

LAPWALL

5.10.2026 9.15 EEST



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
LAAJA RAPORTTI



Kassavirtakone käy kiihtyvään tahtiin

Nostamme LapWallin tavoitehinnan 5,0 euroon (aik. 4,8 euroa) ja toistamme Lisää-suosituksemme. Yhtiön liikevaihto kääntyi H1'26:lla selvään kasvuun, ja lähelle ennätystasoa noussut tilauskanta sekä ohjeistus viittaavat käänteen jatkuvan loppuvuonna. Vauhtiin päässyt datakeskusrakentaminen on tuonut kasvunäkymälle uuden tukijalan, vaikka asuntorakentaminen on yhä pohjalukemissa. Odotamme Pyhännän uuden tehtaan tukevan toimitusmääriä sekä tehokkuutta, minkä odotamme näkyvän lähivuosina huomattavana tuloskasvuna. Ennustamamme tuloskasvu kääntääkin osakkeen tuotto-odotuksen houkuttelevaksi.

Valmis tehdas siirtää pullonkaulan myyntiin

Vuonna 2011 perustettu LapWall valmistaa puupohjaisia katto- ja seinäelementtejä ja myy ne pääosin asennettuina rakennusliikkeille ja talotehtaille. Toimitukset painottuvat teolliseen, julkiseen ja liikerakentamiseen, kun taas viime vuosina asuntorakentamisen paino on kutistunut selvästi. Noin 20 MEUR:n tehdasinvestointi Pyhännälle on käytännössä valmis, ja yhtiö tavoittelee yhden vuoron tavoitesuorituskykyä vuoden 2026 loppuun mennessä. Tehdas kolminkertaistaa Pyhännän kapasiteetin, parantaa kustannustehokkuutta ja mahdollistaa aiempaa suuremmat elementit, mikä vahvistaa kilpailukykyä suurissa hankkeissa sekä avaa uusia käyttökohteita. Pienemmillä kilpailijoilla ei arviomme mukaan ole edellytyksiä vastaaviin investointeihin, joten tehdas kasvattaa markkinajohtajan etumatkaa. Hyödyt realisoituvat kuitenkin vasta korkealla käyttöasteella, joten strategian painopiste on siirtynyt investoinneista myyntiin ja tehokkuuteen. Vuoden 2030 tavoitteet (liikevaihto 100 MEUR, EBITA-% 15–20 %) ovat mielestämme kunnianhimoiset, sillä etenkin liikevaihtotavoite vaatisi suuria markkinaosuuksivoittoja ja suotuisan suhdanteen.

Datakeskukset antavat tärkeän tuen kasvuodotuksille

Ennustamme liikevaihdon kasvavan tänä vuonna 17 % 52,3

MEUR:oon ja EBITA:n nousevan 5,3 MEUR:oon (2025: 3,8 MEUR), mikä asettuu yhtiön ohjeistushaarukoiden keskivaiheille. Vuosina 2025–2028 odotamme liikevaihdon kasvavan vajaan 15 %:n vuosivauhtia. Kasvua ajavat lämpimien kattoelementtien kysynnän käänne, Pyhännän uusi kapasiteetti ja datakeskushankkeet, joista yhtiö on voittanut kaksi kattotoimitusta ja joista odotamme jatkoa ensi vuonna. Suomeen kaavaillut datakeskusinvestoinnit ovat arviomme mukaan miljardiluokan vuotuinen lisä rakentamisen markkinaan, mikä paikkaa asuntorakentamista, jolta emme juuri odota tukea ennen vuotta 2028. Volyymikasvu, parantunut hintataso ja tehtaan tehokkuushyödyt näkyvät ennusteessamme voimakkaana tuloskasvuna (oik. EPS CAGR 2025–2028 36 %), ja investointien hiivuttua vahvistuva rahavirta mahdollistaa velan lyhentämisen ja kasvavan osingon. Vuoden 2030 ennusteemme (liikevaihto 78 MEUR, EBITA-% vajaa 14 %) jäävät silti yhtiön tavoitteista. Pääriskit ennusteillemme ovat uuden kapasiteetin myynti sekä vauhdikkaasti kasvaneen datakeskuskysynnän jatkuvuus.

Tuloskasvu sulattaa kertoimia

LapWallin vuosien 2026–2027 ennusteidemme mukaiset oik. P/E-luvut ovat 16x ja 11x sekä vastaavat EV/EBIT-kertoimet 14x ja 9x. Kuluven vuoden kertoimet ovat koholla, mutta ensi vuoden kertoimet painuvat hyväksyviemme haarukoiden (P/E 11x–14x, EV/EBIT 9x–11x) alalaidalle. DCF-mallin arvo on noin 5,2 eurossa. Tuotto-odotus nojaa suurella painolla tuloskasvuun, jota kasvava osinko tukee. Haemme tavoitehinnan arvioimamme käyvän arvon haarukan (4,8–5,6 euroa) keskikohdan alapuolelta, sillä uuden kapasiteetin ylösajo ja myynti kohottavat tuloskasvun ajoitukseen liittyvää riskiä. Lyhyellä aikavälillä ennusteitamme maltillisempikin tuloskasvu voi riittää tyydyttävään tuottoon, kunhan vuosikymmenen lopun kasvunäkymä säilyy uskottavana.

Suositus

Lisää

(aik. Lisää)

Tavoitehinta:

5,00 EUR

(aik. 4,80 EUR)

Osakekurssi:

4,46 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2025	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	44,9	52,3	60,2	67,4
kasvu-%	4 %	17 %	15 %	12 %
EBIT oik.	3,8	5,3	7,8	9,0
EBIT-% oik.	8,4 %	10,1 %	13,0 %	13,3 %
Nettotulos	2,0	3,1	5,6	6,7
EPS (oik.)	0,20	0,27	0,42	0,49

P/E (oik.)	19,7	16,4	10,6	9,1
P/B	3,1	3,2	2,8	2,4
Osinkotuotto-%	2,6 %	3,4 %	5,2 %	7,0 %
EV/EBIT (oik.)	17,8	14,2	9,0	7,6
EV/EBITDA	13,8	11,4	7,4	6,3
EV/Liikevaihto	1,5	1,4	1,2	1,0

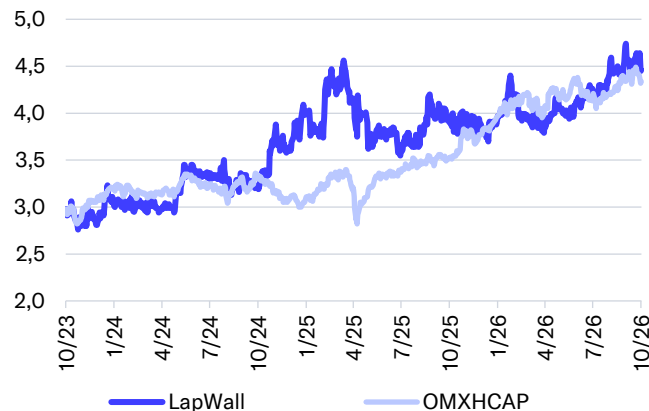
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

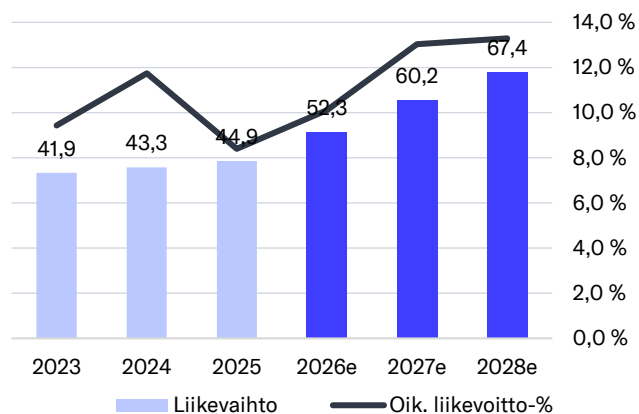
Yhtiö arvioi vuoden 2026 liikevaihdon olevan 49–54 miljoonaa euroa ja liiketoimintojen voiton (EBITA) 4,8–5,8 miljoonaa euroa.

Osakekurssi



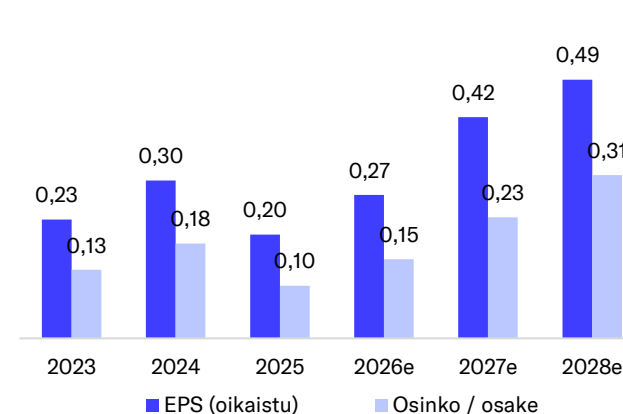
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Pyhännän uusi tehdas tukee volyymikasvua ja kustannustehokkuutta
- Datakeskusrakentaminen tuo kasvulle uuden tukijalan
- Markkinajohtajan asema vahvistuu kilpailukentän ohentuessa
- Esivalmistusasteen nousu ja rakentamisen suhdannekäännö
- Investointien hiivuttua vahvistuva kassavirta tukee osinkoa ja velanmaksua

Riskitekijät

- Uuden kapasiteetin myynti ja ylösajon onnistuminen
- Datakeskuskysynnän jatkuvuus ja hankkeiden ajoitus
- Rakentamisen syklisyys ja asuntorakentamisen heikkous
- Raaka-aineinflaatio ja hinnoitteluvoima
- Projektikauppa ja asiakaskeskittymä
- Avainhenkilöriskit

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	4,46	4,46	4,46
Osakemäärä, milj. kpl	14,5	14,5	14,5
Markkina-arvo	65	65	65
Yritysarvo (EV)	75	70	68
P/E (oik.)	16,4	10,6	9,1
P/E	21,1	11,5	9,7
P/B	3,2	2,8	2,4
P/S	1,2	1,1	1,0
EV/Liikevaihto	1,4	1,2	1,0
EV/EBITDA	11,4	7,4	6,3
EV/EBITA	14,2	9,0	7,6
Osinko/tulos (%)	70,9 %	59,5 %	67,7 %
Osinkotuotto-%	3,4 %	5,2 %	7,0 %

Lähde: Inderes

LapWall lyhyesti

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

2011

Perustamisvuosi

2 %

Liikevaihdon keskimääräinen kasvu 2019-H1'26 LTM

10 %

Keskimääräinen oikaistu liikevoitto-% 2019-H1'26 LTM

49,4 MEUR

Liikevaihto LTM H1'26

4,7 MEUR

Oikaistu liikevoitto (EBITA) LTM H1'26

143

Henkilöstö 30.6.2026

2011-2015

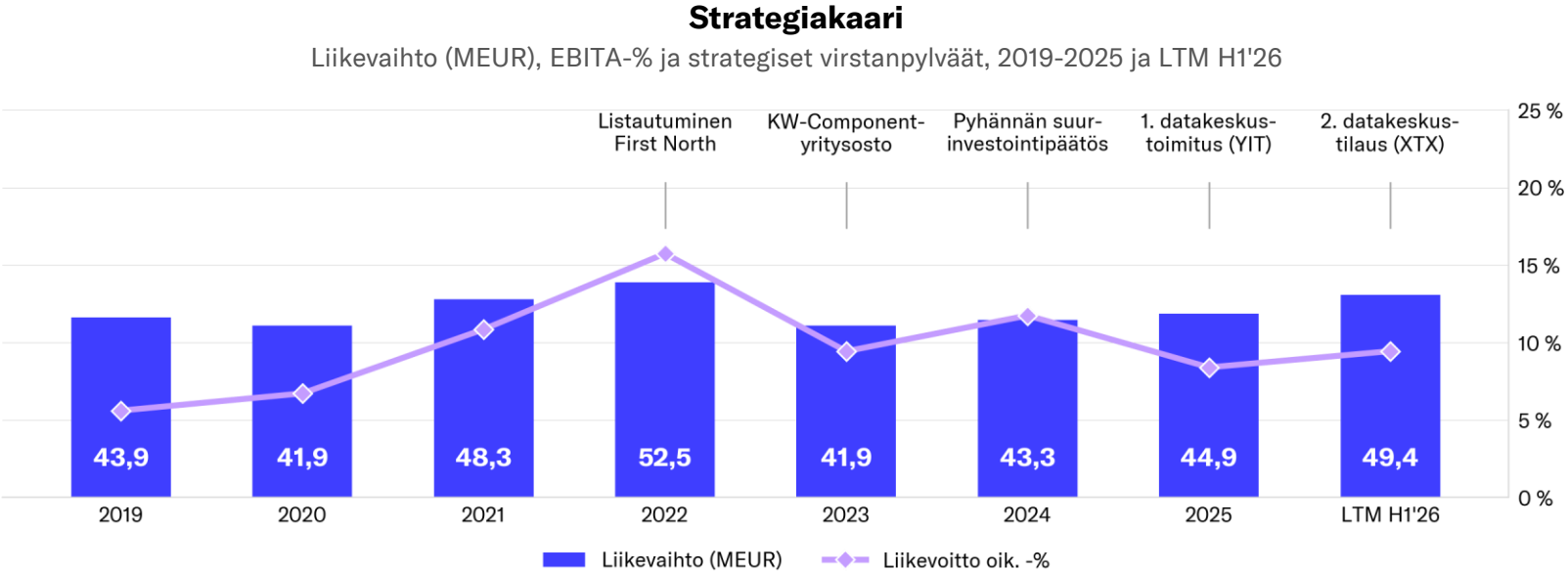
LapWall on perustettu vuonna 2011, jolloin yhtiön liikeideana oli tehostaa rakentamisen tuottavuutta tarjoamalla asiakkaille 3D-suunniteltuja elementtejä sekä tiukasti konseptoituja asennusvaihtoehtoja. 2010-luvun puolivälissä yhtiö pyrki kiihdyttämään kasvuaan laajentamalla Ruotsin markkinoille sekä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

2016-2021

LapWall hankki Metsä Woodin projektiliiketoiminnan eli kattoelementtejä valmistaneen tehtaan. Vuodesta 2017 alkaen LapWall keskittyi kotimarkkinalle ja elementtituotantoon, mikä yhdessä kulurakenteen saneerauksen kanssa tervehdytti kannattavuuden. LapWall lopetti Ruotsin liiketoimintansa konkurssimenettelyn kautta vuonna 2020.

2022-

LapWall listautui huhtikuussa 2022 ja hankki pääomia kasvustrategian toteutukseen. Termater- (2022) ja KW-Component-järjestelyt (2023) toivat kattokapasiteettia ja Kastelli-asiakkuuden. Yhtiö sopeutui heikkoon asuntorakentamisen suhdanteeseen 2023-2025 kannattavuuden säilyttäen. Noin 20 MEUR:n Pyhännän tehdasinvestointi valmistuu vuoden 2026 aikana. Avaus datakeskusmarkkinalle 2025 (LapWall Premium Roof) ja ensimmäiset DC-toimitukset. Korkea tilauskanta ja uuden kapasiteetin ylösajo vuodesta 2026 alkaen



Lähde: LapWall, Inderes, LTM: Last twelve months. 2019–2021 pro forma, sis. Termaterin liiketoiminnan.

Liiketoimintamalli 1/9

Tarjonta kattaa rakennustyyppit laajasti

LapWallin liikevaihto kertyy katto- ja seinäelementeistä sekä niiden asentamiseen liittyvistä palveluista. Jako tuotteisiin ja palveluihin ei kuitenkaan ole järkevä, koska yhtiö ei myy palveluita ilman tuotetoimitusta ja suurimmassa osassa toimituksia on mukana asennus. Toimituksiin liittyvän palvelutyön määrä voi toki tietyissä rajoissa vaihdella, ja LapWall tarjoaa joitakin lisäpalveluita tuotetoimituksiin liittyvän asennuksen päälle pysyen kuitenkin erossa rakennusliikkeille kuuluvasta rakennustyöstä. Elementtejä käytetään rivi-, pari- ja kerrostaloissa, hoiva- ja päiväkodeissa, kouluissa, liiketiloissa, teollisuusrakennuksissa ja halleissa sekä viimeisimpänä datakeskuksissa, joten tarjonta soveltuu laaja-alaisesti eri rakennustyypeille. Yhtiö tavoittelee myös elementtien käyttökohteiden laajentamista, mistä näyttöjä alkaa myös olla kertynyt. Tästä esimerkkejä ovat kattoelementtijärjestelmä, jota on toimitettu vuodesta 2026 alkaen suuremmissa määrin myös kerrostalokohteisiin, sekä uusi korkea halliseinäelementti, joka avaa markkinaa seinäelementtien osalta uusissa käyttökohteissa. Yhtiön suora kytkös pientalojen asuntorakentamiseen on ohentunut selvästi, sillä osuus liikevaihdosta on laskenut käsityksemme mukaan noin 10 %:iin kokonaisliikevaihdosta. Siten yhtiö ei ole riippuvainen yksittäisen rakennustyyppin aktiviteetista, eikä lähivuosien kasvu rakennu ainoastaan asuntomarkkinan elpymisen varaan.

Katot tuovat seiiniä enemmän liikevaihtoa

H1'26:lla Pälkäneellä ja Vetelissä valmistettavien lämpimien kattoelementtien liikevaihto-osuus oli vajaa 50 %, kun taas Pyhännällä valmistettavat seinäelementit kattoivat

liikevaihdosta vajaan 40 %. Jäljelle jäävä reilut 10 % liikevaihdosta syntyi kattoelementtijärjestelmistä. H1'26:n liikevaihtojakauman arvioimme vastaavan LapWallille melko tyypillistä liikevaihdon tuoteryhmittäistä jakaumaa. Pidemmällä aikavälillä kattoelementtijärjestelmän liikevaihdon kehitys on ollut myös vakuuttavaa, sillä yhtiö on kasvattanut tuotekategorian nollasta nykyiseen pisteeseen orgaanisesti kuluvan vuosikymmenen aikana. Suuren investoinnin tuoman lisäkapasiteetin sekä kattojärjestelmien hyvän kasvuprofilin myötä pidämme todennäköisenä Pyhännällä valmistettavien tuotteiden liikevaihto-osuuden kasvavan ajan myötä.

Arviomme mukaan minkään tuoteryhmän kannattavuus ei ole rakenteellisesti toista parempi, vaan tuoteryhmää tärkeämpiä tekijöitä marginaalin muodostumisessa ovat asiakas, projekti ja toimituksen onnistuminen sekä tuoteryhmää tekevän tehtaan tehokkuustaso.

Vakioitu tuoteperhe sai kaksi uutta avautua

LapWallin tarjonnan ydin on vakioitu elementointijärjestelmä, johon kuuluu yli 50 vakioitua elementtituotetta ja joka kattaa suunnittelun, valmistuksen, kuljetuksen ja asennuksen. Tuotteet on standardoitu rakenneratkaisuiltaan ja liitoksiltaan, kun taas mitat, aukotus ja ulkoasu räätälöidään hankekohtaisesti. Tämä kokonaisuus mahdollistaa tehdastuotannon korkean käyttöasteen sekä verrattain yksinkertaisen asennustyön. Tuoteperhe on saanut hiljattain kaksi merkittävää jatketta. Lokakuussa 2025 yhtiö lanseerasi datakeskusten vaativiin kattorakenteisiin kehitetyn tuotteen (LapWall Premium Roof), jonka hyväksynnät täyttävät myös ulkomaisten vakuutusyhtiöiden vaatimukset.

LapWallin tuotteet



YKSIKERROSSEINÄELEMENTTI

Kantavia rakenteita, joiden yleisimpiä käyttökohteita ovat rivi- ja omakotitalot sekä julkiset rakennukset.

MONIKERROSSEINÄELEMENTTI

Mahdollistavat korkeampaa puuelementtirakentamista. Monikerrosseinäelementit toimivat neljän kerroksen kerrostalorakentamiseen asti.

JULKISIVUELEMENTTI

Tyypillisiä käyttökohteita ovat asuinkerrostalot ja liikerakennukset, joissa kantava runko on esimerkiksi betonia. Elementit voidaan asentaa suoraan betonia vasten.

KATTOELEMENTIT

Soveltuvat mm. teollisuusrakennuksiin, liikuntahalleihin, liikerakennuksiin ja julkisiin rakennuksiin.

KATTOELEMENTTIJÄRJESTELMÄ

Ratkaisulla voidaan toteuttaa monimuotoisia kattoja. Parhaimmillaan ratkaisu on betonirunkoisten kerrostalokohteiden tai suurien julkisten rakennusten kattamisessa.

Liiketoimintamalli 2/9

Maaliskuussa 2026 yhtiö julkisti hallirakentamiseen suunnatun, enimmillään 4,5 metriä korkean seinäelementin, jota voidaan käyttää kantavana rakenteena ja jonka valmistuksen uusi Pyhännän linjasto mahdollistaa. Molemmat avaukset laajentavat vakioidun tuoteperheen käyttöalaa syklisesti vähemmän asuntovetoiisiin loppumarkkinoihin.

Kattoelementtien kantava runko koostuu tehtaalla kasattavista LVL-palkeista ja seinäelementeissä runkona on sahatavara. Lämpimissä kattoelementeissä rungon sisäpuoli täytetään mineraalivillalla, mutta kattoelementtejä valmistetaan myös puolilämpiminä sekä kylminä eli eristämättöminä. Kattoelementin alapinta viimeistellään tyypillisesti pinnoitetulla kipsilevyllä tai akustiikkalevyllä, ja vesikate (bitumikermi tai PVC-yksikerroskate) asennetaan jo tehtaalla, mikä on toimitusnopeuden kannalta olennaista. Pääraaka-aineita ovat siten LVL, sahatavara, mineraalivillaeristeet sekä levy- ja katemateriaalit.

Asiakaskunta on ammattirakentajissa

LapWallin liikevaihto kertyy käytännössä Suomesta, minkä lisäksi yhtiöllä on vähäistä vientiä tavaratoimituksina. Asiakkaita ovat rakentajat, rakennusliikkeet ja talotehtaat. LapWall ei ole kattavasti julkistanut asiakkaitaan, mutta julkisuudessa olleiden hankkeiden perusteella yhtiö tekee yhteistyötä useiden suurten rakentajien ja talotehtaiden kanssa. Esimerkiksi kattotoimitukset Kajaanin datakeskustyoimaille tehdään YIT:n toimiessa pääurakoitsijana, ja talotehtaista Kastelli on KW-Component-järjestelyn myötä pitkäaikainen sopimusasiakas. Suoraa kuluttajakauppaa LapWall ei tee. Pidämme ammattimaisten rakentajien kanssa operoimiseen

keskittymistä järkevänä riskienhallinta ja projektikokojen optimointi huomioiden. Yhtiön asiakastytyväisyys on hyvällä tasolla ja vahvistui alkuvuonna 2026. Maaliskuussa 2026 mitattu NPS oli 62, kun vuotta aiemmin lukema oli 53. Taso on hyvä ja tukee näkemystämme siitä, että yhtiö on pystynyt ylläpitämään korkeaa asiakastytyväisyyttä, vaikka taso on huippulukemista hieman laskenutkin.

Suurin asiakas jäänee alle 10 %:n osuuteen

Yhtiön asiakasrakenne on arviomme mukaan tasapainoinen. LapWall ei erittele suurimman asiakkaansa osuutta, mutta arviomme mukaan se on viime vuosina jäänyt alle 10 %:iin liikevaihdosta. Yhtiön raportointi 10 suurimman asiakkaan osuus liikevaihdosta oli vuonna 2024 noin 46 % ja alkuvuonna 2025 noin 50 %, kun vuonna 2023 osuus oli noin 35 %. Keskittyneisyyttä on kasvattanut arviomme mukaan keskimääräisen projektikoon kasvu. Vuonna 2024 Metsä Woodin tehdasrakennukseen toimitetut elementit olivat LapWallin historian suurin tilaus (6,5 MEUR), minkä lisäksi 2025-2026 datakeskustoimitukset ovat olleet arviomme mukaan huomattavasti keskimääräistä suurempia projekteja. Suurprojektit voivat lähivuosinakin tehdä liikevaihdon rakenteesta ajoittain keskittyneemmän, mutta suuret asiakkaat vaihtelevat vuosien välillä, mikä tasaa yksittäisiin asiakkaisiin liittyviä riskejä. KW-Component-järjestelyllä 2023 hankittu Kastelli-asiakkuus on väläyttänyt piristymisen merkkejä heikkojen pientalorakentamisen vuosien jälkeen Kastellin tiedotettua merkittävistä pientalohankkeista kuluvan vuoden aikana. Kannattavuuden näkökulmasta liikevaihdon liiallinen hajautuminen hyvin pieniin asiakkaisiin tai projekteihin ei myöskään ole optimaalista.

LapWallin tuotantolaitokset

PYHÄNTÄ

Tuotteet: Seinäelementit, julkisivuelementit, kattoelementtijärjestelmä

Kapasiteetti:

Uuden tehtaan täysi käyttöönotto kolminkertaistaa Pyhännän kapasiteetin



PÄLKÄNE & VETELI

Tuotteet: Kattoelementit

Kapasiteetti: Yhteensä ~400 000 m² puuelementtiä/vuosi



Liiketoimintamalli 3/9

Näin ollen pidämme LapWallin asiakasrakennetta kokonaisuutena hyvänä.

Yksittäinen projekti ei käännä kokonaisuutta

LapWallin suurimmat projektit ovat arviomme mukaan 5-7 MEUR:n kokoluokassa, mutta keskimääräinen toimituksen koko on alle miljoonassa eurossa. Yksittäisillä projekteilla voi siten olla iso paino vuositason liikevaihdoissa ja tuloksessa, mutta käänteentekeväksi yksi projekti ei lähtökohtaisesti muodostu.

Käsityksemme mukaan yhtiö tavoittelee keskimääräisen hankekoon kasvattamista etenkin tehokkuuteen liittyvistä syistä. Henkilövaltaisen suunnittelutyön määrä on pienissä hankkeissa suhteellisesti suuri, mikä heikentää toimituksen tehokkuutta. Toiseksi yhtiön kasvaneesta tuotantokapasiteetista saadaan enemmän tehoja irti toimittamalla suurempia kokonaisuuksia. Suuremmat ja vaativammat projektit myös rajaavat kilpailijoita ulkopuolelle, minkä myötä kilpailutilanne suurissa projekteissa on käsityksemme mukaan lähtökohtaisesti pieniä toimituksia suotuisampi. Suurempien ja vaativampien toimitusten toteuttaminen nostaa yksittäisiin toimituksiin liittyviä riskejä, mutta yhtiöltä on viime vuosilta kertynyt vakuuttavat näytöt suurempienkin toimitusten onnistumisista.

