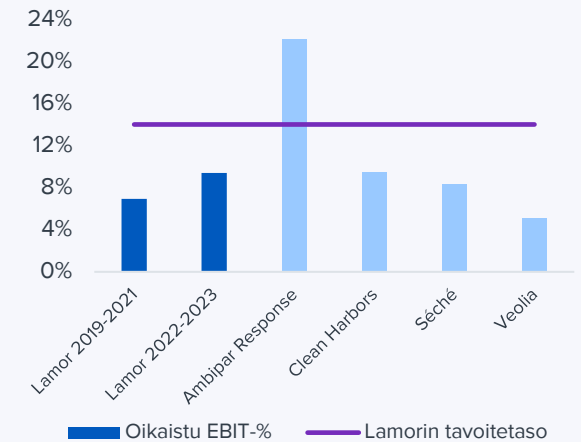
Lamorin merkittävien kilpailijoiden viime vuosien kannattavuustason perusteella yhtiön 14 % oikaistun liikevoittomarginaalin tavoitetaso vaikuttaa haastavalta, mutta ei mahdottomalta. Lamorin listatuista kilpailijoista ainoastaan Ambipar Response on viime vuosina yltänyt, joskis varsin selvästi, Lamorin tavoitetason yläpuolelle. Tarkastelussa on kuitenkin hyvä huomata, että Ambiparia lukuun ottamatta muiden suurten kilpailijoiden liiketoimintamallit sitovat kiinteää pääomaa huomattavasti enemmän (kalusto omassa taseessa). Tästä johtuen yhtiöiden vertailukelpoisuus kannattavuusmielessä ei ole kaikin osin mielekästä. Toisaalta Ambipar toimii mielestämme kohtuullisen hyvänä vertailukohtana Lamorille ja siten yhtiön kannattavuustavoitteen saavuttaminen vaikuttaakin mielestämme mahdolliselta. Arviomme mukaan Ambiparin selvästi korkeampia marginaaleja on voinut tukea muun muassa liikevaihdon suurempi keskittyminen äkillisiin ympäristövahinkoihin ja huomioiden Lamorin liiketoiminnan painopistealueet, emme lähtökohtaisesti odota yhtiöllä olevan edellytyksiä vastaavanlaisiin marginaalitasoihin.

Sen sijaan pääoman tuoton vertailu toimialan yhtiöiden välillä on mielestämme relevanttia, vaikka liiketoimintaprofiileissa onkin yhtiöiden välillä eroja. Kuten aikaisemmin todettua, rajaa liiketoiminnan luonne ja sen sitomat pääomat arviomme mukaan pääoman tuoton potentiaalia. Vertailussa erityisesti yritysostojen kautta voimakkaasti kasvanut Ambipar on yltänyt

kannattavuuden ohella myös selvästi korkeimpaan pääoman tuottoon (ROCE-% 2020-2022: 20,8 %). Lamor on vastaavasti ollut nykykokoluokassaan (ts. vuosina 2022-2023) noin keskitasolla pienessä vertailuryhmässä, mikä arviomme mukaan mukailee myös marginaalitasoja sekä kevyempää kiinteää pääomarakennetta osaan toimijoista suhteutettuna.

Näkemyksemme mukaan Lamorilla olisi edellytyksiä toteutunuttakin korkeampaan pääomantuottoon, mutta tämä edellyttäisi liikevaihdon kasvua ja/tai muovin kemiallisen kierrätyksen erittäin onnistunutta ylösajoa, mitkä arviomme mukaan voisivat tukea yhtiön marginaaleja. Lisäksi pääoman tuottoa luonnollisesti tukisi pääoman käytön tehostaminen etenkin käyttöpääoman osalta. Viime vuosien toteutunutta kehitystä ja nykyistä kasvustrategiaa (ml. kohdemarkkinana kehittyvät maat) peilaten tämä vaikuttaa lyhyellä aikavälillä ainakin mahdollisten uusien projektien alkuvaiheessa epätodennäköiseltä.

Listattujen kilpailijoiden kannattavuus (2019-2023, ka.)*



Listattujen kilpailijoiden keskimääräinen ROCE-% (2019-2023, ka.)*



*Ambiparin osalta data vuosilta 2020-2022

Lähde: Yhtiöt, Inderes

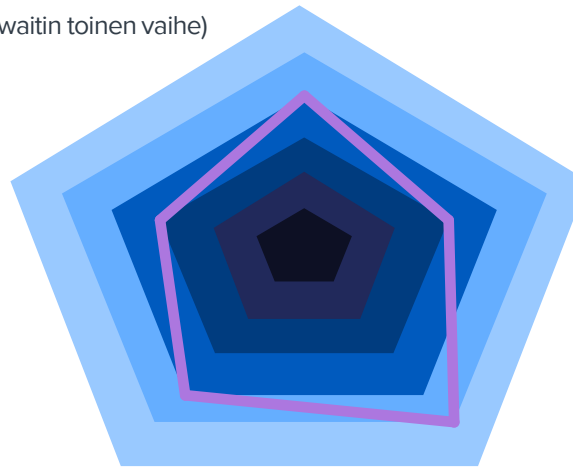
Toimiala ja kilpailu 6/6

Nykyinen kilpailutilanne (kohtuullinen*)

- Kilpailijoiden lukumäärä vaihtelee markkinoittain, mutta suurten toimijoiden, jotka voivat toimia järjestelmäintegraattoreina, määrä on rajallinen
- Alan suurimmat toimijat keskittyvät toistaiseksi pääasiallisesti kehittyneille markkinoille ja erityyppisiin palveluihin
- Kilpailijakentän kannattavuustasot ovat hyvällä tasolla, mikä viittaa terveeseen kilpailutilanteeseen. Hintakilpailua ollut kuitenkin havaittavissa joissain projekteissa (mm. Kuwaitin toinen vaihe)

Korvaavien tuotteiden uhka (matala*)

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



Tavaran- ja palveluntoimittajien neuvotteluvoima (matala*)

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

Uusien kilpailijoiden uhka (kohtuullinen*)

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

Ostajien neuvotteluvoima (merkittävä*)

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

Taloudellinen tilanne

Liikearvo suurin erä pitkäaikaisissa varoissa

Olemme tarkastelleet Lamorin tasetta 2023 lopun lukujen perusteella, mikä antaa varsin ajantasaisen kuvan yhtiön taserakenteesta. Vuoden lopussa Lamorin taseen loppusumma oli noin 164 MEUR (2022: 134 MEUR).

Taseen pitkäaikaisista varoista (47,8 MEUR) noin puolet koostui aineettomista varoista, jotka koostuivat puolestaan suurimmalta osin liikearvosta (18,6 MEUR). Lamor raportoi IFRS-standardien mukaisesti, joten yhtiö ei poista liikearvoa taseesta. Aineellista omaisuutta (sis. käyttöoikeusomaisuus) pitkäaikaisissa varoissa oli puolestaan noin 17,4 MEUR. Loput pitkäaikaiset koostuivat mm. osuuksista osakkuus- ja yhteisyrityksissä, pitkäaikaisista lainasaatavista sekä laskennallisista verosaamisista.

Suuret palveluprojektit nostavat taseen lyhytaikaisia varoja

Taseen lyhytaikaisista varoista (116 MEUR) selvästi merkittävimmät erät koostuivat lyhytaikaisista saamisista (90,5 MEUR). Lyhytaikaisia saamia nostivat aikaisemmin mainitut suuret palveluprojektit (etenkin Kuwait) ja näihin liittyvät saamiset. Puolestaan vaihto-omaisuutta taseessa oli 14,2 MEUR. Kassassa sillä oli puolestaan 11,0 MEUR huolimatta elokuussa liikkeeseen lasketusta 25 MEUR:n jvk-lainasta lyhytaikaisten korollisten velkojen takaisinmaksujen myötä.

Kokonaisuutena lyhytaikaisten saamisten suuri määrä kuvastaa mielestämme hyvin suurten palveluprojektien luonnetta käyttöpääoman sitoutumisen osalta ja toisaalta näiden toteuttamiseksi vaadittavia pääomatarpeita. Tätä

ja taseen vakuuspotentiaalia peilaten yhtiön tuleekin nähdäksemme operoida melko konservatiivisella taserakenteella.

Tase on kohtuullisen vahvassa kunnossa, mutta käyttöpääomaa täytyy saada vapautettua

Omaa pääomaa taseessa oli puolestaan 63,9 MEUR. Vastaavasti yhtiön korollinen velka (sis. vuokrasopimusvelat) koostui 34,9 MEUR:n pitkäaikaisista veloista (sis. 25 MEUR:n vihreän jvk-lainan) sekä 14,8 MEUR:n lyhytaikaisista veloista. Tätä peilaten yhtiön korollinen nettovelka oli 38,8 MEUR. Suhteutettuna edellisen 12 kuukauden oikaistuun käyttökatteeseen tämä vastaa noin 2,1x nettovelat/käyttökate-kerrointa, mikä on mielestämme kohtuullisella tasolla. Vastaavasti yhtiön omavaraisuusaste oli vuoden lopussa 40 % ja nettovelkaantumisaste 61 %.

Korottomia velkoja sillä oli puolestaan 47,9 MEUR, joista lyhytaikaisia velkoja oli 42,7 MEUR, mitkä koostuvat pitkälti ostovelosta, muista projekteihin liittyvistä eristä ja muista veloista.

Kokonaisuutena arviomme Lamorin nykyisen taloudellisen tilanteen ja velkakapasiteetin (ml. rahoitusreservit) mahdollistavan sille kasvustrategian toteuttamisen. Tämä kuitenkin edellyttää, että se saa vapautettua käyttöpääomaa etenkin Kuwaitin projektista, johon on arviomme mukaan sitoutunut merkittävästi käyttöpääomaa. Tähän liittyen olemmekin visualisoineet Lamorin käyttöpääoman kehitystä tarkemmin seuraavalla sivulla. Graafista voidaan havaita, että yhtiön saatavien taso on pysynyt suhteellisen vakailta korkeilla tasolla suurten palveluprojektien käynnistymisen jälkeen. Vastaavasti samaan aikaan yhtiön lyhytaikaiset korottomat velat ovat

supistuneet (pl. Q4'23), mikä on heijastunut negatiivisesti liiketoiminnan rahavirtaan ja tätä kautta myös nettovelan kasvuun. Tätäkin peilaten pidämme yhtiön kasvustrategian kannalta erittäin tärkeänä, että se saa vapautettua käyttöpääomaa lähikvartaaleina.

