

LAMOR

13.08.2025 7.30 EEST



Thomas Westerholm
+358 50 541 2211
thomas.westerholm@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
LAAJA RAPORTTI



Kohti parempaa

Toistamme Lamorin vähennä-suosituksen ja 1,2 euron tavoitehintamme. Yhtiö on viime vuosina laajentanut asiakaskuntaansa, laskenut riippuvuuttaan suurista palveluprojekteista ja edistänyt muovin kemiallista kierrätyslaitostaan kohti käyttöönottoa. Nykyisellä arvostustasolla näemme osakkeen riskikorjatun tuotto-odotuksen vaisuna, kunnes saamme lisää näkyvyyttä uusmyynnin vahvistumisesta ja uuden konseptilaitoksen onnistuneesta ylösajosta.

Globaali ympäristöratkaisujen toimittaja

Lamor on yksi maailman johtavista ympäristöratkaisujen toimittajista, jonka strategisina maantieteellisinä kohdemarkkinoina toimivat etenkin kehittyvät markkinat. Sen tarjoamat ratkaisut ja palvelut käsittävät muun muassa ympäristövahinkoihin liittyviä puhdistus- tai ennakkovarautumispalveluita, vaarallisten ja vaarattomien jätteiden käsittelypalveluita, vedenpuhdistusratkaisuja sekä kyseisiin palveluihin liittyviä laitetoimituksia. Lisäksi yhtiö on laajentamassa liiketoimintaansa muovin kemialliseen kierrätykseen Porvooseen rakenteilla olevan kierrätyslaitoksen myötä. Uuden liiketoiminnan ohella Lamorin kasvunäkymä nojaa yhtiön kykyyn vahvistaa uusmyyntiään nykytasolta, sillä uudet tilaukset ovat jääneet liikevaihdosta vuodesta 2022 lähtien. Yhtiön uusmyynnin keskiössä ovat laitetoimitukset sekä pienet ja keskikokoiset palvelusopimukset ja ensi vuodesta lähtien oletettavasti myös suuret palvelusopimukset. Yhtiön mukaan se neuvottelee tällä hetkellä useasta merkittävästä palvelusopimuksesta ja keskikokoisesta palvelusopimuksesta kaikilla markkina-alueillaan. Tarjousprosessien menestykseen ja aikatauluun liittyy kuitenkin huomattavaa epävarmuutta.

Kasvuloikkaa tavoitellaan muutaman vuoden päähän, mikä edellyttää selvää uusmyynnin piristymistä

Lamor tavoittelee vuoden 2027 loppuun mennessä 170 MEUR:n

liikevaihtoa. Pidämme kasvutavoitetta varsin kunnianhimoisena, kun huomioidaan viime vuosina supistunut tilauskanta (Q2'25: 88 MEUR) sekä tulevien kilpailutusten ajoituksiin ja voittamiseen liittyvä epävarmuus. Arviomme mukaan kasvutavoitteen saavuttaminen vaatisi erittäin vahvaa suoritusta ja tukea ainakin yhdeltä suurelta palvelusopimukselta. Yhtiö on viime kvartaaleina kyennyt vapauttamaan käyttöpääomaa etenkin Kuwaitin suureen projektiin liittyen, mikä mahdollistaa pääoman allokoinnin muihin projekteihin. Lamorin kannattavuustavoitteen (EBIT-% > 14 %) näemme olevan osaltaan sidoksissa kasvuun ja kiinteän kulurakenteen skaalautumiseen, minkä ohella 8 MEUR:n säästöihin tähtäävän tehokkuusohjelman pitäisi vahvistaa liiketoiminnan pohjakannattavuutta. Kuluvalta vuodelta odotamme yhtiön jäävän yli 114 MEUR:n liikevaihtoa viitoittavasta ohjeistuksestaan ennusteemme asettuessa 105 MEUR:oon. Vuoden 2027 111 MEUR:n liikevaihto ja 8,7 MEUR:n vertailukelpoinen liiketulosennusteemme ovat myös melko selvästi konsernin taloudellisten tavoitteiden alapuolella. Nähdäksemme tavoitteiden uskottavuuden kannalta yhtiön on annettava lisää näyttöjä tilausvirran elpymisestä ja kemiallisen kierrätysliiketoiminnan ylösajon etenemisestä suunnitellusti.

Ennakoitu tulosparannus on jo turhan vahvasti hinnassa

Lähivuosien ennusteillamme Lamorin oikaistut 2025-2026 P/E-kertoimet ovat todella korkeat, kun taas vastaavat EV/EBIT-kertoimet ovat 13x ja 11x. Lamorin velkavivun ja merkittävän uuden liiketoiminnan nostattamaan riskiprofiiliin peilattuna näemme tulospohjaisen arvostuksen olevan koholla lyhyellä aikavälillä. Pidemmän aikavälin potentiaalin paremmin huomioiva DCF-mallimme indikoi yhtiölle 1,3 euron osakekohtaista arvoa. Keskeisin kyseiseen arvoon liittyvä riskitekijä on nähdäksemme muovin kemiallinen kierrätysliiketoiminta, jonka kannattavuuspotentiaaliin ja skaalaamiseen liittyy huomattavia riskitekijöitä teknologian varhaisen kaupallistamisvaiheen vuoksi.

Suositus

Vähennä

(aik. Vähennä)

Tavoitehinta:

1,20 EUR

(aik. 1,20 EUR)

Osakekurssi:

1,31 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	114	105	100	111
kasvu-%	-7 %	-8 %	-5 %	11 %
EBIT oik.	6,4	6,4	7,6	8,7
EBIT-% oik.	5,6 %	6,1 %	7,6 %	7,8 %
Nettotulos	-1,6	0,6	1,1	2,3
EPS (oik.)	-0,02	0,03	0,04	0,08
P/E (oik.)	neg.	45,2	33,5	15,7
P/B	0,5	0,6	0,6	0,5
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	11,6	12,7	10,9	9,9
EV/EBITDA	6,4	7,6	5,7	5,0
EV/Liikevaihto	0,6	0,8	0,8	0,8

Lähde: Inderes

Ohjeistus

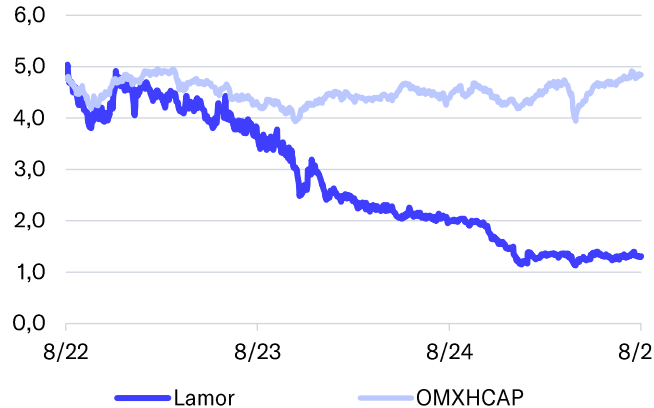
(Ennallaan)

Lamor arvioi vuoden 2025 liikevaihdon kasvavan edellisvuoden tasolta (114,4 MEUR). Myös oikaistun liikevoiton odotetaan kasvavan vertailukaudesta (2024: 6,4 MEUR).

Sisällysluettelo

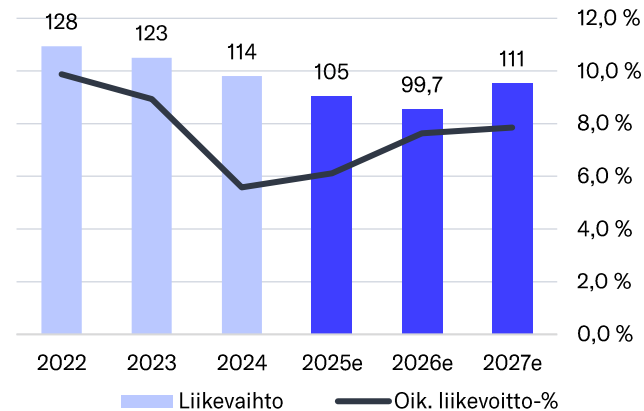
Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6-15
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	16-17
Toimiala ja kilpailu	18-22
Sijoitusprofiili	23
Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne	24-26
Ennusteet	27-31
Arvonmäärittäminen ja suositus	32-37
Yhteenveto	38
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	39

Osakekurssi



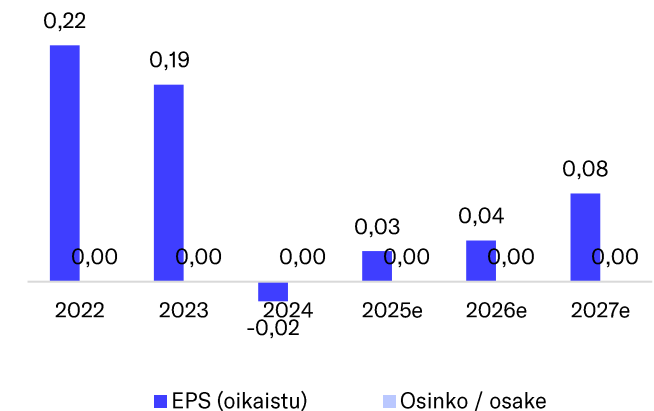
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

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

Riskitekijät

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

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	1,31	1,31	1,31
Osakemäärä, milj. kpl	27,0	27,0	27,0
Markkina-arvo	35	35	35
Yritysarvo (EV)	82	83	86
P/E (oik.)	45,2	33,5	15,7
P/E	59,9	33,5	15,7
P/B	0,6	0,6	0,5
P/S	0,3	0,4	0,3
EV/Liikevaihto	0,8	0,8	0,8
EV/EBITDA	7,6	5,7	5,0
EV/EBIT (oik.)	12,7	10,9	9,9
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Lamor lyhyesti