Puitesopimukset tuovat jatkuvuutta

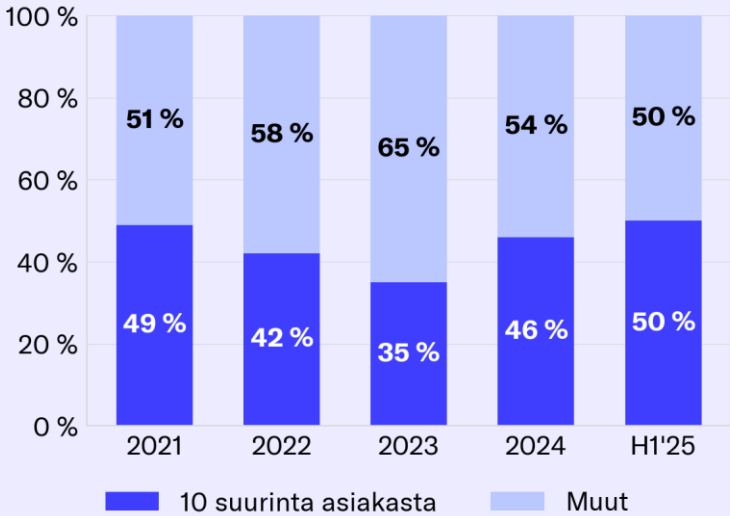
LapWallin myynti jakautuu puitesopimus pohjaiseen toistuvaan myyntiin ja kertaluonteisesti sovittuun projektikauppaan. Yhtiö ei ole avannut jakauman suhdetta, emmekä esitä siitä tarkkaa arviota. Puitesopimusmyynti tarjoaa liiketoimintaan tiettyä jatkuvuutta, sillä

puitesopimusasiakkaiden tilaukset tyypillisesti toistuvat vuosittain, kun taas projektikaupassa jatkuvuutta ei ole, joskin projektiasiakkaatkin toistuvat Suomen pienissä rakennuspiireissä. Projektikaupan suhteellinen paino on arviomme mukaan ollut viime vuosina koholla, sillä puitesopimukset keskittyvät ymmärtääksemme etenkin seinäelementtejä tilaaville tahoille, joiden kysyntä on ollut pitkään heikkoa. Odotamme tilanteen tasoittuvan asteittain asuntorakentamisen markkinan kääntyessä vähitellen kasvuun. Emme usko, että myynti jommallakummalla sopimustyyppillä olisi rakenteellisesti parempaa liiketoimintaa kuin toinen, vaan kannattavuuden muodostuminen on tapauskohtaista.

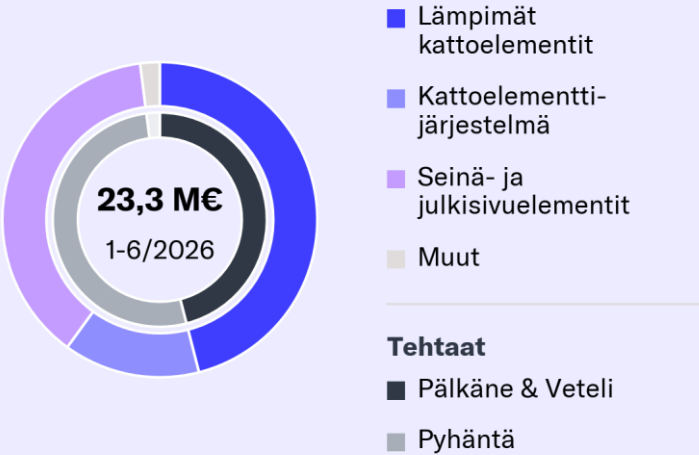
Tuotannon tehokkuus ratkaisee katteen

Mielestämme LapWallin liiketoiminnan ydintä on suunnittelu, tuotanto ja asennus, jotka yhtiö hoitaa Pyhännän, Pälkäneen ja Vetelin tehtaillaan sekä asiakkaiden työmailla. Keskeisiä tuotantopanoksia ovat siten raaka-aineet, työ sekä tehtaisiin sitoutuva pääoma ja varastot. Arviomme mukaan yhtiön tuotantolaitokset ovat kilpailukykyisiä ja hyvässä teknisessä kunnossa etenkin kilpailukenttään verrattuna. Kilpailukykyä vahvistaa edelleen Pyhännän uusi tehdas, jonka kustannusperusteinen valmiusaste oli kesäkuun 2026 lopussa noin 95 % ja jonka ylösajo jatkuu siten, että investoinnille asetetut tuotantotavoitteet on määrä saavuttaa Q4'26:n aikana. Tuotanto toimii aluksi yhdessä vuorossa, ja kaksivuoroiseen tuotantoon siirryttäneen tarpeen mukaan vuosien 2027-2028 aikana, mikä mahdollistaa tuotantolaitoksen kaavaillun täyden tuotantokapasiteetin saavuttamisen.

Asiakasrakenne
10 suurimman asiakkaan osuus liikevaihdosta



Liikevaihdon jakauma
Tuotteittain ja tuotantolaitoksittain, H1'26



Lähde: LapWall, Inderes. Asiakasrakenteen sarjan viimeinen havainto on puolivuotisjakso H1'25; koko vuoden 2025 asiakasjakaumaa yhtiö ei ole julkistanut

Liiketoimintamalli 4/9

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

Näkyvyyttä on kuukausia, ei vuosia

LapWallin tilauskanta on vaihdellut 2021-2026 aikana 12,3-26,0 MEUR:n haarukassa. Arviomme mukaan tilauskanta heijastelee rakentamisen normaalia sykliä, jonka määräävät rakennusten aloitukset ja niiden läpimenoaika. Koko rakennustyömaan läpimenoaika on tyypillisesti 1-1,5 vuotta eikä läpimenoaika muutu oleellisesti suhdannetilanteiden mukana. LapWallin asiakkaat tilaavat rakennuksilla tarvittavia tuotantopanoksia hankkeisiin niin, että ne ovat saatavilla rakennuksen valmistumisen kannalta oikeaan aikaan, jotta rakennustyömaa etenee toivotussa aikajärjestyksessä. Tämä tilausaikataulu huomioi lisäksi LapWallin tuotannon läpimenoajan, joka on tyypillisesti muutamia viikkoja raaka-aineostojen aloittamisesta valmiiden elementtien pystytykseen. Yhtiön mukaan tilauskannan kesto on tyypillisesti 2-6 kuukautta, mikä vastaa arviotamme siitä, että kova tilauskanta antaa näkyvyyttä kuukausia mutta ei vuosia, ja haarukan alareuna kuvaa heikkoa ja yläreuna erinomaista suhdannetta.

Tilaukanta kattaa loppuvuoden myynnin

Tilaukannan sykli kääntyi jyrkästi. Pohja nähtiin Q4'24:llä (12,3 MEUR), ja kesäkuun 2026 lopussa kanta oli 25,4 MEUR eli lähellä pörssihistorian korkeimpia tasoja. Korkea tilauskanta tarkoittaa tyypillisesti toimitusten ajoittuvan tavanomaista pidemmälle, ja yhtiö kommentoi kannasta noin 90 % tuloutuvan H2'26:n aikana ja noin 10 % vuoden 2027 puolella. Korkea tilauskanta venyttää siten edellä arvioimamme näkyvyyden haarukan ylärajaa, ja se kattaa valtaosan ohjeistuksen edellyttämästä loppuvuoden liikevaihdosta. Tilaukanta täydentää lähes 60 MEUR:n tarjouskanta, joskin tarjouskannan vertailukelpoisuutta aiempiin lukemiin heikentää se, että yhtiö on siivonnut siitä päällekkäiset hankkeet. Yhtiön kannalta noin 20 MEUR:n tilauskanta antaa riittävästi näkyvyyttä tehtaiden täyttämiseen, eikä volatiiliin tilauskannan lievä liike tarkoita välttämättä vastaavaa välitöntä liikettä liikevaihtoon.

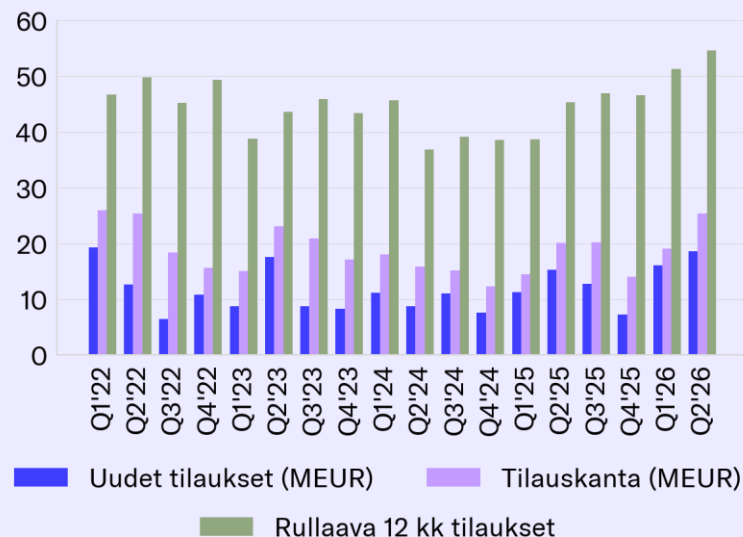
Normaaleissa olosuhteissa suhteellisen lyhyt näkyvyys on mielestämme toimialan luonteeseen ja rakennussykliin liittyvä tekijä eikä sen muuttuminen ole todennäköistä, sillä muilla vastaavassa arvoketjuasemassa olevilla rakennustuote-yhtiöillä tilanne on jokseenkin samanlainen. Luonteeltaan LapWall on silti lähes kaikkien rakentamisen arvoketjun yhtiöiden tavoin jossain määrin syklinen.

Hinnoittelussa kustannuspohja ja premio

Arviomme mukaan LapWallin hinnoittelumalli on luonteeltaan perinteinen kustannuspohjainen malli, jota yhtiö lähtee ajamaan tuotantokustannusten tason ja tavoitemarginaalin kautta.

Tilaukanta ja uudet tilaukset

MEUR, kvartaaleittain Q1'22-Q2'26



Inderesin arvio LapWallin tietyistä asiakkaista

YIT

LAPTI

DESIGN TALO

SKANSKA

KASTELLI

SRV

Liiketoimintamalli 5/9

Tällä tavoin saavutetaan ymmärrys tietyistä pohjamarginaalista, mutta marginaalien maksimoimiseksi yhtiö säätää tavoitekatetta huomioimalla kilpailutilanteen ja markkinoilla vallitsevan hintatason. Tyypillisesti elementtien hintatasot markkinoilla ovat olleet melko vakaita ajan yli, mutta viime vuosina hinnat ovat vaihdelleet merkittävässä määrin. Vuosien 2023-2025 kokonaisuutena haastavassa markkinassa yhtiön toimittamien elementtien keskihinnat laskivat, mikä heijasteli arviomme mukaan osin kiristynyttä kilpailua ja osin liikevaihdon rakenteen siirtymistä kattoelementtien varaan. Vuonna 2025 hinnoittelu ympäristö heikkeni entisestään kattoelementtiliiketoiminnan matalan kysyntäympäristön seurauksena. Kuluvan vuoden aikana vahvistunut kysyntä arviomme mukaan vakauttaa viime vuosien huomattavaa hintapainetta.

Hintavuosikerrat selittävät katteen heilunnan

Toimitusten kate määräytyy pitkälti jo myyntihetkellä, joten kulloisenkin katsauskauden kannattavuuteen vaikuttaa markkinatilanne 4-6 kuukautta aiemmin. Isossa kuvassa hinnoittelu ympäristö vaikuttaa olleen suotuisa edellisessä rakentamisen korkeasuhdanteessa 2020-vuosikymmenen alkupuolella, mikä näkyi LapWallilla vahvana katetasona. Hinnoittelu ympäristö vaikuttaa kiristyneen huomattavasti vuodesta 2023 eteenpäin, mikä sopii hyvin yhteen Suomen rakentamisen markkinan volyyymien rajun laskun kanssa. Hinnoittelu ympäristö vaikuttaa kuitenkin olevan parantumassa, sillä H1'26:lla yhtiö kommentoi hinnoittelun kääntyneen liikevaihdon osalta myötätuuleksi ja uusissa tilauksissa hintatason olevan parantunut verrattuna vaisuihin vertailukausiin. Kääntöpuolella myös rakentamisen

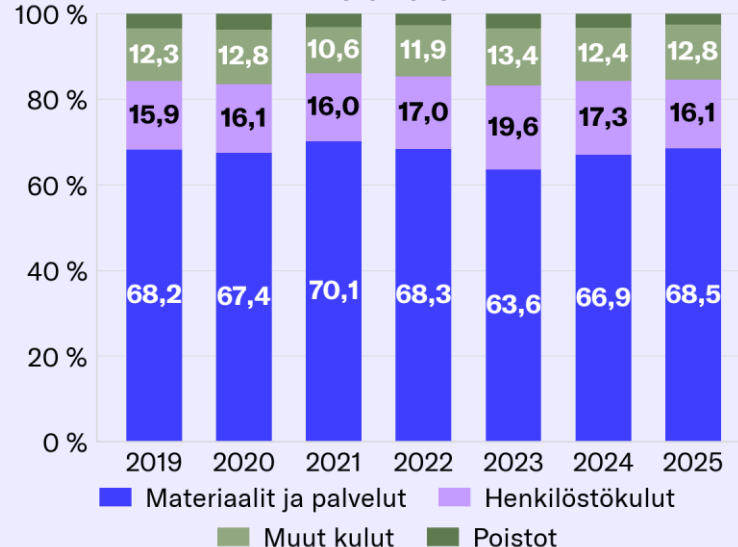
kustannusinflaatio on nostanut päätään, mikä vaatii hinnankorotuksia katetasojen säilyttämiseksi. Arviomme mukaan LapWall pyrkii asemoimaan hinnoittelussa itsensä suorien elementtikilpailijoidensa yläpuolelle, sillä yhtiön laatu ja toimituskyky ovat monia verrokkeja paremmat. Lievällä hintapreemiolla yhtiö pystyy arviomme mukaan voittamaan tarpeeksi tilauksia muiden kilpailukykylähteidensä ansiosta, kun taas kilpailijat joutuvat kisaamaan hinta edellä. Kattoelementeissä vaihtoehtoiset tavat rakentaa rajaavat liikkumavaraa hinnoittelussa. Mielestämme hinnoittelumalli on toimialalle tyypillinen, emmekä epäile sen toimivuutta.

Kulurakenne joustaa alaspäin

Numeroiden valossa LapWallin liiketoiminnan rakenne ja liiketoimintamalli ovat teolliselle yhtiölle melko tyypillisiä. LapWallin myyntikate on liikkunut 37–45 %:n tasolla (2020–2025), ja vuoden 2025 lukema oli hintapaineen takia haarukan alalaidalla 37 %:ssa. Materiaali- ja palvelukulut olivat vuonna 2025 noin 63 % liikevaihdesta (2022-2025: noin 58-63 %), ja ne sisältävät raaka-aineiden ohella muun muassa vuokratyön. Kokoonpanotyössä yhtiö käyttää vuokratyövoimaa tuotannon joustona. Raaka-aineista etenkin sahatavaran hinta voi heilua voimalla suhdanteiden mukana, ja myös eristeiden hintojen vaihtelu on ollut viime vuosina voimakasta. Arvioimme uusien linjojen suurempien volyyymien tehostavan hankintaa, mikä tukee katteita ylösajon edetessä. Kiinteämpien henkilöstökulujen osuus liikevaihdesta on tyypillisesti ollut 15 %:n tienoilla, ja muut kulut ovat asettuneet 11-13 %:n välille.

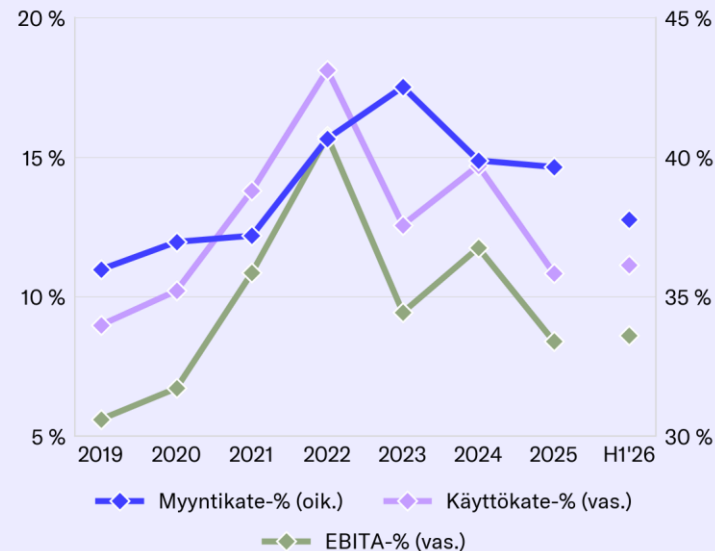
Kulurakenne

Kuluerien osuus kokonaiskuluista ennen liikearvopoistoja, 2019-2025



Kannattavuuden kehitys

Myyntikate-, käyttökate- ja EBITA-%, 2019-2025



Liiketoimintamalli 6/9

Poistot ilman liikearvopoistoja ovat olleet noin 2-3 % liikevaihdosta, mutta poistotasoa nousee lähivuosina vaihteittain, kun Pyhännän investoinnin linjakokonaisuudet tulevat poistopohjaan. Kokonaisuutena kulurakenteessa on siedettävät joustovarot, ja arviomme mukaan LapWallin kuluista noin 20 % on lyhyellä tähtäimellä kiinteitä ja loput noin 80 % muuttuvia. Tällä kulurakenteella liiketoiminnassa on vipua tuotannon käyttöasteen muutoksille.

Kannattavuudessa on parannusvaraa

Volyymin pieni lasku ei syö täysin yhtiön kannattavuutta kulujen nopea sopeuttamisvara huomioiden, minkä yhtiö on osoittanut viime vuosien laskusuhdanteessa. Riittävän korkean ja tasaisen volyymitason säilyttäminen on silti kriittistä kannattavuuden muodostumisen kannalta, jotta kiinteät kulut jakautuvat riittävän isolle liikevaihtomassalle. Kannattavuutta on arviomme mukaan mahdollista nostaa selvästi kuluvan vuoden tasosta jopa yhtiön tavoitetasolle saavuttamalla nykyistä korkeamman tuotantovolyymin ja tuotannon käyttöasteen. Pidemmällä aikavälillä korkean tuotantokapasiteetin käyttöasteen ylläpito voi kuitenkin olla haastavaa, sillä tämä vaatisi osaltaan eri sykleissä kulkevien tuotekategorioiden jatkuvaa yhtäaikaista hyvää kysyntätilannetta. Poikkeavat kysyntäajurit ovat toisaalta toimineet suojana vaisussa markkinaympäristössä, sillä lämpimien kattoelementtien kysyntä paikkasi muiden kategorioiden vaisua vetoa 2024, kun taas vuosien 2025 ja 2026 taitteessa tilanne kääntyi pääläelleen. Pidemmän aikavälin ennusteemme pyrkivätkin kuvaamaan keskimääräistä rakennus sykliä, kun taas tulkitsemme yhtiön vuoteen 2030 tähtäävien taloudellisten tavoitteiden vaativan taakseen myös suotuisan markkinan.

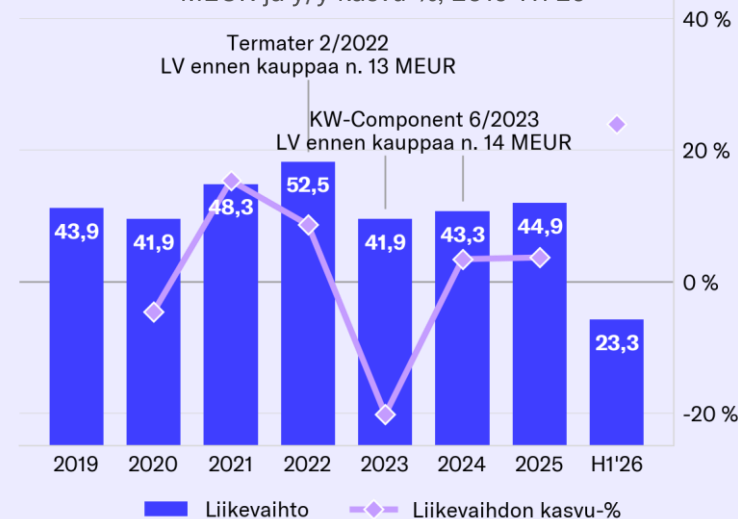
Tästä huolimatta odotamme yhtiön parantavan operatiivista kannattavuuttaan (käyttökate-%) kuluvan vuosikymmenen loppupuolella viime vuosien tasosta. Tämän taustalla ovat sekä odotuksemme paremmasta rakentamisen suhdanteesta että yhtiön rakenteellista kannattavuutta vahvistavat strategiset toimet. Näihin lukeutuvat muun muassa uuden elementtitehtaan tuomien tehokkuushyötyjen ulosmittaaminen sekä tarjooman etenevä vakiointi.

Pääoman sitoutuminen kasvoi harppauksella

Historiallisesti LapWallin liiketoiminta on ollut melko pääomakevyttä, sillä jalostavassa teollisuudessa tehtaiden laitekanta on kevyttä. Pyhännän noin 20 MEUR:n tehdasinvestointi kuitenkin muutti mittasuhteita selvästi. Aineellisen käyttöomaisuuden suhde liikevaihtoon nousi vuoden 2025 lopussa noin 51 %:iin, kun vuonna 2023 suhde oli noin viidennes, ja sijoitettu pääoma kaksinkertaistui kahdessa vuodessa 13,8 MEUR:sta (2023) 28,5 MEUR:oon (2025). Sama näkyy pääoman kiertonopeudessa, joka on painunut aiemmasta 3-5x:n tasosta noin 1,6-1,8x:ään. Liiketoiminnan kokonaisluonne ei silti nähdäksemme muuttunut. Kyse on kertaluonteisesta kapasiteettiloikasta, jonka jälkeen strategiakauden investointitarve on yhtiön mukaan rajallinen. Liiketoiminnan tietty investointitarve myös rajoittaa uuden kilpailun kykyä haastaa LapWallia, sillä tehdastuotannon aloittaminen vaatii osaamisen lisäksi useiden miljoonien eurojen investoinnit, toisin kuin puhtaissa palveluliiketoiminnoissa.

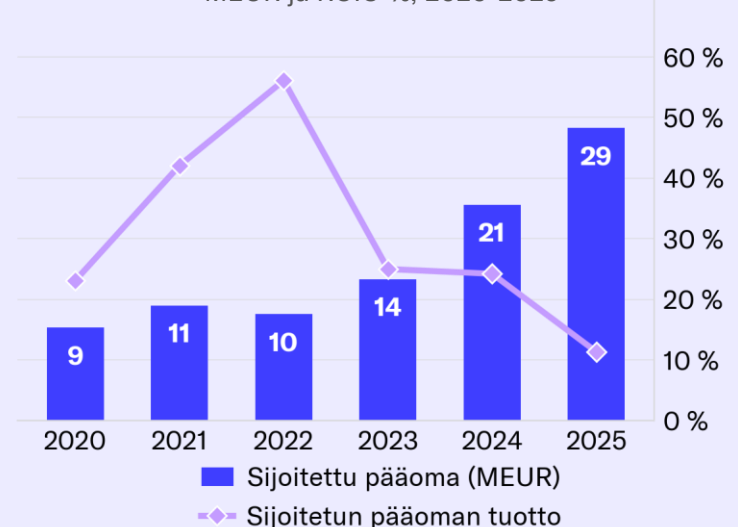
Liikevaihdon kehitys

MEUR ja y/y kasvu-%, 2019-H1'26



Sijoitettu pääoma ja pääoman tuotto

MEUR ja ROIC-%, 2020-2025



Liiketoimintamalli 7/9

Asiakasvarat rahoittavat käyttöpääoman

Käyttöpääoman osalta yhtiön profiili on toimiala- ja arvoketjuasema huomioiden epätavallinen, sillä LapWallin nettokäyttöpääoma on ollut viime vuosina lähellä nollaa. Arviomme mukaan yhtiö on painanut käyttöpääomansa pakkaselle tiukan asiakas- ja luottoriskin hallinnan avulla. Lisäksi LapWall on raaka-ainetoimittajille paikallisesti iso asiakas, joten yhtiö saa arviomme mukaan hyvät maksuehdot. Siten ostovelat ja saadut ennakot riittävät kattamaan matalan riskin asiakkaille myönnettävien maksuaikojen sekä liiketoiminnan pyörittämiseen vaadittavaan varastoon sitoutuvat pääomat. Lievästi negatiivinen nettokäyttöpääoma on erittäin positiivinen asia sijoittajille, sillä päivittäinen toiminta voi kasvaa tehtaiden kapasiteetin puitteissa ilman lisärahoitustarvetta. Laskevissa suhdannesykleissä negatiivinen nettokäyttöpääoma voi tuki aiheuttaa kassavirtaan kitkaa, mutta kannattavuutensa ja taserakenteensa ansiosta tämän ominaisuuden hallitseminen ei pitäisi mielestämme olla yhtiölle ongelma.

Pääoman tuotto palautuu käyttöasteen mukana

Rajallisen pääomatarpeen sekä tehokkaan tuotannon myötä LapWall ylsi vuosina 2019-2024 erinomaiseen sijoitetun pääoman tuottoon (ROIC 23-56 %). Vuonna 2025 ROIC painui noin 11 %:iin, mikä ei kerro liiketoiminnan heikkenemisestä vaan siitä, että investoinnin kaksinkertaistama pääoma on taseessa ennen kuin uusi kapasiteetti tuottaa täysimääräisesti. Pääoman tuoton palautuminen kohti historiallista tasoa edellyttää siten uuden kapasiteetin täyttämistä, ja se on mielestämme lähivuosien keskeisin arvonluontikysymys. Korkean

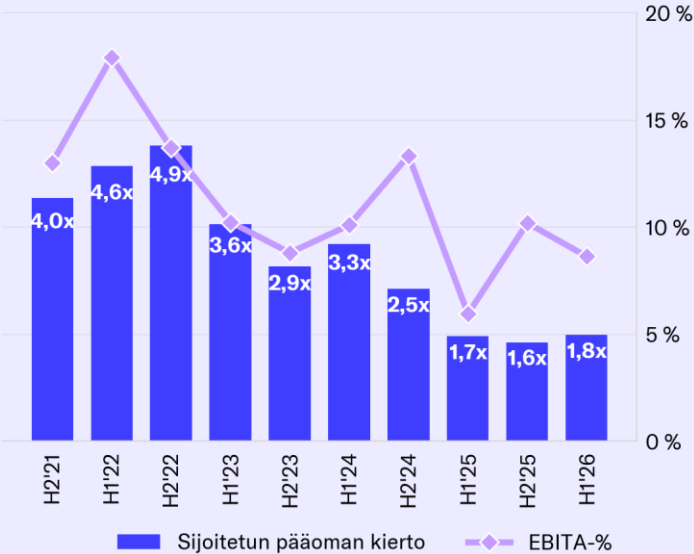
pääoman tuottopotentiaalin myötä orgaanisella kasvulla on edellytykset merkittävään arvonluontiin, minkä myötä LapWallin kasvuhakuinen strategia on hyvin perusteltu.

Ylösajo painaa kannattavuutta

Uuden kapasiteetin ylösajovaiheessa kustannuspohja kasvaa ennen kuin volyymi seuraa perässä, sillä poistot, kunnossapito ja etupainotteiset rekrytoinnit ovat kuluissa, vaikka linjat eivät vielä aja täydellä teholla. Lisäksi osa alkuvuoden toimituksista myytiin selvästi heikomman markkinan hinnoilla. Siten H1'26:n kannattavuus jäi historiaan nähden vaisuksi, vaikka liikevaihto ylsikin jo merkittävään kasvuun. Arviomme mukaan ilmiö on pääasiassa väliaikainen, etenkin huomioiden yhtiön positiivissävytteiset kommentit hinnoitteluympäristöstä. Kun ylösajo valmistuu ja korkeamman hintatason tilaukset tulevat toimitukseen, odotamme kannattavuuden palautuvan keskimääräistä historiallista tasoa korkeammalle. Tämä on linjassa myös selvästi paranevaa kannattavuutta H2'26:lla odottavan yhtiön ohjeistuksen kanssa.