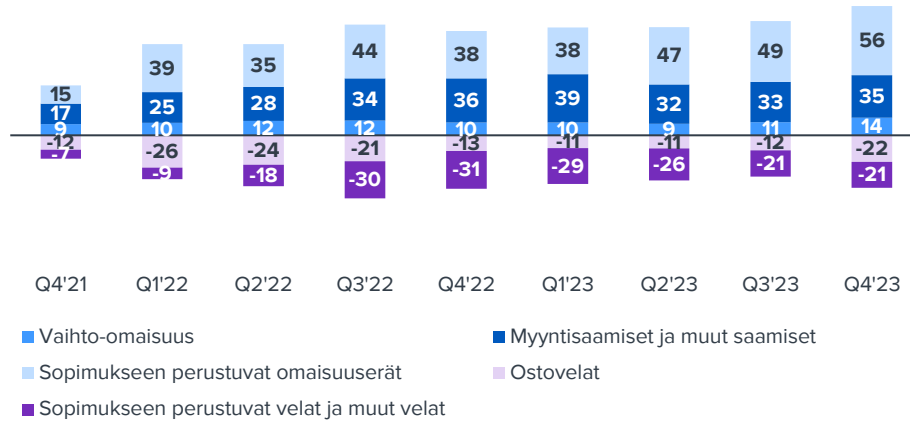
Velkarahoitus ja sen ehdot

Lamor laski elokuussa 2023 liikkeelle 25 MEUR:n senioriehtoisen vakuudellisen vihreän jvk-lainan. Velkakirjoille maksetaan 10 %:n vuotuista korkoa, joka maksetaan puolivuositain. Siten rahoituksen hintaa ei voi pitää edullisena yhtiön kannalta, vaikka markkinatilanteeseen (ml. rahoituksen saatavuus, korkotaso) peilattuna korkeahkoa kustannusta ei voi pitää kovinkaan yllättävänä. Velkakirjojen lopullinen erääntymispäivä on 24.8.2026 ellei yhtiö lunasta velkakirjoja tätä ennen (yhtiöllä mahdollisuus lunastaa 18 kuukauden kuluttua liikkeeseenlaskusta). Alustavasti arvioimmekin yhtiön pyrkivän jälleen rahoittamaan lainan ennen sen erääntymistä onnistuessaan kasvustrategian toteutuksessa ja olettaen, että rahoitusmarkkinoiden tilanne on normalisoitunut tähän mennessä.

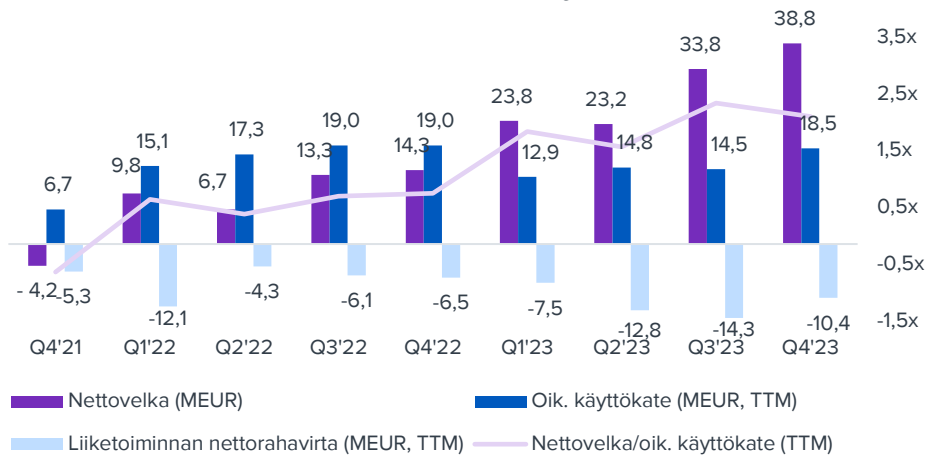
Vastaavasti pankkirahoituksen ehtoja ei ole tarkemmin kertonut. Sen sijaan lainojen kovenanttiehdoista yhtiö mainitsi listalleottoesitteessä, että senior-etusijalla olevan nettovelan ja oikaistun käyttökatteen suhteen täytyy olla alle 3,5x ja omavaraisuusasteen yli 30 %. Siten yhtiö täyttääkin kovenanttiehtonsa toistaiseksi selvällä marginaalilla, emmekä ennustamamme tuloskehityksen perusteella usko kovenanttien muodostuvan ongelmaksi, mikäli sen käyttöpääomatilanne normalisoituu asteittain.

Taloudellinen tilanne

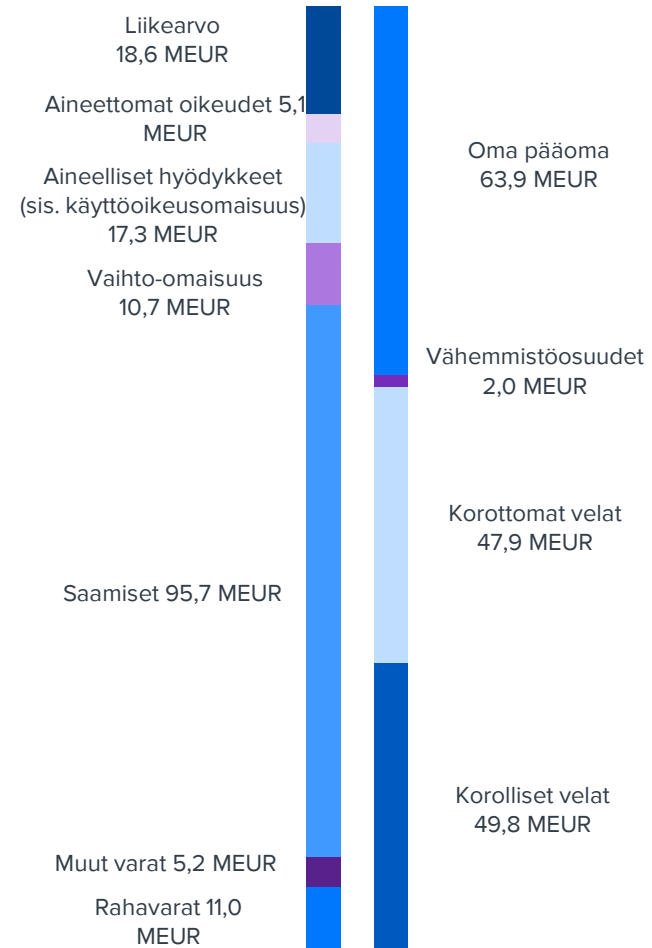
Käyttöpääoman kehitys (MEUR)



Nettovelan, oik. käyttökateen ja liiketoiminnan rahavirran kehitys



Taserakenne 2023 lopussa (164 MEUR)



Ennusteet 1/4

Makrotalouden ennusteet

Globaaliin talouden kasvukuvaan liittyy edelleen epävarmuutta huolimatta pahimpien inflaatiopaineiden helpottamisesta etenkin geopoliittisten tilanteiden (ml. mahdolliset uudet inflaatio-shokit) sekä korkokehityksen kautta. Tästä huolimatta mm. IMF nosti tammikuussa globaaleita talouskasvun odotuksiaan vuodelle 2024 3,1 %:iin (aik. 2,9 %) etenkin USA:n ja usean suuremman kehittyvän talouden odotuksia vahvempaa sietokykyä heijastellen. Vastaavasti vuonna 2025 globaalin talouden kasvun odotetaan jatkuvan vakaana 3,2 %:ssa. Arviomme mukaan mahdollisesti vakaantuvat talousnäkymät tulisivat myös vaikuttamaan positiivisesti ainakin joidenkin Lamorin projektien päätösten aikatauluihin etenkin korkotasojen laskiessa odotetusti vuoden aikana.

Pidemmillä aikavälillä talouskasvunäkymät etenkin kehittyvillä markkinoilla ovat IMF:n ennusteiden mukaan lupaavat. Lamorin nykyisistä strategisista päämarkkinoista vahvempaa BKT:n kasvua tuleville vuosille on odotettavissa IMF:n ennusteen mukaan Lähi-idän ja Keski-Aasian markkinoille (CAGR 2023e-2028e: 3,4 %). Vastaavasti Latinalaisessa Amerikassa ja Karibiassa BKT:n kasvuennusteet ovat maltillisemmat ja niiden ennustetaan jäävän myös globaalista BKT:n kehityksestä (CAGR 2023e-2028e: 2,4 %). Sen sijaan muille Lamorin potentiaalisille kehittyville markkina-alueille odotetaan reipasta kasvua IMF:n ennusteen mukaan (CAGR 2023e-2028e Aasian kehittyvät maat: 4,9 %, Saharan eteläpuoleinen Afrikka: 4,0 %).

Lamorin osalta on kuitenkin hyvä huomata, että sen kannalta olennaisinta on suurten kilpailutusten

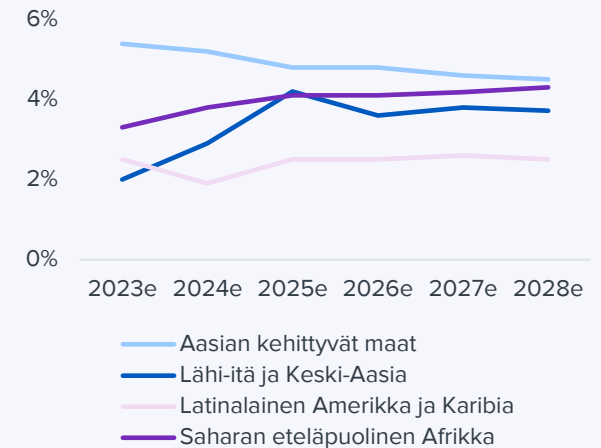
aikataulut ja niissä menestyminen. Mielestämme onkin hyvä ymmärtää, että Lamorin kehitys voi mennä vastavirtaan talouskehityksen kanssa, mutta vakaa ja positiivinen talouskehitys luonnollisesti tukee eri projektien nytkähtämistä eteenpäin. Vastavuoroisesti pelkkä suotuisa markkinaympäristö ei takaa yhtiön kasvua ilman voitettuja uusia suuria kilpailutuksia tai nykyisten sopimusten merkittävää laajentumista.

Vuoden 2024 ennusteet

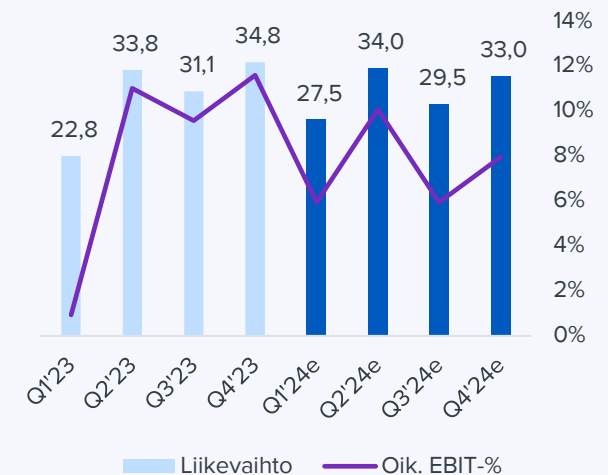
Kuluvan vuoden ohjeistuksessaan Lamor odottaa liikevaihtonsa säilyvän vähintään viime vuoden tasolla (123 MEUR). Sen sijaan kannattavuuden osalta se ei antanut ohjeistusta epävarmaa markkinatilannetta ja suurten tarjouskilpailujen aikatauluja peilaten. Käsitksemme mukaan epävarmuutta kilpailutusten aikatauluihin on aiheutunut etenkin poliittisen epävakauden myötä Etelä-Amerikassa, kun taas geopoliittiset jännitteet ovat nousseet viime aikoina huomattavasti myös Lähi-idän ja erityisesti Punaisenmeren alueella. Arviomme mukaan nämä voivat vaikuttaa edelleen lyhyellä aikavälillä kilpailutusten aikatauluihin, mutta toisaalta ne voivat luoda potentiaalista markkinaa Lamorille pidemmällä aikavälillä (mm. öljyvarojen varautumispalvelut, mahdolliset maaperän puhdistamis- ja ennallistamistarpeet ml. Ukrainan sota).