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

1982

Perustamisvuosi

2021

Listautuminen

114 MEUR

Liikevaihto 2024

6,4 MEUR

Vertailukelpoinen liiketulos 2024

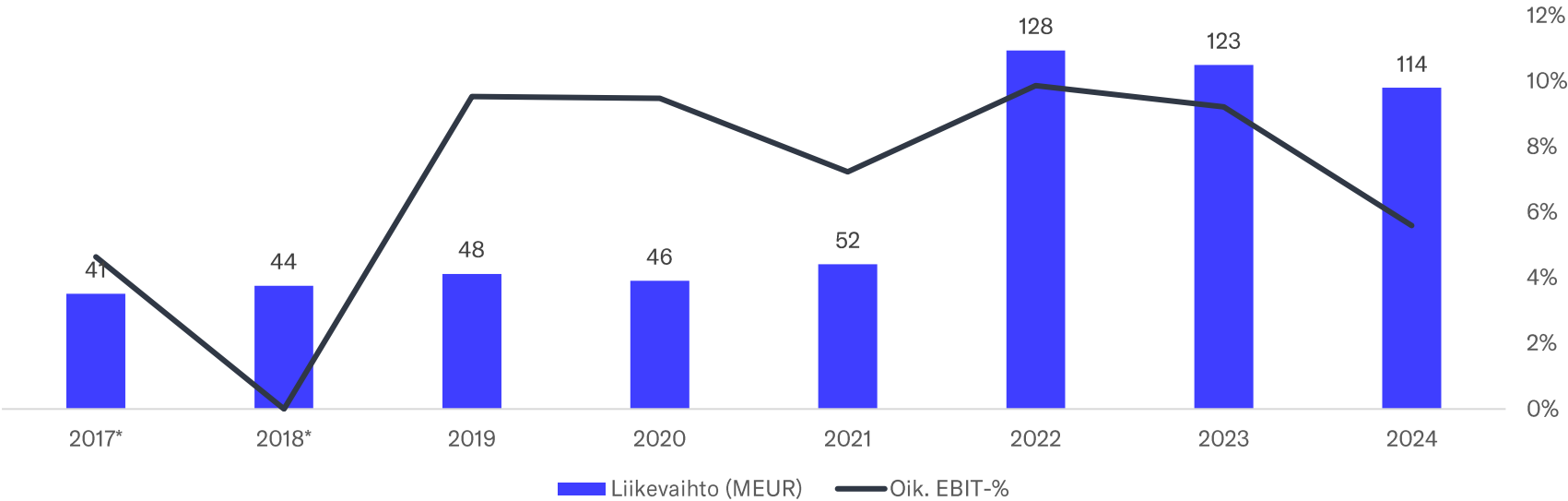
636

Henkilöstömäärä keskimäärin 2024

58% / 6 % / 35 %

Ympäristönsuojelun / materiaali kierrätyksen / maanpuhdistuksen ja ennallistamisen osuus liikevaihdosta 2024.

-2020	2021-2023	2024-
Huomio öljyntorjuntalaitteissa ja -palveluissa vuoteen 2012 asti	Palveluliiketoiminnan kasvattaminen strateginen painopistealue	Uudet taloudelliset tavoitteet vuosille 2025-2027
Jätteen- ja vedenkäsittelypalveluiden tarjoamisen aloittaminen	Kasvun fokusalueena kehittyvät markkinat	Strategian painopisteen siirtyminen keski-suuriin palvelukokonaisuuksiin
Corena S.A. -yrityksoston myötä strateginen palveluliiketoiminnan laajentaminen Etelä-Amerikkaan vuonna 2015	Ensimmäiset merkittävät pitkäaikaiset ja suuren volyymin palvelusopimukset	Kemiallisen kierrätyslaitoksen vähemmistöjen lunastaminen ja tuotannon suunniteltu käyttöönotto
Globaalin kumppanuusverkoston rakentaminen	Listautuminen First Northiin vuonna 2021 ja päälistalle 2023	
	Investointipäätös muovin kemiallisesta kierrätyslaitoksesta Porvooseen	
	Johan Grön nimitetään yhtiön toimitusjohtajaksi 2023 lopussa	



*HUOM: FAS-kirjanpidon mukaiset luvut

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/7

Maailman johtava ympäristöratkaisujen toimittaja

Lamor on yksi maailman johtavista ympäristöratkaisujen toimittajista. Sen liiketoiminta keskittyy ympäristönsuojeluun, maa-alueiden puhdistukseen ja ennallistamiseen sekä materiaalikierrätykseen. Yhtiön tarjoamaan kuuluvat erilaiset öljynkeräyksessä, jätteenkäsittelyssä ja veden puhdistuksessa käytettävät laitteet sekä monipuoliset ympäristöratkaisut ja -palvelut. Lamorin ratkaisut ja palvelut kattavat muun muassa öljyntorjuntaan ja öljyvahinkoihin sekä muihin ympäristövahinkoihin liittyviä puhdistus- tai ennakko-varautumispalveluita, vaarallisten ja vaarattomien jätteiden käsittelypalveluita, vedenpuhdistusratkaisuja sekä ratkaisuihin liittyviä laitetoimituksia. Yhtiö on markkinaosuudeltaan maailman suurin öljyntorjuntalaitteiden toimittaja. Lisäksi Lamor on laajentamassa liiketoimintaansa muovin kemialliseen kierrätykseen Porvoon Kilpilahdessa sijaitsevan kierrätyslaitoksen kautta.

Liiketoiminnoittain Lamorin liikevaihto painottuu ympäristönsuojeluun (sis. öljyntorjunta) sekä maanpuhdistukseen ja ennallistamiseen, jotka tuovat kumpikin lähes puolet konsernin liikevaihdosta. Materiaalikierrätyksen osuus konsernin liikevaihdosta on toistaiseksi hieman alle 10 %, mutta odotamme sen kasvavan uuden muovin kemiallisen kierrätyslaitoksen käyttöönoton myötä.

Globaalisti paikallinen

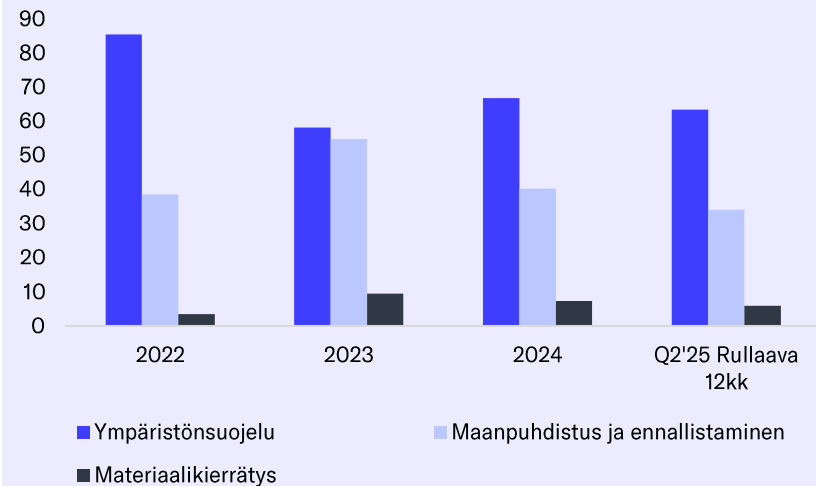
Lamorin liiketoiminnan missiona on maailman puhdistaminen yhdessä, jota se toteuttaa laajan kumppaniverkostonsa kautta. Yhtiö toimiikin globaalisti yli 100 maassa kumppani- ja jakeluverkostojensa kautta, jossa

on monia erilaisia toimintamalleja (mm. myyntiagentteja ja jakelijoita). Omia tytä- ja osakkuusyhtiöitä sillä on yli 20 maassa. Lamorin lähestymistapa ympäristöratkaisujen ja -palveluiden tarjoamisessa nojaakin vahvasti sen laajaan maantieteelliseen peittoon ("globaalisti paikallinen"). Vuosien saatossa kertyneen osaamisensa ja globaalien verkostonsa avulla yhtiö kykenee tarjoamaan nopealla aikataululla asiakkailleen räätälöityjä ratkaisuja, mikä mielestämme sopii hyvin sen asiakaslähtöiseen liiketoimintamalliin. Yhtiö koordinoi koko palveluiden arvoketjua toiminnan kehittämisestä myyntiin, tarjouskilpailuun, sopimusvaiheeseen ja projektin toteutukseen asti.

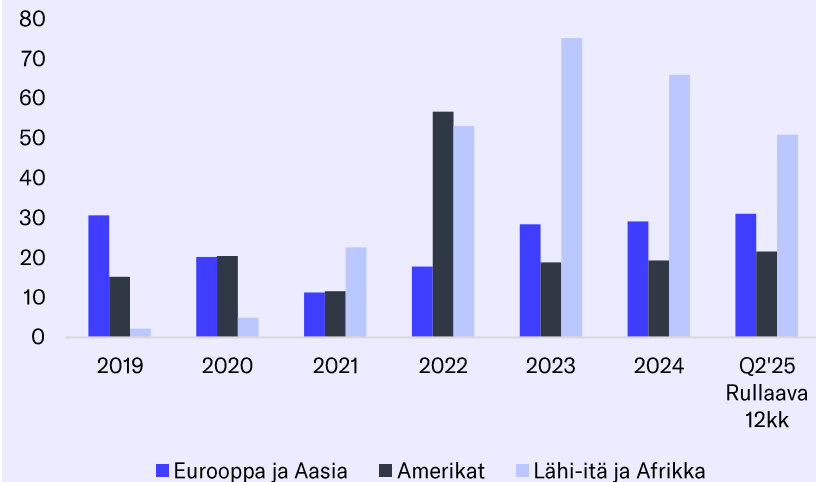
Lamorin liiketoiminta painottuu vahvasti kehittyville markkinoille, ja vuonna 2024 Lähi-idän ja Afrikan osuus liikevaihdosta oli lähes 60 %. Euroopan ja Aasian osuus liikevaihdosta oli noin neljännes, kun taas Amerikat toivat 17 % konsernin liikevaihdosta. Nähdäksemme Lamorin kehittyville markkinoille keskittyvä strategia on yhtiön riskiprofiilia nostattava tekijä (mm. korkeammat poliittiset, taloudelliset ja hallinnolliset riskit vs. kehittyneet markkinat). Riskiprofiilia tasapainottaa kuitenkin jossain määrin Lamorin asiakaskunta, joka koostuu pääosin suurista vakaavaraisista toimijoista, mikä rajaa osaltaan saamiisiin liittyvää luottoriskiä.