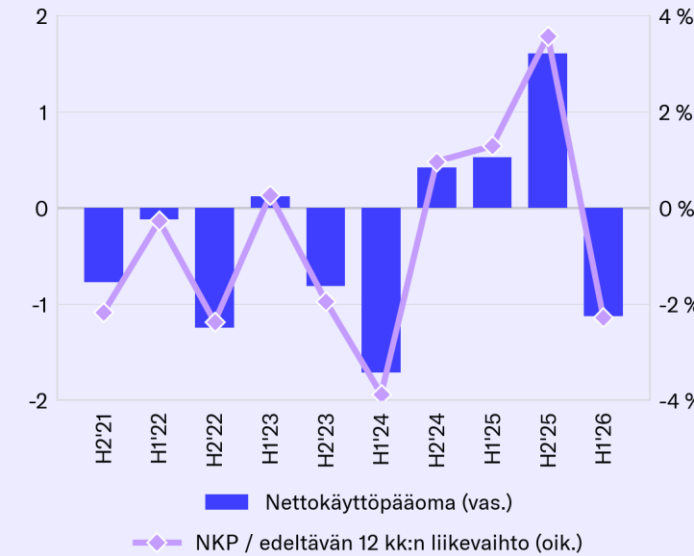
Sijoitetun pääoman kierto ja EBITA-%

Kierto (x) ja %, puolivuositain H2'21-H1'26



Nettokäyttöpääoma

Nettokäyttöpääoma (MEUR) ja %-liikevaihdosta



Liiketoimintamalli 8/9

TILAUSKANTA	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	Keskiarvo
Q1	19,12	26,00	15,10	18,08	14,49	19,11	18,65
Q2	20,03	25,38	23,02	15,83	20,16	25,43	21,64
Q3	21,30	18,40	20,88	15,20	20,18	24,94	20,15
Q4	18,85	15,59	17,10	12,33	14,08	20,87	16,47
Keskiarvo	19,82	21,34	19,02	15,36	17,23	22,59	
LIKEVAIHTO	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	Keskiarvo
Q1	7,80	12,14	9,27	10,14	9,15	11,02	9,92
Q2	8,72	13,32	9,59	10,99	9,66	12,29	10,76
Q3	9,65	13,41	10,93	11,68	12,70	14,50	12,14
Q4	9,30	13,64	12,09	10,48	13,36	14,46	12,22
Summa		52,51	41,87	43,29	44,87	52,27	
LIKEVAIHTO ALOITTAVASTA TILAUSKANNASTA (%)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	Keskiarvo
Q1	-	64,4 %	59,5 %	59,3 %	74,2 %	78,2 %	67,1 %
Q2	45,6 %	51,2 %	63,5 %	60,8 %	66,7 %	64,3 %	58,7 %
Q3	48,2 %	52,8 %	47,5 %	73,8 %	63,0 %	57,0 %	57,0 %
Q4	43,7 %	74,1 %	57,9 %	69,0 %	66,2 %	58,0 %	61,5 %
Keskiarvo	45,8 %	60,6 %	57,1 %	65,7 %	67,5 %	64,4 %	
UUDET TILAUKSET	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	Keskiarvo
Q1	-	19,29	8,78	11,12	11,31	16,04	13,31
Q2	9,63	12,70	17,51	8,74	15,33	18,62	13,75
Q3	10,92	6,44	8,79	11,05	12,73	14,00	10,65
Q4	6,85	10,83	8,31	7,61	7,26	10,40	8,54
Summa		49,25	43,38	38,52	46,62	59,06	

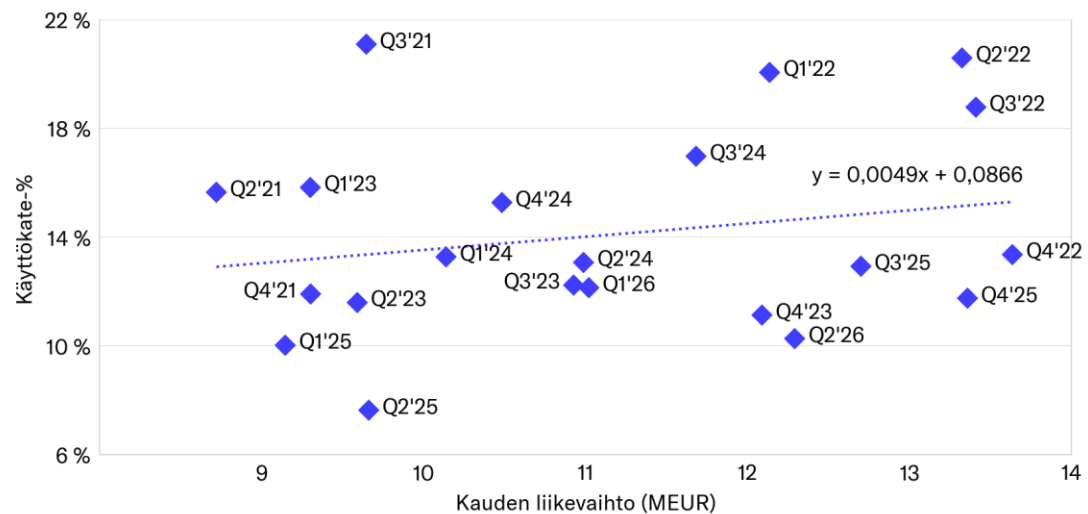
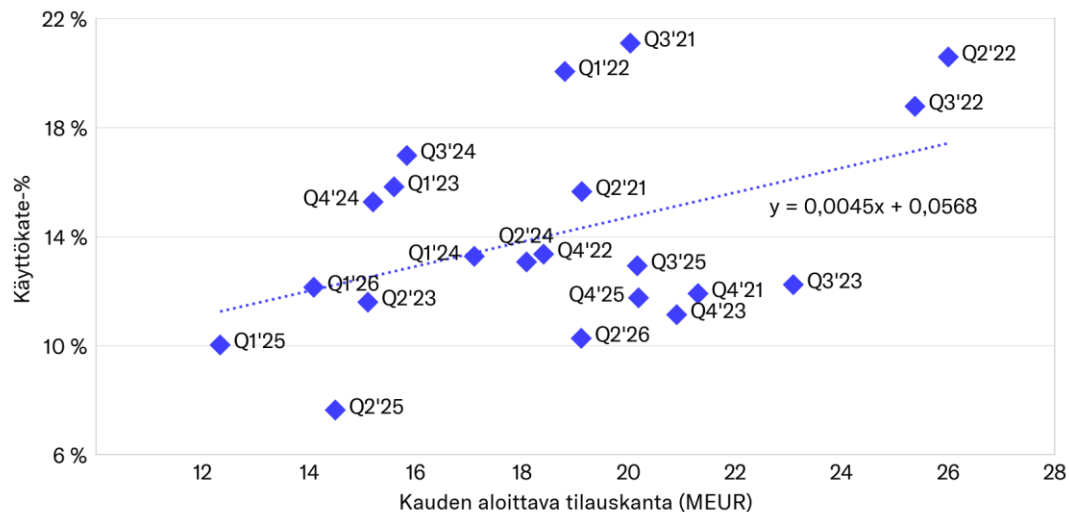
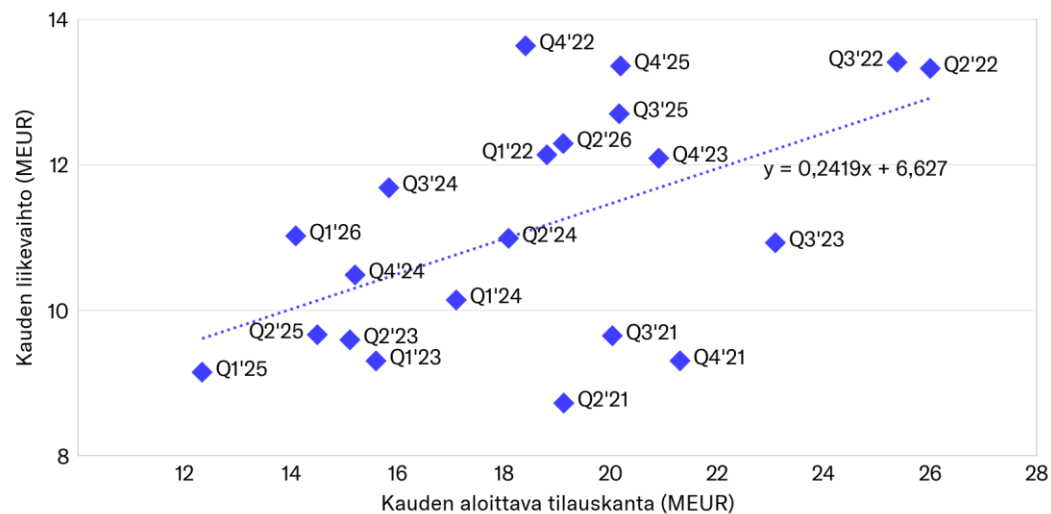
Tilauskanta on noussut pohjalta lähelle ennätystasoa

LapWallin liikevaihto on tyypillisesti painottunut loppuvuoteen

Kauden aloittava tilauskanta on tyypillisesti ollut vahva ennustaja lyhyen aikavälin liikevaihdon kehitykselle

Uusia tilauksia on tyypillisesti kotiutettu enemmän alkuvuoden aikana

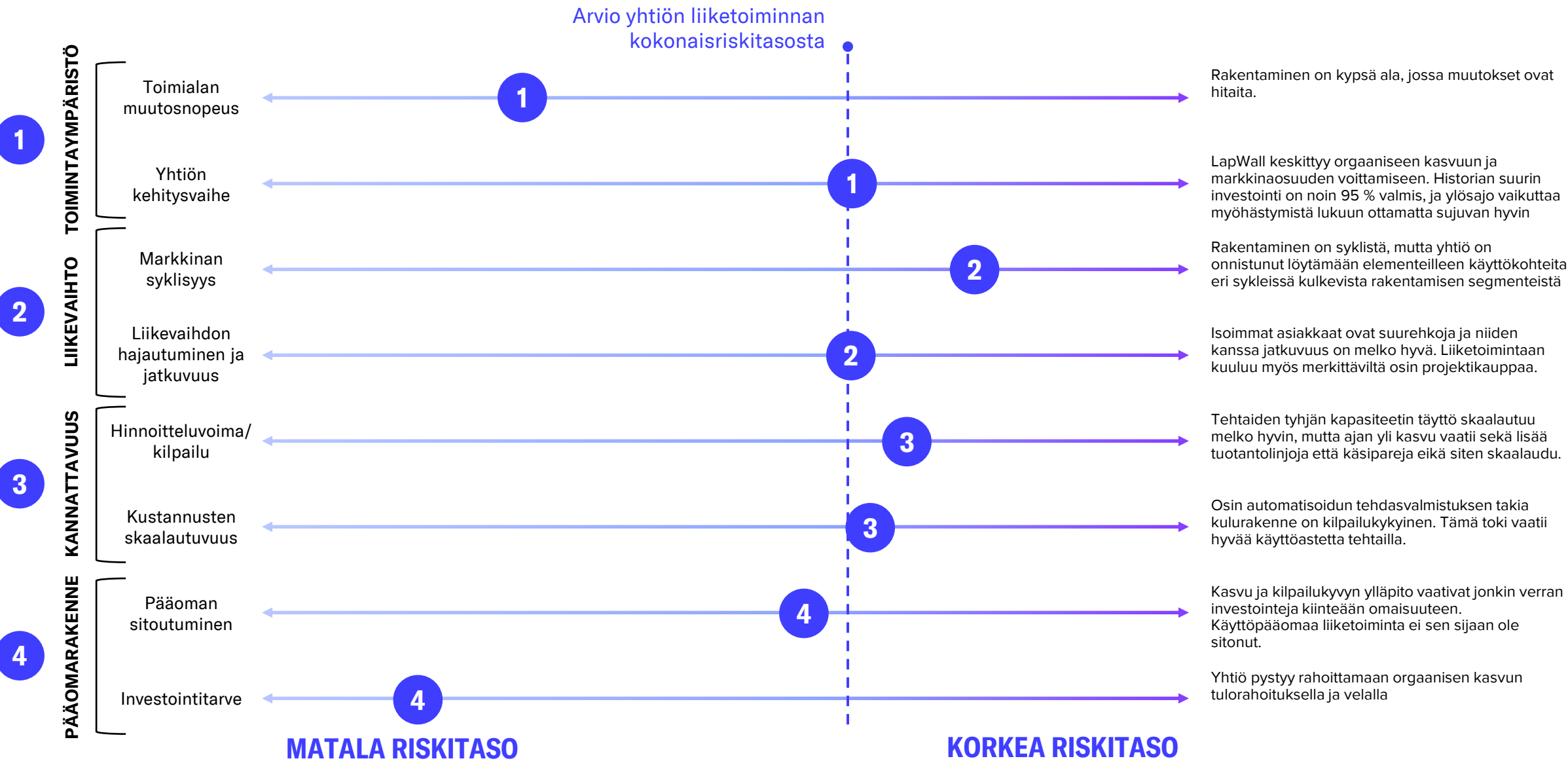
Liiketoimintamalli 9/9



Liiketoiminnan tunnuslukujen vuorovaikutussuhteet

- Tilauskanta luonnollisesti on merkittävä ennustaja seuraavan kvartaalin liikevaihtotasolle
- Kannattavuus on korreloinut vahvemmin kauden aloittavan tilauskannan kanssa kuin kauden liikevaihdon kanssa
 - Korkeampi tilauskanta antaa enemmän liikkumatilaa myyntiin, sillä uuden kaupan suhteen voi olla valikoivampi
 - Matala tilauskanta päinvastoin luo paineen uuden kaupan tekemiselle hinnasta tinkimällä
 - Myös liikevaihdon ja kannattavuuden välillä on riippuvuussuhde, mitä selittää tehtaiden korkeampien käyttöasteiden tuomat tehokkuushyödyt

Liiketoiminnan riskiprofiili



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/5

Strategia rakentuu viidelle painopisteelle

LapWall päivitti strategiansa ja taloudelliset tavoitteensa alkuvuonna 2025. Taloudelliset tavoitteet ovat pysyneet ennallaan, ja H1'26-raportissaan yhtiö kiteytti strategiakauden painopisteet viiteen kokonaisuuteen:

- 1. Markkina-aseman kannattava kasvattaminen nykyisissä ja uusissa markkinasegmenteissä
- 2. Tuote- ja ratkaisuportfolion jatkuva kehittäminen sekä standardoitujen tuotteiden osuuden kasvattaminen
- 3. Tuotannon, suunnittelun ja toimitusketjun tuottavuuden jatkuva parantaminen
- 4. Automaation, digitalisaation ja tekoälyn hyödyntäminen koko arvoketjussa
- 5. Henkilöstön osaamisen, johtamisen ja yrityskulttuurin vahvistaminen

Suurin ero aiempaan strategiaan nähden on painopisteen muutos investoinneista liiketoiminnan kehittämiseen nykyisen ja valmistuvan kapasiteetin tehokkuutta vahvistamalla. Pyhännän tuotantolaitoksen investoinnin valmistuminen vahvistaa valmistuskapasiteettia merkittävästi, minkä myötä edellytykset liikevaihdon kasvattamiselle ovat selkeät. Uuden kapasiteetin valmistuminen siirtääkin pullonkaulaa enenevässä määrin kysyntäpuolelle, minkä myötä panostukset myyntiin sekä tuotannon tehokkuuteen ovat strategian toteutuksen ytimessä. Digitalisaation ja automaation hyödyntäminen liittyy arviomme mukaan tuotannon asteittaiseen tehokkuuden parantamiseen ottamalla käyttöön uusia työkaluja. Tehokkaampi tiedonkäsittely konservatiivisella alalla on mielestämme potentiaalinen kilpailuedun lähde, vaikka sisäisen kehitystyön

edistystä on yhtiön ulkopuolelta haastavaa arvioida. Yhtiö korostaa lisäksi tuotekehityksen roolia nykyisten tuoteryhmien vahvistamisessa ja elementtiratkaisujen käyttökohteiden laajentamisessa uusiin rakennustyyppeihin.

Uusi tuotantolaitos erilaistaa LapWallin tarjoomaa kilpailijoihin nähden mahdollistamalla aiempaa suurempien elementtien valmistuksen. Tämän pitäisi vahvistaa LapWallin kilpailukykyä suurissa projekteissa sekä mahdollistaa elementtien käytön myös uudenaikaisissa kohteissa. Tämä mahdollistaa osaltaan rakennussektorin elementointiasteen kasvun jatkumisen, mikä puolestaan kasvattaa koko puuelementtimarkkinan kokoa.

Tiekartta vaiheistaa tavoitteet 2027-2030

Yhtiö vaiheisti strategian etenemistä H1'26-tulosesityksessään. Pyhännän uuden elementtitehtaan tuotanto käynnistyi loppuvuodesta 2025 kattoelementtijärjestelmän kokoonpanolinjalla, ja yhtiön tavoitteena on saavuttaa koko investoinnille asetettu tavoitesuorituskyky yhden vuoron tuotannossa vuoden 2026 loppuun mennessä. Vuonna 2027 rakennettu kapasiteetti käännetään käyttöasteeksi, ja vuonna 2028 haetaan skaalautuvaa kasvua nimetyissä segmenteissä (teollisuus, energia, datakeskukset, julkinen ja toimitilarakentaminen). Täysi kaksivuorotuotanto on tavoitteena vuoden 2028 aikana, eikä se yhtiön mukaan riipu vain tehtaan teknisestä valmiudesta, vaan edellyttää myynnin skaalaamista, pysyvän kysynnän luomista, seinäelementtiliiketoiminnan laajentamista hallirakentamisessa sekä tuotantoa tukevien toimintojen ja koko toimitusketjun skaalaamista. Vaiheistus kertoo mielestämme, ettei tavoitteiden mukaista tulostilaa ole syytä odottaa etupainotteisesti, sillä lähivuodet ovat käyttöasteen noston ja tuotannon tehostamisen vuosia.

Kasvun ja kannattavuuden ajurit strategiakaudella 2025-2030

- 1. Markkina-aseman kannattava kasvattaminen nykyisissä ja uusissa markkinasegmenteissä
- 2. Tuote- ja ratkaisuportfolion jatkuva kehittäminen sekä standardoitujen tuotteiden osuuden kasvattaminen
- 3. Tuotannon, suunnittelun ja toimitusketjun tuottavuuden jatkuva parantaminen
- 4. Automaation, digitalisaation ja tekoälyn hyödyntäminen koko arvoketjussa
- 5. Henkilöstön osaamisen, johtamisen ja yrityskulttuurin vahvistaminen

MISSIO	Kestävää elementtirakentamista asiakkaidemme parhaaksi ja ympäristön hyväksi
VISIO	Olemme elementtirakentamisen edelläkävijä, alan arvostetuin toimija ja halutuin työpaikka

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/5

Kansainvälistyminen odottaa yhä vuoroaan

Nykystrategia on rakennettu käsityksemme mukaan Suomen markkina-alueen varaan. Yhtiö pyrkii voittamaan markkinaosuutta elementtimarkkinan sisällä ja kasvattamaan elementtien osuutta rakentamisen kokonaismarkkinasta. Vuoden 2030 tavoitetason mukaisen 100 MEUR:n liikevaihdon saavuttaminen on Suomen markkinakoko huomioiden haastava tavoite, ja se vaatisi arviomme mukaan suurten sopimusasiakkaiden saamista. Toistaiseksi esimerkiksi monet talotehtaat ovat halunneet pitää elementtituotannon strategisista syistä itsellään. Kansainvälistyminen palanee pöydälle vasta nykyisen strategiakauden jälkeen, kun kasvu muuten hidastuisi markkinan tasolle. Sijoittajan näkökulmasta strategia on säilynyt teräväkärkisenä, sillä yhtiö keskittyy liiketoimintaan tutulla markkinalla, jossa kannattavaan kasvuun on silti hyvää potentiaalia.

Datakeskuksista on saatu suuret tilaukset

Yhtiö on julkistanut kaksi datakeskustilausta (Kajaanin hanke YIT:n kanssa elokuussa 2025 ja XTX Marketsin datakeskushanke kesäkuussa 2026) sekä tuotteistanut datakeskuksiin oman kattoelementtituotteen (LapWall Premium Roof), jonka hyväksynnät täyttävät ulkomaisten vakuuttajien vaatimukset. Tilausten euromääriä ei ole julkistettu, mutta pidämme selvänä, että kyseessä ovat kattoelementtiliiketoiminnan viitekehyksessä suuren mittaluokan tilaukset (arvio noin 3 MEUR per tilaus). Datakeskuksilla on edellytykset tuoda lähivuosina merkittävän hyväkatteisen lisän liikevaihtoon, sillä suunnitellut datakeskushankkeet ovat käsityksemme mukaan tuomassa Suomeen lähivuosina yli miljardin euron

edestä rakennettavaa vuosittain. Datakeskusten osalta riskipuolella ovat vaativien rakennusten tiukat sopimusehdot sekä LapWallin kannalta rakennushankkeiden kokoluokan karkaaminen toimituskyvyn yläpuolelle.

Kilpailuetu nojaa nyt toimituskykyyn

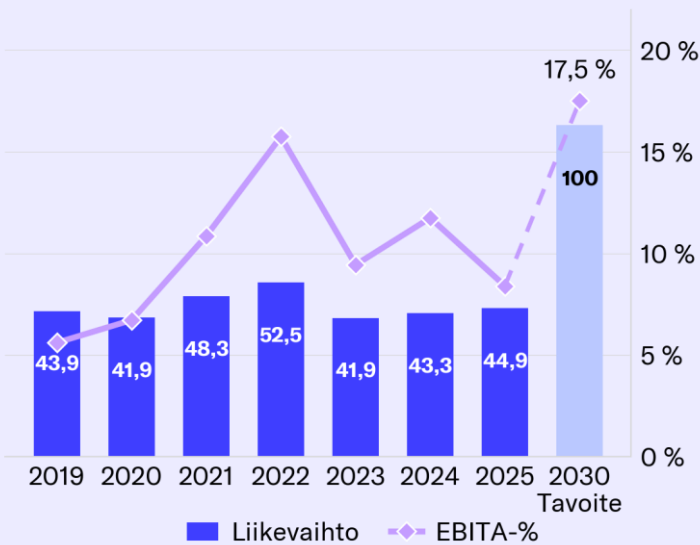
Nykytuotteisiin ja -markkinoihin panostamista tukevat LapWallin kilpailuedut, jotka ovat mielestämme tuotteiden ja palvelun laatu, kustannustehokkuus sekä tuotteistettu LapWallin brändi. Ympäristöystävällisyys tukee tarjoomaa edelleen, mutta se ei vaikuta olevan nykyisellään voitettujen kauppojen kärkiargumentti. Uusi tuotantolaitos vahvistaa kustannustehokkuutta ja joustavuutta, ja pienempien nykykilpailijoiden kyky vastaaviin investointeihin on rajallinen. Ajan yli näemme brändin ja tuotteistetun toimintamallin kilpailuedun lähteistä kestävimpinä, mutta mikään eduista ei ole suojassa kopioinnilta.

Tavoitteet ovat yhä korkealla

Edellä mainittujen strategisten toimien avulla LapWall tavoittelee 100 MEUR:n liikevaihtoa sekä 15-20 %:n EBITA-marginaalia vuoteen 2030 mennessä. Edelliset, listautumisen yhteydessä vuonna 2022 asetetut tavoitteet olivat noin 70 MEUR:n liikevaihto vuoden 2026 loppuun mennessä ja 12-15 %:n EBITA-marginaali. Liikevaihdon tavoite vaatii vuoden 2025 tasosta (44,9 MEUR) yli kaksinkertaistumisen eli noin 17 %:n vuotuista kasvua, mikä on orgaanisesti erittäin vaativa tavoite, johon on yltänyt edellisen 10 vuoden aikana ainoastaan kourallinen pörssiyrityksiä Suomessa.

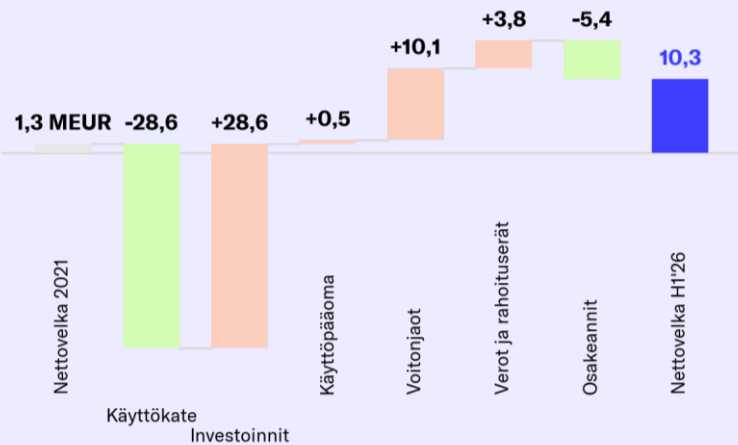
Liikevaihto ja EBITA-%-tavoite

MEUR ja %, 2019-2025 sekä 2030-tavoite



Kumulatiivinen rahavirta

Nettovelan muutokset, MEUR, 2021-2025



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/5

Kannattavuustavoitteen arvioimme olevan helpommin saavutettavissa, vaikka tavoite vaatii huomattavaa parannusta viime vuosiin (2023–2025 k.a. 10 %:n EBITA-%). Tavoitteiden alarajan mukaisen kannattavuuden LapWall on saavuttanut vuonna 2022 selvästi lähivuosia matalammilla tuotantovolyymeilla. Volyymien kasvu mahdollistaa suhteellisen kannattavuuden parantamisen etenkin uuden tuotantolinjan siirtyessä huomattavasti aiempaa nopeampaan tuotantotahtiin. Näin ollen pidämme tavoitteen saavuttamista kannattavuuden osalta selvästi todennäköisempänä kuin liikevaihtotavoitteen saavuttamista (orgaanisin keinoin). Kannattavuustavoitteen saavuttaminen on kuitenkin ehdollista sille, että yhtiö onnistuu myymään uudelle tuotantolinjalle sopivaa tuotantoa kasvavissa määrin sekä nostamaan tuotantotahdin kahteen vuoroon. Lisäksi tavoitteen mukaisen operatiivisen suoritustason rimaa nostaa investoinnin myötä arvioimme mukaan 2025 tasoon nähden noin 0,5 MEUR:lla kasvavat poistot, jotka rasittavat EBITA-%:a.

Voitonjako pysyy vuolaana, varauksin

Tavoitteiden mukainen pääoman tuotto nousisi investoinnin kasvattamalla pääomapohjallakin karkeasti 50 %:n tasolle ennen veroja, mikä olisi Helsingin pörssin teollisissa yhtiöissä poikkeuksellista. Kokonaisuutena pidämme taloudellisia tavoitteita erittäin kunnianhimoisina, joskin uskottavuus on parantunut vuoden takaisesta kasvun käynnistyttyä ja kasvusuuntien monipuolistuttua. Yhtiön osinkopolitiikka on jakaa 50-75 % tilikauden tuloksesta (aiemmin 30-50 %), ja vuodelta 2025 osinkoa maksettiin politiikan yläpäästä 0,10 EUR osakkeelta (noin 74 %

tuloksesta). Vuolas voitonjako on mielestämme perusteltua tehdyt investoinnit, Suomen rajallinen markkinakoko ja liiketoiminnan pääomakevyt perusluonne huomioiden.

Yritysostot jäävät pienempään rooliin

Yritysjärjestelyt ovat olleet merkittävässä roolissa LapWallin edellisten strategiakausien aikana. Yhtiöllä on taustallaan Metsä Woodin projektiliiketoiminnan osto vuodelta 2017, Termaterin liiketoimintakauppa alkuvuodesta 2022 sekä KW-Componentin liiketoimintakauppa vuodelta 2023. Arvioimme mukaan LapWall on saanut yritysjärjestelyillä hankittua uusia tuotteita ja laajennettua asiakaskuntaansa, mikä on tehnyt järjestelyistä perusteltuja. Tällaisia mahdollisuuksia on kuitenkin rajallisesti LapWallin valikoima ja asiakaskunta huomioiden. Orgaanisen kasvun arvioimme jääneen vuosina 2021-2025 keskimäärin negatiiviseksi, mikä heijastelee rakennusmarkkinan laskusuhdannetta. H1'26:lla kasvu kiihtyi 24 %:iin, joten selvä käänne liikevaihdon kehityksen suhteen on saavutettu.