Olemme tehneet raportin yhteydessä kokonaisuutena pieniä tarkennuksia lähivuosien ennusteisiimme (kts. sivu 34) poistojen sekä Kilpilahden muovinkierrätyksen osalta. Lisäksi teimme pieniä tarkennuksia ennusteisiimme kuluvan vuoden liikevaihdon jaksottumisen osalta.

Lamorin kohdemarkkinoiden BKT:n ennustettu kehitys



Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Ennusteet 2/4

Lähtökohtana kuluvan vuoden liikevaihdon ennusteellemme olemme käyttäneet yhtiön indikoimaa kuluvalle vuodelle ajoittuvaa tilauskanta, jota Q4'23:n lopussa oli yhtiön mukaan noin 80 MEUR. Arviomme mukaan merkittävin osa tästä liittyy Kuwaitin projektiin huomioiden tänä vuonna päättyvät Saudi-Arabian ja Bangladeshin projektit. Käsityksemme mukaan yhtiön vuoden lopun tilauskanta on historiallisesti sisältänyt noin puolet ”perusliikevaihdosta” (liikevaihto 2017-2020: 41-48 MEUR). Arviomme mukaan nämä tasot ovat viime vuosina pysyneet myös suhteellisen vakailta tasoilla ja tätä peilaten odotamme perusliikevaihtoa kertyvän kuluvana vuonna noin 45 MEUR (ts. vuoden lopun tilauskannasta noin 20-25 MEUR) ja tämän jakaantuvan melko tasaisesti vuoden sisälle. Sen sijaan Kilpilahden uuden muovin kierrätysliiketoiminnan kontribuution liikevaihtoon odotamme olevan varsin maltillinen (~2-3 MEUR) kuluvana vuonna H2:lla tapahtuvaa ylösajovaihetta peilaten.

Tätä kokonaiskuvaa ja ohjeistusta peilaten odotamme yhtiön liikevaihdon asettuvan kuluvana vuonna noin vertailukauden tasolle 124 MEUR:oon. Ohjeistukseen yltääkseen arvioimme yhtiön kuitenkin täytyvän kuitenkin onnistua saamaan vielä lisäliikevaihtoa kilpailutusten tai nykyisten projektien laajentumisen kautta. Toisaalta merkittävän kilpailutuksen kotiuttamisen myötä liikevaihtoennusteessamme voisi olla painetta ylöspäin, mutta tämä olisi pitkälti riippuvainen kotiutuksen ja projektin alkamisen ajankohdasta.

Vakaana säilyvää liikevaihtotasoa heijastellen emme lähtökohtaisesti näe perusliiketoiminnan

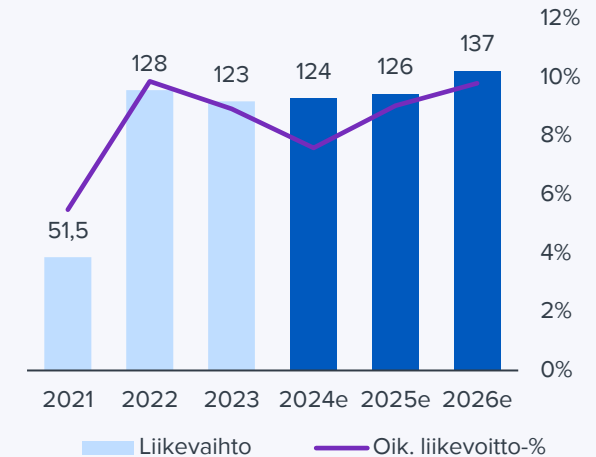
marginaalitasoissa olennaisia paineita kumpaankaan suuntaan käyttökatetasolla viime vuodesta. Käsityksemme mukaan kuitenkin pieni osa operatiivista kuluista siirtyy poistojen piiriin (ts. IFRS 16-omaisuuseriin), joka lähtökohtaisesti tukee hieman käyttökatetta, mutta liikevoittotasolla tällä ei ole käytännön vaikutusta. Sen sijaan tulostasoa odotamme painavan Kilpilahden ylösajon (ml. Kilpilahden poistot H2:lta eteenpäin). Vastaavasti viime vuodesta poiketen odotamme osakkuusyhtiöiden tuloksen (etenkin Guyanan projekti) tukevan hieman tulostasoa.

Näitä tekijöitä peilaten odotamme yhtiön oikaistun liikevoiton olevan kuluvana vuonna 9,4 MEUR vastaten noin 7,6 %:n oik. EBIT-%. Siten arvioimmekin marginaalitason jäävän kuluvana vuonna selvästi tavoitetasosta. Ennusteisiimme ei sisälly olennaisia kertaeriä ja raportoidun liikevoiton ennusteemme on vastaavalla tasolla.

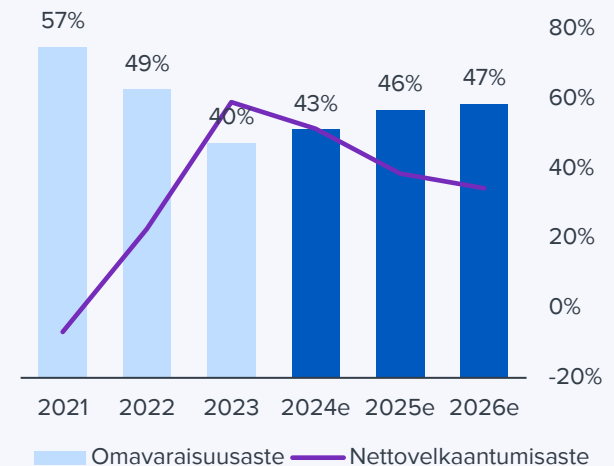
Tuloslaskelman alemmilla riveillä odotamme nettorahoituskulujen nousevan viime vuodesta ja olevan 6,0 MEUR, joita nostaa etenkin 25 MEUR:n vvk-lainan mukanaolo koko vuoden osalta. Toisaalta on hyvä huomata, että viime vuoden kuluja nosti mm. vvk-lainan liikkeeseenlasku sekä päälistalle siirtymiseen liittyneet listautumiskulut. Kuten aiemmin todettua rahoituskustannuksia nostavat myös projekteihin liittyvät takauspalkkiot.

Tätä heijastellen odotamme Lamorin tuloksen ennen veroja olleen 3,4 MEUR. Verojen odotamme olevan noin 20 %:n tasolla, kun taas vähemmistöosuusien ennustamme tukevan hieman osakkeenomistajille kuuluvaa tulosta Kilpilahden negatiivista tulosvaikutusta heijastellen.

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Taseen avainlukujen kehitys



Ennusteet 3/4

Näitä tekijöitä mukaillen odotamme yhtiön osakekohtaisen tuloksen olevan kuluvana vuonna 0,11 euroa. Sen sijaan emme odota yhtiön maksavan osinkoa tuloksestaan, vaan ohjaavan pääomia kasvustrategian toteuttamiseen.

Sen sijaan odottamaamme käyttöpääoman vapautumista (mm. Saudi-Arabian projektin päätyminen ja Kuwaitin projektin edistyminen) ja operatiivista tulosta peilaten odotamme yhtiön liiketoiminnan kassavirran nousevan viimein selvästi positiiviseksi 17,5 MEUR:oon. Vastaavasti vapaan kassavirran odotamme jäävän ainoastaan hieman plussalle (2,1 MEUR) Kilpilahden investointia ja eri projektien vaatimia investointeja heijastellen.

Vuosien 2025-2026 ennusteet

Yhtiön nykyisellä tilauskannalla (Q4'23 lopussa 124 MEUR) näkyvyys jo ensi vuoden kehitykseen on hyvin rajoittunut. Kuwaitin projektin tähän mennessä aikataulua edellä edennyttä toteutusta heijastellen arvioimmekin vuotta 2024 pidemmälle jaksottuvan tilauskannan (~45 MEUR) ajoittuvan pääosin vuodelle 2025. Huomioiden yhtiön liikevaihdon historialliset tasot, arvioisimme sen liikevaihdon jäävän nykyisellään siten noin 75-90 MEUR:oon vuonna 2025 ja noin 45-60 MEUR:oon vuonna 2026, mikäli emme huomioi Kilpilahden vaikutusta. Tämä mielestämme korostaakin tarvetta uusien suurempien ja mielellään useampivuotisten projektien kotiuttamiselle kuluvan vuoden aikana. Toisaalta yhtiön liikevaihdon kehitystä voivat tukea myös esimerkiksi vuoden 2022 Perun öljyvahingon tyyppiset merkittävät äkilliset projektit, mutta näiden ennustaminen on käytännössä mahdotonta.

Vastaavasti odotamme Kilpilahden ylösajon etenevän suunnitellusti ja sen pääsevän täyteen lentokorkeuteen vuoden 2025 alkupuolella. Aikaisemmin raportilla esitettyihin taustaoletuksiin peilaten ennustamme Kilpilahden liikevaihdon olevan 7,5-8,5 MEUR vuosina 2025-2026.

Ennustamme yhtiön liikevaihtotason kasvavan vuonna 2025 kuitenkin aavistuksen 126 MEUR:oon, minkä taustaoletuksena on, että yhtiö onnistuu kotiuttamaan yhden merkittävän projektin kuluvan vuoden aikana ja toisen vuoden 2025 alkupuoliskolla. Vastaavasti vuonna 2026 ennustamme liikevaihdon nousevan 137 MEUR:oon, mikä luonnollisesti vaatii taakseen jälleen uusien merkittävien projektien kotiuttamista tai nykyisten projektien merkittävää laajentumista.

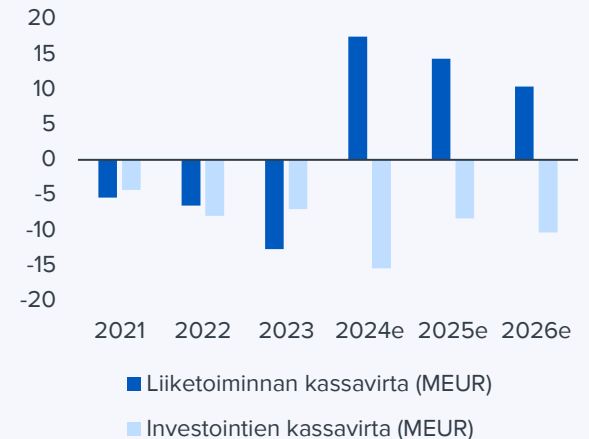
Vuoden 2026 ennusteemme on selvästi yhtiön oman tavoitetason alapuolella ja pidämmekin nykyistä kasvutavoitetta erittäin haastavana, kun huomioidaan myös projekteihin ainakin viime vuosina sitoutuneet pääomat. Tällä hetkellä ennusteitamme yhtiön tavoitetasoon verrattuna painaa lisäksi etenkin rajallinen näkyvyys kilpailutusten edistymiseen ja tilauskannan supistuminen. Tämän myötä huomautammekin liikevaihtoennusteisiin liittyvän korostettua epävarmuutta.