Kehittyvien markkinoiden vahvasta painosta huolimatta suurin osa Lamorin myynnistä on USD- tai EUR-määräistä asiakkaiden preferenssien ja öljyyn liitännäisten liiketoimintojen luonteen takia. Lamorin tulos on erityisen herkkä Yhdysvaltain dollarin heikentymiselle suhteessa euroon, mutta konserni on tapauskohtaisesti suojannut osan riskeistä valuuttatermiinisopimuksilla.

Lamorin liikevaihto liiketoiminnoittain (MEUR)



Lamorin liikevaihto markkina-alueittain (MEUR)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/7

Projektien ajoitukset heiluttavat liikevaihtoa

Lamorin liikevaihdon taso määrittyy pitkälti projektien ajoittumisen ja niiden etenemisen mukaan. Liikevaihto kirjataan pääosin joko projektin etenemisen mukaan tai tuotteen määräysvallan siirtyessä asiakkaalle. Etenkin pidempiaikaisten projektien edistyminen ja jaksottuminen voi heiluttaa kvartaalien välistä liikevaihdon kehitystä huomattavasti. Tästä johtuen kvartaalikohtaisten lukujen ohella on keskeistä seurata myös vuositason kehitystä. Lamorin kulurakenne on pitkälti muuttuva, mutta tästä huolimatta projektien ajoitukset heiluttavat tulostasoa huomattavasti. Yleisesti projektikohtaisessa kannattavuudessa voi lisäksi olla huomattavia eroja, minkä seurauksena yksittäisen projektin alkaminen tai päättymisen voi heiluttaa suhteellista kannattavuutta huomattavasti. Projektien elinkaari ei kuitenkaan käsityksemme mukaan vaikuta oleellisesti niiden kannattavuuteen ts. projektien kannattavuus ei tyypillisesti painotu niiden alkuun, keskiosaan tai loppuun. Lamorin projekteissa niiden hinnoittelu tarjoamisvaiheessa on aivan kriittisessä roolissa ja yhtiön mukaan 80 % katteesta määrittyy jo ennen projektin alkamista.

Laitetoimitusten paino on kasvanut viime vuosina

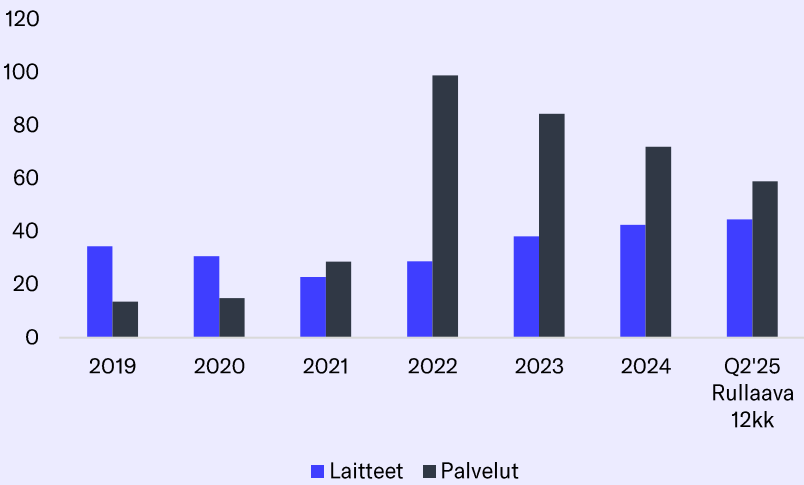
Viimeisen 12 kuukauden aikana 57 % Lamorin liikevaihdosta syntyi palveluista ja loput laitteiden toimituksista. Liikevaihdon koostumus kehittyi huomattavan palveluvetoiseksi vuonna 2022 yhtiön voitettua merkittävän kokoiset Kuwaitin ja Saudi Arabian palvelusopimukset sitä edeltävänä vuonna. Sittemmin palveluiden osuus liikevaihdosta on kuitenkin supistunut huomattavasti. Palvelusopimukset tarjoavat liiketoiminnalle teknologia- ja palvelutoimituksia pidempää näkyvyyttä tulevaisuuteen, joskin projektien jaksottumisessa voi lyhyellä aikavälillä olla

heiluntaa. Käsityksemme mukaan myös erilaisten ennakkovarautumispalveluiden määrä on kasvanut viime vuosina. Tämä on osaltaan kasvattanut Lamorin roolia arvoketjussa, mikä mahdollistaa uusien asiakassuhteiden luomisen varhaisessa vaiheessa. Näistä olemassa olevista asiakassuhteista on usein hyötyä esimerkiksi äkillisten ympäristövahinkojen yhteydessä, kun Lamorilla on jo aikaisempaa historiaa toimijan kanssa. Lamorin näkyvyys äkillisiin ympäristövahinkoprojekteihin (esim. vuoden 2022 Perun öljyvahingon puhdistushanke) on luonnollisesti olematon, sillä niiden kysyntä on riippuvaista mahdollisista akuuteista ympäristövahingoista. Arvioimme tällaisten projektien olevan Lamorille kuitenkin keskimääräistä kannattavampia.

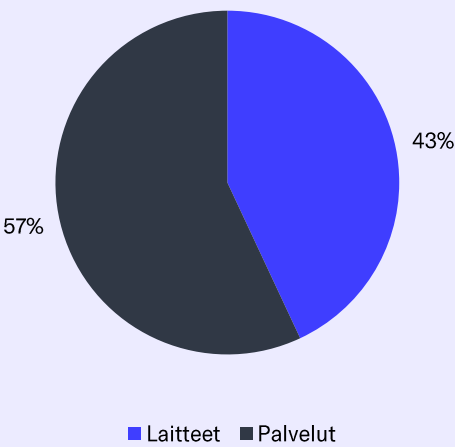
Laitemyynti on historiallisesti kasvanut melko tasaisesti

Laitemyynti on puolestaan historiallisesti ollut suhteellisen tasaaisessa kasvussa vuositasolla (laitemyynnin liikevaihto 2019-2024: 23-43 MEUR). Lamorin vahvan markkina-aseman vuoksi kasvupotentiaali markkinaosuuksia ottamalla etenkin öljyntorjuntalaitteissa on rajallinen, mutta öljyntorjuntaan käytettäviä laitteistoja hyödynnetään entistä enemmän myös muilla toimialoilla ja käyttötarkoituksissa. Esim. Saudi-Arabiassa vedenottolaitoksia suojataan teknologialla, jota käytetään öljyntorjuntaan, mutta joka soveltuu myös muihin käyttötarkoituksiin. Perinteinen laitemyynti on tärkeässä roolissa asiakassuhteiden luomisen ja syventämisen kannalta. Yhtiön tilauskantaan liittyen on hyvä huomata, että käsityksemme mukaan laitemyyntin tilauskanta on tyypillisesti 6-12 kuukautta, minkä myötä yhtiön näkyvyys sen kehitykseen on suuria palveluprojekteja rajallisempi. Laitetoimitukset mahdollistavat tietyn jatkuvuuden toimitetun laitekannan huollon kautta, mutta käsityksemme mukaan kyseinen liiketoiminta on vielä konsernin mittakaavassa pientä.

Liikevaihdon jakautuminen (MEUR)



Liikevaihdon jakauma rullaava 12kk



Yhteenveto Lamorin suurista projekteista

	Saudi-Arabia	Kuwait	Bangladesh	Guyana
Projektin kuvaus	Punaisenmeren öljyntorjuntavalmiuksien vahvistaminen	Kaksi maaperän puhdistamiseen liittyvää projektia Pohjois- ja Etelä-Kuwaitissa, jotka liittyvät suuremman kolmivaiheisen kokonaisuuden ensimmäiseen vaiheeseen	Kolme projektia, joiden tavoitteena on öljyntorjuntavalmiuden ja jätteenkäsittelykyvykkyyden kasvattaminen Monglan satamassa	Integroitujen vaarallisen jätteen käsittelyratkaisujen toimittaminen
Sisältö	Palveluista, laitteista, kalustosta ja henkilöstöstä koostuva ohjelma sisältäen mm. valmiussuunnitelman laatimisen, henkilöstön koulutuksen sekä palveluina toimitettavat meri- ja lentokalustot öljyntorjuntatehtäviä varten	Lamor toimii projekteissa korjausurakoitsijana, joka määrittelee alueen saastumisen vakavuuden, laatii suunnitelman alueen puhdistamiseksi ja siirtää saastuneen maa-aineksen käsittelylaitokseen, jossa se hoitaa maa-aineksen puhdistuksen	Ensimmäinen projekti sisälsi nopeaan reagointiin tarkoitettuja varusteltuja öljyntorjunta-aluksia. Toinen projekti puolestaan satamassa toimivan jätteen vastaanottolaitoksen. Kolmas projekti sisältää 24 metriä pitkän MARPOL-keräysaluksen.	Palvelusopimus integroidun jätteen huoltolaitoksen rakentamisesta, operoimisesta sekä rahoituksen järjestämisestä.
Asiakas	Saudi-Arabian kansallinen ympäristövalvontakeskus NCEC ja NEOM Company	Kuwaitin valtiollinen öljy-yhtiö Kuwait Oil Company	Monglan satamaviranomainen (Mongla Port Authority, MPA)	Esso Exploration and Production Guyana Limited
Kesto ja jatko-optio	~3 vuotta (2021-2024) + erillisenä hankkeena 9 MEUR:n teknologiatoomitus 2024-Q1*2025	1. vaiheen kesto: ~5 vuotta (2021-2026)	Alustoimitukset tapahtuivat 2024 ja laitos toimitettiin H1'25 aikana	~10 vuotta 2023 ->
Rakenne	Lamor toimii hankkeessa urakoitsijana ja vastaa koko arvoketjusta. Toteutuksessa käytetään myös alihankkijoita.	Konsortiossa Khalid Ali Al-Kharafi & Bros:n kanssa. Lamorin osuus projekteista 45 %	Lamor vastaa käsittääksemme koko arvoketjusta	Konsortio yhdessä kumppanien kanssa. Lamorin osuus 25 % projektista. Projekti ei kuulu osaksi Lamorin tilauskantaa.
Hinnoittelumalli	Kiinteä yksikköhinnoittelu (cost plus pricing)	Kiinteä yksikköhinnoittelu (cost plus pricing)	Ei julkistettu	Kiinteä yksikköhinnoittelu (cost plus pricing)
Arvo	Arviomme projektin kokonaisarvon Lamorille olevan noin 70 MEUR	Lamorin osuus 143,5 MEUR	Lamorin osuus ~25 MEUR	Projektin arvoa ei ole julkistettu
Tuloutus ja laskutus	Tuloutus valmistumisasteen mukaisesti palveluiden ja laitetoimitusten osalta ja vuokralaitteiden osalta puolestaan vuokratuuden mukaisesti. Laskutus asiakkaan hyväksyessä kulloisenkin osatoimituksen.	Tuloutus ja laskutus perustuvat todellisen työn edistymiseen kuukausittain. Sopimuskauden aikana kaikki tulot ja kustannukset jaetaan konsortiossa omistusosuuksien suhteessa perustettavan yhteisyrityksen kautta.	Ei julkistettu. Arviomme mukaan laitteiden ja palveluiden tuloutus valmistusasteen mukaisesti ja laskutus asiakkaan hyväksyessä toimitukset	Palkkiorakenne muodostuu kuukausittaisesta kiinteästä summasta yhdistettynä vaihtuvaan korvaukseen, joka perustuu työtulokseen ja jakautuu omistusten mukaisessa suhteessa. Tuloutus osana osakkuusyhtiöiden tulosta.