Pyhännän tehdas on strategian selkäranka

Yhtiön merkittävin hanke, Pyhännän uusi elementtitehdas, on fyysisesti valmis, ja sen tuotannollinen ylösajo on käynnissä. Kattoelementtien kokoonpanolinja on saavuttanut sille asetetut tavoitteet, seinäelementtilinja siirtyi yhden vuoron tuotantoon toukokuussa 2026 ja automatisoidun osavalmistustulostuksen ylösajo jatkuu. Yhtiö tavoittelee kaikkien linjojen tavoitetasoa yhden vuoron tuotannossa vuoden 2026 loppuun mennessä. Investointi kolminkertaistaa seinäelementtien valmistukseen erikoistuneen Pyhännän yksikön kapasiteetin, ja kokonaisuutena LapWallin tuotantokapasiteetti

Voitonjakosuhte

% tilikauden tuloksesta, 2020-2025



LapWallin yritysjärjestelyt MEUR

Ostokohde	Kuvaus	Vuosi	Liikevaihto
Metsä Wood projektiliiketoiminta	Kattoelementtitehdas	2017	-
Termater Oy	Kattoelementtiliiketoiminta ja Vetelin tehdas	2022	13,0
KW-Component	Seinäelementtiliiketoiminta, Kastelli-sopimus	2023	14,4

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 4/5

mahdollistaa käsityksemme mukaan kohtuullisilla yksikköhintaoletuksilla 100 MEUR:n liikevaihdon, kun aiempi kapasiteetti riitti noin 70 MEUR:oon. Maksimiliikevaihdon ensisijainen haaste on edelleen kysyntäpuoli, sillä tavoite vaatii suuria markkinaosuuksia. Säästöjä haetaan valmistusnopeudesta, automaation madaltamasta henkilööntensiivisyydestä, materiaalitehokkuudesta ja logistiikasta. Näin strategia kietoutuu edelleen uuden tehtaan ympärille, ja onnistunut ylösajo sekä riittävät myyntimäärät ovat avainasemassa lähivuosien iskukyvyn kannalta. Tuotantolaitoksen täysimääräinen ylösajo myöhästyi alun perin suunnitellusta laitteistojen toimittajasta johtuen, ja odotamme tuotantolaitoksen saavuttavan lähellä optimaalista olevan yhden vuoron suorituskyvyn tilikauden 2027 aikana. Yhtiön tavoitteleva täysi kaksivuorotuotanto ajoittuu vuoteen 2028, joten uuden tuotantolaitoksen täysimääräinen tulosvaikutus on arviomme mukaan odotettavissa tilikaudella 2028. Julkista investointitukea hankkeelle on julkisten erien perusteella tulossa yhteensä noin 5 MEUR, mikä parantaa huomattavasti tuotantolaitoksen investoinnin tuottoa.

Yhtiö on nimennyt jatkokehitetyn toimintamallinsa LapWall Production Systemiksi (LPS), ja toimitusjohtaja on kuvannut sen kulmakiviksi standardoidun tekemisen, jatkuvan parantamisen, tuotantoa tukevan johtamisen ja laadun rakentamisen jokaiseen työvaiheeseen. Malli otetaan käyttöön ensin Pyhännän tehtailla ja laajennetaan sen jälkeen vaiheittain koko yhtiöön. Pidämme lähestymistapaa oikeana, sillä yhtiön tavoitteleva tulosparannuspotentiaali syntyy käsityksemme mukaan useista pienistä materiaali- ja läpimenoparannuksista eikä yksittäisestä vivusta. Ulkopuolelta mallin edistymistä on vaikea todentaa, joten

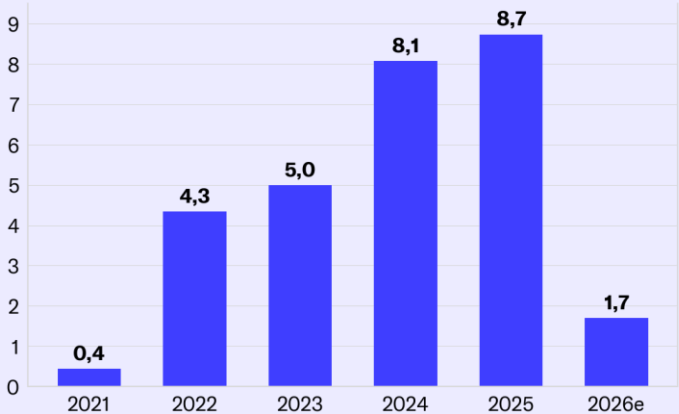
seuraamme sen toteutumista myyntikatteen ja liikevaihto per henkilö -kehityksen kautta.

Yhtiö on viime aikoina kuvannut strategiaansa siirtymänä projektiliiketoiminnasta tuoteyhtiöksi, jossa tuote ohjaa projektia. Pyhännän investointi on yhtiön mukaan askel tähän suuntaan, sillä automatisoitu osavalmistusrakennus palvelee Pyhännän kaikkien tehtaiden kokoonpanolinjoja ja uusi tehdas on LPS:n ensimmäinen käyttöönottoympäristö. Mitä suurempi osa volyymista on toistettavaa vakiotuotetta, sitä paremmin tuotanto ja suunnittelu skaalautuvat. Arviomme mukaan juuri toistettavuus erottaa tavoitellun mallin perinteisestä projektiliiketoiminnasta ja on edellytys tavoitellulle kannattavuusloikalle.

Kapasiteetin myynti sai vauhdikkaan lähdön

Uuden ja vanhan kapasiteetin täyttäminen vaatii edelleen merkittäviä myyntiponnisteluja, mutta lähtöasetelma on olennaisesti vahvempi kuin vuosi sitten. Tilauskanta oli kesäkuun lopussa 25,4 MEUR eli yhtiön historian korkeimmilla tasoilla, ja kysyntävetureina toimivat datakeskushankkeet sekä lämpimän katon poikkeuksellisen vahva kysyntä. Liikevaihdon kaksinkertaistaminen vaatii lisäresursseja myyntiin ja toimihenkilötyöhön, ja etupainotteiset rekrytoinnit rasittavat kannattavuutta lähivuosina (henkilöstö kasvoi H1'26:lla 143 vs 127 H1'25). Tuotekehitys, uuden linjaston korkeampi tehokkuus sekä muut tehokkuustoimet antavat LapWallille arviomme mukaan hinnoitteluvaraa kilpailutilanteissa ilman merkittävää kannattavuuden heikkenemistä viime vuosiin nähden. Näin ollen arvioimme yhtiöllä olevan mahdollisuus voittaa markkinaosuuksia myös jatkossa ilman merkittävää painetta kannattavuuteen.

Investoinnit sisältäen yritysostot
MEUR, 2021-2026e



Pyhännän tehdasinvestointi

Avainluvut ja aikataulu

Erä	Tiedot
Kapasiteetin kasvu	Pyhännän yksikkö 3x; konsernin kapasiteetti noin 100 MEUR:n liikevaihdolle
Investoinnin koko	Noin 20 MEUR
Rahoitus	7,5 MEUR:n pankkilaina, noin 5 MEUR:n julkinen tuki, tulorahoitus
Käynnistys	Kattolinja 11/2025 (tavoitteet saavutettu), seinälinja 5/2026 (yksi vuoro), osavalmistusrakennus ylösajossa
Tavoitteet	Tavoitesuorituskyky yhdessä vuorossa Q4'26, täysi kaksivuorotuotanto 2028

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 5/5

Tehdas on valmis, mutta ylösajovaiheessa

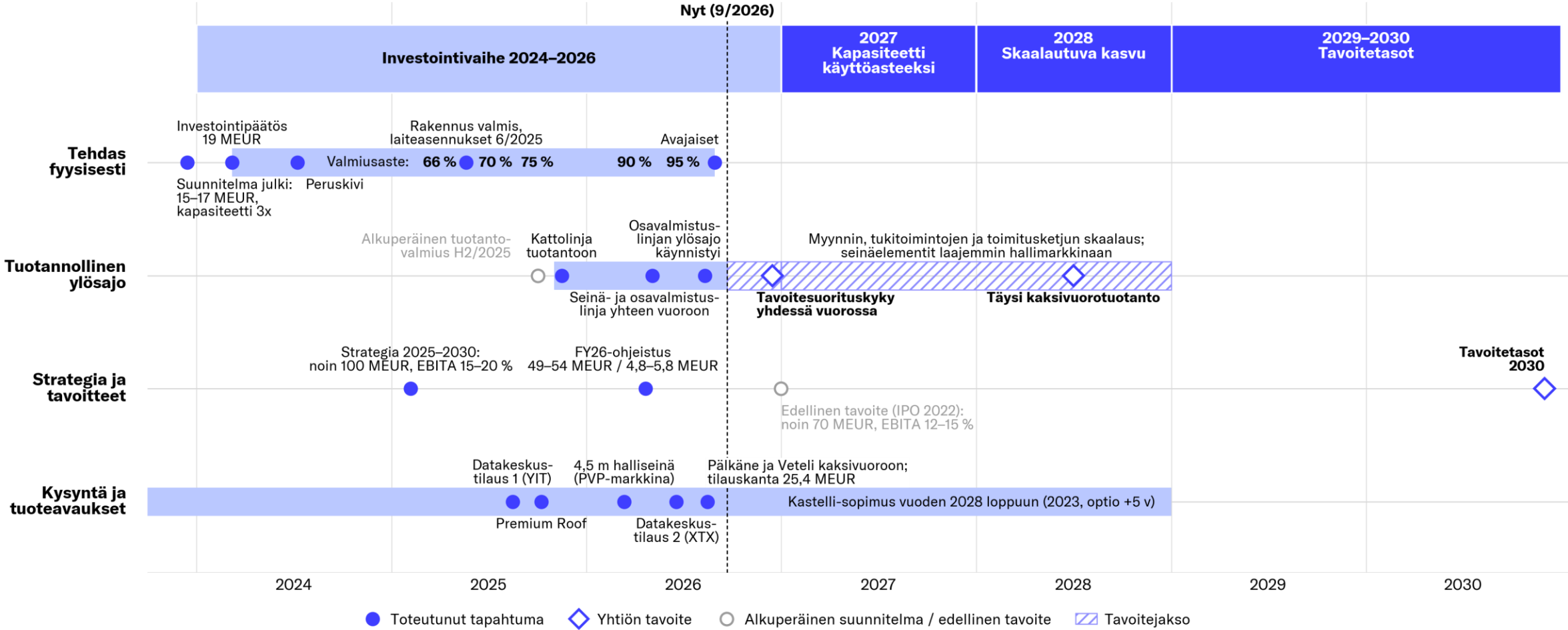
Linjat käynnistyivät vaiheittain marraskuusta 2025 alkaen, ja yhtiön tavoite on koko investoinnin tavoitesuorituskyky yhden vuoron tuotannossa vuoden 2026 loppuun mennessä.

Kaksivuoro on kysyntäkysymys

Täysi kaksivuorotuotanto on tavoitteena vuoden 2028 aikana, ja se edellyttää myynnin skaalaamista, pysyvää kysyntää sekä markkinaosuusvoittoja LapWallin seinäelementeille.

Ennustemme seuraa vaiheistusta

Odotamme täyttä tulosvaikutusta vasta vuonna 2028. Markkinaosuusvoittojen lisäksi taloudellisten tavoitteiden saavuttaminen vaatisi arviomme mukaan odotuksiamme väkevämpää markkinakehitystä.



Markkinat ja kilpailu 1/4

Puu kilpailee teräksen ja betonin kanssa

Suomen rakennusmateriaalimarkkina on kokonaisuutena miljardiluokassa. Uudisrakentamisen arvo oli RT:n mukaan vuonna 2024 noin 12,6 mrd. euroa, josta asuntorakentaminen kattoi 3,9 mrd. euroa ja muu rakentaminen 8,7 mrd. euroa. RT ei ole julkaissut arviotaan vuoden 2025 markkinan koosta, mutta arvioimme liikevaihdolla mitattuna markkinan pysyneen karkeasti edellisvuoden tasolla, volyymien kasvaessa lievästi ja hintojen laskiessa. Taso on edelleen selvästi pidemmän aikavälin keskiarvojen alapuolella rakennusalan pitkittyneen matalasuhdanteen seurauksena. H1'26:lla uudisrakentaminen vaikuttaa kääntyneen kasvuun. Markkinan päämateriaalit ovat toistaiseksi teräs ja betoni, mutta puu on hallitseva materiaali tietyissä markkinaraoissa, kuten pientalorakentamisessa. Teräksen ja betonin etuja ovat halpa yksikköhinta, materiaalien varaan vakiintuneet rakennustavat ja tietty helppokäyttöisyys esimerkiksi palomääräysten osalta. Puun ja puuelementtien vahvuuksia ovat vastaavasti erinomainen soveltuvuus tuottavuutta ja laatua parantavaan teolliseen esivalmistukseen, keveys sekä asennuksen nopeus työmaalla. Puun ympäristöetu tukee materiaalivalintaa taustatrendinä, mutta käsityksemme mukaan vallitsevassa markkinatilanteessa elementtikauppoja voitetaan ennen kaikkea toimitusvarmuudella ja nopeudella, ei hiiliargumentilla.

Markkinakehikko on murroksessa

Yhtiö on arvioinut potentiaalisen puuelementtimarkkinansa olevan Suomessa normaalioloissa kooltaan noin 400 MEUR. Arvio perustuu tuoteryhmien vuosivolyymeihin ja keskihintoihin, ja normaalitilanteen yhtiö on sitonut noin 35

000 asunnon vuosituotantoon. Yhtiö toisti arvion vielä H1'26-raportissaan, mutta mielestämme kehikko on murroksessa, sillä käsityksemme mukaan asuntorakentamisen osuus LapWallin liikevaihdosta on painunut matalaksi (alle 20 % 2025), joten asuntoyksiköihin sidottu markkinakoko kuvaa vajaasti yhtiön todellista kysyntäpohjaa. Lisäksi pientalorakentamisen ollessa selvästi alle yhtiön viittaaman tason, arvioimme markkinan olevan nykyisellään pienempi kuin 400 MEUR.

Kysyntä ei enää nojaa asuntorakentamiseen

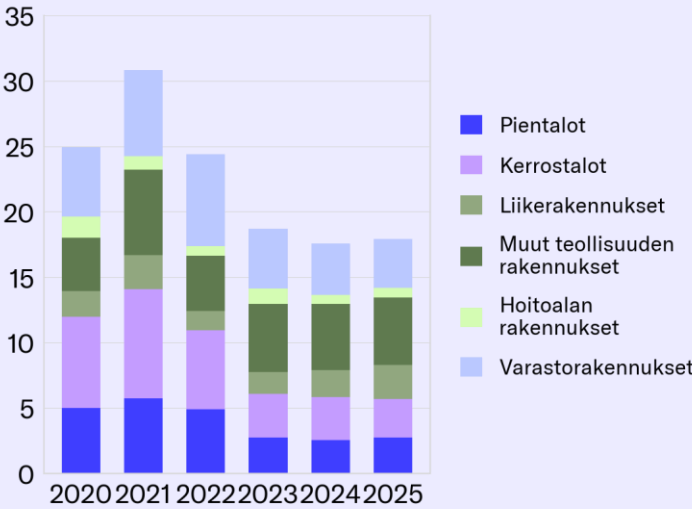
Arviomme mukaan LapWallin positiivinen kysyntäkuva rakentuu lähivuosina halli-, liike- ja teollisuusrakentamiseen, julkiseen rakentamiseen, kerrostalokohteissa merkittävään kasvuun yltäneeseen kattoelementtijärjestelmään sekä datakeskushankkeisiin. Asuntorakentamisen elpyminen toisi yhtiölle lisävipua, mutta lyhyellä aikavälillä liikevaihdon toipuminen ei ole asuntorakentamisen varassa. Tästä näyttönä on lähelle ennätystasoa noussut tilauskanta, 25,4 MEUR kesäkuun lopussa. Kasvu tuli painotetusti lämpimien kattoelementtien ennätyksellisestä tilausvirrasta, jonka takana ovat arviomme mukaan teolliset hankkeet mukaan lukien datakeskusrakentaminen.

Asuntoaloitukset jäävät pohjilta mataliksi

Rakennusteollisuus RT:n kevään 2026 suhdannekatsauksen mukaan rakentamisen määrä supistui vielä 1,5 % vuonna 2025, ja vuodelle 2026 RT odottaa korkeintaan vastaavan suuruista kasvua. Asuntoaloituksia RT arvioi tälle vuodelle noin 15 000, mikä on historiallisen matala taso. Käännös on siis RT:n ennusteissa loiva, ja pientaloaloitukset jäävät ennustevuosinakin noin puoleen 2010-luvun tasoista.

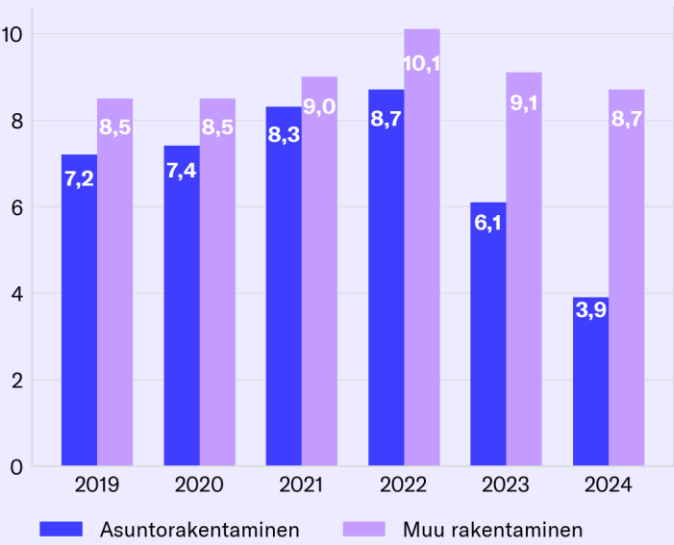
Aloitettut rakennushankkeet Suomessa

Rakennustyypeittäin, milj. m³, 2020-2025



Uudisrakentaminen Suomessa

Asunto- vs. muu rakentaminen, mrd. EUR, 2019-2024



Markkinat ja kilpailu 2/4

Rakennuslupien 12 kuukauden kuutiomäärä oli Tilastokeskuksen kesäkuun 2026 tilaston mukaan asuinrakentamisessa 13 % laskussa, kun muun kuin asuinrakentamisen luvat kasvoivat datakeskusrakentamisen ajamana 13 %. Kuluttajaluottamus nousi kesäkuussa korkeimmalle tasolle yli neljään vuoteen ja asunnonostoaikeet ovat palanneet pitkän ajan keskiarvoon, joten asuntokäänteen ainekset kasautuvat, mutta toteutuma antaa vielä odottaa itseään. Elpyminen on siten valikoivaa, sillä kasvu keskittyy teolliseen, julkiseen ja logistiikkarakentamiseen sekä datakeskus- ja huoltovarmuushankkeisiin. LapWallin tarjoomassa on tuotteita kaikista edellä mainituista segmenteistä, mikä kuvaa yhtiön onnistunutta riskien hallintaa kokonaisuutena syklisessä rakennusmarkkinassa.

Lämpimän katon kysyntä kääntyi vauhdilla

Kattoelementeissä kahden vuoden korpitaival päättyi vuoden 2026 aikana. Yhtiön kommenttien mukaan lämpimien kattoelementtien kysyntä on historiallisen korkealla ja toisen vuosineljänneksen tilauskertymä oli arviomme mukaan lähellä tuotekategorian ennätystä. Yhtiö on johdon kommenttien mukaan saavuttamassa H2'26:lla lämpimässä kattoelementtiliiketoiminnassa vuoden 2030 liikevaihtotavoitteen edellyttämän tuotantotahdin. Tarjonnan puolella Kerabitin Ylistaron tehtaan sulkeminen on arviomme mukaan vankistanut LapWallin markkina-asemaa etenkin lämpimissä kattoelementeissä.

Pitkän ajan kasvu nojaa esivalmistukseen

Pääosan puuelementtimarkkinasta muodostavat yksikerrosrakennusten seinäelementit, ja katto- sekä kattoelementtijärjestelmät kattavat yhdessä noin

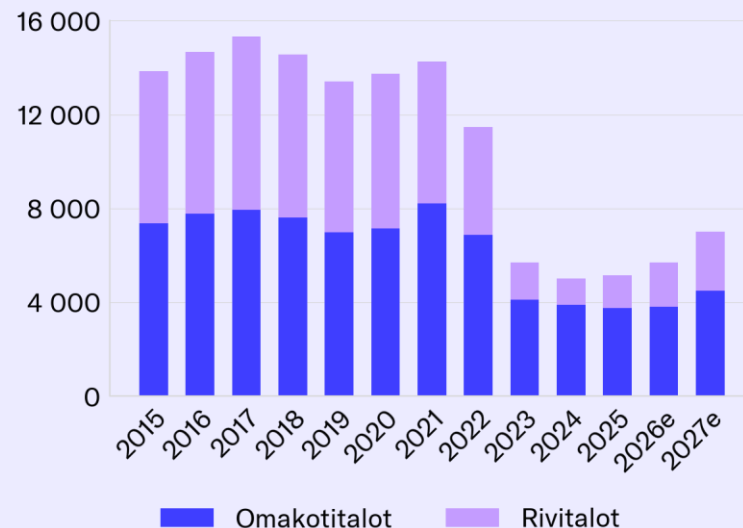
viidenneksen. Koko rakentamisen volyymin trendikasvu on Suomessa arviomme mukaan BKT-kasvun tasolla arviolta 1,5–2 % vuodessa, ja elementtimarkkinan kasvupotentiaali on esivalmistusasteen nousun ansiosta karkeasti tuplat tähän nähden eli noin 3–4 % vuodessa. Suhdannevaihtelut trendikasvun ympärillä ovat kuitenkin rajuja, minkä lisäksi datakeskusrakentamisella on edellytyksiä luoda useamman vuoden rakenteellinen kasvuajuri rakentamisen markkinaan. Toteutuessaan lähivuosille kaavaillut mittavat datakeskushankkeet tuovat arviomme mukaan jopa 1–2 mrd. EUR edestä liikevaihtoa kotimaiselle rakennus- ja talotekniikkasektorille.

Markkinajohtajuus lepää katoissa

Yhtiön aiempien muotoilujen mukaan LapWallin markkinaosuus on kattoelementeissä yli 70 %, ja seinäelementeissä noin neljännes koko markkinasta. Puuelementoinnin markkinalla on arviomme mukaan haastavassa tilanteessa ollut enemmän poistuneita kuin aloittaneita toimijoita, minkä myötä LapWallin markkinaosuus on viime vuosina vahvistunut. Tämän myötä pidämme yhtiötä puuelementtimarkkinan kiistattomana johtajana. Kattoelementtien hallitseva osuus pakottaa tuoteryhmän kasvun lähtökohtaisesti markkinakasvun tasolle, mutta vastineeksi asema ja hinnoitteluvoima ovat suorassa kilpailussa erinomaiset, minkä pitäisi tukea kannattavuutta. Yhtiö on myös onnistunut tukemaan kasvuaan laajentamalla puuelementtien markkinaa, minkä odotamme jatkuvan myös lähivuosina. Esimerkiksi uusi aiempaa korkeampi seinäelementti toimii seinäratkaisuna tietyissä hallimaisissa rakennuksissa, jotka olivat LapWallin aiemman tarjooman ulottumattomissa.

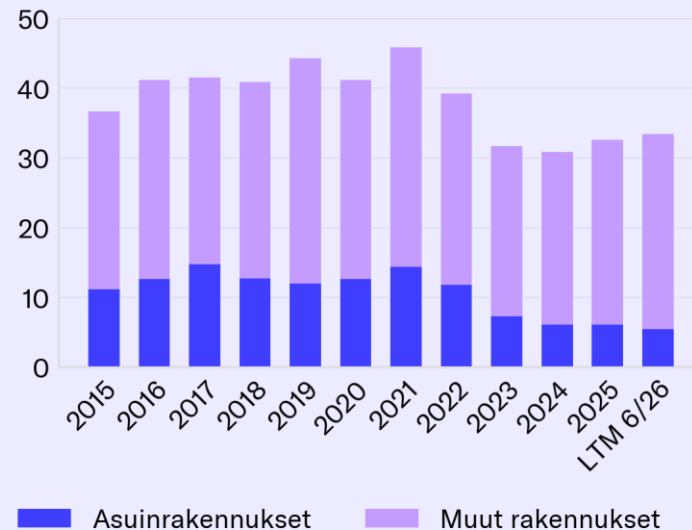
Pientalojen aloitusmäärät Suomessa

Asuntoa, kpl, 2015–2027e



Myönnetyt rakennusluvut Suomessa

Milj. m³, 2015–2025 ja LTM 6/2026



Markkinat ja kilpailu 3/4

Kasvupotentiaali painottuu arviomme mukaan seinäelementeissä uusiin käyttökohteisiin, joihin lukeutuvat uuden suuren seinäelementin mahdollistamat käyttökohteet, datakeskuskatot sekä kerrostalokohteisiin toimitetut kattoelementtijärjestelmät. Tämän lisäksi kasvuajureita ovat seinäelementeissä markkinaosuuden voittaminen suorilta kilpailijoilta sekä kattotuotteissa markkinaosuuden voittaminen vaihtoehtoisilta tavoilta rakentaa. Yhtiö kuvaa kasvunsa nojaavan markkinaosuuden kasvattamiseen kaikissa tuoteryhmissä ja tuotekehitykseen, jolla käyttökohteita laajennetaan. Tämä on mielestämme yhtiön kuluvan vuosikymmenen näytöt huomioiden uskottava lähtökohta, joskin mahdollisuudet vaihtelevat jonkin verran tuoteryhmittäin, kuten edellä kuvasimme.

DC-tilaukset loivat uuden loppumarkkinan

Datakeskukset ovat verrattain uusi kasvuajuri LapWallille. Elokuussa 2025 LapWall julkisti ensimmäisen datakeskukauppansa, joka oli toimitussopimus YIT:n kanssa räätälöidystä kattorakenteiden kokonaisratkaisusta Kajaaniin rakennettavaan datakeskukseen. Ensimmäinen kauppa oli strategisesti merkittävä avaus voimakkaasti kasvavassa markkinataskussa. Lokakuussa 2025 yhtiö tuotteisti tarjooman lanseeraamalla datakeskusrakentamisen kattoelementtituotteen (LapWall Premium Roof), jolle on haettu myös ulkomaisten vakuuttajien edellyttämät hyväksynnit. Kesäkuussa 2026 ensimmäinen referenssi konvertoitui jatkotilaukseksi, ja LapWall toimittaa elementtikattoratkaisun XTX Marketsin kolmanteen Kajaanin datakeskukseen, jossa YIT toimii runko- ja kuorivaiheen pääurakoitsijana. Kummankaan tilauksen euromääriä ei ole julkistettu.

Datakeskuskysyntään liittyy kuitenkin riskinsä, sillä kauppa on projektiluonteista ja tilausvirta koostuu yksittäisistä suurista hankkeista ilman jatkuvaa sopimuskantaa. Investointien jatkuminen on altis tekoälytuotteiden kaupalliselle menestykselle sekä sääntely-ympäristölle, ja muutokset näissä katkaisisivat hankevirran arviomme mukaan nopeasti.