Liikevaihtokehitystä ja Kilpilahden ylösajoa mukaillen odotamme Lamorin kannattavuuden nousevan myös selvästi. Odotamme nykyisellään Kilpilahden käyttökate-%:n asettuvan ensimmäisenä lähes ehjänä tuotantovuotena 2025 noin 20 %:iin ja 2026 nousevan vajaan 25 %:iin. Vastaavasti perusliiketoiminnan marginaalien odotamme pysyvän suhteellisen vakailta tasoilla.

Oikaistu EPS ja osinko per osake



Liiketoiminnan kassavirta ja investoinnit*



*Liiketoiminnan kassavirran ennusteissa on käytetty ennustettuja rahoituskuluja. Siten ne voivat erota muiden taulukoiden luvuista.
Lähde: Inderes

Ennusteet 4/4

Sen sijaan hieman nousevia poistotasoja ja vakaita osakkuusyhtiöiden tuloksia peilaten odotamme Lamorin oikaistun liikevoiton asettuvan 11,4-13,4 MEUR:oon vuosina 2025-2026, mitkä vastaavat 9,0-9,8 %:n liikevoittomarginaaleja. Tätä kokonaiskuvaa peilaten emme odota yhtiön yltävän strategiakauden aikana myöskään kannattavuuden osalta tavoitetasolle liikevaihtokehitystä heijastellen. Toisaalta esimerkiksi Kilpilahden kannattavuustasoihin liittyy toistaiseksi huomattavaa epävarmuutta osin molempiin suuntiin ja tämä voikin heilauttaa marginaalikehitystä myös huomattavasti.

Alemmilla riveillä odotamme yhtiön saavan painettua rahoituskulujaan asteittain 5,0-5,5 MEUR:oon vuositasolla vahvistuvan kassavirran ja taseaseman myötä. Veroasteen odotamme olevan stabiililla tasolla noin 20 %:ssa ja vähemmistöosuuksien odotamme nakertavan tulosta ainoastaan marginaalisesti. Tätä heijastellen odotamme yhtiön osakekohtaisen tuloksen olevan 0,17-0,24 euroa vuosina 2025-2026. Osingonmaksajaksi emme sen sijaan odota Lamorin ryhtyvän vielä lähivuosina.

Hyvällä tasolla säilyvää kannattavuutta peilaten odotamme yhtiön kassavirran olevan myös selvästi positiivinen, vaikka ennusteissamme odotamme käyttöpääomaa sitoutuvan jälleen etenkin vuonna 2026 uusien projektien myötä (2025 käyttöpääomaa vapautuu edelleen Kuwaitista). Odotammekin liiketoiminnan kassavirran olevan 14,4 MEUR vuonna 2025 ja 10,4 MEUR vuonna 2026. Vastaavasti hieman

laskevia investointitasoja heijastellen odotamme vapaata kassavirtaa kertyvän vuonna 2025 6,1 MEUR ja 0,1 MEUR vuonna 2026. On kuitenkin hyvä huomata, että yhtiön strategisena tavoitteena on kasvattaa muovin kemiallisen kierrätyksen kapasiteettia ennustejakson aikana, mikä toteutuessaan tulisi muuttamaan myös investointioletuksiamme. Emme ole kuitenkaan vielä sisällyttäneet näitä ennusteisiimme, vaan jäämme odottamaan lopullisia investointipäätöksiä näiden osalta.

Pitkän aikavälin ennusteet

Mielestämme Lamorin pitkän aikavälin kasvunäkymiä tukee kasvavat ympäristövaatimukset ja odotettu talouskasvu (etenkin kehittyvissä maissa). Lisäksi yhtiön muovinkierrätysliiketoiminnan mahdollinen kasvu tarjoaa mielestämme hyvän kasvuaihion pidemmällä aikavälillä. Näkemyksemme mukaan pidemmällä aikavälillä yhtiön kasvu tulee nykystrategialla olemaan kuitenkin riippuvaista suurten kilpailutusten voittamisesta, joita on mahdotonta ennustaa tässä vaiheessa. Lisäksi yhtiön nykyinen suuriin palveluprojekteihin keskittyvä strateginen valinta on vielä käytännön tasolla todistamatta pitkän ajan arvonluonnin kannalta (ts. pääoman tuotot, uusien projektien kotiuttamiset melko tasaisesti).

Liikevaihdon muodostumisesta johtuen pidämme erittäin todennäköisenä, että yhtiön kasvu tulee myös pidemmällä jaksolla vaihtelevaan vuosien välillä huomattavasti (ts. negatiivisen ja voimakkaan kasvun vuosia), vaikka nykyisten

projektien mahdollisesti käytettävät jatko-optiot heiluntaa tasaisivatkin. Tätä kehitystä on kuitenkin hyvin hankala mallintaa ja olemmekin tästä johtuen mallintaneet yhtiön pidemmän aikavälin kasvua stabiilimman kasvun kautta. Odotamme yhtiön pidemmän aikavälin kasvun olevan keskimäärin noin kehittyneiden markkinoiden ennustetun BKT:n kasvun tasolla (2027e-2033e liikevaihdon CAGR: 3,9 %). Terminaalivaiheen kasvun oletamme sen sijaan olevan 2 % heijastellen noin globaalin talouden pitkän aikavälin kasvuolettamaa.

Kohoavan liikevaihdon myötä odotamme yhtiön kannattavuuden nousevan myös vuosikymmenen loppua kohden, mutta toisaalta laskevan 2030-luvulla kiristyvän kilpailun (ml. muovinkierrätys) myötä (2027e-2033e EBIT-%: 8,0-10,5 %). Siten emme nykyisissä ennusteissamme odota yhtiön saavuttavan taloudellista tavoitettaan liikevoittomarginaalin osalta ennustejakson aikana, vaan jäämme toistaiseksi seuraamaan strategian toteutuksen ja kannattavuustason noston etenemistä. Mielestämme tason saavuttaminen ei ole Lamorille kuitenkaan mahdotonta keskipitkällä / pitkällä aikavälillä, mutta tämä vaatisi liikevaihtotasojen selvää nousua sekä Kilpilahden positiivista kontribuutiota. Toisaalta tämän saavuttamisen osalta riskiä ainakin nykyisellään nostaa suurten projektien sitomat pääomat, mikä nostaa kysymysmerkkejä sen ylle kuinka monta yhtäaikaista suurempaa projektia Lamor pystyisi toteuttamaan samanaikaisesti nykyisillä pääomillaan.

Tuloslaskelma ja ennustemuutokset

Tuloslaskelma	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24e	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	128	22,8	33,8	31,1	34,8	123	27,5	34,0	29,5	33,0	124	126	137	145
Konserni	128	22,8	33,8	31,1	34,8	123	27,5	34,0	29,5	33,0	124	126	137	145
Käyttökate	16,7	1,8	5,3	3,3	5,7	16,2	3,7	5,5	4,1	5,0	18,3	20,6	22,6	24,3
Poistot ja arvonalennukset	-6,6	-1,7	-1,7	-1,7	-2,7	-7,8	-2,1	-2,1	-2,3	-2,4	-8,9	-9,2	-9,2	-9,1
Liikevoitto ilman kertaeriä	12,6	0,2	3,7	3,0	4,0	10,9	1,6	3,4	1,8	2,6	9,4	11,4	13,4	15,2
Liikevoitto	10,0	0,2	3,7	1,6	3,0	8,4	1,6	3,4	1,8	2,6	9,4	11,4	13,4	15,2
Konserni	10,0	0,2	3,7	1,6	3,0	8,4	1,6	3,4	1,8	2,6	9,4	11,4	13,4	15,2
Nettorahoituskulut	-3,5	-0,9	-0,9	-1,1	-2,4	-5,2	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-6,0	-5,5	-5,0	-4,5
Tulos ennen veroja	6,5	-0,7	2,8	0,5	0,6	3,2	0,1	1,9	0,3	1,1	3,4	5,9	8,4	10,7
Verot	-3,0	0,3	-0,4	-0,1	-0,3	-0,5	0,0	-0,4	-0,1	-0,2	-0,7	-1,2	-1,7	-2,1
Vähemmistöosuudet	-0,1	0,0	0,1	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	-0,1	-0,2	-0,3
Nettotulos	3,5	-0,5	2,5	0,4	0,2	2,5	0,1	1,6	0,3	1,0	2,9	4,6	6,5	8,2
EPS (oikaistu)	0,22	-0,02	0,09	0,07	0,05	0,19	0,00	0,06	0,01	0,04	0,11	0,17	0,24	0,31
EPS (raportoitu)	0,13	-0,02	0,09	0,01	0,01	0,09	0,00	0,06	0,01	0,04	0,11	0,17	0,24	0,31

Tunnusluvut	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24e	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	147,8 %	-47,1 %	52,1 %	-9,2 %	24,3 %	-4,0 %	20,4 %	0,6 %	-5,1 %	-5,1 %	1,2 %	1,7 %	8,3 %	6,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	345,4 %	-96,7 %	108,6 %	-4,0 %	223,5 %	-13,2 %	671,2 %	-8,0 %	-41,0 %	-34,9 %	-13,7 %	20,7 %	17,5 %	13,5 %
Käyttökate-%	13,0 %	8,1 %	15,8 %	10,5 %	16,4 %	13,2 %	13,6 %	16,3 %	13,7 %	15,2 %	14,8 %	16,3 %	16,5 %	16,8 %
Oikaistu liikevoitto-%	9,9 %	0,9 %	11,0 %	9,6 %	11,6 %	8,9 %	5,9 %	10,1 %	5,9 %	8,0 %	7,6 %	9,0 %	9,8 %	10,5 %
Nettotulos-%	2,7 %	-2,3 %	7,3 %	1,1 %	0,7 %	2,1 %	0,2 %	4,6 %	1,1 %	2,9 %	2,4 %	3,7 %	4,7 %	5,7 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	124	124	0 %	127	126	0 %	137	137	0 %
Käyttökate	17,5	18,3	5 %	20,1	20,6	2 %	22,0	22,6	3 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	9,5	9,4	0 %	11,7	11,4	-3 %	13,7	13,4	-2 %
Liikevoitto	9,5	9,4	0 %	11,7	11,4	-3 %	13,7	13,4	-2 %
Tulos ennen veroja	3,5	3,4	-1 %	6,2	5,9	-5 %	8,7	8,4	-3 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,10	0,11	5 %	0,18	0,17	-3 %	0,25	0,24	-2 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,00	0,00		0,05	0,00	-100 %

Lähde: Inderes

Sijoitusprofiili 1/2

Lamor profiloituu kasvuyhtiöksi

Kasvava ympäristötietoisuus ja kiristyvä sääntely luovat arviomme mukaan erinomaiset pitkän aikavälin kasvunäkymät yhtiön kohdemarkkinoille. Yhdessä kasvua painottavan strategiansa kanssa Lamor profiloituu mielestämme selvästi kasvuyhtiöksi. Sen kasvu on kuitenkin näkemyksemme mukaan varsinkin lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä sidoksissa uusien suurten pitkäaikaisten palvelusopimusten voittamiseen ja/tai nykyisten sopimusten laajenemiseen. Puolestaan pidemmällä aikavälillä kasvumahdollisuuksia tarjoaa myös yhtiön muovin kemiallisen kierrätyksen liiketoiminta sekä muut mahdolliset uudet avaukset.