Lähde: Lamor, Inderes

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/7

Pitkäaikaiset palvelusopimukset ovat kasvattaneet julkisen sektorin painoarvoa asiakaskunnassa

Lamorin asiakaskunta koostuu sekä julkisen että yksityisen sektorin asiakkaista. Suurten, pitkäaikaisten palvelusopimusten myötä julkisen sektorin asiakkaiden rooli kasvoi merkittävästi viime vuosikymmenen alkuun nähden. Tätä kuvastaa myös se, että yhtiön listalleottoesitteen mukaan 63 % vuoden 2022 liikevaihdosta muodostui julkisen sektorin asiakkailta, ja vastaavasti Q3'23:n lopun tilauskannasta (221 MEUR) julkisen sektorin asiakkaat muodostivat 82 % (yhtiö ei tyypillisesti raportoi kyseisiä lukuja ja arviomme mukaan julkisen sektorin asiakkaiden painoarvo on sittemmin supistunut).

Käsityksemme mukaan Lamorin julkisen sektorin asiakkaat koostuvat monipuolisesta joukosta kansainvälisiä ja alueellisia hallinnollisia organisaatioita, paikallisia viranomaisia sekä rannikkovartiostoja. On kuitenkin hyvä huomata, että edellä mainittujen suurten projektien kokoluokan myötä tiettyjen julkisten asiakkaiden rooli on varsin korostunut projektien sopimuskausien aikana.

Vuonna 2023 julkaistussa Helsingin pörssin päälistan listalleottoesitteessä Lamor nosti julkisen sektorin asiakkaista esiin mm. USA:n ja Kanadan rannikkovartiostot, saudi-arabialaisen öljy-yhtiön Saudi Aramcon sekä Iso-Britannian meri- ja rannikkovartiolaituksen. Yksityisen sektorin puolella Lamorin asiakkaat koostuvat mm. teollisuusyrityksistä, öljyalan toimijoista, satamista ja telakoista. Yksityisen sektorin asiakkaita ovat mm. DP Worldin, Exxon Mobilin, Halliburtonin, Repsolin, Shellin sekä Nesteen kaltaiset yhtiöt.

Lamorin mukaan julkisen sektorin kysyntää ajaa etenkin ympäristön puhdistamiseen ja öljyvahinkovalmiuksiin enenevissä määrin saatavilla oleva rahoitus. Sen sijaan yksityisen sektorin kysynnän kasvua ajaa erityisesti kasvava ympäristötietoisuus, joka kannustaa yrityksiä investoimaan ennakoivasti öljyvahinkovalmiuksiin, jätteenkäsittelyyn ja vedenkäsittelyyn. Lamorin tarjoamien ratkaisujen kysynnän syklisyys taloussuhdanteista on myös arviomme mukaan osin laskenut muun muassa kasvaneen ympäristötietoisuuden sekä medianäkyvyyden vuoksi, sillä toimijoiden on vaikeampi siirtää ympäristöinvestointeja. Lisäksi ympäristöinvestointien julkisen rahoituksen määrä on viimeisen vuosikymmenen aikana kasvanut. Nämä eivät kuitenkaan arviomme mukaan kokonaan poista kysyntään liittyviä syklisiä piirteitä, sillä taloussuhdanteilla voi olla vaikutusta projektien toteuttamisen aikatauluihin. Pidämme todennäköisenä, että globaaliin talouteen liittyvät epävarmuudet ovat todennäköisesti siirtäneet joidenkin suurempien kilpailutusten aikatauluja ja projektien käynnistymistä. Syklisyyttä toimintaan tuo projektien ajoitukset (ml. kilpailutukset) sekä tietyiltä osin myös sääolosuhteet (esim. kuumuus, myrsky).

Lamor on esityksissään jaotellut lähivuosien myynnilliset mahdollisuutensa kolmeen ryhmään: 1) laitetoimitukset ja pienet palveluprojektit, keskikokoiset palveluprojektit sekä suuret palveluprojektit.

Esimerkkejä Lamorin asiakkaita



Esimerkkejä Lamorin tavoittelemista projekteista

	Laitemyynti ja pienet palveluprojektit	Keskikokoiset palveluprojektit	Suuret palveluprojektit
Sopimusten koko	< 15 MEUR	15-30 MEUR	30-100+ MEUR
Ajoittuminen	2025-	2025-2026	2026-2027

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/7

Liiketoiminnan kausiluonteisuutta rajaavat tietyiltä osin Lamorin suuret palvelusopimukset, jotka ovat viime vuosina lisänneet liiketoiminnan ennustettavuutta. Lamorin viime vuosien suurista projekteista vain Guyana tuo näkyvyyttä vuoteen 2027, joten nykyisellä tilauskannalla suurten palveluprojektien tuoma ennustettavuus on viime vuosina supistunut huomattavasti, ja näkymä nojaa enenevästi yhtiön kykyyn paikata päättyviä sopimuksia uusilla sopimuksilla ja/tai solmia jatkosopimuksia nykyisiin projekteihin. Samalla yhtiön laaja maantieteellinen peitto rajaa mielestämme yksittäisiin alueisiin liittyviä riskejä, vaikkakin tällä hetkellä liiketoiminta on riippuvainen kehittyville markkinoille kohdistuvista investoinneista.

Kumppanuusverkosto liiketoiminnan ytimessä

Suuremmissa palvelukokonaisuuksissa Lamor pyrkii toimimaan järjestelmäintegraattorina, joka ottaa kokonaisvastuun projektinhallinnasta ja suunnittelee prosessit asiakkaalle, etsii tarvittavan teknologian sekä resurssit yhteistyökumppaneiltaan ja rakennuttaa tilatut järjestelmät. Suuremmissa ratkaisuisa yhdistyvätkin yleensä Lamorin ja sen verkostoon kuuluvien yhtiöiden osaaminen, voimavarat ja teknologiat. Tämä edellyttää yhtiöltä tarkkaa projektien valintaa, hinnoittelua, suunnittelua, ostojen täsmällisyyttä, kulukontrollia, riskienhallintaa ja jatkuvaa seurantaa. Kumppanivetoinen liiketoimintamalli mahdollistaa Lamorille myös liiketoiminnan laajentamisen ja usean projektin samanaikaisen toteuttamisen ilman omia mittavia investointeja, kun tarvittavat laitteet/palvelut ovat hankittavissa verkoston kautta. Lisäksi yhtiö hyödyntää myös kumppaneiden kanssa perustettuja yhteisyrityksiä osassa projekteista. Tämä mahdollistaa yhtiölle

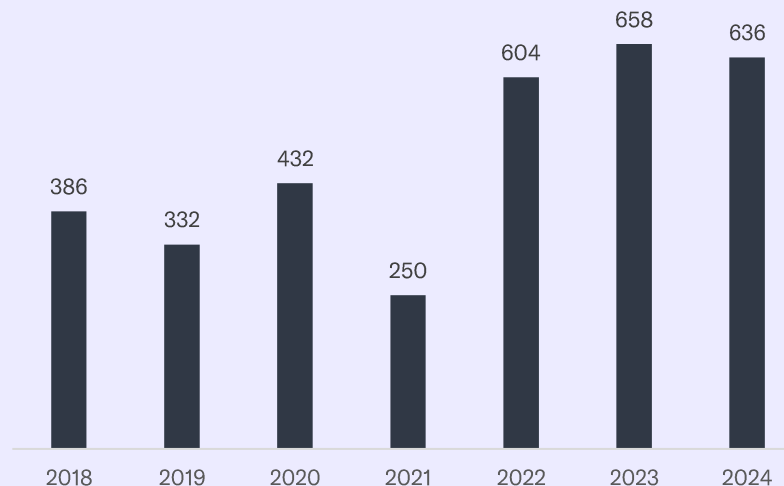
levittäytymisen uusille markkinoille nopeammin ja pienemmin omin resurssein sekä kumppaneiden paikallistuntemuksen hyödyntämisen.

Suuremmatkaan projektit eivät käsittääksemme vaadi Lamorilta tiettyä määrää omaa henkilöstöä, vaan ne perustuvat olemassa oleviin toimintamalleihin ja prosesseihin. Lamorin projekteissa tyypillisesti projektinjohto on omaa henkilöstöä, jota voidaan liikutella eri maiden välillä. Muuta henkilöstöä projekteihin voidaan puolestaan hankkia esimerkiksi CV-pankkien kautta, ja heidät koulutetaan paikan päällä koulutetaan projektin työtehtäviin (vrt. tapahtuma-ala). Hyvänä esimerkkinä yhtiön skaalautuvista resursseista ja projektinhallinnasta öljyntorjuntapalveluissa hätätilanteessa toimii vuoden 2022 Perun öljyvahingon puhdistushanke, johon yhtiö sai kasattua nopeasti noin 800 henkilön organisaation. Mielestämme tämä on myös ainoa mahdollinen malli yhtiölle työvoiman nopeaan skaalaamiseen ilman oman kiinteän kulumassan merkittävää kasvattamista.