Suora kilpailu tulee kolmelta rintamalta

LapWallin kilpailukenttä on kokonaisuutena hajanainen ja vaikeasti tulkittava, sillä alalla on paljon pieniä toimijoita ja rakennusliikkeillä sekä talotehtailla on useissa tapauksissa omaa elementtituotantoa. Suora kilpailu tulee siten kolmesta lähteestä, jotka ovat itsenäiset elementtitehtaat, rakentajien ja talotehtaiden oma tuotanto sekä pienet paikalliset valmistajat. Lisäksi muut materiaali- ja rakennustapavalinnat ovat merkittäviä epäsuoria kilpailijoita etenkin kattoelementeissä. Arviomme mukaan rakentajien ja talotehtaiden oma elementtituotanto kattaa karkeasti yli puolet kokonaismarkkinasta matalissa rakennuksissa. Ulkomaista kilpailua yhtiö ei käytännössä kohtaa, sillä elementtejä on kallista ja vaikeaa kuljettaa pitkiä matkoja. Merkittävimpiä suoria kilpailijoita ovat arviomme mukaan SP-Elementit sekä uudempi tulokas NECO-elements. Kerabit on ollut relevantti haastaja lämpimissä katoissa, mutta yhtiö tiedotti lopettavansa puisten kattoelementtien valmistuksen Ylistarolla. Aiemmin markkinalla ovat poistuneet muun muassa konkurssiin ajautunut Sikla-Elementit sekä itse elementtinsä valmistaneita talotehtaita, esimerkiksi Jukka-talot. Poistuma tukee jäljelle jäävien toimijoiden käyttöasteita ja markkinaosuuksia etenkin markkinan palautuessa.

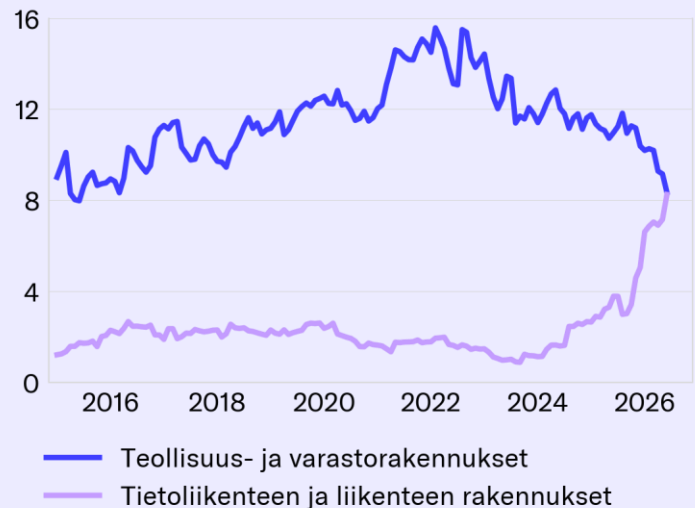
RT:n asuntoaloitusennusteet vs. toteuma

Kpl, RT:n puolivuositteiset ennusteet 2020-2026



Hallien ja datakeskusten rakennusluvut

Milj. m³, 12 kk liukuva summa, 1/2015-6/2026



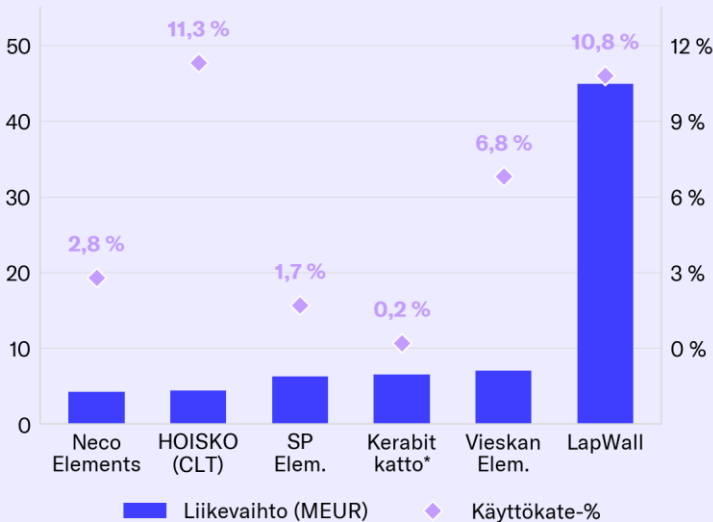
Markkinat ja kilpailu 4/4

LapWallin kannattavuus on toimialaan verrattuna korkea

Suomalaisten puuelementtivalmistajien kannattavuus on arviomme mukaan kokonaisuutena keskiarvoisesti vaisu. Suorat kilpailijat näyttävät tilinpäätöstensä perusteella tekevän niukasti positiivista tulosta. Massiivipuuelementtejä tekevä Hoisko ylsi viimeisimmällä tilikaudella edellisiä tilikausia korkeammalle kannattavuustasolle, mikä käytännössä vastaa LapWallin käyttökate-%:a. Eroavan teknologian vuoksi Hoisko ei vaikuta olevan puhdasverinen kilpailija muille puuelementtivalmistajille, mutta toimija kuitenkin osoittaa, että rajatulla puutuotetarjoomalla on mahdollista saavuttaa tyydyttävä kannattavuus myös matalammilla tuotantomäärillä. Arviomme mukaan suorat kilpailijat ovat kokoluokkansa ja kannattavuutensa valossa liian pieniä panostamaan tehokkuuden vaatimaan automaatioon ja suunnitteluosaamiseen, eivätkä ne ole uskottavia kumppaneita suurissa ja vaativissa projekteissa, mitä LapWallin datakeskusreferenssit omalta osaltaan alleviivaavat. Pidämme LapWallin kilpailuasemaa markkinajohtajuuden, investointikyvyn ja Pyhännän tuoman kustannuskilpailukyvyn perusteella erittäin hyvänä, ja vahvimmalle pelurille konsolidoituva kenttä voi ajan mittaan tarjota myös yritysjärjestelymahdollisuuksia, joskaan järjestelyiden teollinen logiikka ei kaikissa tapauksissa ole mielestämme vesitiivis.

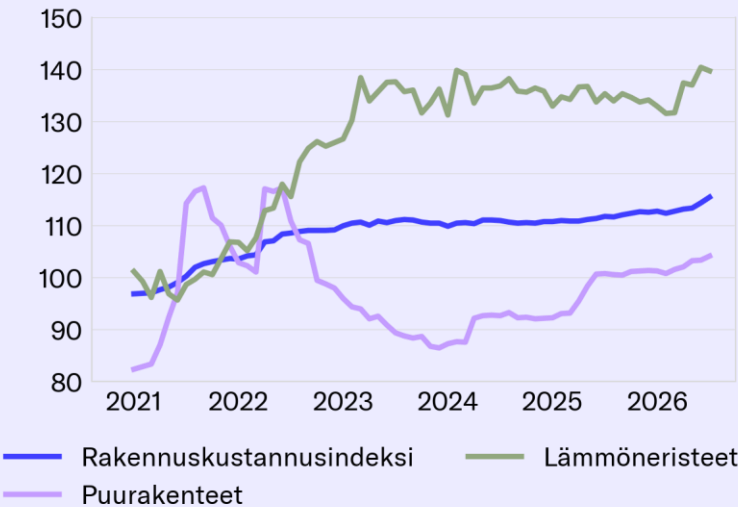
Verrokkien liikevaihto ja kannattavuus

Viimeisin raportoitu tilikausi, MEUR ja käyttökate-%



Puun ja eristeiden kustannuskehitys

Rakennuskustannusindeksi 2021=100, 1/2021-7/2026



Lähde: verrokkien tilinpäätökset (Finder, Proff, Taloustutka), Tilastokeskus (StatFin), LapWall, Inderes. Viimeisin saatavilla oleva tilikausi vaihtelee yhtiöittäin. Neco Elements 7/2024-6/2025, SP Elementit 6/2024-5/2025, Kerabit Kattoelementit 1-12/2024, HOISKO (CLT Finland Oy), Vieskan Elementti ja LapWall 1-12/2025. *Kerabit sulki Ylistaron kattoelementtitehtaan keväällä 2026.

Taloudellinen tilanne

Tase kantaa valmiin suurinvestoinnin

LapWallin taseen loppusumma oli kesäkuun 2026 lopussa noin 43 MEUR, ja tase on Pyhännän tehdasinvestoinnin aikana kasvanut yli puolella. Varojen selvästi suurin erä on aineellinen käyttöomaisuus, jota taseessa oli 25,3 MEUR. Noin 20 MEUR:n kokonaisinvestoinnin kustannusperusteinen valmiusaste oli kesäkuun lopussa noin 95 %, joten investointi on taseessa jo käytännössä kokonaan, eikä tase arviomme mukaan kasva tästä ilman uusia merkittäviä investointipäätöksiä. Aineetonta omaisuutta taseessa oli 4,4 MEUR, josta 3,5 MEUR oli FAS-kirjanpidossa poistettavaa konserniliikearvoa. Liikearvo sulaa tuloslaskelman kautta kuluvana vuonna noin 0,9 MEUR:n ja vuodesta 2027 eteenpäin arviomme mukaan noin 0,5 MEUR:n vuositahtia, eikä poistolla ole kassavirtavaikutusta. Käyttöpääomaeristä myyntisaamiset olivat 4,0 MEUR ja varasto 2,3 MEUR, ja kassassa oli 3,3 MEUR. Taseen paino on siirtynyt investoinnin myötä selvästi kiinteään omaisuuteen, ja pysyvästi korkeampi pääomaintensiteetti nostaa rimaa pääoman tuotolle tulevina vuosina.

Velkaantuminen taittui vuodenvaihteen huipusta

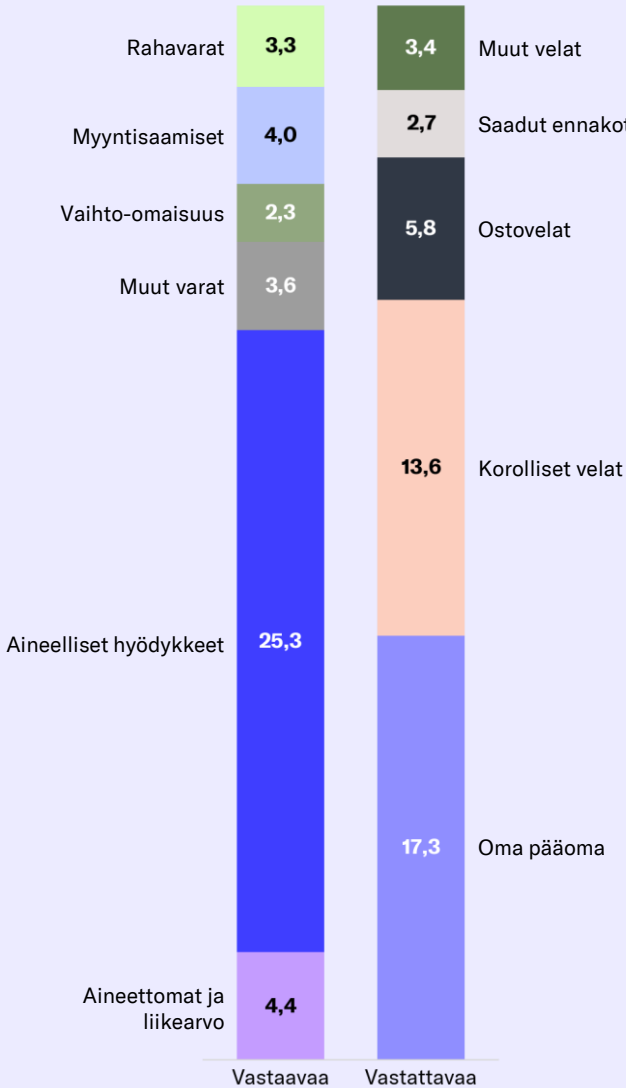
Vastattavien puolella oma pääoma oli kesäkuun lopussa 17,3 MEUR ja korollinen velka 13,6 MEUR, kun investoinnin velkarahoitus on kokonaisuudessaan nostettu. Velkaantuminen saavutti arviomme mukaan huippunsa vuodenvaihteessa, sillä pankkilainojen lyhennykset alkoivat marraskuussa 2025 ja alkuvuonna korollinen velka supistui niiden myötä noin 0,7 MEUR:lla. Rahoitusrakennetta myös jäsenneltiin, kun 3,5 MEUR:n luottolimiitti muutettiin katsauskaudella pidempiaikaiseksi pankkilainaksi.

Nettovelka oli kesäkuun lopussa 10,3 MEUR, omavaraisuusaste 43,0 % ja nettovelkaantumisaste 60,0 %. Taloudellinen asema on mielestämme edelleen hallittu, mutta liikkumavara on olennaisesti kapeampi kuin ennen investointia, jolloin yhtiö operoi nettokassalla. Rahoitussopimusten kovenantit täyttivät tilinpäätöksessä 2025, eivätkä tunnusluvut ole alkuvuonna oleellisesti muuttuneet, joten kovenanttiriski on arviomme mukaan käytännössä olematon. Investointiin liittyvästä noin 5 MEUR:n julkisesta tuesta on käsityksemme mukaan vielä saamatta noin 2,7-2,8 MEUR, jotka maksetaan vuoden 2026 jälkipuoliskolla ja alkuvuonna 2027.

Rahavirta kääntyi selvästi positiiviseksi

Investointivaiheen rasittama rahavirta kääntyi alkuvuonna 2026 selvästi, kun liiketoiminnan rahavirta oli H1'26:lla 4,6 MEUR vertailukauden -0,1 MEUR:n sijaan. Käännettä ajoivat parantunut tulos sekä lyhytaikaisten korottomien velkojen 3,1 MEUR:n kasvu, joka tuli ostoveloista ja etenkin saaduista ennakoista. Ennakot ovat moninkertaistuneet vuodenvaihteesta todennäköisesti suurten hankkeiden etupainotteisten maksuehtojen myötä. Valmistavan teollisuuden yhtiöksi käyttöpääomaprofiili on siten edelleen poikkeuksellisen kevyt, eikä suurhankkeiden kasvava osuus ole arviomme mukaan muuttamassa sitä raskaammaksi. Investointien rahavirta keveni -2,9 MEUR:oon ja sisälsi 0,5 MEUR saatua investointitukea. Ennätystilauuskannan, keventyvän investointiohjelman ja alkaneiden lainanlyhennysten yhdistelmä luo mielestämme edellytykset velkaantumisen asteittaiselle taittumiselle.

Tase 30.6.2026
Vastaavaa ja vastattavaa, MEUR



Ennusteet 1/4

LapWallin ennustemalli

LapWallin ennustemallimme rakentuu liikevaihdon, operatiivisen kustannusrakenteen, poistojen, rahoituskulujen ennusteista sekä taseen puolella käyttöpääoman, investointien, nettovelan ja osinkojen ennusteista. Kuten yleensä, ylivoimaisesti tärkein ennustemuuttuja on liikevaihto. Tämän jälkeen rakennamme operatiivisen kustannusrakenteen ennusteet sekä poistojen ja rahoituskulujen ennusteet. Näiden lopputulemana muodostuu tulosennusteemme ennustejaksolle (2026–2035). Tuloslaskelman ulkopuolella mallinamme investointeja sekä käyttöpääoman kehitystä, jotka yhdessä tuloslaskelman osoittaman operatiivisen rahavirran kanssa määrittävät nettovelan kehityksen, rahoituskulut sekä poistot. Osinkojen ennusteemme perustuvat osakekohtaisen tuloksen sekä nettovelan kehitykseen.

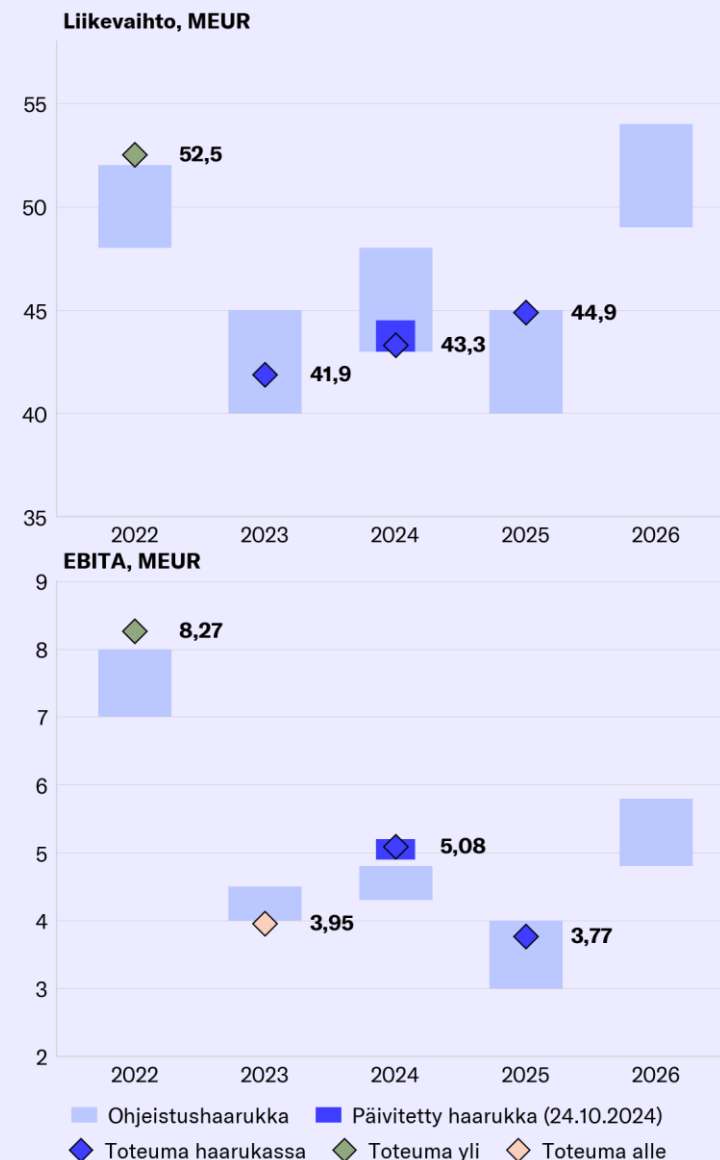
Tilaukanta on keskeinen lyhyen päänn ennustemuuttuja

Odotamme liikevaihdon kasvavan H2'26:lla 11 % (v/v) 29 MEUR:oon. Liikevaihtoa ajaa ennusteessamme etenkin H1'26:n päättänyt lähelle ennätystasoa noussut 25,4 MEUR:n tilaukanta (+26 % v/v). Liikevaihdon kasvu jää ennusteessamme tilaukannan kasvua matalammaksi, sillä yhtiön johto kommentoi H1'26-webcastissa tilaukannasta 10 % ajoittuvan vuoden 2027 alkuun, minkä myötä tulkitsemme kannan olevan vertailukautta pidempi. Ennusteessamme koko vuoden liikevaihto asettuu 52,3 MEUR:oon, mikä on hieman yhtiön 49–54 MEUR:n ohjeistushaarukan keskikohdan yläpuolella. Korkean tilaukannan myötä liikevaihdon ohjeistuksessa on enemmän riskejä ylä- kuin alasuuntaan. Vuonna 2027 ennustamme liikevaihdon kasvavan 15 % 60 MEUR:oon. Odotamme liikevaihdon kasvun lähtevän pirteästi liikkeelle

heti H1'27:lla, sillä H1'26:n päättänyt tilaukanta ylsi poikkeuksellisesti jo vuoden 2027 puolelle ja kaupankäynti vaikutti jatkuneen yhtiön kommenttien valossa pirteänä myös katsauskauden päätyttyä. Viime vuosina laskeneet keskihinnat kääntyvät ennusteessamme liikevaihdon osalta myötätuuleksi, ja yhtiö kommentoi H1'26-webcastissa uusien tilausten hintapisteen kääntyneen kasvuun. Tätä arviomme mukaan osin ajaa toteutunut ja potentiaalinen raaka-aineinflaatio, joten katteisiin emme odota hintojen vaikuttavan täydellä voimalla. Kerabitin poistuminen luo tilaa lämpimien kattoelementtien markkinalla, missä markkinaosuuden voittaminen on mielestämme todennäköistä vuonna 2027. Pyhännän valmistuvan kapasiteetin tuella odotamme myös seinäelementtien sekä kattoelementtijärjestelmien liikevaihdon pysyvän kasvussa, joten tuotekategoriatasolla odotamme kasvun olevan laaja-alaista. Lisäksi odotamme vuodelta 2027 1–2 toimitusta datakeskusprojekteihin. Markkinan tasolla emme odota vuonna 2027 juurikaan tukea pientalorakentamiselta. Rakennuslupatilastot teollisessa rakentamisessa (datakeskusmarkkinan ulkopuolella) ovat kehittyneet kuluvana vuonna vauhdilla, minkä vastapainona julkisten rakennusprojektien luvat ovat olleet merkittävässä kasvussa. Näin ollen rakentamisen markkinanäkymä ei ole ensi vuoteen katsottuna erityisen vahva, ja olemme ottaneet tämän huomioon ennusteessamme. Vuonna 2028 odotamme liikevaihdon kasvun säilyvän pirteänä 12 %:n tasolla. Vuonna 2028 yhtiö pääsee ennusteessamme hyötymään täysimääräisesti Pyhännän täysin ylösajetuista uusista tuotantolinjoista, minkä lisäksi odotamme hinnoittelusta edelleen lievää tukea suhteessa viime vuosina huomattavasti laskeneisiin yksikköhintoihin. Vuonna 2028 odotamme myös markkinan tasolla pientalorakentamisen virkoavan matalalta tasoltaan, mikä odotuksissamme tukee seinäelementtien kysyntää.

LapWallin ohjeistukset

Ohjeistukset ja toteumat 2022–2026



Ennusteet 2/4

Kasvua ennusteessamme tukee myös uusien käyttökohteiden löytyminen elementeille, mistä hiljattaisia näyttöjä on merkittävämmät kattoelementtijärjestelmätoimitukset kerrostalokohteisiin. Uuden tuotantolinjan mahdollistama aiempaa suurempi seinäelementti avaa lisäksi mahdollisuuksia hallimaisessa rakentamisessa. Odotamme LapWallin kasvun jatkuvan vuosina 2029–2032 8–4 %:n vuositahdilla. Datakeskusrakentamisen tuomasta piristysruiskeesta huolimatta rakentamisen kokonaisaktiiviteetti on nykyisellään vielä arviomme mukaan pitkän ajan trendikasvua matalammalla, ja palautuminen tavallisempaan suhdanteeseen tukee ennusteessamme liikevaihdon kehitystä vuosikymmenen vaihteen yli. Samalla odotamme LapWallin kasvavan lievästi kokonaismarkkinaa nopeammin uuden tuotantolaitoksen ja tuotteiden uusien käyttökohteiden tukemana. Vuonna 2030 odotamme liikevaihdon yltävän 78 MEUR:oon, mikä jää selvästi yhtiön 100 MEUR:n liikevaihtotavoitteesta. Ennusteen saavuttaminen vastaisi noin 50 %:n kokonaiskasvua suhteessa ennustamamme vuoden 2026 tasoon, joten ennusteidemme mukaistakin kehityskulkua voisi mielestämme pitää erinomaisena suorituksena, riippuen tietysti saavutettavasta tulostasosta. 2030-vuosikymmenen loppua kohti odotamme kasvun tasaantuvan noin arvioimallemme Suomen nimellisen talouskasvun tasolle 2,5 %:iin. Mikäli yhtiö säilyttää kykynsä luoda rakennussektorille uusia tuotteita ja tapoja toimia, on kasvulla mielestämme pitkällä aikavälillä edellytykset ylittää ennusteemme, mikä pääomatehokkuus ja kannattavuus huomioiden olisi suotuisa skenaario osakkeenomistajien kannalta. Pitkän aikavälin ennusteitamme emme kuitenkaan

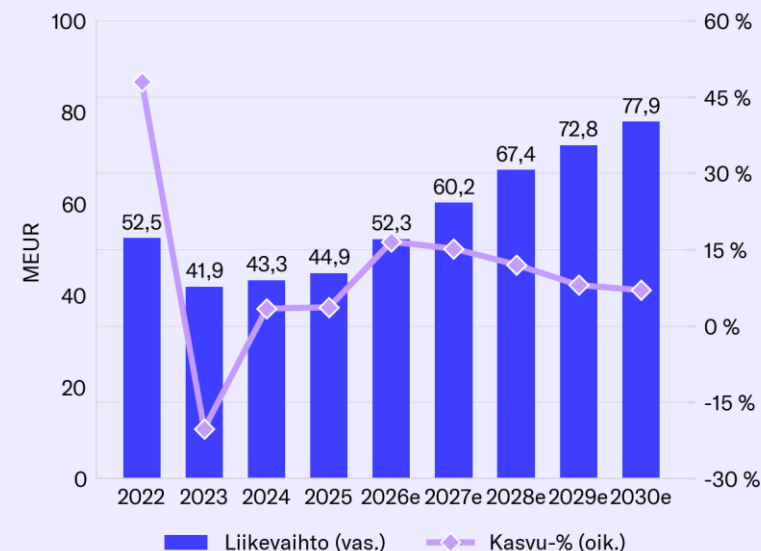
rakenna tämän oletuksen varaan, vaan odotamme yhtiön lopulta saavuttavan elinkaarensa kypsän vaiheen, jolloin kasvu tasaantuu kohdemarkkinan tasolle.

Odotamme myyntikatteen negatiivisen trendin taittuvan

Heikentynyt kysyntä ja kokonaisuutena kiristynyt kilpailutilanne painoivat arviomme mukaan elementtien markkinahintoja viime vuosina. Samaan aikaan nousseet raaka-ainekulut painoivat myyntikate-%:a toisesta suunnasta. Näiden seurauksena myyntikate-% laski vuosien 2021–2023 42–45 %:n tasosta 37,0 %:iin vuoteen 2025 mennessä, kun keskihinnat laskivat selvästi ja raaka-ainekulujen osuus liikevaihdosta nousi yli 3 %-yksikköä. H1'26:lla negatiivinen trendi kuitenkin katkaistiin ja yhtiö kommentoi tilauskannan hintapisteen pysyneen nousussa. Odotamme H2'26:lle alkuvuotta parempaa vajaan 39 %:n myyntikatetta. Nousua tukevat uusiin tilauksiin tehdyt hinnankorotukset, lämpimän katon volyymin palautuminen kahteen vuoroon ja osavalmistusrakenteen käynnistyminen, jonka yhtiö odottaa laskevan materiaalihukkaa. Alkuvuoteen nähden parannusta helpottaa se, että Q2'26:lla toimitetut kohteet oli myyty käsityksemme mukaan 4–6 kuukautta aiemmin nykyistä heikompaan markkinaan. Vuonna 2027 odotamme myyntikatteen nousevan 39,4 %:iin, kun hinnankorotukset ovat voimassa, ja vuoteen 2029 mennessä 40 %:iin, mikä on hieman vuoden 2024 alapuolella. Odotamme hintavaikutuksen tukevan katetta lyhyemmällä aikavälillä, kun taas pidemmällä aikavälillä omakustannushinnan lasku tukee tulostasoa volyymin noustessa. Korkeampien hintojen vaikutusta katteisiin rajaa kuluvan vuoden aikana päätään nostanut raaka-aineiden kustannusinflaatio.