Mielestämme yhtiön keskittyminen pitkiin palvelusopimuksiin on järkevä strateginen valinta, sillä näiden kautta yhtiön on mahdollista laajentua uusille kohdemarkkinoille ja ne tuovat liiketoimintaan parempaa ennustettavuutta. Toisaalta kilpailutusten ratkeamisen ajoituksiin liittyy kuitenkin huomattavaa epävarmuutta. Lisäksi suuret palvelusopimukset sitovat huomattavasti käyttöpääomaa etenkin projektien alkuvaiheissa, mikä voi asettaa tiettyjä rajoitteita samanaikaisten projektien lukumäärälle ainakin Lamorin nykyisessä kehitysvaiheessa (sis. pääomatilanne). Yhtiön kasvustrategiaa (ml. muovin kemiallisen kierrätyksen ylösajo) peilaten emme odota sen myöskään maksavan osinkoa lähivuosina vaan ohjaavan pääomat strategian toteuttamiseen.

Arvoajurit ja potentiaali

Megatrendit: Kasvava ympäristötietoisuus ja toisaalta kiristyvä sääntely etenkin kehittyvillä markkinoilla luovat kysyntää Lamorin tarjoamille laitteille ja palveluille ympäristövahinkojen estämiseksi ja ennallistamiseksi. Lisäksi näemme kasvavan kiertotalousajattelun tukevan yhtiön muovinkierrätysliiketoiminnan markkinoita tulevaisuudessa.

Uudet pitkäaikaiset palvelusopimukset:

Pitkäaikaiset sopimukset tuovat liiketoimintaan jatkuvuutta ja parantavat yhtiön ennustettavuutta. Siten uusien sopimusten kotiuttaminen heijastuisi myös yhtiön ennustettavuuteen ja hyväksyttävään arvostukseen.

Vahva markkina-asema ja alalle tulon esteet:

Lamor on johtava toimija öljyntorjuntamarkkinoilla ja se on harvoja toimijoita, joka pystyy tuottamaan kokonaisvaltaisia ympäristöratkaisuja sen kohdemarkkinoilla. Siten näemme yhtiöllä hyvät edellytykset markkinaosuuden kasvattamiseen. Lisäksi sen toimialat ovat vahvasti säänneltyjä, mikä vaikeuttaa uusien kilpailijoiden alalle tuloa.

Perusliiketoiminnan kannattavuuden kestävä nousu:

Lamorin kannattavuustasossa on nousupotentiaalia kiinteiden kulujen osin skaalautuessa kasvavan liikevaihdon myötä. Nykyisellä rakenteella näemme kannattavuuden nousun olevan kuitenkin sidoksissa uusien palvelusopimusten voittamiseen ja tätä kautta kasvavaan liikevaihtotasoon.

Tyytyväinen ja laadukas asiakaskunta: Lamorin asiakastytyväisyys on erinomaisella tasolla, mikä

mielestämme kertoo yhtiön tuottamien ratkaisujen toimivuudesta. Tämä osaltaan mahdollistaa asiakassuhteiden syventämisen ja nostaa vaihdon kustannusta. Yhtiön asiakasrakenne on myös arviomme mukaan laadukas, mikä osaltaan rajaa markkina-alueisiin kohdistuvia riskejä.

Muovin kemiallisen kierrätyksen liiketoiminnan onnistunut ylösajo:

Arviomme mukaan muovin kemiallisen kierrätyksen liiketoiminta on kannattavuuspotentiaaliltaan selvästi palveluliiketoimintaa korkeampi ja kasvavan markkinan myötä sen potentiaali on huomattava. Porvoon pilottilaitoksen ollessa kuitenkin vasta rakennusvaiheessa liittyy laitoksen ylösajojakson pituuteen toistaiseksi vielä epävarmuutta. Myös liiketoiminnan varhaisen vaiheen (ml. koko toimialan globaalissa mittakaavassa) takia sen lopulliseen marginaalitasoon liittyy vielä huomattavaa epävarmuutta. Lisäksi liiketoiminnan kasvattaminen yhtiön strategisten tavoitteiden mittakaavaan tulee vaatimaan vielä merkittävästi lisäpääomia, joiden ehdot, aikataulu ja saatavuus ovat vielä pitkälti epäselviä. Mikäli yhtiö onnistuu kuitenkin liiketoiminnan kasvattamisessa suunnitelmiansa mukaisesti näemme sen tukevan yhtiön hyväksyttävää arvostusta liiketoiminnan vakaamman luonteen ja ainakin alustavasti hyvän pääoman tuottopotentiaalilin myötä.

Yritysosotot: Lamor on indikoinut, että se on valmis myös strategiaa tukeviin yritysostoihin houkuttelevilta segmenteiltä. Yritysosotot eivät kuitenkaan ole mielestämme sijoitustarinan keskiössä ja odotamme sen panostavan etenkin orgaaniseen kasvuun lähivuosina.

Sijoitusprofiili 2/2

Riskit ja heikkoudet

Yleinen talouskehitys ja sen vaikutukset suuriin kilpailutuksiin:

Maailmantalouden pidempiaikainen negatiivinen kehitys, mikä arviomme mukaan heijastuisi Lamorin kohdemarkkinoille ja yleisesti ympäristöprojektien aikatauluihin ja tätä kautta Lamorin kysyntään. Arviommekin, että esimerkiksi nousseet korkotasot ovat vaikuttaneet potentiaalisten kilpailutusten päätöksentekoon viime vuosina näiden luoteen vuoksi (ts. kunnostusprojektit eivät tuota suoraa tuloa).

Suuriin projekteihin liittyvät riskit: Yhtiö on kasvustrategiassaan keskittynyt etenkin suurien projektien toteuttamiseen, joiden merkitys tuloksen muodostumisen kannalta on merkittävä. Tämä nostaa mielestämme yksittäisiin projekteihin liittyvää riskitasoa, vaikka yhtiö onkin ainakin tähän asti onnistunut käynnissä olevien projektien toteutuksessa. Toisaalta Saudi-Arabian ja Kuwaitin projektit ovat sitoneet huomattavasti käyttöpääomaa, mikä on heijastunut negatiivisesti yhtiön kassavirrantuottokykyyn (ja pääoman tuottoon). Mielestämme tämä nostaa myös osaltaan kysymysmerkkejä siitä, kuinka monta yhtäaikaista suurempaa projektia yhtiön on mahdollista toteuttaa. Lisäksi projektien vaatimat takaukset rajoittavat osaltaan myös yhtiön pääoman tuottoa.

Kehittyviin markkinoihin liittyvät riskit: Yhtiön strategisina kasvun painopistealueina toimivat kehittyvät markkinat (Lähi-itä ja Etelä-Amerikka), mitkä nostavat mielestämme strategian riskitasoa

(mm. korkeammat poliittiset, taloudelliset ja hallinnolliset riskit vs. kehittyneet markkinat).

Kirstyvä kilpailu: Lamorilla on tällä hetkellä vahvat markkina-asetat sen kohdemarkkinoilla, mutta uusien toimijoiden (sis. kokonaan uudet toimijat, suurten toimijoiden tulo kehittyville markkinoille) tuleminen markkinoille todennäköisesti rajaisi yhtiön kasvu- ja kannattavuuspotentiaalia.

Arvonmääritys 1/4

Arvonmääritysmenetelmät

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

Arvostukseen vaikuttavat tekijät

Näkemyksemme mukaan muun muassa seuraavat tekijät vaikuttavat Lamorin hyväksyttävää arvostustasoon lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä:

- **Megatrendit** kasvattavat tulevat todennäköisesti kasvattamaan yhtiön kohdemarkkinoiden kokoa merkittävästi tulevaisuudessa, mikä luo Lamorille myös hyvät kasvunäkymät. Lisäksi yhtiön asemoituminen vastuullisuusnäkökulmasta (ESG) voi arviomme mukaan tukea hieman markkinoiden yhtiölle hyväksymää arvostusta.
- **Pitkät palvelusopimukset** tuovat liiketoimintaan jatkuvuutta ja parantavat yhtiön

ennustettavuutta, mikä nostaa myös hyväksyttävää arvostusta. Uusien pitkien palvelusopimusten voittaminen ja näiden osuuden kasvattaminen yhtiön kokonaisliikevaihdosta lähtökohtaisesti nostaisikin hyväksyttävää arvostusta.

- **Vahva markkina-asema** osalla kohdemarkkinoista laskee liiketoimintaan liittyvää riskitasoa ja toisaalta tarjoaa kokonaisvaltaiselle toimijalle merkittäviä kasvumahdollisuuksia myös muilla liiketoiminta-alueilla.
- **Projektivetoiseen liiketoimintaan liittyvät yleiset riskit** (mm. hinnoittelu ja toteutus) painavat arviomme mukaan markkinoiden yhtiölle hyväksymää arvostusta nykyisellä liiketoimintamallilla myös tulevaisuudessa. Lähihistoriassa yhtiön tulovirrat ovat myös olleet olleet hyvin keskittyneitä yksittäisiin suuriin projekteihin ja siten näiden vaikutus tulokseen on erittäin huomattava ja näkisimme laajemman projektisalkun tukevan arvostusta hieman.
- **Kilpailutusten voittaminen** on edellytys yhtiön kasvulle jo lyhyellä aikavälillä. Tämä tekee kasvun ennustamisesta hankalampaa ja oletettavasti aiheuttaa myös volatiliiteettia kasvuun vuositasolla tulevaisuudessa, mikä nostaa yhtiön riskiprofiilia sijoittajien silmissä.
- **Lamorin kohdemarkkinat sijaitsevat kehittyvillä markkinoilla** ja arviomme mukaan tämä nostaa osaltaan yhtiön riskitasoa. Toisaalta yhtiön riskitasoa laskee arviomme mukaan varsin laadukas asiakasportfolio.

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	2,28	2,28	2,28
Osakemäärä, milj. kpl	27,0	27,0	27,0
Markkina-arvo	61	61	61
Yritysarvo (EV)	99	91	90
P/E (oik.)	21,0	13,3	9,5
P/E	21,0	13,3	9,5
P/B	0,9	0,9	0,8
P/S	0,5	0,5	0,5
EV/Liikevaihto	0,8	0,7	0,7
EV/EBITDA (oik.)	5,4	4,4	4,0
EV/EBIT (oik.)	10,4	8,0	6,7
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 2/4

- **Pääomien sitoutuminen** (sis. käyttö pääoma ja takaukset) rajaavat pääoman tuottoa, mikä vaikuttaa negatiivisesti hyväksyttävään arvostukseen.
- **Liiketoiminta skaalautuu vain rajallisesti** tietyn pisteen jälkeen muuttuvien kulujen muodostaessa merkittävän osan yhtiön kulurakenteesta, mikä arviomme mukaan rajaa osaltaan hyväksyttävää arvostusta. Rajallinen skaalautuvuus nähdäksemme myös asettaa huomattavia haasteita pääoman tuottojen merkittävälle kasvattamiselle ilman pääomien selkeästi tehokkaampaa kiertoa, mikä nykyisellä liiketoimintamallilla on haasteellista. Nykytasoilta yhtiön kannattavuudessa on kuitenkin nousuvaraa (vrt. taloudelliset tavoitteet), mikä toteutuessaan oletettavasti tukisi pääoman tuottoja ja arvostusta.