Käsiparien tarve vaihtelee vahvasti käynnissä olevien projektien mukaan

Lamorin palveluksessa työskenteli vuoden 2024 aikana keskimäärin 636 henkilöä (2023: 658). Henkilöstömäärän ja sen maantieteellisen jakauman osalta on hyvä huomata, että henkilöstömäärä voi heilahdella voimakkaasti eri projektien ajoitusten ja sijainnin mukaan. Toisaalta Lamorin omaan henkilöstömäärään vaikuttaa myös käytettävän alihankinnan määrä, mikä voi niin ikään vaihdella projektikohtaisesti huomattavasti. Henkilöstömäärän muuttuvan tarpeen takia Lamor hyödyntää huomattavaa määrää alihankintaa, mikä rajaa kustannusrakenteen operatiivista vipua.

Lamorin henkilöstö keskimäärin



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/7

Useita myyntikanavia, mutta tarjouskilpailut ovat merkittävässä roolissa

Lamorin myyntiorganisaatio koostuu myyntihenkilöstöstä ja pienemmissä määrin myynnin tuesta. Lisäksi myyntiorganisaatioon kuuluu joukko myyntiagentteja ja jakelijoita globaalisti niillä markkinoilla, joissa Lamor ei itse toimi. Yhtiön laitemyyntiprosessi on historiallisesti toteutettu monikanavaisesti, ja optimaalisin myyntikanava on valittu laitesegmenteittäin. Palvelumyynnin yhtiö toteuttaa puolestaan pääasiallisesti suoramyyntinä Lamorin toimipisteistä, joita sillä on ympäri maailmaa strategisesti tärkeillä toiminta-alueilla. Käytännössä myynti ja toteutus hoidetaan paikallisella tasolla, kun taas koko portfolioa johdetaan globaalisti keskitetysti. Merkittävässä roolissa ovat myös julkiset tarjouskilpailut, joissa menestyminen on yhtiön kasvustrategian kannalta keskeistä, sillä ne ovat kokoluokaltaan merkittäviä ja sisältävät usein vuosien mittaisia puitesopimuksia.

Lamor tavoittelee erityisesti haastavia ja merkittäviä projekteja, joissa vaadittavat laatukriteerit ovat korkeita, mikä tyypillisesti vähentää kilpailua. Julkisen ja yksityisen sektorin kilpailutuksissa painotetaan hieman eri asioita. Yleisesti julkisella puolella painotetaan tiettyjä peruskriteerejä (mm. referenssit, tarjoajan koko) ja hintaa, kun taas yksityisellä puolella laadulliset asiat vaikuttavat enemmän. Ilman tarjouskilpailuja projekteja tarjotaan puolestaan tietyille toimijoille, kun asiakkaan ja toimittajan välillä on pidempiaikainen asiakas- ja luottamussuhde. Hinnan merkitys näissä tilanteissa on usein riippuvainen asiakkaalle aiheutuvasta vaihdon kustannuksesta.

Merkittävät ankkurisopimukset ovat mahdollistaneet paikallisen maaorganisaation rakentamisen. Paikalliset maaorganisaatiot mahdollistavat koko yhtiön tarjoaman

skaalaamisen maahan, mikä luo edelleen lisää kasvumahdollisuuksia kyseisellä markkina-alueella. Tämä on varsin tehokas keino päästä uusille markkinoille, mutta se edellyttää yhtiöltä arviomme mukaan myös merkittävää panostusta asiakassuhteisiin (ml. projektien suunniteltu toteutus).

Hinnoittelu nojaa usein tavoitemyyntikatteeseen ja kokonaisbudjettihinnoitteluun

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

Tyypillisesti palveluliiketoiminnan projekteissa tilaaja määrittelee käytettävän hinnoittelumallin ja julkisissa kilpailutuksissa aina. Siten Lamorin hinnoitteluvoima vaihtelee projekteittain ja asiakkaittain jonkin verran. Yleisesti Lamor ei kuitenkaan ole halvin vaihtoehto, vaan kilpailutusten voittaminen perustuu usein muihin asioihin

kuten vahvaan kokonaisvaltaiseen osaamiseen (sis. valmius toimittaa koko kokonaisuus), tunnettuuteen sekä luotettavaan maineeseen asiakkaiden keskuudessa.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/7

Projektit sitovat käyttöpääomaa

Lamorin liiketoiminta ei ole historiallisesti sitonut merkittävässä määrin kiinteää pääomaa suhteessa liikevaihtoon (2019-2024: 11-23 %). Esimerkiksi vuoden 2021 lopun kiinteä pääoma suhteessa liikevaihtoon (20 %) nostatti arviomme mukaan suuria Lähi-idän projekteja varten tehdyt etupainotteiset kalustohankinnat, joista ei ollut puolestaan ehtinyt vielä vastaavasti kertyä liikevaihtoa. Sitten etupainotteiset investoinnit muovin kemialliseen kierrätyslaitokseen ovat vastaavasti nostaneet tunnuslukuja. Nähdäksemme tunnusluku voi vielä nousta aavistuksen verran, kunnes muovin kemiallisen kierrätysliiketoiminnan kasvava liikevaihto laskee lukua.

Sen sijaan käyttöpääoman hallinta on historiallisesti ollut Lamorille haaste (2019-2023 käyttöpääoma: 20-51 % liikevaihdosta). Tämä johtuu osittain liiketoiminnan luonteesta, jossa kulut syntyvät etupainotteisesti ja laskutus vasta asiakkaan hyväksyttyä (osa)toimituksen. Myös maksuehdoissa voi olla vaihteluita projektien välillä. Käyttöpääoman sitoutuminen korostuu käsityksemme mukaan etenkin suurten projektien alkuvaiheissa. Suurten projektien etenemisestä huolimatta käyttöpääoman vapautuminen on ollut hidasta Lamorin pörssihistorian aikana.

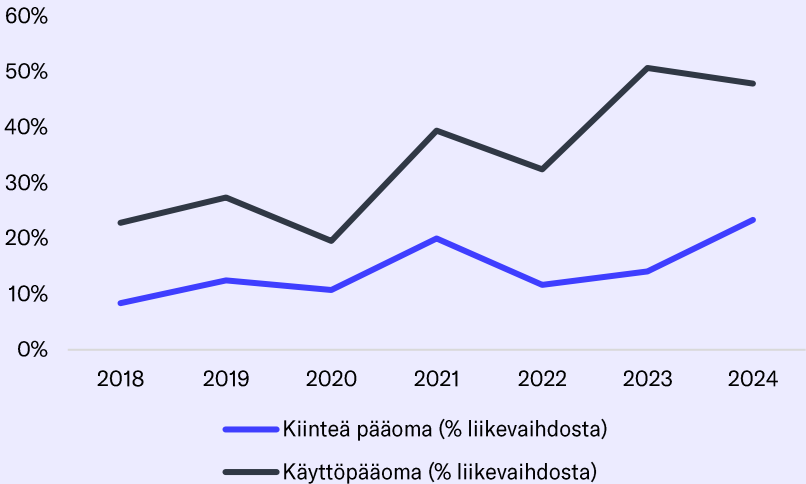
Siten näemme käyttöpääoman vapauttamisen olevan keskiössä myös yhtiön kasvustrategian kannalta, ja nähdäksemme keskisuurten projektien aiempaa vahvempi strateginen painotus voi lievittää käyttöpääoman aiheuttamia haasteita. Liiketoiminnan yhtälössä on myös hyvä huomata, että projektiliiketoiminta vaatii luonteensa vuoksi takauksia (mm. ennakkomaksu- ja toimitustakaukset), joiden määrä vaihtelee käsityksemme

mukaan projekteittain 5-10 %:iin niiden kokonaisarvosta. Taseen ulkopuoliset takausvastuut huomioiden odotamme Lamorin rahoituskulujen säilyvän koholla jatkossakin. Liiketoiminnan pääomavaltaisuus huomioiden se vaatii taakseen vahvaa tasetta ja riittäviä käteispuskureita, mitkä osaltaan rajaavat potentiaalista pääoman tuottoa.

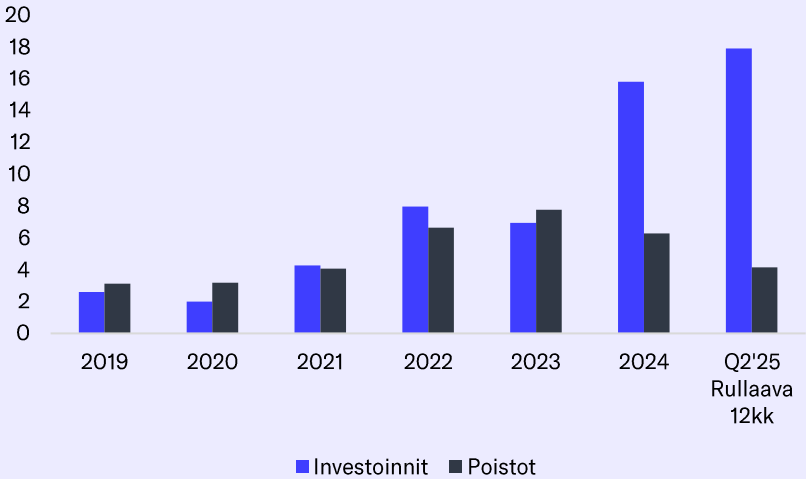
Muovin kemiallinen kierrätys on vaatinut etupainotteisia investointeja

Lamor teki kesällä 2022 investointipäätöksen teollisen mittakaavan muovin kemiallisen kierrätyslaitoksen rakentamisesta Porvoon Kilpilahteen. Laitoksen on tarkoitus tuottaa jätemuovista kemiallisesti kierrätettyä uusioraaka-ainetta, jota voidaan käyttää petrokemian teollisuudessa kierrätysmuovin tuottamiseen sekä toimitettavan jatkojalostukseen siihen soveltuville jalostamoille. Laitoksen rakentaminen alkoi syksyllä 2023, ja laitoksessa käytettäviä teknologioita on asennettu vuosien 2024-2025. Lamorin on Q3-raporttinsa yhteydessä tarkoitus antaa arvio Kilpilahden konseptilaitoksen ylösajon aikataulusta yhtiön kerrottua prosessilaitoksen käyttöönoton lykkääntymisestä Q2-tuloksensa yhteydessä. Lamor Recycling Oy rakennutti ja operoi laitosta. Yhtiö on nykyään täysin Lamorin omistuksessa keväällä 2025 tapahtuneen vähemmistöomistaja, Resiclon, omistusosuuden lunastuksen myötä. Laitoksen etupainotteisten investointien takia konsernin 2024 investoinnit nousivat huomattavasti yhtiön poistotasoa korkeammaksi. Ensimmäisessä vaiheessa Kilpilahteen rakennetaan yksi kemiallisen kierrätyksen linja, joka mahdollistaa 6-7 tuhannen tonnin vuosikapasiteetin. Laitos toimii Lamorin muovin kemiallisen kierrätyksen pilottihankkeena ja mallilaitoksena myös globaaleja investointeja silmällä pitäen.