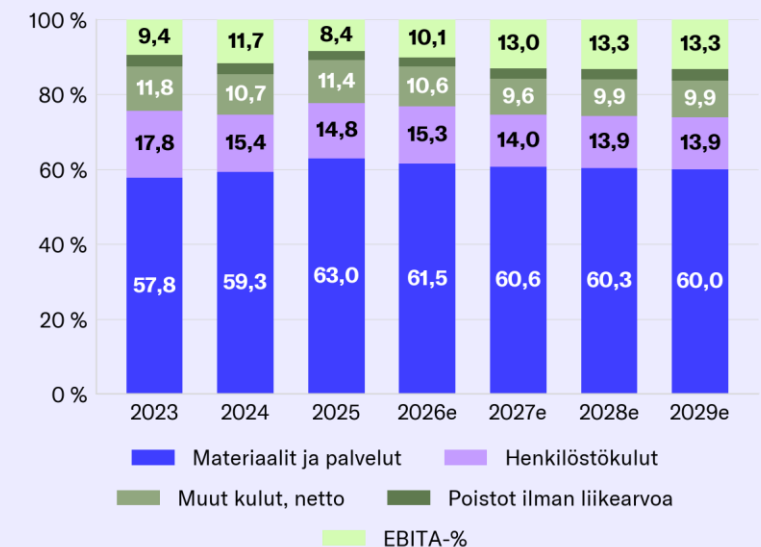
Liikevaihdon ennuste

Liikevaihto (MEUR) ja kasvu-% 2022–2030e



Kustannusrakenteen ennuste

Osuus liikevaihdosta 2023–2029e



Ennusteet 3/4

Tuotantomäärä voi kasvaa henkilöstökuluja nopeammin

Henkilöstökulut olivat vuonna 2025 6,6 MEUR (14,8 % liikevaihdosta). H2'26:lla odotamme niiden nousevan 4,2 MEUR:oon (H1'26: 3,8), kun Pälkäne ja Veteli siirtyvät kahteen vuoroon ja Pyhännän linjojen miehitystä kasvatetaan. Odotamme muiden kulujen olevan H2'26:lla historiaan nähden koholla 3,3 MEUR:ssa (11,4 % liikevaihdosta), sillä uusien tuotantolinjojen ylösajo aiheuttanee lieviä epätehoja. Henkilöstömäärän odotamme nousevan 143:sta noin 150:een vuonna 2027 ja 165:een vuonna 2028, kun uudet linjat siirtyvät kahteen vuoroon, ja keskipalkan nousevan 2 % vuodessa. Näillä oletuksilla henkilöstökulut kasvavat 8,0 MEUR:oon vuonna 2026 ja 10,1 MEUR:oon vuonna 2029, mutta niiden osuus liikevaihdosta laskee 15,3 %:sta 13,9 %:iin. Tällä rivillä näkyy omakustannushinnan laskun osa, joka syntyy oman henkilöstön tuottavuudesta. Tämä juontaa juurensa yhtiön johdon tavoittelemasta tuotantolinjan tahtiajan nopeutumisesta. Liikevaihto henkilöä kohti nousee ennusteessamme 0,35 MEUR:sta (2025) 0,44 MEUR:oon vuonna 2029, mikä on noin 5 % yli vuoden 2022 huipputasoon. Liiketoiminnan muut kulut olivat vuonna 2025 5,3 MEUR (11,7 %), ja ennustamme niiden asettuvan vuodesta 2027 alkaen 10 %:iin liikevaihdosta, kun uuden tuotantolinjan akuutit käynnistyskulut poistuvat. Operatiivinen kulupohja (OPEX: henkilöstökulut ja muut kulut yhteensä) laskee ennusteessamme 26,5 %:sta 23,9 %:iin liikevaihdosta vuoteen 2029 mennessä. Yhtiö odottaa itse kiinteiden kulujen, poistojen ja rahoituskulujen osuuden valmistettua neliötä kohti laskevan voimakkaasti volyymin kasvaessa, mitä pidämme uskottavana lähtökohtana. Kuten aiemmin todettua, vuosikymmenen lopulla siintävien

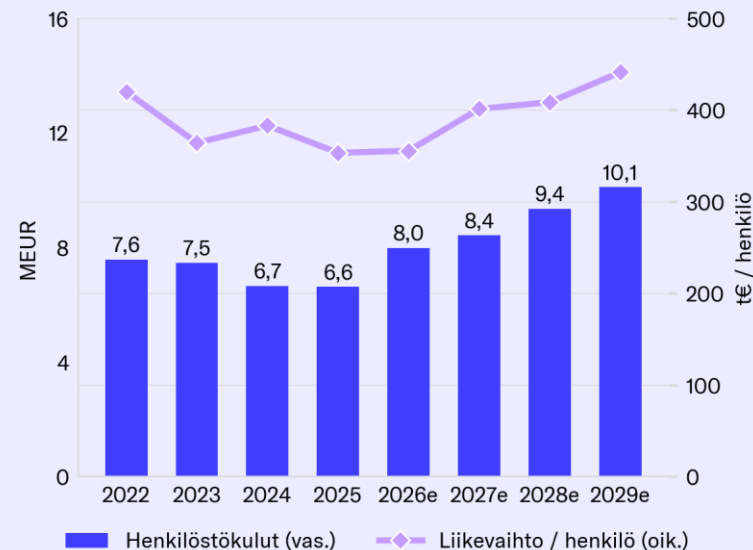
taloudellisten tavoitteiden saavuttaminen vaatii kuitenkin kapasiteetin myymistä korkealle käyttöasteelle sekä korkean käyttöasteen ylläpitoa, minkä saavuttaminen ilman rakentamisen syklin selvää paranemista on arviomme mukaan vaikeaa. Odotamme nykyisellään kannattavuuden skaalautumisen olevan jonkin verran yhtiön odotuksia maltillisempaa (EBITA-% 2025: 8,4 % vs 2030e: 13,9 % vs taloudellinen tavoite 15–20 %). Osan tästä selittää yhtiön tavoitetta varovaisempi lähestyminen vuoden 2030 liikevaihdon ja tuotantovolyymin ennusteeseen, mikä on oleellinen parametri EBITA-marginaalin kannalta. Nykyennusteella pääoman tuotot ovat vuosikymmenen vaihteessa pörssin mittakaavassa korkealla tasolla (ROIC 2030e ~27 %), mitä heijastellen ennusteitamme ei voi myöskään pitää erityisen konservatiivisina. LapWallin viime vuosien näytöt kannattavuuden säilyttämisestä kuitenkin puoltavat keskimääristä selvästi korkeampien kannattavuustasojen ennustamista suhdanteen normalisoituessa ja uuden kapasiteetin käyttöönoton edetessä.

Tavoitetasot vaativat korkeaa tuotannon käyttöastetta

Yhtiö rakentaa 15–20 %:n EBITA-tavoitteensa kolmen tekijän varaan, jotka ovat tuote- ja ratkaisuvaihtojen vakiointi, volyymin nosto onnistuneen myynnin tukemana sekä omakustannushinnan lasku. Johto on kommentoinut uuden tehtaan laskevan kokoonpanokustannuksen neliötä kohti jopa puoleen, mikä on kuitenkin alisteinen volyymin kasvulle. Ennusteemme on kuitenkin yhtiön polkua varovaisempi. Historiaan peilattuna vuosien 2021–2022 katetasoa pidämme kestävästä tasosta korkeampana, emmekä pidä paluuta sinne perusskenaariona.

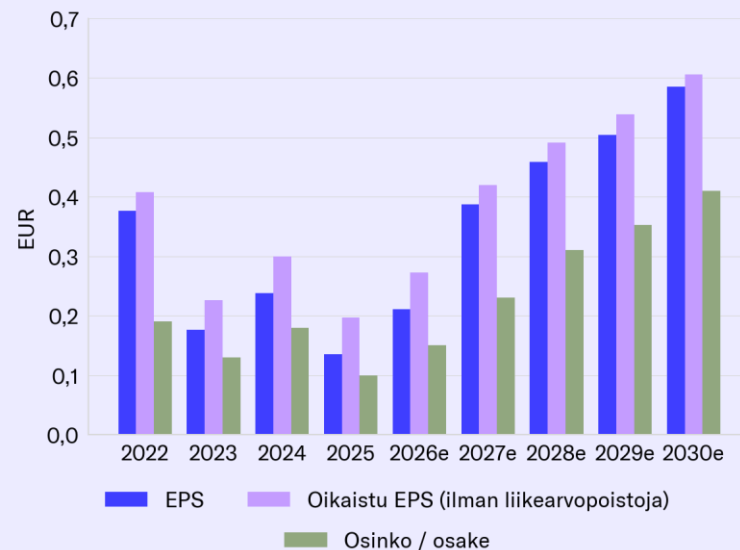
Henkilöstökulut ja tuottavuus

MEUR ja t€ / henkilö 2022–2029e



Osakekohtainen tulos ja osinko

EPS, oikaistu EPS ja osinko (EUR) 2022–2030e



Ennusteet 4/4

Toiseksi täyden omakustannushyödyn saavuttaminen vaatii arviomme mukaan pysyvää korkeaa tuotantolinjojen käyttöastetta, mikä syklisessä kysyntäympäristössä on vaativa tavoite, joten odotamme yhtiöltä lisänäyttöjä ennen paremman kannattavuusskenaarion sisällyttämistä ennusteisiimme.

Poistot ja rahoituskulut pysyvät maltillisina

Poistot (ilman liikearvopoistoja) olivat vuonna 2025 1,1 MEUR. Pyhännän noin 20 MEUR:n investoinnista huolimatta odotamme poistojen nousevan vain 1,3 MEUR:oon vuonna 2026, 1,7–1,8 MEUR:oon vuosina 2027–2028 ja 2,5 MEUR:oon vuonna 2030. Kuluvan vuoden vain lievä poistojen nousu selittyy käsityksemme mukaan sillä, että poistot alkavat juosta kirjanpidossa jonkin verran todellista käyttöönottoa myöhemmin. Uuden linjan poistotahti on myös ymmärriksemme mukaan aiempia linjoja hitaampi perustuen yhtiön arvioon tehtaan taloudellisesta käyttäytymisestä. Liikearvopoistot pienenevät helmikuussa 2027, kun Pälkäneen kaupan liikearvo on poistettu loppuun, noin 0,9 MEUR:sta noin 0,5 MEUR:n vuositasolle ja edelleen 0,3 MEUR:oon vuosikymmenen vaihteessa. Tämä nostaa raportoitua liikevoittoa ja osakekohtaista tulosta ilman operatiivista muutosta, minkä vuoksi seuraamme kannattavuutta EBITA-tasolla.

Korollinen velka oli H1'26:n lopussa 13,6 MEUR ja nettovelka 10,3 MEUR, mutta tuloslaskelman rahoituserät ovat olleet nollassa, sillä rakennusaikaiset korot on käsityksemme mukaan aktivoitu investointiin. Odotamme nettorahoituskulujen olevan -0,4 MEUR vuonna 2027 ja pienenevän tästä eteenpäin velkamäärän mukana. Veroasteena käytämme vuodesta 2027 eteenpäin Suomen yhteisöveron mukaista 18 %:n tasoa.

Investointien hidastuminen tukee rahavirtaa

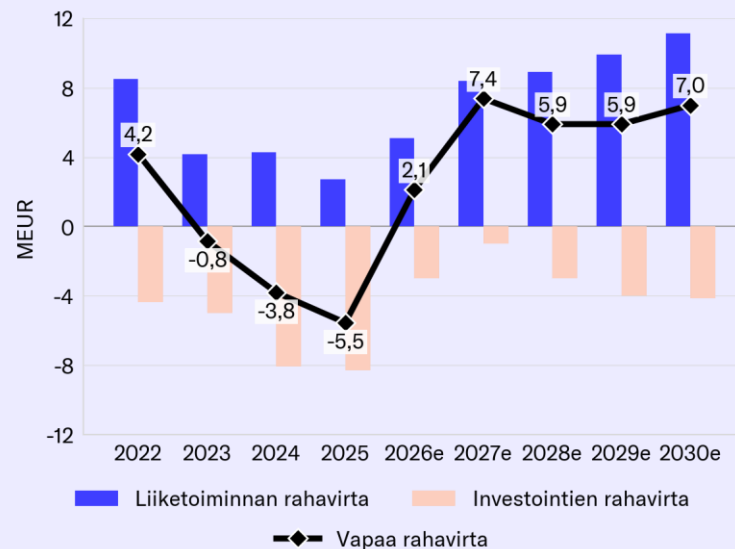
Odotamme vapaan rahavirran (FCFF) nousevan 2,1 MEUR:sta vuonna 2026 7,4 MEUR:oon vuonna 2027 ja asettuvan 6–7 MEUR:n tasolle vuosina 2028–2030. Nettovelka oli kesäkuun lopussa 10,3 MEUR, ja ennusteessamme se laskee vuoden 2026 lopun 10,5 MEUR:sta 5,6 MEUR:oon vuonna 2027 ja 3,2 MEUR:oon vuonna 2028. LapWallin osinkopolitiikka on jakaa 50–75 % tilikauden tuloksesta rahoitusasema huomioiden, ja yhtiö on maksanut haarukan ylälaidan mukaista osinkoa myös investointivaiheen läpi. Ennustamme tilikaudelta 2026 0,15 EUR:n osinkoa (71 % tuloksesta), vuodelta 2027 0,23 EUR ja vuodelta 2028 0,31 EUR, jolloin jakosuhte on 60–67 %. Pidämme jakosuhteen vielä haarukan ylälaidan alapuolella, koska investointilainojen lyhennykset ovat 3–4 MEUR vuodessa ja avustusten viimeiset erät ajoittuvat vasta vuodelle 2027. Vuodesta 2029 mallinamme 70 %:n jakosuhdetta.

Ennusteriskit ovat mielestämme kohtuullisella tasolla

Lyhyellä aikavälillä merkittävimmät ennusteriskit liittyvät myynnin onnistumiseen ja kysynnän kehitykseen. Nähdäksemme LapWallin tuotantopuoli on hyvässä kunnossa ja tuloksen tekoa rajoittaa tuotantovolyymin ja liikevaihdon kehitys. Tämän osalta lyhyen aikavälin tärkeitä virstanpylväitä olisivat kuumana käyvästä datakeskusmarkkinasta lisätalauksen voittaminen, asuntorakentamisen ja muun rakentamisen aktiviteetin palautuminen. Kuten yleensä, ennustetarkkuus heikkenee huomattavasti ennusteperiodin loppua kohti. Pidemmällä aikavälillä liiketoiminnoille yleisesti keskeinen riski on sen kestävyys uusia kilpailijoita ja teknologioita vastaan.

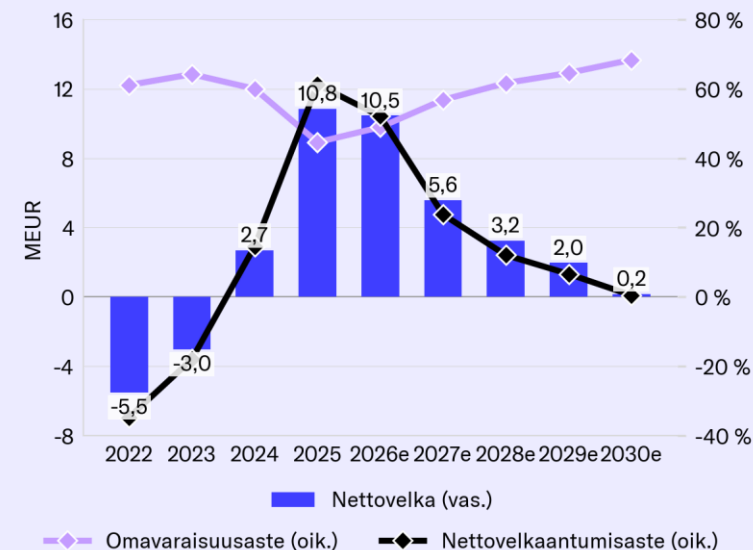
Rahavirran ennuste

MEUR 2022–2030e



Taseen ennuste

MEUR ja % omasta pääomasta 2022–2030e



Ennustemuutokset

Arviomme mukaan LapWall on näiltä osin keskimääräistä yhtiötä paremmissa asemissa, sillä pidemmällä aikavälillä rakentamisen arvoketjussa arvioimme teknologian aiheuttamien muutoksien olevan verrattain hitaita, ja LapWall on ollut osaltaan ajamassa muutosta uusien toimintamallien käyttöönotossa. Yhtiöllä alkaa olla myös näyttöjä olemassa olevien prosessien parantamisesta sekä uusien tuotteiden ja toimintamallien kaupallisesti onnistuneesta ylösajosta. Yhtiöllä on siis nykyisellään arviomme mukaan hyvät asemat pärjätä toimialan kilpailussa. Keskeiset riskit pitkällä aikavälillä näiden tekijöiden osalta liittyvät arviomme mukaan nykyjohton sekä toimihenkilöiden vaihtumiseen, jolloin yhtiön nykyisen vahvan toimintakulttuurin sekä henkilöstöomistajuuden tuomat vahvuudet tulevat olemaan puntarissa.

Ennusteissa vain pientä viilausta

Tarkistimme lähivuosien liikevaihtoennusteitamme lievästi alaspäin. Madalsimme odotuksiamme kausiluonteisesti hiljaisempien H1-kausien suhteen, kun taas lähivuosien

jälkipuoliskoilta odotamme historiaan nähden korkeita liikevaihtolukuja.

Tarkistimme lähivuosille myyntikate-%:n ennusteitamme lievästi ylös (0,5–1 %-yksikköä), sillä aiemmat ennusteemme olivat uudelleentarkastelun valossa mielestämme varovaisen puoleiset. Kattopuolen kilpailutilanne on yhtiön kommenttien mukaan helpottanut, ja yhtiö on arvioinut uuden tuotantolinjan laskevan kokoonpanokustannuksia, kuten aiemmin kuvasimme. Yhteensä käyttökate-ennusteemme nousivat vuosille 2026–2028 1–2 % ja oikaistun liikevoiton ennusteemme vuosille 2026–2027 2–3 %, kun taas vuoden 2028 ennuste säilyi ennallaan. Rahoituskulujen ennusteemme säilyivät kuluvalle vuodelle ennallaan, mutta nostimme niitä lievästi vuosille 2027–2028, vaikka odotammekin lainamäärän lyhenevän nopeaan tahtiin tukimaksujen myötävaikutuksella. Oikaistun osakekohtaisen tuloksen ennusteemme nousivat kuluvalle vuodelle 3 % ja vuodelle 2027 noin 1 %, kun taas vuoden 2028 ennuste laski noin 1 %.

Nostimme kuluvan vuoden investointiennusteeemme 3,0 MEUR:oon (aik. 1,7 MEUR) H1:n toteuman ja Pyhännän investoinnin loppuerien myötä ja laskimme vuoden 2027 ennusteemme 1,0 MEUR:oon, koska ennusteissamme investoinneista netottuvat tuen viimeiset erät (1,3 MEUR) ajoittuvat vuodelle 2027. Tarkistimme myös pidemmän aikavälin investointien ennusteitamme ylöspäin. Nettovelka lyhenee mallissamme hieman aiempaa hitaammin, mutta velkamäärä on ennusteissamme täysin hallinnassa (2026e nettovelka/käyttökate 1,6x). Nostimme lähivuosien osinkoennusteitamme lievästi, vuodelta 2027 0,23 EUR:oon (aik. 0,21 EUR) ja vuodelta 2028 0,31 EUR:oon (aik. 0,30 EUR), sillä rahavirran kehittyessä odottamallamme uralla velkaisuus laskee nopeasti ja taseessa on liikkumavaraa voitonjaon suhteen. Uudet investointihankkeet voisivat tuoda laskupainetta osinkoennusteisiin, mutta yhtiön näyttöjen valossa suhtaudumme mahdollisiin tuleviin investointeihin lähtökohtaisesti myönteisesti.

Ennustemuutokset	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos	2028e	2028e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	52,3	52,3	0 %	61,7	60,2	-2 %	67,9	67,4	-1 %
Käyttökate	6,5	6,6	2 %	9,4	9,5	2 %	10,7	10,8	1 %
EBITA	5,2	5,3	2 %	7,7	7,8	3 %	9,0	9,0	0 %
Liikevoitto	4,3	4,4	3 %	7,2	7,4	3 %	8,5	8,5	0 %
Tulos ennen veroja	3,9	4,1	3 %	6,9	7,0	1 %	8,3	8,2	-1 %
EPS (oikaistu)	0,26	0,27	3 %	0,42	0,42	1 %	0,49	0,49	-1 %
Osakekohtainen osinko	0,15	0,15	0 %	0,21	0,23	10 %	0,30	0,31	3 %

Lähde: Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	2024	2025	Q1'26	Q2'26	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihto	41,9	43,3	44,9	11,0	12,3	14,5	14,5	52,3	60,2	67,4	72,8
Käyttökate	5,3	6,4	4,9	1,3	1,3	1,9	2,1	6,6	9,5	10,8	11,8
Poistot ja arvonalennukset	-2,0	-2,2	-2,0	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-2,2	-2,2	-2,3	-2,6
EBITA	4,0	5,1	3,8	1,0	1,0	1,6	1,7	5,3	7,8	9,0	9,7
Liikevoitto	3,2	4,2	2,9	0,8	0,7	1,3	1,5	4,4	7,4	8,5	9,2
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,3	-0,4	-0,3	-0,2
Tulos ennen veroja	3,2	4,2	2,9	0,8	0,7	1,2	1,3	4,1	7,0	8,2	9,0
Verot	-0,6	-0,7	-0,9	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-1,0	-1,3	-1,6	-1,7
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	2,6	3,5	2,0	0,5	0,5	1,0	1,1	3,1	5,6	6,7	7,3
EPS (oikaistu)	0,23	0,30	0,20	0,05	0,05	0,08	0,09	0,27	0,42	0,49	0,54
EPS (raportoitu)	0,18	0,24	0,14	0,04	0,03	0,07	0,08	0,21	0,39	0,46	0,50

Tunnusluvut	2023	2024	2025	Q1'26	Q2'26	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihdon kasvu-%	-20,2 %	3,4 %	3,6 %	20,5 %	27,2 %	14,1 %	8,3 %	16,5 %	15,2 %	12,0 %	8,0 %
EBITA:n kasvu-%		28,7 %	-25,9 %	77,5 %	82,8 %	14,3 %	33,4 %	40,3 %	48,5 %	14,2 %	8,3 %
Käyttökate-%	12,6 %	14,7 %	10,8 %	12,1 %	10,3 %	13,2 %	14,3 %	12,6 %	15,9 %	16,0 %	16,3 %
EBITA-%	9,4 %	11,7 %	8,4 %	9,5 %	7,9 %	10,8 %	11,8 %	10,1 %	13,0 %	13,3 %	13,3 %
Nettotulos-%	6,1 %	8,0 %	4,4 %	4,9 %	3,8 %	6,6 %	7,7 %	5,9 %	9,3 %	9,9 %	10,1 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Pysyvät vastaavat	20,9	27,7	28,5	27,3	28,0
Liikearvo	4,8	3,9	3,0	2,6	2,1
Aineettomat hyödykkeet	0,5	0,7	0,7	0,7	0,7
Käyttöomaisuus	15,5	23,0	24,7	24,0	25,2
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	10,7	12,6	12,5	14,1	15,5
Vaihto-omaisuus	3,5	2,3	3,1	3,3	3,7
Muut lyhytaikaiset varat	1,5	2,3	2,3	2,3	2,3
Myyntisaamiset	2,1	4,5	4,4	4,8	5,4
Likvidit varat	3,7	3,6	2,6	3,6	4,0
Taseen loppusumma	31,7	40,3	41,0	41,4	43,5

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Oma pääoma	18,7	18,4	20,1	23,5	26,8
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	6,6	6,4	8,0	11,4	14,7
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	5,8	9,0	6,4	4,0	2,2
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	5,8	9,0	6,4	4,0	2,2
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	7,2	12,8	14,6	13,9	14,5
Korolliset velat	0,5	5,4	6,7	5,2	5,1
Lyhytaikaiset korottomat velat	3,2	4,8	5,2	6,0	6,7
Muut lyhytaikaiset velat	3,4	2,7	2,7	2,7	2,7
Taseen loppusumma	31,7	40,3	41,0	41,4	43,5

Arvonmääritys 1/4

LapWallin hinnoittelussa ei tarvita sirkustemppuja

LapWallin arvon haarukoimiseen sopii mielestämme useampi metodi. Yhtiön käypää arvoa mittaamme kassavirtamallilla, jota suhteutamme lähivuosien (toteutuneet ja tulevat) arvostuskertoimiin. Käytämme arvostuskertoimia lisäksi verrokkianalyyseissä, vertailussa LapWallin historiallisten kertomien tasoon sekä lyhyemmän aikavälin tuotto-odotusta hahmottavassa kokonaistuottoanalyyseissä. LapWall on tuottanut vuodesta 2021 alkaen joka vuosi operatiivista rahavirtaa, ja kumulatiivisesti yhteensä vajaa 29 MEUR. Näin ollen yhtiön arvostus saa rahavirrasta tukea, vaikka strategia onkin hyvin kasvuhakuinen. LapWallin korkean pääoman tuoton sekä operatiivisen vivun vuoksi muutokset kasvuvauhdin odotuksissa voivat arviomme mukaan aiheuttaa merkittäviä kurssiliikkeitä, mikä on tyypillistä korkean pääoman tuoton omaaville yhtiöille.

LapWallin arvostukseen vaikuttavat tekijät:

Puuelementtien lyhyen ja keskipitkän ajan kasvunäkymä on hyvä. Puuelementtien lähiaikojen kasvupotentiaali on viime vuosien vaisusta kehityksestä huolimatta mielestämme karkeasti rakentamisen kokonaismarkkinan tasolla lähivuosille, jota tukee lyhyellä aikavälillä datakeskusrakentaminen. Pidemmällä aikavälillä arvioimme tehokkuus- ja ympäristösyistä puurakentamisen kasvuedellytykset kokonaismarkkinaa paremmiksi. Lisäksi LapWallilla on edellytyksiä napsia markkinaosuuksia heikommilta kilpailijoilta. Hyvä kasvunäkymä ja kilpailuedut muihin suomalaisiin elementtivalmistajiin nähden tukevat hyväksyttävää arvostusta.

Liiketoiminnan päämatehokkuus on korkealla tasolla. LapWall on yltänyt kuluvalle vuosikymmenellä ensiluokkaisiin

pääoman tuottoihin, sillä yhtiön tuotantolaitokset ja käyttöpääoma ovat vaatineet varsin maltillisia investointeja ja vastaavasti kannattavuus on ollut terveellä tasolla (EBITA-% > 10 %). Vaikka uusi tuotantolaitos tekee taseesta raskaamman, on investoinnilla arviomme mukaan edellytykset yltää selvästi tuottovaadettamme korkeampiin pääoman tuottoihin. Lähivuosien investointitarpeet ovat matalat, minkä myötä liikevaihdon kasvulla on hyvät edellytykset omistaja-arvon luontiin. Tämä tukee hyväksyttävää arvostusta etenkin jos kasvunäkymä vahvistuu.

Puuelementtien marginaaliprofiili on hyvä. LapWallin myyntikatteet ovat melko hyviä, ja parhaat rakennusmateriaalisektorin toimijat ovat osoittaneet pystyvänsä tekemään korkeaa marginaalia, mikä tukee alan yhtiöiden arvostuksia. LapWallin kannattavuudessa on tuotantomäärien noustessa parantamisen varaa viime vuosien tasolta. Siten yhtiön keskipitkän ajan tulokasvunäkymät ovat mielestämme hyvät.

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

LapWall on osa syklistä arvoketjua. Tämä pitää sijoittajan riskit koholla ja rajaa tietyn tyyppisiä sijoittajia ulos yhtiön potentiaalisista sijoittajista.

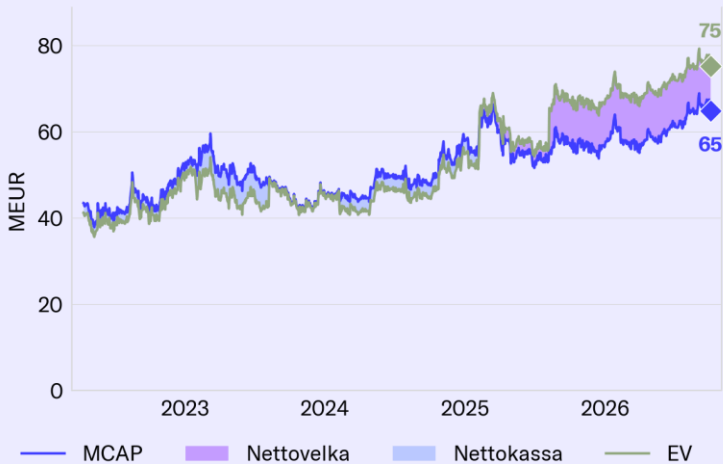
Pitkän ajan kasvuvara Suomessa on rajallinen. Sijoittajat eivät voi nojata hinnoittelussaan puhtaasti lyhyen ja keskipitkän ajan hyvään kasvunäkymään, vaan hidas pitkän ajan markkinakasvun näkymä Suomessa nakertaa hieman osakkeen arvostusta jo nyt.