Verrokkiryhmä ja hyväksyttävä arvostus

Olemme koonneet Lamorille verrokkiryhmän, joka koostuu globaaleista ympäristöpalvelutoimijoista, joiden arvoketjuasema ja tarjoamat ovat jokseenkin Lamorin vastaavia. Toimijoiden liiketoimintaprofileissa (ts. pääomavaltaisuudessa sis. kiinteä pääoma), fokusalueissa, tarjoamien laajuuksissa sekä maantieteellisissä markkinoissa on kuitenkin eroja. Lisäksi verrokkiryhmä koostuu hyvin erikokoisista toimijoista. Arviomme mukaan verrokkiryhmä antaa kuitenkin kohtuullista kuvaa toimialan yleisestä arvostuskuvasta, vaikka esimerkiksi suurin osa Lamorin suorista kilpailijoista etenkin öljyntorjuntamarkkinalla onkin listaamattomia toimijoita. Verrokkiryhmän osalta on myös hyvä huomata, että Ambipar Responselle ei ole saatavissa konsensusennusteita, minkä myötä olemme käyttäneet verrokkiryhmässä Ambiparin emoyhtiön ennusteita, jotka eivät ole yhtä vertailukelpoisia, mutta mielestämme toimivat

kokonaistarkastelussa riittävän hyvin.

Määrittämämme verrokkiryhmän varsin hajanaiset kertoimet ovat mediaanitasolla lähivuosisille EV/EBIT-kertoimella noin 12x-13x ja EV/EBITDA-kertoimella 6x-7x. Sen sijaan P/E-kertoimet vuosille 2024 ja 2025 ovat 15x ja 13x. Absoluuttisesti kertoimet eivät ole mielestämme huomattavan korkeita ja vastaavat myös karkeasti Helsingin pörssin pidemmän aikavälin keskiarvoa (mediaani P/E 14x-15x, mediaani EV/EBIT 11x-14x) kanssa.

Mielestämme Lamoria tulisi arvottaa linjaan tai diskontolla verrokkiryhmänsä, kun huomioidaan lähivuosisille Lamorin ja verrokkien ennustettujen tuloskasvujen sekä sijoitetun pääoman tuottojen väliset erot (kts. alta) sekä Lamorin keskimääräistä korkeampi riskiprofiili. Lamorin arvostusta nykyisellään rajaa mielestämme myös kilpailutuksiin (ts. kasvuun) liittyvä epävarmuus sekä historiallisesti ja ennustamamme tuottovaatimuksen alle jääneet pääoman tuotot.

Yhtiö	P/E		EV/EBIT		Liikevaihdon kasvu (keskiarvo)		EBIT-% (keskiarvo)		ROIC-% (keskiarvo)	
	FY24e	FY25e	FY24e	FY25e	2020-23	2024e-26e	2020-23	2024e-26e	2020-23	2024e-26e
Lamor (Inderes)	21,0	13,3	10,4	8,0	38 %	4 %	6 %	9 %	8 %	9 %
Seche Environnement SA	15,4	12,7	13,9	13,1	12 %	7 %	8 %	9 %	5 %	
Veolia Environnement SA	14,6	13,0	12,8	11,7	15 %	3 %	4 %	8 %	2 %	8 %
Clean Harbors Inc	26,5	22,5	18,7	16,6	13 %	6 %	10 %	13 %	9 %	11 %
Ambipar Participacoes e Empreendimentos SA	10,8	7,4	6,6	5,0	105 %	16 %	21 %	23 %	49 %	16 %
Republic Services Inc	31,6	28,3	23,5	21,7	10 %	7 %	18 %	19 %	9 %	10 %
Renewi PLC	10,9	8,6	11,7	9,9	1 %	2 %	4 %	6 %	4 %	10 %
Orizon Valorizacao de Residuos SA	19,2	12,6	12,1	8,1	22 %	34 %	12 %	34 %	4 %	19 %
GFL Environmental Inc	40,7	30,8	46,9	32,4	25 %	7 %	-5 %	9 %	-1 %	5 %
Daiseki Eco Solution Co Ltd	9,3	9,9			4 %	23 %	9 %		4 %	
Mediaani	15,4	12,7	13,4	12,4	13 %	7 %	10 %	11 %	4 %	10 %
Keskiarvo	19,9	16,2	18,3	14,8	23 %	12 %	9 %	15 %	9 %	12 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Arvonmääritys 3/4

Tätä kokonaiskuvaa ja Lamorin liiketoiminnan vaatimaa taserakennetta peilaten mielestämme yhtiölle hyväksyttävät arvostushaarukat tulos pohjaisesti ovat oikaistulla P/E-kertoimella noin 12x-16x, oik. EV/EBIT-kertoimella 8x-12x ja oik. EV/EBITDA-kertoimella 5x-7x. Lyhyellä tähtäimellä näemme hyväksyttävien kertoimien kuitenkin painottuvan haarukoiden alalaitojen ja keskikohdan väliin edellä mainituista syistä.

Absoluuttiset kertoimet

Nykyisillä ennusteillamme Lamorin oik. P/E-luvut vuosille 2024 ja 2025 ovat 21x ja 13x. Vastaavat EV/EBIT-luvut ovat 10x ja 8x ja EV/EBITDA-luvut puolestaan noin 5x ja 4x. Suhteessa määrittämäämme hyväksyttävään arvostukseen on osakkeen arvostuskuva kokonaisuutena hieman koholla tälle vuodelle, kun taas ensi vuoteen katsottaessa neutraalilla tasolla.

Sen sijaan ennusteriskit ovat voimakkaasti koholla etenkin kuluvan vuoden yli katsottaessa nykyisen tilauskannan jaksottumista peilaten (ts. nykyisestä tilauskannasta ~45 MEUR jaksottuu ensi vuotta pidemmälle ajanjaksolle) ja kilpailutusten lopputuloksiin liittyvää epävarmuutta peilaten. Tätä heijastellen nojautummekin nykyisellään etenkin kuluvan vuoden kertoimiin, sillä tätä pidemmän aikavälin kertoimiin on vielä vaikea tukeutua, kun huomioidaan, että hyväksyttävään arvostustasoon vaikuttaa myös huomattavasti tulevien vuosien kasvukuva (ts. mahdollisten uusien projektien pituus ja kokoluokka). Toisaalta myös suuret ennakoimattomat ympäristövahinkoprojektit voivat

muuttaa arvostuskuva, mutta arvioimme osakkeen kurssiajuriin nojaavan ensisijaisesti keskipitkän aikavälin kasvukuvan konkreettiseen vahvistumiseen (ts. suurempien pitkäaikaisten kilpailutusten voittaminen). Toisaalta on kuitenkin hyvä huomata, että esimerkiksi nykyennusteemme pitävät sisällään odotuksia kilpailutusten kotiutusten realisoitumisen osalta.

Verrokkiryhmään nähden Lamor on arvostettu EV-pohjaisesti selvällä alennuksella (22-35 %), kun taas korkeat rahoituskustannukset huomioivalla P/E-kertoimella selvällä preemiolla etenkin tähän vuoteen (2024e ja 2025e: 37 % ja 5 %) katsottaessa. Tätä kokonaiskuvaa peilaten verrokkiarvostus on mielestämme myös suhteellisen neutraalilla tasolla.

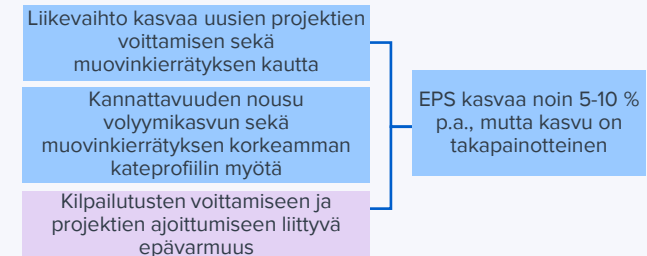
Osakkeen kokonaistuotto-odotus

Tarkastelemalla sijoittajan tuotto-odotusta yksinkertaistaen hyväksyttävän arvostuksen (P/E-kerroin 12x-13x vuoden 2026 lopussa) ja vuoden 2026 tulosennusteidemme kautta saamme osakkeen tuotto-odotukseksi nykyisellä 2,28 euron kurssilla noin 9-12 % vuositasolla, kun taas osinkotuotosta emme odota tulevan tukea tuotto-odotukselle ajanjaksolla. Siten kokonaistuotto-odotus jäisikin tässä skenaariossa keskimäärin hieman alle käyttämämme 11,7 %:n oman pääoman kustannuksen. Edellä kuvatusti skenaarion toteutumiseen liittyy kuitenkin riskejä molempiin suuntiin ja siten siihen kannattaa suhtautua vain suuntaa antavana.

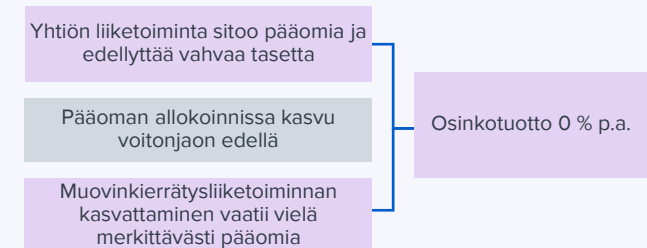
Osaketuoton ajurit 2023-2026e

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

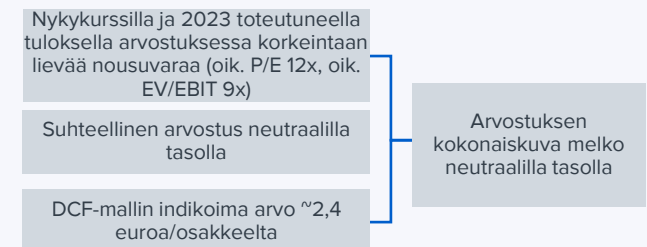
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuksen ajurit



Arvioimme osakkeen tuotto-odotuksen muodostuvan pitkälti tuloskasvusta, jonka ennustamme jäävän kuitenkin tuottovaatimusta matalammalle tasolle

Arvonmääritys 4/4

Keskipitkällä aikavälillä potentiaalia, mutta näkyvyys tähän on hyvin rajallinen

Toisaalta vaikka Lamor jäisi kunnianhimoisesta keskipitkän aikavälin kasvutavoitteestaan (liikevaihto 2026: 250 MEUR), mutta kasvaisi silti keskimäärin 10 %:n vuotuisella vauhdilla vuodesta 2023 eteenpäin ja ylittäisi taloudellisten tavoitteiden mukaiseen 14 %:n liikevoittomarginaaliin vuonna 2026, olisi yhtiöllä edellytyksiä tehdä noin 0,45-0,50 euron osakekohtaista tulosta. Mielestämme osaketta voitaisiin hinnoitella tässä skenaariossa P/E-kertoimella hyväksymämme kerroinhaarukan keskikohtaan (14x), mikäli yhtiön kasvunäkymät olisivat edelleen vastaavalla tasolla. Tämä puolestaan tarkoittaisi 6,3-7,0 euron osakekohtaista arvoa, joka vuosituotoksi käännettynä tarkoittaisi noin 44-50 % (emme ole huomioineet mahdollisia osinkoja). Nykynäytöjen valossa tämän skenaarion todennäköisyys ei kuitenkaan mielestämme mahdollista siihen nojaamista ja tähän tuleekin näkemyksemme mukaan suhtautua optimistisena tavoiteskenaariona.