Pääoman sitoutuminen



Lamorin investoinnit ja poistot (MEUR)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 7/7

Raaka-aineena laitos käyttämään lajiteltua muovijätettä. Tämän osalta yhtiö tiedotti keväällä 2024 sopimuksesta Remeon kanssa muovijätteen toimituksista ensimmäisen vaiheen tuotantoa varten. Prosessissa syntyvä lopputuote myydään Shellille, joka jatkojalostaa siitä muovinvalmistukseen sopivaa raaka-ainetta.

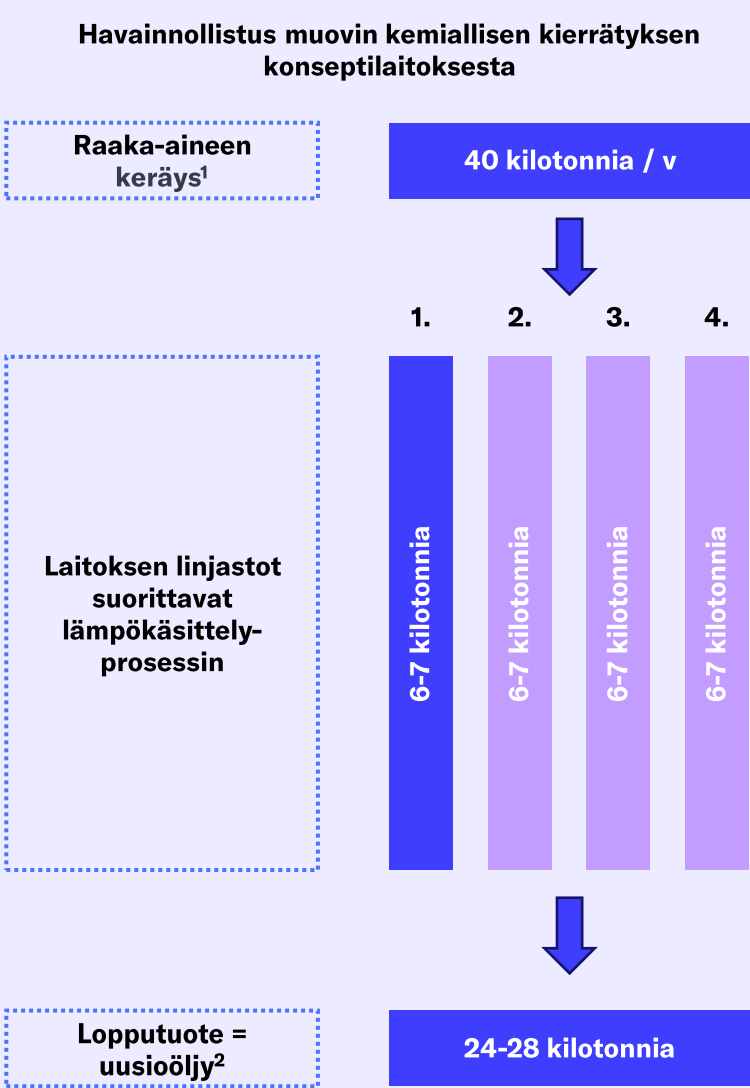
Ensimmäisen tuotantolinjan kattavan vaiheen investoinnin arvoksi arvioitiin Lamorin päälistan listautumisesitteessä 16 MEUR, mikä on kohonnut melko selvästi alun perin indikoidusta 12 MEUR:n tasosta. Q4'24 -esityksessään Lamor arvioi ensimmäisen konseptilaitoksen neljän tuotantolinjan kattavan kokonaisinvestoinnin kooksiksi 50-60 MEUR. Alkuperäisten investointibudjettien ylittyminen ei ole kuitenkaan mielestämme tavatonta uuden liiketoiminnan käynnistämisen ja viime vuosien kuluinflaatio huomioiden.

Kemiallisen kierrätyslaitoksen nykyisessä kehitysvaiheessa on vielä hankala ottaa kantaa laitoksen ja toisaalta liiketoiminnan lopulliseen potentiaaliin ja ylösajon keston, sillä toimiala on globaalissakin mittakaavassa vielä varhaisessa vaiheessa. Lamorin ensimmäisen konseptilaitoksen ensimmäisen linjan tuotantomääräksi on arvioitu 6-7 kilotonnia uusioöljyä. Konseptilaitokseen on tarkoitus asentaa yhteensä neljä linjaa, jotka nostattaisivat tuotantokapasiteetin 24-28 kilotonniin. Konseptilaitoksen modulaarinen rakenne laskee tuotantoprosesseihin liittyvää riskiä ja mahdollistaa samalla tehtaaseen liittyvien investointien toteuttamisen asteittain. Täydellä kapasiteetilla Lamor on arvioinut konseptilaitoksen saavuttavan noin 35-45 MEUR:n liikevaihdon, mikä vastaisi noin 1,3-1,9 tuhannen euron tonnikohtaista myyntihintaa. Lopullinen myyntihinta tulee olemaan riippuvainen laatutekijöistä sekä muista myyntisopimusten ehdoista.

Muovin kemiallisen kierrätyksen tavoitteet ovat konseptilaitosta kunnianhimoisemmat

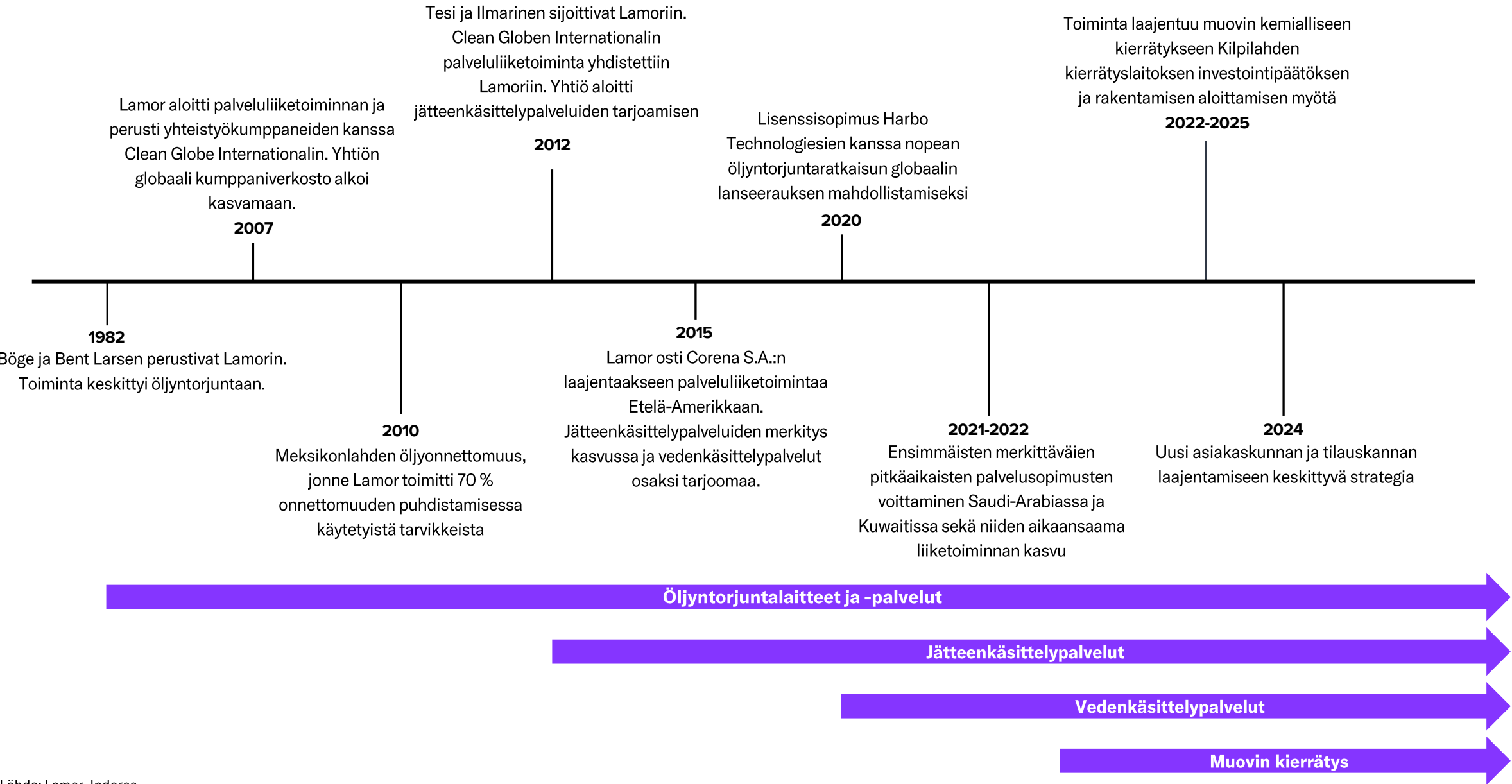
Kilpilahden kemiallinen kierrätyslaitos on Lamorin mittakaavassa merkittävä investointi, mutta yhtiön tavoitteet muovin kierrätyksessä ulottuvat huomattavasti ensimmäistä tuotantolaitosta pidemmälle. Lamorin tavoitteena on saavuttaa 40 kilotonnin kierrätyskapasiteetti keskipitkällä aikavälillä ja 100 kilotonnin kapasiteetti pitkällä aikavälillä. Keskipitkän aikavälin tavoite edellyttäisi ensimmäisen pilottilaitoksen kapasiteetin nelinkertaistamista

Toistaiseksi muovin kemiallinen kierrätys nostaa Lamorin riskiprofiilia liiketoiminnan ja koko teknologian varhaisen kehitysvaiheen takia. Kemiallisen kierrätyksen ylösajon onnistuessa näemme sillä edellytykset kannattavaan ja konsernin muita tulonlähteitä vakaampaan liiketoimintaan. Hyvän kannattavuuden ylläpitäminen kemiallisessa kierrätyksessä vaatii kuitenkin laitoksen korkeaa käyttöastetta ja tehokkuutta. Kokonaisuutena näemme, että laitoksen ja liiketoiminnan ylösajon onnistuminen parantaisi Lamorin ennustettavuutta pidemmällä aikavälillä muovin kierrätysliiketoiminnan oletettavasti suhteellisen tasaisen liikevaihdon ja kassavirran myötä (vrt. projektivetoiset palvelusopimukset).