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	4,46	4,46	4,46
Osakemäärä, milj. kpl	14,5	14,5	14,5
Markkina-arvo	65	65	65
Yritysarvo (EV)	75	70	68
P/E (oik.)	16,4	10,6	9,1
P/E	21,1	11,5	9,7
P/B	3,2	2,8	2,4
P/S	1,2	1,1	1,0
EV/Liikevaihto	1,4	1,2	1,0
EV/EBITDA	11,4	7,4	6,3
EV/EBITA	14,2	9,0	7,6
Osinko/tulos (%)	70,9 %	59,5 %	67,7 %
Osinkotuotto-%	3,4 %	5,2 %	7,0 %

Lähde: Inderes

Yritysarvo ja markkina-arvo

Markkina-arvo, nettovelka ja EV (MEUR) 2022–2026



Arvonmääritys 2/4

Liiketoimintamalli skaalautuu vain hieman ajan myötä. LapWall ei pysty tehtäisiin ja suorittavaan työhön pohjautuvana yhtiönä skaalautumaan tietyn rajan yli. Kannattavuuden ylläpitoa haastaa kysynnän syklinen luonne. Tämä rajoittaa sijoittajien liiketoiminnalle hyväksymää arvostusta.

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

Kassavirtamalli antaa positiivisen merkin

Kassavirtalaskelma viitoittaa laatimiemme ennusteiden mukaisten kassavirtojen arvoa, mahdollistaa yksittäisten ennusteparametrien herkkyyssanalyysit, sekä toimii tarkistuspisteenä hyväksyttävien kertoimien määrittelyssä. Odotamme yhtiön liikevaihdon yltävän 78 MEUR:oon (12 % CAGR) kuluvan vuosikymmenen lopulla ja EBITA-marginaalin yltävän vajaaseen 14 %:iin. Tämä on alle yhtiön tavoittelemien tasojen (100 MEUR & 15–20 % EBITA-%), mutta ennusteidemme mukainen polku olisi kuitenkin papereissamme selkeä onnistuminen. Seuraavalla vuosikymmenellä odotamme liikevaihdon kasvun hidastuvan asteittain Suomen nimellisen BKT-kasvun tasolle (2,5 %) ja EBITA-%:n laskevan lievästi ennustejakson huipputasolta (~14 %), jolloin myös pääoman tuotto tasaantuisi vuosikymmenen vaihteen huipusta, mutta olisi edelleen korkealla yli 20 %:n tasolla. Lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä ennusteemme ovat vaativan puoleiset, kun taas pitkällä aikavälillä keskiarvoistavat parametrit saattavat olla pitkäjänteisesti johdetulle yhtiölle konservatiiviset. Pitkällä aikavälillä mielestämme LapWallissa avainasemissa oleviin kulttuuriin sekä avainhenkilöihin liittyvät riskit kuitenkin korostuvat, mikä perustelee keskiarvoistavia oletuksia.

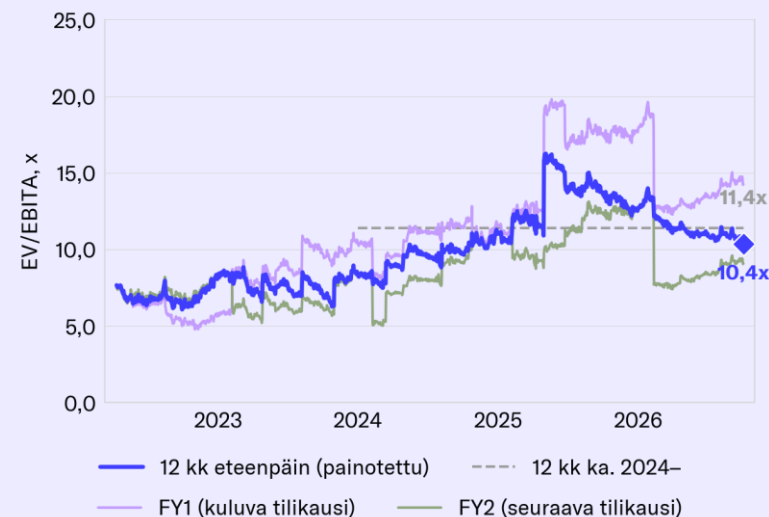
Kassavirtamallin tuottovaateemme on 9,7 %, mikä on lievästi Inderesin seurannan keskiarvon yläpuolella. Tätä perustelee syklinen loppukysyntä sekä hieman keskimääräistä matalampi kokoluokka. Tuottovaateessa on kuitenkin nähdäksemme laskuvaraa uuden tuotantolaitoksen ylösajon edetessä onnistuneesti, sekä vapaan kassavirran vahvistuessa. Kassavirtamallin arvo onkin melko herkkä muutokselle tuottovaateessa, sillä 0,5 %-yksikön muutos tuottovaateessa aiheuttaa noin 8 %:n muutoksen DCF-mallin arvossa.

Ennustejakson (2036->) jälkeinen ”terminaali”-jakso kattaa 52 % kassavirtamallin arvosta, mikä on arviomme mukaan varsin tasapainoinen oletus. 107 MEUR:n terminaaliarvo (46 MEUR diskontattuna nykyhetkeen) vastaa 10,0x EV/EBITA-kerrointa (2036e), mikä on nykykertoimen alapuolella, mikä on myös mallin terminaaliolotusten järkevyyden puolesta puhuva tarkistuspiste.

Ennusteidemme sekä tuottovaateen mukainen kassavirtalaskelman mukainen arvo asettuu 5,2 euroon, mikä viitoittaa 16 %:n nousuvaraa nykykurssiin. Laadimme ennusteidemme lisäksi kassavirtalaskelman taloudellisten tavoitteiden mukaiselle skenaariolle, sekä ennusteitamme vaisummalle skenaariolle hahmottaaksemme mahdollisten eri kehityskulkujen tuottamien kassavirtojen mukaista osakkeen arvoa. Kassavirtamallimme antaa taloudellisten tavoitteiden toteutumisen mukaiselle skenaariolle EBITA-marginaalin alarajalla 7,9 euron arvon ja ylärajalla 10,9 euron arvon. Nämä luvut kuvaavat 78–143 %:n nousuvaraa nykykurssiin. Näin ollen on mielestämme selvää, että kurssiin on nykyisellään hinnoiteltu selvästi taloudellisia tavoitteita vaisumpi skenaario, ja mikäli yhtiö pääsisi edes lähelle tavoitetasojaan kestävästi, olisi osakkeen tuotto-odotus erinomainen.

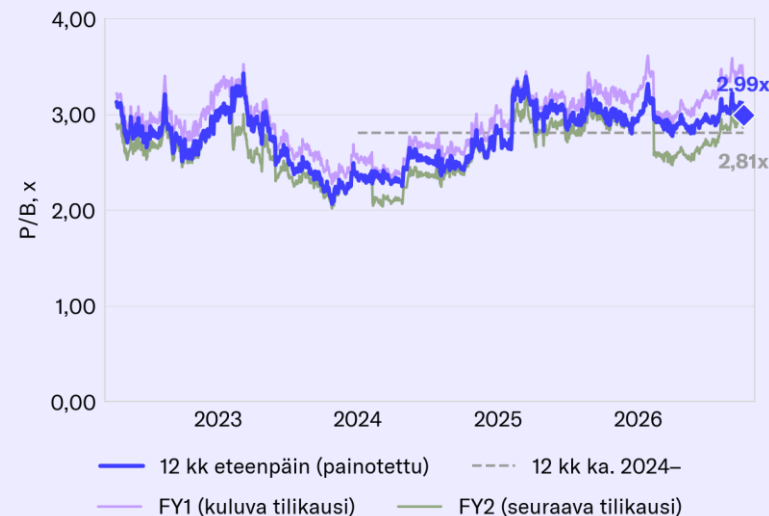
Eteenpäin katsova EV/EBITA

Oikaistu EBITA, Inderesin ennusteilla 2022–2026



Eteenpäin katsova P/B

Inderesin ennusteilla 2022–2026



Arvonmääritys 3/4

Negatiivisemmassa skenaariossa liikevaihdon jäädessä 2030 vajaaseen 70 MEUR:oon ja EBITA-% 12 %:iin, on kassavirtalaskelman mukainen arvo 4,2 euroa, mikä vastaa 6 %:n laskuvaraa nykykurssiin. Historiaan nähden 12 %:n EBITA-marginaali on kohtalainen taso, 70 MEUR:n liikevaihto vuonna 2030 vaatii vajaan 8 %:n vuosittaista kasvua 2026e–2030. Näin ollen osakkeeseen ladatut odotukset eivät myöskään ole erityisen matalat, joten yhtiön on lähivuosina yllettävä arviomme mukaan tulostasvuun, jotta tuotto-odotus pysyy positiivisena. Väliaikaiset operatiiviset ongelmat eivät arviomme mukaan tuhoaisi tuotto-odotusta, sillä markkina on viime vuosina osoittanut LapWallin osalta malttia katsoa kuluvaan kvartaalia pidemmälle. Tämä on näkynyt korkeiksi venyneinä arvostuskertoimina tulostason pohjatessa.

DCF-mallin arvosta arvioimamme pidemmän aikavälin neutraalit EV/EBITA-kertoimet ovat 9–11x EV/EBITA, mikä vastaa noin P/E-kerroinhaarukkaa 11–14x. Lähihistoriassa

vuoden eteenpäin katsova EV/EBITA-kerroin on ollut tässä haarukassa, joskin kerroin on vaihdellut tarkastelujaksolla huomattavasti sen mukaan, onko vallitseva tulostaso ”normalisoidun” tason ylä- tai alapuolella. Vuoden 2022 huippukannattavuuden aikaan lyhyen aikavälin kerroin kävi matalalla tasolla, sillä markkina odotti perustellusti tulostason olevan laskussa, kun taas viime vuosien marginaalipaineessa kerroin nousi korkeaksi sijoittajien odotettua tulostason normalisoitumista. Tätä dynamiikkaa heijastellen arvostus voi heilahdella huomattavasti arvioimamme neutraalin kerroinhaarukan ympärillä riippuen syklin vaiheesta. Korkeimmillaan vuoden eteenpäin katsova EV/EBITA kävi 16–17x tasolla kun taas matalimmillaan huippukannattavuudella kerroin kävi noin 7x tasolla. Yhtiön kerrytettyä näyttöjä listayhtiönä vaikeassa markkinassa kannattavuutensa säilyttäen, arvioimme myös markkinoiden soveltavan yhtiöön aiempaa matalampaa tuottovaadetta, mikä heijastuu jatkossa aiempia korkeampina

arvostuskertoimina.

Puhdasta verrokkia ei löydy

Päivitimme verrokkiryhmää laajan raportin yhteydessä. Pörssissä ei ole puhdasta puuelementtivalmistajaa, sillä LapWallin suorat kilpailijat ovat yksityisiä. Siksi kokosimme ryhmän rakennusmateriaaliyhtiöistä, jotka valmistavat esivalmistettuja rakenneosia tai rakennuksen vaipan tuotteita ja myyvät niitä ammattirakentajille uudisrakentamisen syklissä. Lisäsimme ryhmään kokoluokaltaan LapWallia vastaavan puolalaisen betonielementtejä valmistavan Pekabexin, tanskalaisen kevytbetonisia seinäjärjestelmiä valmistavan H+H:n, parvekkeet asennettuina toimittavan Balcon sekä eristeitä ja rakennuksen vaipan järjestelmiä valmistavat Kingspanin ja Rockwoolin. Ryhmään jäivät LVL:ää valmistava Steico, ikkunoita ja ovia valmistava Inwido sekä ekovillayhtiö EcoUp. Muut suomalaiset rakennustuoteyhtiöt rajautuivat pois LapWallia vaisumpien kannattavuustasojen johdosta.

Kassavirtamallin skenaariot

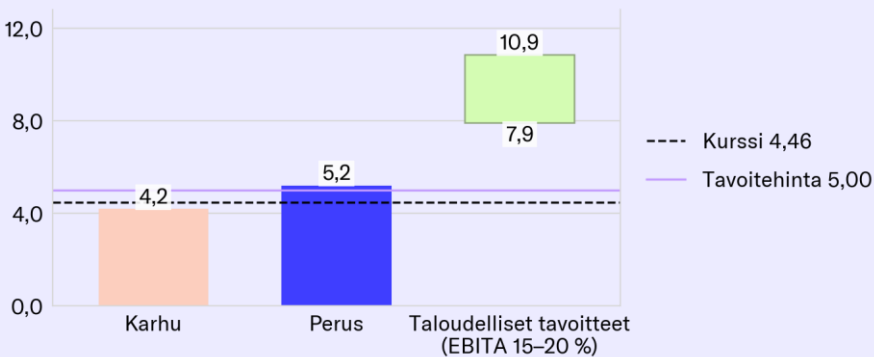
Keskeiset oletukset ja osakekohtainen arvo

Skenaario	Liikevaihto 2030e, MEUR	EBITA-% 2030e	Kasvu 2031–35e	EBITA-% 2031–35e	EV/EBITA 2036e	DCF-arvo EUR/osake
Karhu	69,8	12,0 %	2,5 %	11,8–11,2 %	10,0x	4,19
Perus	77,9	13,9 %	6,0–2,5 %	13,4–11,2 %	10,0x	5,19
Taloudelliset tavoitteet (EBITA 15 %)	100,0	15,0 %	2,5 %	15,0 %	10,0x	7,92
Taloudelliset tavoitteet (EBITA 20 %)	100,0	20,0 %	2,5 %	20,0 %	10,0x	10,86

Lähde: Inderes

Osakkeen arvo skenaarioittain

Kassavirtamallin arvo, EUR per osake



Arvonmääritys 4/4

Verrokkit ovat valtaosin LapWallia selvästi suurempia ja kysyntäajurit vaihtelevat korjaus-, uudis- ja asuntorakentamisen suhteen suuressa määrin. Siten tarkastelemme verrokkiarvostusta edelleen toissijaisena näkökulmana absoluuttisten arvostuskertoimien rinnalla.

Käyttökatteella mitattuna LapWallia hinnoitellaan verrokkiryhmää korkeammalle, kun taas P/E-kertoimella LapWallin arvostus on alennuksella. Käyttökate- sekä tasepohjainen preemiohinnoittelu on perusteltavissa LapWallin verrokkeja korkeammalla pääoman tuotolla. Toisaalta alennushinnoittelu P/E-kertoimella ei ole mielestämme perusteltavissa, minkä myötä verrokkiryhmän signaali kääntyy mielestämme lievästi positiiviseksi.

Tuotto-odotus nojaa tuttuun tapaan tulokasvuun

Keskipitkän aikavälin tuotto-odotus pohjautuu käytännössä täysin tulokasvuun, minkä taustalla ovat ennusteosiossa esiin tuodut seikat, eli volyymin kasvu ja sen tuoma operatiivinen vipu kannattavuuteen, sekä uuden tuotantolinjan mahdollistamat tehokkuusparannukset. Odotammekin liikearvopoistoilla oikaistun osakekohtaisen tuloksen noin kaksinkertaistuvan edellisen neljän kvartaalin tasosta vaikka rahoituskulujen kasvu hieman tulokasvua jarruttaakin. Velan lyhennyksistä huolimatta odotamme osingonjaon olevan lähivuosina vuolasta, sillä liiketoiminnan pääomatarpeet ovat suurinvestoinnin jälkeen rajalliset. Odotamme lähivuosilta 60–70 %:n osingonjakosuhdetta laskettuna raportoidusta EPS:stä, mikä vastaa 3–7 %:n osinkotuottoa. Näin ollen tuotto-odotus saa lisätukea ennusteissamme osingosta, vaikka tuotto-odotuksen vetovastuu onkin tulokasvun varassa. Edellisen neljän kvartaalin luvuista lasketut arvostuskertoimet (P/E 19,2x &

EV/EBITA 16,1x) ovat koholla, ja arvostuskertoimien laskuvara syö tuotto-odotusta. Vuoteen 2028 tähtäävässä tuotto-odotuslaskelmassamme haemme tukea pitkän aikavälin kerroinhaarukoiden keskivaiheilta (P/E 12x & EV/EBITA 10x), sillä vaikka kasvupolku alkaa kotimarkkinalla tässä kokoluokassa tyrehtyä, on nykyisellä kapasiteetilla vielä mahdollista yltää kasvuun vuosikymmenen vaihteeseen katsottuna. Näillä oletuksilla haarukoimme vuosittaisen tuotto-odotuksen olevan ~17 % p.a. noin 2,5 vuoden tähtäimellä, mikä ylittää vuotuisen oman pääoman tuottovaateemme (10,3 %).

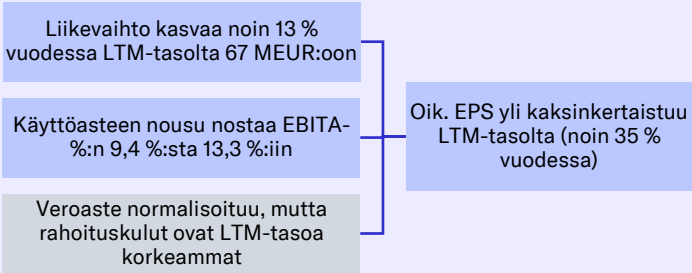
Osake on syytä pitää salkussa

Nostamme LapWallin tavoitehinnan 5,0 euroon ja toistamme Lisää-suosituksemme. Uuden tuotantolaitoksen tuomat hyödyt, yhdessä vahvistuneen kysyntätilanteen kanssa tuovat uskottavuutta merkittäville tulokasvuodotuksillemme. Nykyennusteisiimme pohjautuen arvioimme LapWallin osakkeen käyvän arvon 4,8–5,6 euroon, mikä vastaa ensi vuoden oikaistuilla P/E-kertoimilla tasoja 11–13x. Vaikka tulokasvupolku on uskottava, haemme lyhyellä aikavälillä tavoitehinnan tukipistettä käyvän arvon haarukan keskikohdan alapuolelta, sillä uuden tehtaan ylösajo sekä kapasiteetin myynti nostavat riskejä tulokasvun ajoituksen suhteen. Nykyennusteillamme arvostus näyttää ensi vuoteen katsottuna varsin maltilliselta (2027e P/E 11x & EV/EBITA 9x), joten ennusteitamme maltillisempikin tulokasvuvauhti voi tuoda tyydyttävän tuoton, kunhan kasvunäkymä vuosikymmenen lopulle säilyy uskottavana.

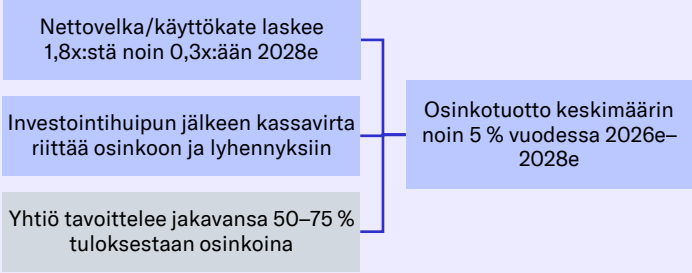
Osaketuoton ajurit H1’26–2028e

Positiivinen Neutraali Negatiivinen

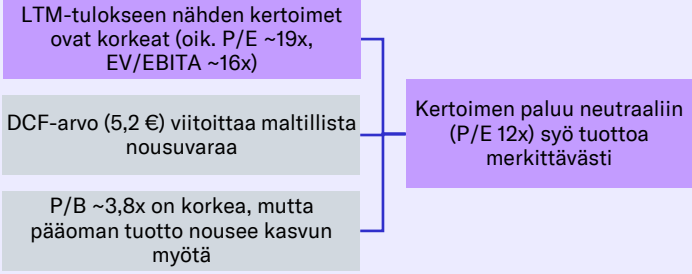
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Tuotto-odotus (noin 17 % vuodessa) ylittää tuottovaateemme, mutta nojaa tulokasvun toteutumiseen

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e
Steico	252	358	10,9	9,0	5,4	4,9	0,9	0,9	14,8	11,3	1,3	1,9	0,7
EcoUp	12	15			11,0	6,1	0,5	0,4					0,9
Inwido	954	1217	13,9	11,8	9,7	8,5	1,3	1,2	17,2	14,0	3,3	3,5	1,9
Balco	33	74	27,9	9,7	10,7	6,2	0,6	0,6	30,4	6,3		6,1	0,5
H+H International	211	332	39,5	14,5	10,7	7,1	0,9	0,9	736	17,5			1,7
Pekabex	45	143	5,0	4,6	4,1	4,3	0,3	0,3					
Kingspan	18749	21086	19,4	15,7	14,9	12,2	2,1	1,8	22,6	18,0	0,6	0,8	3,5
Rockwool	5415	5583	11,0	9,9	6,8	6,3	1,5	1,4	13,8	12,7	2,2	2,5	1,8
LapWall (Inderes)	65	75	14,2	9,0	11,4	7,4	1,4	1,2	16,4	10,6	3,4	5,2	3,2
Keskiarvo			18,2	10,7	9,2	7,0	1,0	0,9	n.m.	13,3	1,9	3,0	1,6
Mediaani			13,9	9,9	10,2	6,3	0,9	0,9	19,9	13,4	1,8	2,5	1,7
Erotus-% vrt. mediaani			3 %	-10 %	13 %	18 %	57 %	34 %	-18 %	-20 %	91 %	109 %	88 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Verrokkivertailu 1/3

Orgaaninen kasvu

paikallinen valuutta; CAGR 2020–2025

	2021	2022	2023	2024	2025	CAGR
Balco	-17,0 %	13,0 %	-16,0 %	-12,0 %	-7,0 %	-8,4 %
EcoUp	4,7 %	12,0 %	-14,3 %	0,5 %	1,5 %	0,5 %
H+H	13,0 %	14,0 %	-25,0 %	0,0 %	0,0 %	-0,7 %
Inwido	16,2 %	15,3 %	-15,9 %	-6,4 %	3,8 %	1,8 %
Kingspan	30,0 %	16,0 %	-7,0 %	-2,0 %	0,3 %	6,6 %
Pekabex	43,9 %	11,5 %	-4,9 %	11,7 %	11,5 %	13,7 %
Rockwool	18,8 %	23,0 %	-4,0 %	6,3 %	-0,1 %	8,3 %
Steico	25,2 %	14,4 %	-17,2 %	2,4 %	2,1 %	4,4 %
Verrokkien mediaani	17,5 %	14,2 %	-15,1 %	0,3 %	0,9 %	3,1 %
LapWall	13,6 %	18,7 %	-24,4 %	1,2 %	3,6 %	1,4 %

Liikevaihdon kasvu (raportoitu)

paikallinen valuutta; CAGR 2020–2025

	2021	2022	2023	2024	2025	CAGR
Balco	-6,6 %	19,0 %	-8,9 %	16,7 %	-8,7 %	1,5 %
EcoUp	20,0 %	13,5 %	-14,3 %	0,5 %	-4,4 %	2,3 %
H+H	13,8 %	19,3 %	-25,9 %	2,8 %	-0,1 %	0,7 %
Inwido	15,6 %	23,6 %	-6,0 %	-1,5 %	1,9 %	6,1 %
Kingspan	42,0 %	28,4 %	-3,0 %	6,4 %	6,9 %	15,0 %
Pekabex	58,0 %	11,5 %	-6,7 %	10,3 %	11,3 %	15,1 %
Rockwool	18,7 %	26,5 %	-7,3 %	6,5 %	0,6 %	8,3 %
Steico	25,7 %	14,7 %	-17,9 %	3,0 %	1,8 %	4,4 %
Verrokkien mediaani	19,4 %	19,2 %	-8,1 %	4,7 %	1,2 %	5,3 %
LapWall	13,6 %	48,0 %	-20,2 %	3,4 %	3,6 %	7,5 %

Käyttökate-%

raportoitu; keskiarvo 2021–2025

	2021	2022	2023	2024	2025	Ka.
Balco	13,9 %	10,8 %	9,4 %	6,0 %	2,1 %	8,5 %
EcoUp	15,8 %	5,1 %	8,1 %	9,0 %	2,4 %	8,1 %
H+H	18,8 %	17,1 %	2,2 %	8,3 %	9,2 %	11,1 %
Inwido	14,9 %	14,1 %	14,7 %	13,8 %	13,5 %	14,2 %
Kingspan	13,7 %	12,0 %	13,2 %	13,2 %	13,3 %	13,1 %
Pekabex	5,6 %	7,6 %	8,9 %	5,6 %	-1,9 %	5,2 %
Rockwool	19,5 %	16,3 %	21,5 %	24,4 %	22,3 %	20,8 %
Steico	23,5 %	19,9 %	15,8 %	21,2 %	17,7 %	19,6 %
Verrokkien mediaani	15,4 %	13,0 %	11,3 %	11,1 %	11,2 %	12,1 %
LapWall	17,2 %	18,1 %	12,6 %	14,7 %	10,8 %	14,7 %

Liikevoitto-%

LapWall ja EcoUp ennen liikearvon poistoja; keskiarvo 2021–2025

	2021	2022	2023	2024	2025	Ka.
Balco	10,5 %	7,7 %	5,8 %	2,5 %	-1,4 %	5,0 %
EcoUp	8,3 %	-3,4 %	-3,2 %	-1,2 %	-8,5 %	-1,6 %
H+H	12,5 %	11,5 %	-8,6 %	1,5 %	-20,3 %	-0,7 %
Inwido	11,7 %	11,1 %	10,9 %	9,6 %	9,2 %	10,5 %
Kingspan	11,2 %	9,4 %	10,3 %	10,0 %	9,8 %	10,1 %
Pekabex	3,8 %	6,0 %	7,0 %	3,8 %	-3,5 %	3,4 %
Rockwool	13,0 %	10,3 %	14,3 %	17,6 %	4,6 %	11,9 %
Steico	17,4 %	14,6 %	8,3 %	9,6 %	9,4 %	11,9 %
Verrokkien mediaani	11,4 %	9,8 %	7,7 %	6,7 %	1,6 %	7,6 %
LapWall	13,4 %	15,7 %	9,4 %	11,7 %	8,4 %	11,7 %

Lähde: yhtiöt, Inderes. Mediaani 8 verrokista ilman LapWallia. LapWall ja EcoUp FAS, Steico Saksan kirjanpitostandardi HGB.