DCF-arvonmääritys

Olemme määrittäneet Lamorin arvoa myös rahavirtamallin (DCF) avulla. Sen nykyisen kehitysvaiheen (ml. Muovinkierrätyksen ylösajo) ja kilpailutusten ajoituksiin/voittamiseen liittyvän epävarmuuden takia yhtiön kehityksen pidemmän aikavälin ennustaminen on vaikeaa, mikä lisää riskejä molempiin suuntiin. Lisäksi DCF on hyvin herkkä siihen asetetuille parametreille, etenkin

terminaalijakson muuttujille.

Ennustemallimme pohjautuu Ennusteet-kappaleessa oleville ennusteillemme (2024e-2033e). Terminaalivaiheen kasvun olemme asettaneet puolestaan 2 %:iin ja liikevoittomarginaalin 8,0 %:iin. Nykyisellään soveltamamme pääoman kustannus (WACC 10,7 % ja oman pääoman kustannus 11,7 %) on arviomme mukaan pörssin keskimääräisen tuottovaatimuksen yläpuolella, mikä heijastelee yhtiön liiketoimintaan ja ennustettavuuteen liittyviä riskejä. Mielestämme tuottovaatimuksessa on asteittaista laskuvaraa uusien merkittävien palvelusopimusten voittamisen myötä ja/tai Porvoon kierrätyslaitoksen onnistuneen ylösajon myötä, mitkä parantaisivat yhtiön ennustettavuutta sekä hajauttaisivat tulovirtoja laajemmalle.

DCF-mallimme mukainen Lamorin osakekohtainen arvo on noin 2,4 euroa. Mallissa terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta on mielestämme varsin kohtuullisella tasolla 41 %:ssa ja mielestämme malli kuvastaakin kohtuu hyvin millaisia odotuksia osakkeen nykyinen hinta pitää sisällään.

Arvostuksen yhteenveto

Toistamme Lamorin 2,30 euron tavoitehintamme ja vähennä-suosituksen. Kuluvan vuoden kohollaan olevaa arvostusta ja pidemmän aikavälin voimakkaasti kohollaan olevia ennusteriskejä peilaten näemme osakkeen riskikorjatun tuotto-odotuksen heikkona ennen kasvukuvan konkretisoitumista.

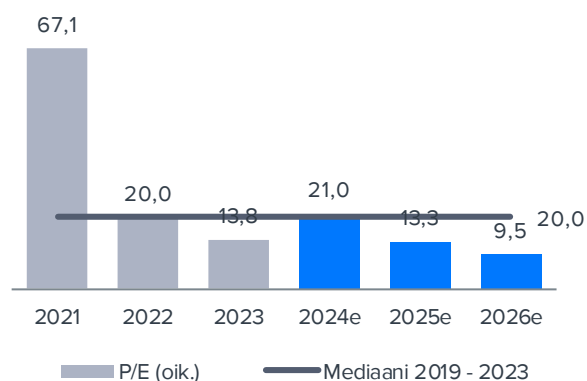
Arviomme Lamorin osakkeen käyvästä arvosta on tällä hetkellä noin 1,8-3,0 euroa osakkeelta, mikä pohjautuu soveltamiimme hyväksyttäviin arvostuskertoimiin, kassavirtamalliin sekä suhteelliseen arvostukseen. Keskeisimpinä ajureina käyväälle arvolle pidämme uusien merkittävien kilpailutusten voittamista, tuloskasvun kulmakerrointa (ml. muovin kierrätyksen mahdollisesti perusliiketoimintaa korkeammat marginaalit), kassavirran vahvistumista sekä näiden yhdistelmänä velkarahoituksen hinnan laskemista. Näkisimme näiden toteutumisen (tai ainakin suurimman osan) myös vaikuttavan laskevasti osakkeen riskitasoon, mikä puolestaan heijastuisi myönteisesti osakkeen tuottovaatimukseen. Tämä taas yhtenä tekijänä ohjaa hyväksyttävää arvostustasoa, jossa olisi tätä kautta myös nousuvaraa.

Arvostustaulukko

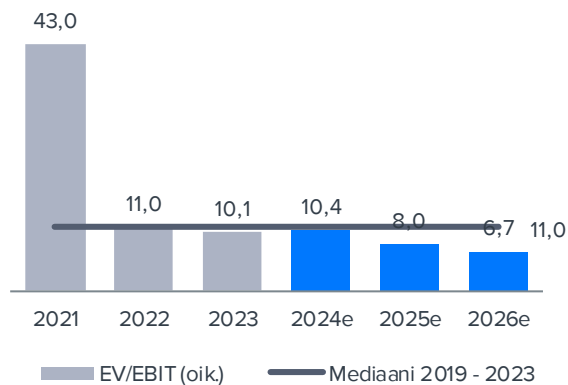
Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi			4,61	4,50	2,59	2,28	2,28	2,28	2,28
Osakemäärä, milj. kpl			27,0	27,0	27,0	27,0	27,0	27,0	27,0
Markkina-arvo			124	121	70	61	61	61	61
Yritysarvo (EV)			122	138	111	99	91	90	83
P/E (oik.)			67,1	20,0	13,8	21,0	13,3	9,5	7,5
P/E			>100	35,1	27,6	21,0	13,3	9,5	7,5
P/B			2,0	2,0	1,1	0,9	0,9	0,8	0,7
P/S			2,4	1,0	0,6	0,5	0,5	0,5	0,4
EV/Liikevaihto			2,4	1,1	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA (oik.)			20,3	8,3	6,8	5,4	4,4	4,0	3,4
EV/EBIT (oik.)			43,0	11,0	10,1	10,4	8,0	6,7	5,5
Osinko/tulos (%)			0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	32,8 %
Osinkotuotto-%			0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	4,4 %

Lähde: Inderes

P/E (oik.)



EV/EBIT



Osinkotuotto-%



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
			2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e
Seche Environnement SA	875	1446	13,9	13,1	6,3	6,0	1,2	1,2	15,4	12,7	1,1	1,2	2,2
Veolia Environnement SA	21610	44648	12,8	11,7	6,6	6,1	1,0	0,9	14,6	13,0	4,8	5,4	1,8
Clean Harbors Inc	9887	11624	18,7	16,6	11,6	10,6	2,2	2,1	26,5	22,5			4,0
Ambipar Participacoes e Empreendimentos SA	478	1334	6,6	5,0	4,7	4,0	1,3	1,2	10,8	7,4	2,4	3,4	773,0
Republic Services Inc	55110	66816	23,5	21,7	14,9	13,9	4,5	4,2	31,6	28,3	1,1	1,2	5,3
Renewi PLC	531	1227	11,7	9,9	5,1	4,7	0,7	0,6	10,9	8,6	1,4	2,0	1,3
Orizon Valorizacao de Residuos SA	573	746	12,1	8,1	7,1	4,8	3,5	2,5	19,2	12,6	1,0	2,1	3,7
GFL Environmental Inc	11577	17943	46,9	32,4	11,9	10,8	3,3	3,1	40,7	30,8	0,1	0,1	2,4
Daiseki Eco Solution Co Ltd	105	129			8,8	8,5	0,9	0,9	9,3	9,9	1,2	1,2	
Lamor (Inderes)	61	99	10,4	8,0	5,4	4,4	0,8	0,7	21,0	13,3	0,0	0,0	0,9
Keskiarvo			18,3	14,8	8,5	7,7	2,1	1,8	19,9	16,2	1,7	2,1	99,2
Mediaani			13,4	12,4	7,1	6,1	1,3	1,2	15,4	12,7	1,2	1,6	3,0
Erotus-% vrt. mediaani			-22 %	-35 %	-24 %	-28 %	-40 %	-40 %	37 %	5 %	-100 %	-100 %	-70 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Pysyvät vastaavat	44,5	47,8	54,3	53,4	54,5
Liikearvo	18,6	18,6	18,6	18,6	18,6
Aineettomat hyödykkeet	4,0	5,1	5,5	5,5	5,5
Käyttöomaisuus	14,9	17,3	23,4	22,5	23,6
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	1,8	1,2	1,2	1,2	1,2
Muut sijoitukset	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Muut pitkäaikaiset varat	1,8	1,1	1,1	1,1	1,1
Laskennalliset verosaamiset	2,9	4,1	4,1	4,1	4,1
Vaihtuvat vastaavat	89,9	116	107	107	115
Vaihto-omaisuus	10,4	14,2	13,0	13,2	14,3
Muut lyhytaikaiset varat	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Myyntisaamiset	74,4	90,5	84,3	83,2	90,1
Likvidit varat	4,9	11,0	9,9	10,1	10,9
Taseen loppusumma	134	164	162	160	170

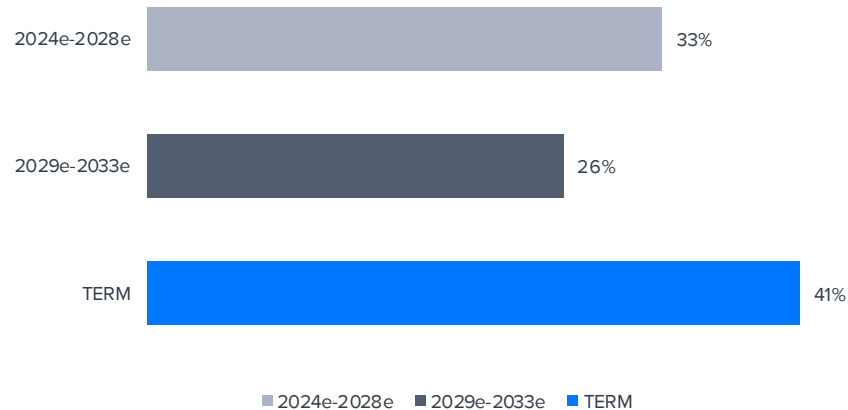
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Oma pääoma	63,0	65,9	68,8	73,5	79,9
Osakepääoma	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9
Kertyneet voittovarot	12,7	16,0	18,9	23,6	30,0
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	45,0	44,0	44,0	44,0	44,0
Vähemmistöosuus	1,4	2,0	2,0	2,0	2,0
Pitkäaikaiset velat	21,4	40,1	40,0	33,2	30,9
Laskennalliset verovelat	1,6	3,2	3,2	3,2	3,2
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	12,8	34,9	34,9	28,1	25,8
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	7,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Lyhytaikaiset velat	49,9	57,5	52,8	53,3	59,2
Korolliset velat	6,4	14,8	10,4	10,2	12,5
Lyhytaikaiset korottomat velat	43,2	42,5	42,2	42,9	46,4
Muut lyhytaikaiset velat	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Taseen loppusumma	134	164	162	160	170