1) Remeon kaltaiset kumppanit toimittavat kierrätettävän muovin
2) Shellin kaltaiset kumppanit ostavat lopputuotteen

Lamorin historia



Lähde: Lamor, Inderes

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

Kasvustrategia nojaa neljään kulmakiveen

Lamorin keskeisimpänä tavoitteena on nousta yhdeksi maailman johtavista ympäristönsuojelu ja -ennallistamisyrityksistä. Lamor päivitti strategiaansa vuoden 2024 lopussa, ja nykyinen strategiakausi ulottuu vuosiin 2025-2027. Strategiakauden keskeisin tavoite Lamorilla on sen aseman vahvistaminen ja kannattava kasvu kaikilla markkina-alueilla ja tuotelinjoilla. Lähivuosien kasvutavoitteet painottuvat neljään kulmakiveen, jotka ovat:

- 1) Ympäristösuojelun laite- ja palvelumyynnin kasvattaminen globaalisti tehostamalla ja laajentamalla myyntiä
- 2) Maanpuhdistus- ja materiaalinkierrätystuotelinjojen kasvattaminen aiempaa fokusoidummin keskittämällä panokset Lamorin aseman vahvistamiseen nykyisillä sillanpäämarkkinoilla ja niiden lähialueilla
- 3) Muovin kemiallisen kierrätysliiketoiminnan edistäminen kohti ensimmäisen konseptilaitoksen tuotannon aloittamista. Tähän päästessä Lamor arvioi miten liiketoimintaa skaalataan kohti 100 kilotonnin tavoitetta.
- 4) Kannattavuuden parantaminen keskittämällä ja tehostamalla myyntiä, tarjontaa ja operatiivisia toimintoja.

Edellisen strategiakauden tapaan Lamor keskittää panostuksiaan kehittyville markkinoille. Pidämme maantieteellisiä fokusalueita varsin perusteltuina, kun huomioidaan yhtiön suuret palvelusopimukset (Kuwait, Guyana ja aiemmin Saudi-Arabia), niistä kertynyt tunnettuus sekä referenssit ja toisaalta sopimusten laajentamismahdollisuudet uusiin paikallisiin

liiketoimintoihin. Kehittyville markkinoille painottuva strategia nostaa mielestämme kuitenkin liiketoiminnan riskitasoa (mm. poliittiset, taloudelliset ja hallinnolliset riskit) keskimääräiseen pörssiyhtiöön verrattuna.

Lamorin on tarkoitus jatkaa asiakkaiden globaalia palvelemista paikallisesti. Näin ollen strategian ja projektien toteutuksen kulmakivenä toimii Lamorin globaalisti paikallinen kumppanuusverkosto. Paikallisen kumppaneiden kanssa työskentely mahdollistaa Lamorille sen mukaan liiketoiminnan tehokkaan skaalautuvuuden ja yhteensopivuuden paikallisten olosuhteiden ja käytäntöjen kanssa.

Viime strategiakaudesta poiketen Lamor ei enää tavoittele määrätietoisesti uusien markkinoiden avaamista merkittävien palvelusopimusten kautta, vaan uusi strategia keskittyy projektiliiketoiminnassa vahvemmin keskisuuriin ja pitkäkestoisiin hankkeisiin. Pidämme todennäköisenä, että kasvupanostuksia kohdennetaan nykyisiin strategisiin kohdemarkkinoihin ja niiden lähialueille ankkurisopimusten mahdollistamien referenssien ja paikallisten kumppanuussuhteiden hyödyntämiseksi. Käsityksemme mukaan katteet ovat paremmat ja pääomia sekä resursseja sitoutuu vähemmän keskisuuriin hankkeisiin, joskin liikevaihdon kerryttäminen niistä vaatii enemmän myynnillistä jalkatyötä. Suurempia hankkeita ei kuitenkaan poissuljeta täysin, mutta yhtiö kartoittaa niiden rahoittamiseen joustavampia rahoitusmalleja.

Maanpuhdistus- ja materiaalinkierrätystuotelinjoissa Lamor pyrkii merkittävästi laajentamaan asiakaskuntaansa. Pidämme tavoitetta perusteltuna yhtiön korkea liikevaihdon keskittymä huomioiden.

Lamorin kasvustrategian kulmakivet



Ympäristösuojelun laite- ja palvelumyynnin kasvattaminen globaalisti



Maanpuhdistus- ja materiaalinkierrätystuotelinjojen kasvattaminen



Muovin kemiallisen kierrätysliiketoiminnan edistäminen



Kannattavuuden parantaminen prosesseja tehostamalla

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/2

Kasvutavoitteet ovat kunnianhimoiset

Lamorin hallitus on asettanut seuraavat pitkän aikavälin (2027 loppu) taloudelliset tavoitteet:

- Kasvu: 170 MEUR:n liikevaihto
- Kannattavuus: Yli 14 %:n vertailukelpoinen liiketulosmarginaali
- Osingonjako: pyrkimys jakaa osinkoa, huomioiden liiketoiminnan kehittäminen
- Rahoitusrakenne: Strategiaan, tavoitteisiin ja hankeportfolioon sopivan rahoitusrakenteen saavuttaminen vahvan taseen kautta

Kasvutavoite on kunnianhimoinen

Lamorin 170 MEUR:n kasvutavoite vuoden 2027 loppuun mennessä edellyttää noin 14 %:n vuotuista liikevaihdon kasvua 2024 lopun tasolta. Nähdäksemme tavoite vaikuttaa todella kunnianhimoiselta, kun huomioi viime vuosina supistuneen tilauskannan ja hiljattain päättyneen Bangladeshin projektin. 2024 aikana vapautuneen käyttöpääoman myötä näemme Lamorilla riittävät rahavarat uuden suuremman projektin aloittamiseksi ja nähdäksemme kasvutavoitteen saavuttaminen edellyttää ainakin yhtä uutta suurempaa palveluprojektia. Tarve uusille suuremmille projekteille määräytyy kuitenkin pitkälti sen mukaan missä määrin yhtiö kykenee löytämään uusia suurempia projekteja sekä alkavatko Kuwaitissa suunnitellut jatkoprojektit ja missä määrin Lamor kykenee voittamaan niitä. Kuwaitin projektin päättyminen olisi Lamorin kasvutavoitetta ajatellen merkittävä takaisku. Suurempien palveluprojektien ohella myös muovin kemiallisen kierrätysliiketoiminnan ylösajaminen ja siitä

tavoiteltu 35-45 MEUR:n liikevaihto ovat keskeisessä roolissa etenkin pidemmän aikavälin kasvunäkymän kannalta.

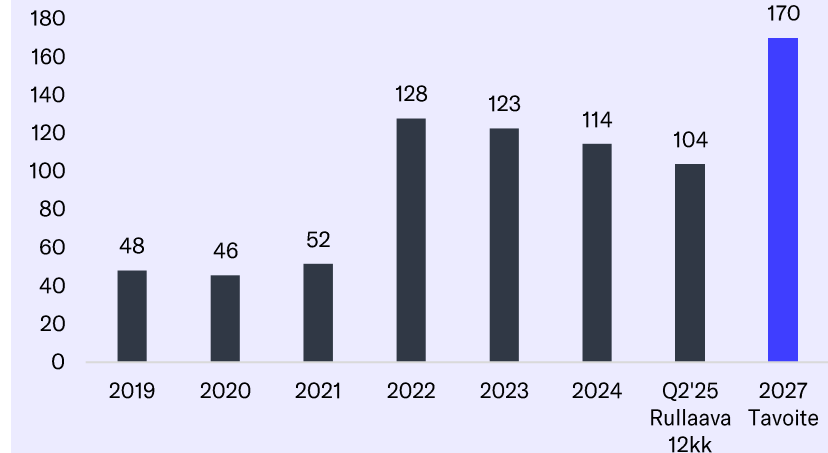
Kannattavuustavoite kulurakenteen skaalaamista

Arviomme mukaan 14 %:n liiketulosmarginaalitavoitteen saavuttaminen on pitkälti riippuvainen liikevaihdon kasvattamisesta ja etenkin Kilpilahden kemiallisen kierrätyslaitoksen käyttöasteen nostattamisesta kiinteiden kulujen skaalaamiseksi. Lamorin muissa liiketoiminnoissa kulurakenteen skaalautuminen on rajallista tietyn pisteen jälkeen muuttuvien kulujen muodostaessa merkittävän osan yhtiön kulurakenteesta. Emme näe tätä esteenä kannattavuustavoitteen saavuttamiseksi, mutta yhtiön historiallinen kannattavuus huomioiden on mielestämme selvää, että kannattavuustavoite edellyttää projektien onnistunutta hinnoittelua ja toteuttamista.