Verrokkivertailu 2/3

ROCE-%

liikevoitto / keskim. (oma pääoma + nettovelka); keskiarvo 2021–2025

	2021	2022	2023	2024	2025	Ka.
Balco	16,5 %	12,6 %	7,7 %	3,3 %	-1,7 %	7,7 %
EcoUp	14,2 %	-5,8 %	-4,5 %	-1,7 %	-12,4 %	-2,0 %
H+H	19,3 %	18,0 %	-9,2 %	1,7 %	-26,9 %	0,6 %
Inwido	17,0 %	18,6 %	15,4 %	12,5 %	11,4 %	14,9 %
Kingspan	21,8 %	17,4 %	16,3 %	14,9 %	13,6 %	16,8 %
Pekabex	11,9 %	18,2 %	17,3 %	9,7 %	-9,9 %	9,5 %
Rockwool	18,6 %	16,3 %	20,0 %	25,2 %	6,2 %	17,3 %
Steico	21,9 %	18,1 %	7,0 %	7,6 %	7,6 %	12,4 %
Verrokkien mediaani	17,8 %	17,7 %	11,5 %	8,6 %	2,3 %	10,9 %
LapWall	52,9 %	84,7 %	31,5 %	28,6 %	14,9 %	42,5 %

Yrityssostot / liikevaihto

hankitut liiketoiminnot ostohetken kassalla vähennettynä; keskiarvo 2021–2025

	2021	2022	2023	2024	2025	Ka.
Balco	7,6 %	2,1 %	3,3 %	5,7 %	1,6 %	4,1 %
EcoUp	7,0 %	0,0 %	2,5 %	0,0 %	-0,1 %	1,9 %
H+H	7,6 %	0,0 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	1,7 %
Inwido	0,9 %	2,5 %	5,2 %	0,2 %	9,8 %	3,7 %
Kingspan	8,3 %	11,2 %	2,8 %	9,0 %	3,4 %	6,9 %
Pekabex	0,0 %	0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Rockwool	0,3 %	0,0 %	-0,1 %	1,9 %	0,1 %	0,4 %
Steico	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Verrokkien mediaani	3,9 %	0,0 %	1,4 %	0,2 %	0,2 %	1,8 %
LapWall	0,0 %	4,8 %	4,2 %	0,0 %	0,0 %	1,8 %

Orgaaniset investoinnit / liikevaihto

aineelliset ja aineettomat investoinnit; keskiarvo 2021–2025

	2021	2022	2023	2024	2025	Ka.
Balco	1,5 %	1,8 %	1,1 %	0,9 %	1,3 %	1,3 %
EcoUp	19,5 %	14,2 %	9,5 %	8,7 %	11,0 %	12,6 %
H+H	6,5 %	7,4 %	6,2 %	4,5 %	4,6 %	5,8 %
Inwido	2,5 %	2,0 %	3,4 %	4,1 %	3,0 %	3,0 %
Kingspan	2,6 %	3,2 %	2,9 %	4,3 %	4,0 %	3,4 %
Pekabex	3,0 %	1,2 %	1,6 %	1,1 %	1,7 %	1,7 %
Rockwool	9,8 %	8,5 %	8,8 %	9,8 %	12,2 %	9,8 %
Steico	19,4 %	19,3 %	23,4 %	7,8 %	4,2 %	14,8 %
Verrokkien mediaani	4,8 %	5,3 %	4,8 %	4,4 %	4,1 %	4,6 %
LapWall	1,2 %	3,7 %	7,7 %	22,9 %	19,3 %	11,0 %

Nettokäyttöpääoma / liikevaihto

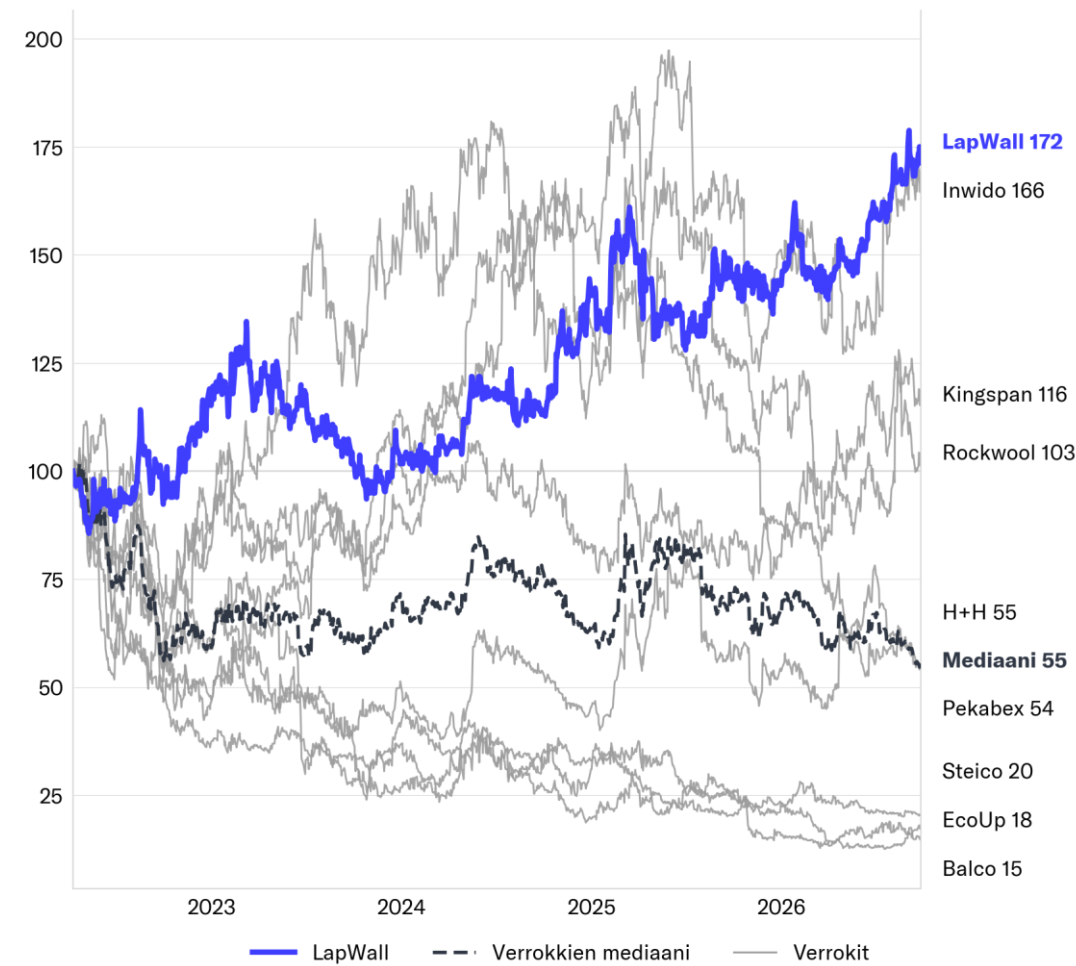
vuoden lopun tase; keskiarvo 2021–2025

	2021	2022	2023	2024	2025	Ka.
Balco	9,0 %	4,4 %	14,2 %	8,6 %	7,4 %	8,7 %
EcoUp	2,3 %	1,3 %	3,8 %	3,7 %	5,9 %	3,4 %
H+H	1,2 %	5,4 %	13,0 %	4,3 %	5,9 %	6,0 %
Inwido	-7,0 %	-5,6 %	-6,4 %	-6,4 %	-5,1 %	-6,1 %
Kingspan	13,1 %	12,8 %	9,2 %	11,0 %	11,2 %	11,5 %
Pekabex	8,6 %	10,1 %	15,9 %	13,6 %	13,8 %	12,4 %
Rockwool	9,4 %	10,5 %	9,1 %	7,6 %	9,5 %	9,2 %
Steico	5,9 %	8,6 %	9,7 %	12,1 %	11,8 %	9,6 %
Verrokkien mediaani	7,2 %	7,0 %	9,4 %	8,1 %	8,4 %	9,0 %
LapWall	-2,2 %	-2,4 %	-1,9 %	1,0 %	3,6 %	-0,4 %

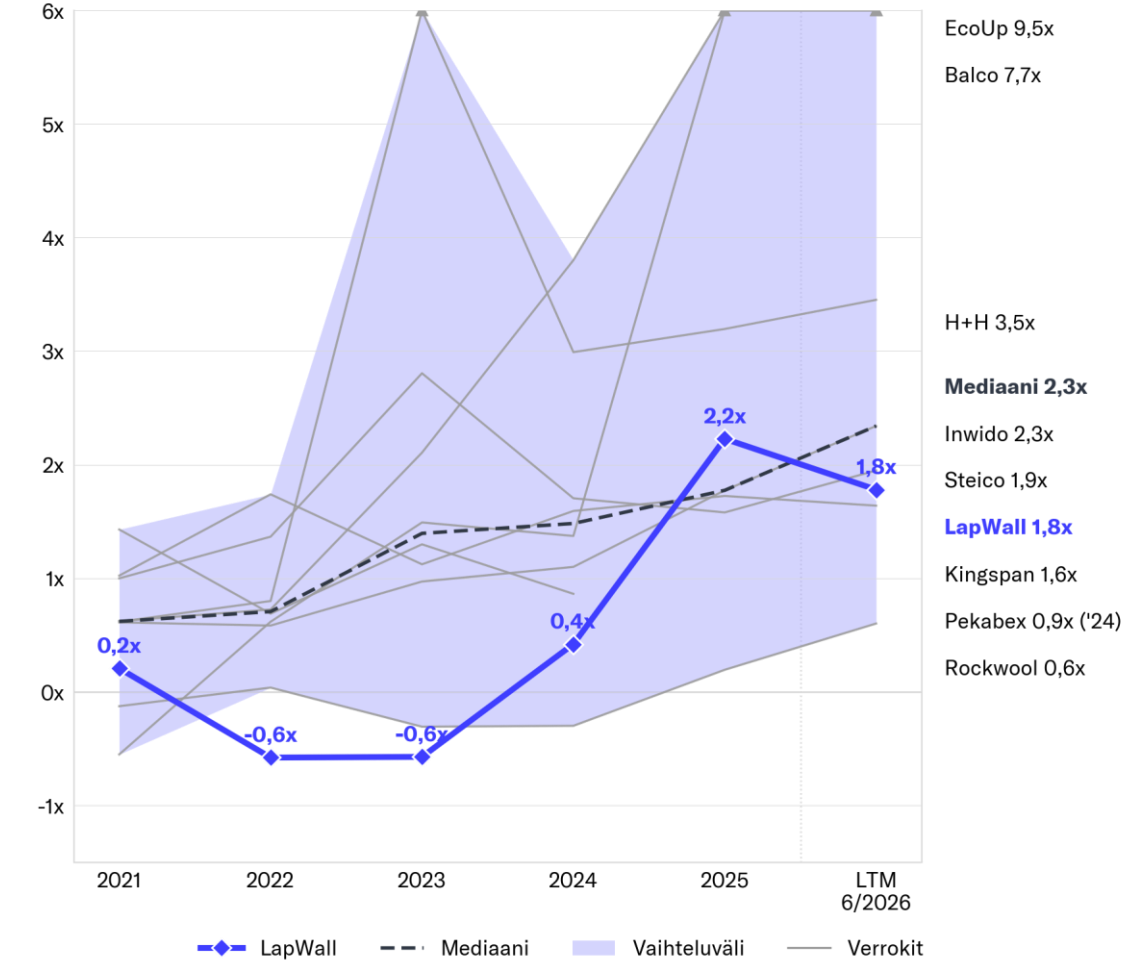
Lähde: yhtiöt, Inderes. Mediaani 8 verrokista ilman LapWallia. LapWall ja EcoUp FAS, Steico Saksan kirjanpitostandardi HGB.

Verrokkivertailu 3/3

Osakkeen kokonaistuotto euroissa
indeksi, 8.4.2022 = 100, osingot uudelleensijoitettuna



Nettovelka suhteessa käyttökatteeseen
x, vuoden lopun nettovelka / vuoden käyttökate



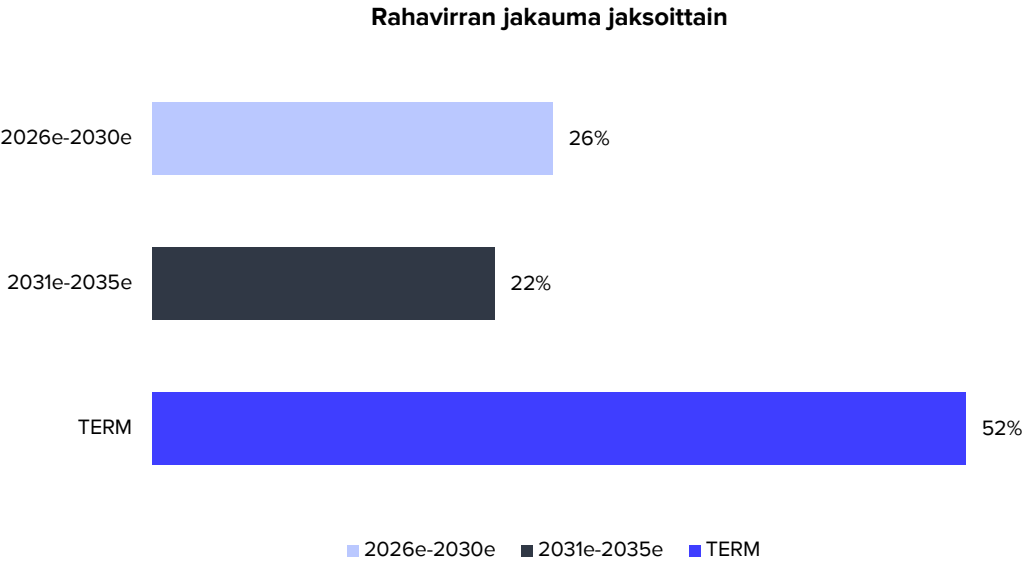
Lähde: Yhtiöt, Inderes. Kokonaistuotto euroissa, osingot sijoitettu uudelleen irtoamispäivänä; 8.4.2022 = LapWallin ensimmäinen kaupankäyntipäivä, loppu 25.9.2026. Nettovelka = korolliset velat ja vuokravelat - rahavarat; mediaani 8 verrokista; LapWall, EcoUp ja Steico ilman IFRS 16 -vuokravelkoja; Pekabexin käyttökate negatiivinen 2025 ja LTM.

DCF-laskelma

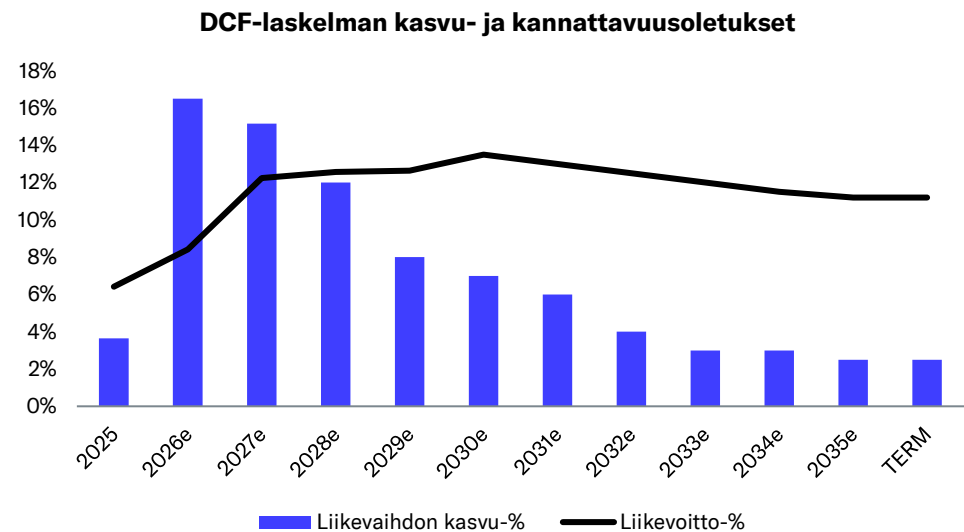
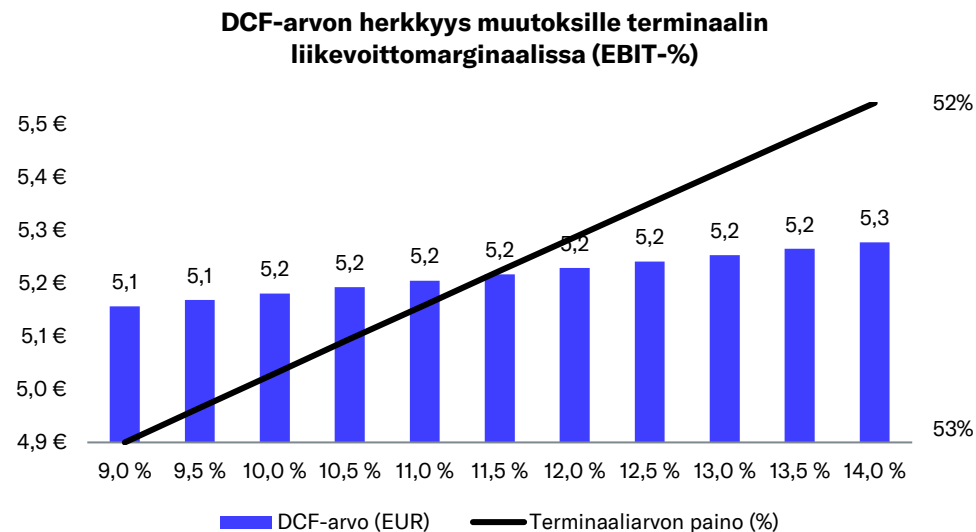
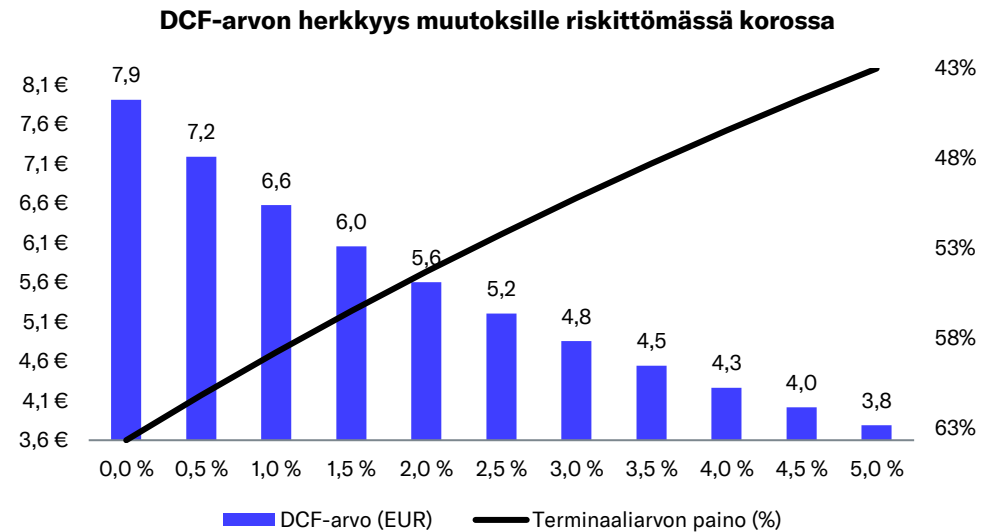
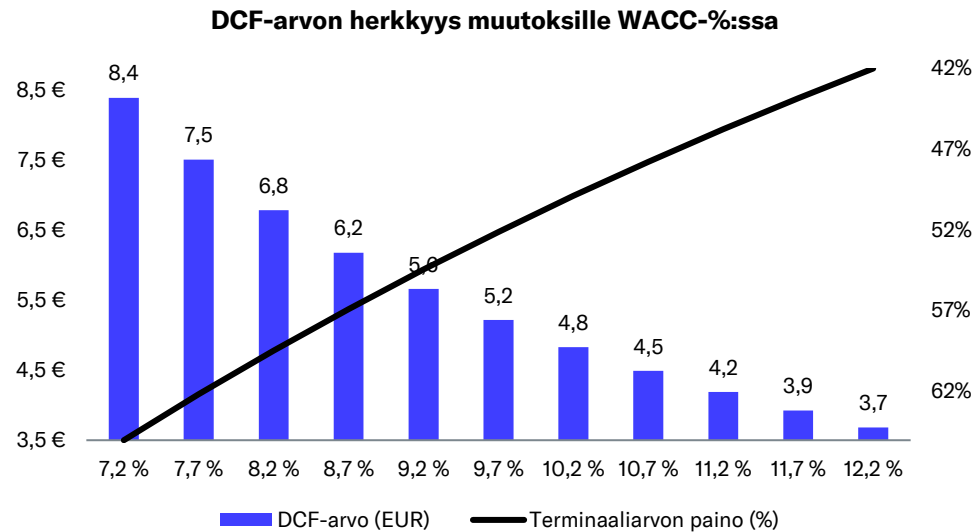
DCF-laskelma	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	3,6 %	16,5 %	15,2 %	12,0 %	8,0 %	7,0 %	6,0 %	4,0 %	3,0 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	6,4 %	8,4 %	12,2 %	12,6 %	12,6 %	13,5 %	13,0 %	12,5 %	12,0 %	11,5 %	11,2 %	11,2 %
Liikevoitto	2,9	4,4	7,4	8,5	9,2	10,5	10,7	10,7	10,6	10,5	10,5	
+ Kokonaispoistot	2,0	2,2	2,2	2,3	2,6	2,8	3,1	3,2	3,5	3,8	3,9	
- Maksetut verot	-0,9	-1,0	-1,3	-1,6	-1,7	-1,9	-2,0	-1,9	-1,9	-1,9	-1,9	
- verot rahoituskuluista	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-1,2	-0,4	0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	2,8	5,1	8,4	8,9	9,9	11,1	11,6	11,8	12,1	12,3	12,4	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-8,7	-3,0	-1,0	-3,0	-4,0	-4,1	-4,3	-4,4	-4,6	-4,8	-4,9	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-6,0	2,1	7,4	5,9	5,9	7,0	7,4	7,4	7,5	7,6	7,5	
+/- 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	-6,0	2,1	7,4	5,9	5,9	7,0	7,4	7,4	7,5	7,6	7,5	107
Diskontattu vapaa kassavirta		2,1	6,6	4,8	4,4	4,7	4,5	4,2	3,9	3,5	3,2	45,8
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		87,7	85,6	79,0	74,2	69,9	65,1	60,6	56,4	52,6	49,0	45,8
Velaton arvo DCF		87,7										
- Korolliset velat		-14,4										
+ Rahavarat		3,6										
+ Osakkuusyhtiöt		0,0										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-1,5										
Oman pääoman arvo DCF		75,4										
Oman pääoman arvo DCF per osake		5,2										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,48
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,75 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	10,3 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,7 %

Lähde: Inderes



DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina



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

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihto	41,9	43,3	44,9	52,3	60,2
Käyttökate	5,3	6,4	4,9	6,6	9,5
Liikevoitto	3,2	4,2	2,9	4,4	7,4
Voitto ennen veroja	3,2	4,2	2,9	4,1	7,0
Nettovoitto	2,6	3,5	2,0	3,1	5,6
Kertaluontoiset erät	-0,7	-0,9	-0,9	-0,9	-0,5
Tase	2023	2024	2025	2026e	2027e
Taseen loppusumma	27,1	31,7	40,3	41,0	41,4
Oma pääoma	17,3	18,7	18,4	20,1	23,5
Liikearvo	5,7	4,8	3,9	3,0	2,6
Nettovelat	-3,0	2,7	10,8	10,5	5,6
Kassavirta	2023	2024	2025	2026e	2027e
Käyttökate	5,3	6,4	4,9	6,6	9,5
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,4	-1,2	-1,2	-0,4	0,2
Operatiivinen kassavirta	4,2	4,4	2,8	5,1	8,4
Investoinnit	-5,0	-8,0	-8,7	-3,0	-1,0
Vapaa kassavirta	-0,8	-3,6	-6,0	2,1	7,4
Arvostuskertoimet	2023	2024	2025	2026e	2027e
EV/Liikevaihto	1,0	1,4	1,5	1,4	1,2
EV/EBITDA	7,7	9,5	13,8	11,4	7,4
EV/EBIT (oik.)	10,3	11,9	17,8	14,2	9,0
P/E (oik.)	13,3	13,3	19,7	16,4	10,6
P/B	2,5	3,1	3,1	3,2	2,8
Osinkotuotto-%	4,3 %	4,5 %	2,6 %	3,4 %	5,2 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2023	2024	2025	2026e	2027e
EPS (raportoitu)	0,18	0,24	0,14	0,21	0,39
EPS (oikaistu)	0,23	0,30	0,20	0,27	0,42
Operat. Kassavirta / osake	0,29	0,30	0,19	0,35	0,58
Operat. Vapaa kassavirta / osake	-0,06	-0,25	-0,41	0,15	0,51
Omapääoma / osake	1,19	1,29	1,27	1,38	1,62
Osinko / osake	0,13	0,18	0,10	0,15	0,23
Kasvu ja kannattavuus	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	-20 %	3 %	4 %	17 %	15 %
Käyttökatteen kasvu-%	-45 %	21 %	-24 %	35 %	45 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	-52 %	29 %	-26 %	40 %	49 %
EPS oik. kasvu-%	-45 %	33 %	-34 %	38 %	54 %
Käyttökate-%	12,6 %	14,7 %	10,8 %	12,6 %	15,9 %
Oik. Liikevoitto-%	9,4 %	11,7 %	8,4 %	10,1 %	13,0 %
Liikevoitto-%	7,7 %	9,7 %	6,4 %	8,4 %	12,2 %
ROE-%	15,2 %	19,3 %	10,6 %	16,0 %	25,8 %
ROI-%	17,3 %	19,2 %	9,9 %	13,3 %	22,4 %
Omavaraisuusaste	63,7 %	59,0 %	45,8 %	48,9 %	56,8 %
Nettovelkaantumisaste	-17,5 %	14,3 %	58,7 %	52,1 %	23,8 %
Nettovelka/käyttökate	-0,6	0,4	2,2	1,6	0,6
EBITDA/nettorahoituskulut	188,0	424,1	-1216,0	19,0	23,2

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevista. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöstensä 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 suosituskin 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 arvonmäärittämis menetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämis menetelmät 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 yhtiössä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatiineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

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.

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
10.4.2022	Lisää	3,40 €	3,11 €
19.5.2022	Lisää	3,40 €	3,05 €
17.8.2022	Lisää	4,00 €	3,55 €
1.11.2022	Lisää	3,75 €	3,27 €
31.1.2023	Vähennä	3,75 €	3,68 €
8.2.2023	Vähennä	3,75 €	3,95 €
27.4.2023	Lisää	3,75 €	3,51 €
1.6.2023	Osta	4,00 €	3,24 €
9.8.2023	Osta	4,00 €	3,18 €
1.11.2023	Lisää	3,40 €	2,80 €
7.2.2024	Lisää	3,40 €	2,96 €
13.3.2024	Lisää	3,40 €	3,06 €
29.4.2024	Lisää	3,40 €	3,17 €
10.6.2024	Lisää	3,60 €	3,31 €
7.8.2024	Lisää	3,60 €	3,30 €
15.10.2024	Vähennä	3,60 €	3,39 €
24.10.2024	Lisää	3,90 €	3,60 €
29.10.2024	Lisää	4,00 €	3,71 €
7.2.2025	Lisää	4,50 €	4,13 €
19.3.2025	Vähennä	4,50 €	4,23 €
30.4.2025	Vähennä	4,00 €	3,77 €
24.6.2025	Vähennä	4,00 €	3,79 €
8.8.2025	Vähennä	4,00 €	3,85 €
28.10.2025	Vähennä	4,00 €	3,94 €
11.2.2026	Vähennä	4,00 €	3,97 €
21.4.2026	Lisää	4,50 €	4,13 €
5.8.2026	Lisää	4,80 €	4,55 €
5.10.2026	Lisää	5,00 €	4,46 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderes demokratisoi sijoittajatiedon yhdistämällä sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Sijoittajille olemme luotetun tiedon analyysipalvelu ja yhteisö, ja pörssiyhtiöille olemme laadukkaan sijoittajaviestinnän kumppani. Yli 500 pörssiyhtiötä Euroopassa hyödyntää sijoittajaviestinnän tuotteitamme ja osakeanalyysipalveluitamme tarjotakseen parempaa sijoittajaviestintää omistajilleen.

Tavoitteemme on olla finanssialan sijoittajalähtöisin yhtiö. Inderes on perustettu vuonna 2009 sijoittajien toimesta, sijoittajia varten. Nasdaq First North -listattuna yhtiönä ymmärrämme asiakkaidemme arjen.

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

Vattugatan 17, 5tr
Stockholm
+46 8 411 43 80

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

inderes.se

**inde
res.**