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-4,0 %	1,2 %	1,7 %	8,3 %	6,0 %	6,0 %	4,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	6,9 %	7,6 %	9,0 %	9,8 %	10,5 %	10,5 %	10,0 %	10,0 %	9,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %
Liikevoitto	8,4	9,4	11,4	13,4	15,2	16,1	16,0	16,4	15,2	13,9	14,2	
+ Kokonaispoistot	7,8	8,9	9,2	9,2	9,1	8,6	8,4	8,1	7,9	7,9	7,8	
- Maksetut verot	-0,2	-0,7	-1,2	-1,7	-2,1	-2,4	-2,4	-2,5	-2,3	-2,0	-2,1	
- verot rahoituskuluista	-0,8	-1,2	-1,1	-1,0	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-20,7	7,1	1,6	-4,5	-2,0	-3,6	-1,0	1,3	1,5	-1,9	-1,3	
Operatiivinen kassavirta	-5,5	23,5	19,9	15,4	19,3	17,9	20,2	22,6	21,6	17,2	17,9	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-5,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-10,4	-15,4	-8,3	-10,3	-8,3	-8,3	-8,3	-7,8	-7,8	-7,8	-7,9	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-20,9	8,1	11,6	5,1	11,0	9,6	11,9	14,8	13,8	9,4	10,1	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-20,9	8,1	11,6	5,1	11,0	9,6	11,9	14,8	13,8	9,4	10,1	118
Diskontattu vapaa kassavirta		7,5	9,7	3,9	7,5	5,9	6,6	7,4	6,2	3,8	3,7	43,6
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		106	98,3	88,7	84,8	77,3	71,4	64,8	57,4	51,1	47,3	43,6
Velaton arvo DCF		106										
- Korolliset velat		-49,8										
+ Rahavarat		11,0										
- Vähemmistöosuus		-1,8										
- Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		65,2										
Oman pääoman arvo DCF per osake		2,4										

Rahavirran jakauma jaksoittain



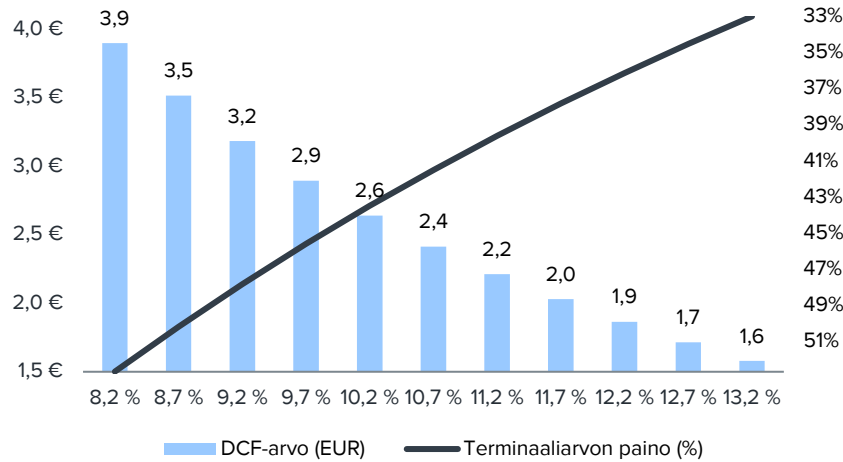
Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	8,5 %
Yrityksen Beta	1,60
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,60 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	11,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,7 %

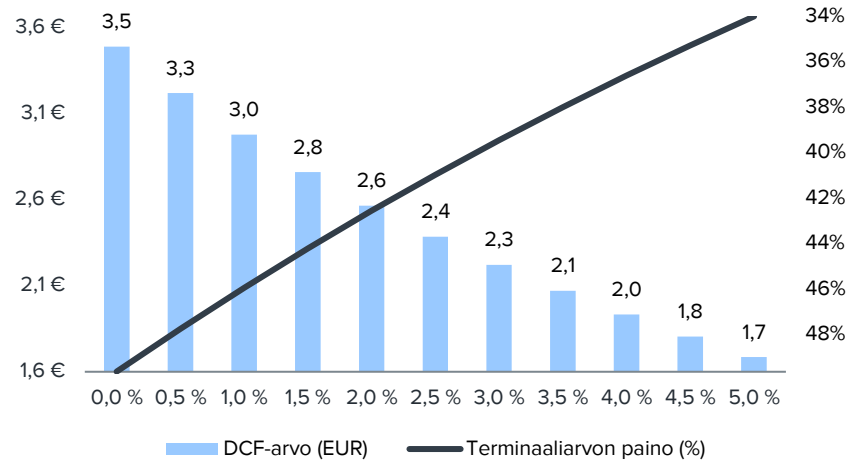
Lähde: Inderes

DCF:n herkkyysskalkelmat ja avainoletukset graafeina

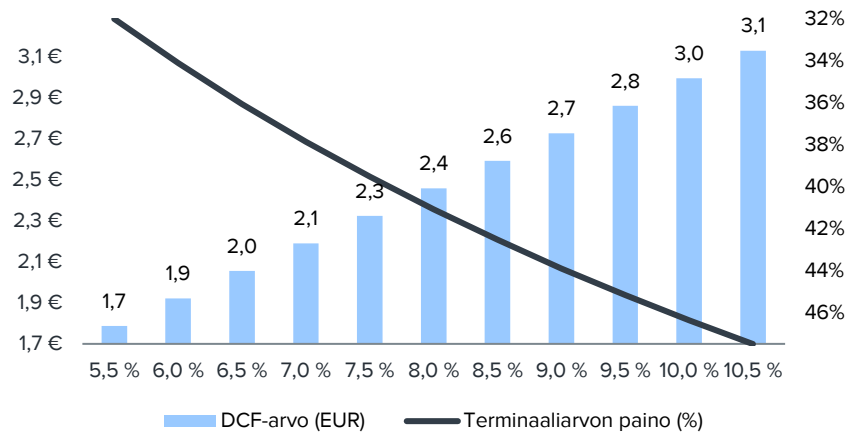
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



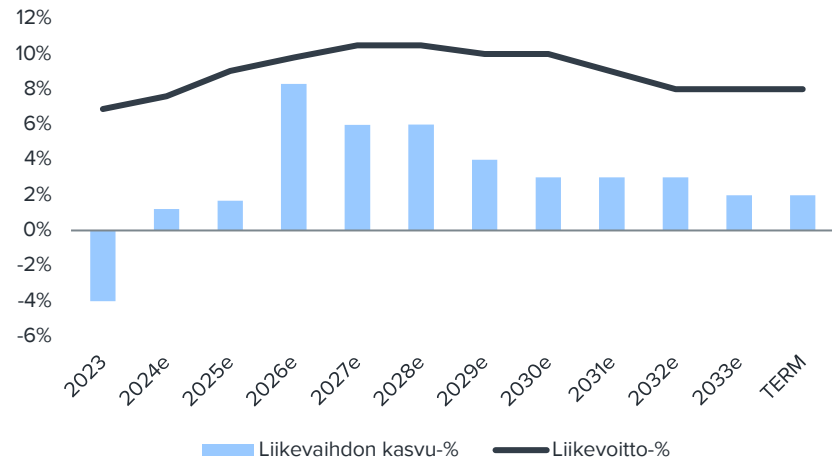
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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	51,5	127,7	122,5	124,0	126,1	EPS (raportoitu)	0,04	0,13	0,09	0,11	0,17
Käyttökate	6,0	16,7	16,2	18,3	20,6	EPS (oikaistu)	0,07	0,22	0,19	0,11	0,17
Liikevoitto	1,9	10,0	8,4	9,4	11,4	Operat. kassavirta / osake	-0,22	-0,27	-0,20	0,87	0,74
Voitto ennen veroja	0,2	6,5	3,2	3,4	5,9	Vapaa kassavirta / osake	-0,53	-0,49	-0,78	0,30	0,43
Nettovoitto	1,0	3,5	2,5	2,9	4,6	Omapääoma / osake	2,27	2,29	2,37	2,48	2,65
Kertaluontoiset erät	-0,9	-2,6	-2,5	0,0	0,0	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tase	2021	2022	2023	2024e	2025e	Kasvu ja kannattavuus	2021	2022	2023	2024e	2025e
Taseen loppusumma	110,7	134,4	163,6	161,6	160,0	Liikevaihdon kasvu-%	13 %	148 %	-4 %	1 %	2 %
Oma pääoma	61,9	63,0	65,9	68,8	73,5	Käyttökateen kasvu-%	7 %	177 %	-3 %	13 %	12 %
Liikearvo	18,0	18,6	18,6	18,6	18,6	Liikevoiton oik. kasvu-%	-17 %	345 %	-13 %	-14 %	21 %
Nettovelat	-4,2	14,3	38,8	35,3	28,2	EPS oik. kasvu-%	11 %	227 %	-17 %	-42 %	59 %
Kassavirta	2021	2022	2023	2024e	2025e	Käyttökate-%	11,7 %	13,0 %	13,2 %	14,8 %	16,3 %
Käyttökate	6,0	16,7	16,2	18,3	20,6	Oik. Liikevoitto-%	5,5 %	9,9 %	8,9 %	7,6 %	9,0 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-11,4	-21,1	-20,7	7,1	1,6	Liikevoitto-%	3,8 %	7,8 %	6,9 %	7,6 %	9,0 %
Operatiivinen kassavirta	-5,9	-7,4	-5,5	23,5	19,9	ROE-%	2,2 %	5,6 %	4,0 %	4,5 %	6,7 %
Investoinnit	-11,2	-12,0	-10,4	-15,4	-8,3	ROI-%	2,9 %	11,9 %	8,5 %	8,2 %	10,1 %
Vapaa kassavirta	-14,3	-13,3	-20,9	8,1	11,6	Omavaraisuusaste	56,7 %	49,5 %	40,3 %	42,6 %	45,9 %
						Nettovelkaantumisaste	-6,8 %	22,6 %	58,8 %	51,3 %	38,4 %
Arvostuskertoimet	2021	2022	2023	2024e	2025e						
EV/Liikevaihto	2,4	1,1	0,9	0,8	0,7						
EV/EBITDA (oik.)	20,3	8,3	6,8	5,4	4,4						
EV/EBIT (oik.)	43,0	11,0	10,1	10,4	8,0						
P/E (oik.)	67,1	20,0	13,8	21,0	13,3						
P/B	2,0	2,0	1,1	0,9	0,9						
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %						

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 vaikuttavien 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, vertailuryhmäänalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

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

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

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

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

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

Suosituksihistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
19.5.2022	Lisää	5,30 €	4,74 €
17.8.2022	Lisää	5,50 €	4,84 €
16.11.2022	Lisää	5,50 €	4,92 €
20.12.2022	Lisää	5,00 €	4,25 €
27.2.2023	Lisää	5,00 €	4,35 €
1.3.2023	Lisää	5,00 €	4,50 €
5.5.2023	Lisää	4,50 €	3,96 €
26.7.2023	Lisää	4,50 €	3,98 €
27.10.2023	Lisää	3,50 €	2,99 €
1.11.2023	Lisää	3,00 €	2,48 €
18.12.2023	Vähennä	2,70 €	2,64 €
19.2.2024	Vähennä	2,30 €	2,37 €
28.3.2024	Vähennä	2,30 €	2,28 €

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.**