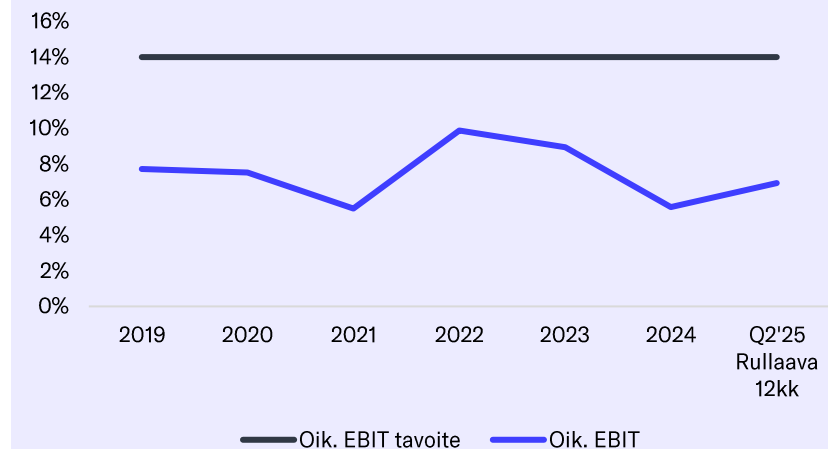
Vahva tase on edellytys liiketoiminnalle

Rahoitusrakenteen osalta tavoite vahvasta taseesta on nähdäksemme varsin järkevä ja lähtökohtaisesti pakollinen liiketoiminnan sitoma käyttöpääoma, eri maiden maayhtiöiden rahoitus ja taseen takauspotentiaalin (esim. takauslimiitin käyttö voi olla sidottuna erilaisiin kovenantteihin, kuten käyttökate/nettovelka tai omavaraisuusaste) vuoksi. Kunnianhimoiset kasvutavoitteet ja liiketoiminnan pääomatarve huomioiden odotamme osingonmaksun jäävään nykyisellä strategiakaudella olemattomaksi yhtiön kanavoimissa pääomiaan kasvuun ja taseensa vahvistamiseen. Kasvun ohella osingonmaksukykyä rajaa Lamorin rahoituksen kovenanttiehdot (mm. senioriehtoinen nettovelka / oikaistu käyttökate alle 3,5x ja omavaraisuusasteen yli 32,5 %.

Lamorin historiallinen liikevaihto ja 2027 tavoite (MEUR)



Lamorin historiallinen suhteellinen kannattavuus ja tavoite



Toimiala ja kilpailu 1/5

Lamorin kohdemarkkinat ovat laajat ja globaalit

Lamor määrittelee liiketoimintansa jakautuvan kolmeen strategiseen segmenttiin: ympäristönsuojeluun, maa-alueiden puhdistukseen ja ennallistamiseen sekä materiaali kierrätykseen. Maantieteellisesti yhtiön kohdemarkkinoilla ei käytännössä ole rajoituksia, vaikka sen kasvustrategia keskittyykin etenkin kehittyville markkinoille.

Nykyisten Lamorin kohdemarkkinoiden koko on useita miljardeja euroja ja tulevien vuosikymmenten aikana kohdemarkkinoiden odotetaan kasvavan satojen miljardien kokoluokkaan etenkin muovimarkkinan kasvun vetämänä. Siten markkinoiden koko tai kasvupotentiaali ei ole muodostumassa Lamorin kasvustrategian esteeksi. Olemme seuraavaksi käyneet yhtiön nykyisiä kohdemarkkinoita tarkemmin läpi.

Ympäristönsuojelu-liiketoiminta keskittyy etenkin öljyntorjuntaan

Lamor on koko toimintahistoriansa ajan ollut aktiivinen öljyntorjunnassa ja on siten varsin tunnettu toimija alalla. Yhtiö onkin oman arvionsa mukaan markkinaosuudeltaan suurin toimija laitemarkkinalla, eikä markkinoilla ole kuin muutama muu merkittävä laitevalmistaja. Lisäksi se on yksi johtavista toimijoista öljyntorjuntapalveluissa. Yhtiön mukaan öljyntorjuntamarkkina koostuu muutamasta kymmenestä usean miljoonan euron liikevaihdon toimijasta sekä lukuisista pienemmistä paikallisista palveluntarjoajista.

Vuoden 2021 listautumisesitteessään Lamor arvioi globaalin öljyntorjuntamarkkinan kooksi noin 750 MEUR, emmekä usko tässä tapahtuneen olennaisia muutoksia sen jälkeen. Arviomme mukaan Lamorilla on vielä tilaa kasvaa markkinan sisällä. Markkinan rajallinen kokoluokka huomioiden on kuitenkin mielestämme varsin loogista, että

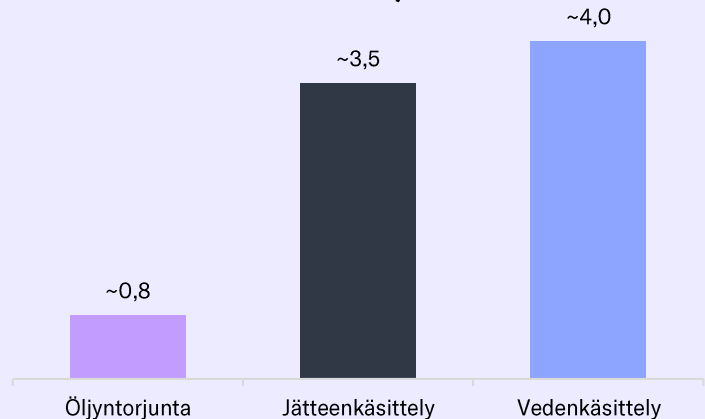
yhtiö on viime vuosien aikana laajentanut palvelutarjontaansa muihin liiketoimintoihin, sillä yksinään öljyntorjuntamarkkina aiheuttaisi kokonsa puolesta rajoitteita kasvulle pidemmän päälle.

Ennakoivat toimet öljyvahinkojen ennaltaehkäisemiseksi ovat ajaneet markkinan kasvua

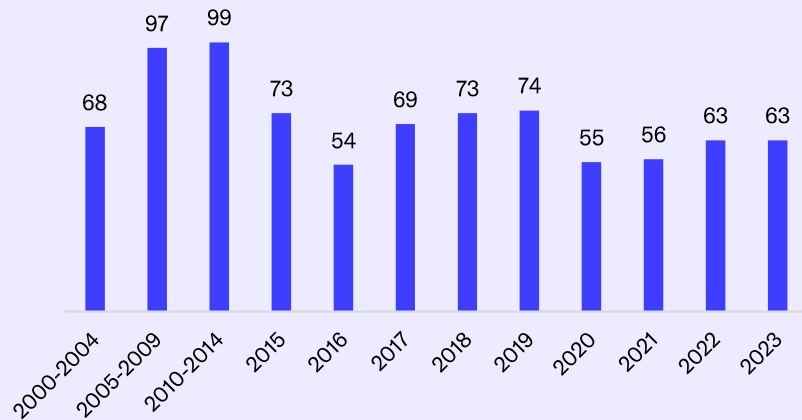
Kiristynyt lainsäädäntö ja alusten kehitys ovat laskeneet merkittävien öljyvahinkojen määrää viimeisten vuosikymmenien aikana murto-osaan aiemmasta. Vahinkojen supistumisesta huolimatta öljyntorjuntamarkkinoiden kasvua ajaa Lamorin mukaan ennakoivat toimet riittävien öljyntorjuntavalmiuksien varmistamiseksi. Tämän taustalla on muun muassa se, että riittävällä varautumisella pystytään vähentämään merkittävästi ympäristöriskiä sekä taloudellista kokonaisriskiä mahdollisten ympäristöonnettomuuksien yhteydessä (esim. öljyvahinko). Yhtiön mukaan öljyntorjuntaratkaisujen kysyntä on enemmän riippuvaista öljyvahingoille alttiiden laivareittien määrästä (esim. Saudi-Arabian projekti) kuin suoranaisesti öljyn kysynnästä. Tämä johtuu muun muassa rannikkoalueiden arvon kasvusta (vrt. osan Lähi-idän maiden voimakkaat panostukset turismin eteen), johon mahdollisten ympäristöriskien toteutuminen voisi vaikuttaa negatiivisesti. Lisäksi Ukrainan sodan myötä kasvanut heikompilaatuisten varjolaivastojen käyttö on käsityksemme mukaan lisännyt öljyvahinkoihin liittyviä riskejä.

Öljyvahinkojen torjunta ja ennaltaehkäisy ovat myös tärkeässä roolissa öljy-yhtiöiden kestävä kehityksen tavoitteiden saavuttamisen kannalta. On myös hyvä huomata, että vaikka öljymarkkinatoimijoiden tavoitteena onkin vähentää raakaöljyn tuotantoa tulevina vuosikymmeninä, ylläpitää biopolttoaineiden kasvava kysyntä myös tarvetta öljy- ja kemikaalivahinkoihin varautumiselle.

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



Uusien porattavien öljykaivojen määrä globaalisti (tuhatta kpl)



Lähde: Lamor, Rystad Energy, Inderes

Toimiala ja kilpailu 2/5

Toisaalta esimerkiksi McKinsey ennakoi (Global Energy Perspective 2024), että öljyn kysynnän huippu (ml. biopolttoaineet ja synteettiset polttoaineet) saavutettaisiin vuonna 2025-2030, jonka jälkeen kysyntä laskisi hiljalleen nykyisiltä reilun 100 miljoona barreliä/päivä tasolta vuoteen 2050 noin 74 miljoonaa barreliä/päivä tasolle. Tätä peilaten näemme öljyntorjuntamarkkinaratkaisujen kehityksen ainakin keskipitkällä aikavälillä seuraavan pitkälti globaalin BKT:n kehitystä. Sen sijaan McKinseyn ennusteiden perusteella pidemmällä aikavälillä markkinoiden voisi olettaa supistuvan öljymarkkinan mukana. Mielestämme pidemmän aikavälin ennusteisiin tulee kuitenkin suhtautua varauksella.

Materiaalikierrätyksen ja maa-alueiden ennallistamisen markkinat ovat suuret

Lamorin nykyiseen materiaalikierrätyksen ja maa-alueiden ennallistamisen tarjoamaan kuuluvat alueiden kunnostaminen, jätehuolto, muovien kierrätys sekä veden ja jäteveden käsittely. Spears & Associatesin mukaan öljykenttien kiinteiden jätteiden jätehuoltomarkkinoiden oli vuonna 2021 noin 1,7 miljardia euroa. Lamor arvioi vastaavasti, että öljyyn liittyvän maaperän kunnostuksen kokonaismarkkinat ovat vähintään yhtä suuret kuin kiinteän jätteenkäsittelyn markkinat. Kokonaisuudessaan maaperän puhdistuksen markkinat ovat Lamorin mukaan vielä tätäkin suuremmat, sillä pelkästään EU:n jäsenvaltioissa käytettiin vuosien 2000-2010 välillä keskimäärin 2,75 miljardia euroa vuodessa maaperän puhdistukseen.

Vedenkäsittelymarkkina on puolestaan huomattavan suuri, sillä pelkästään teollisen jäteveden kokonaisratkaisumarkkinan koon on arvioitu olevan noin 4

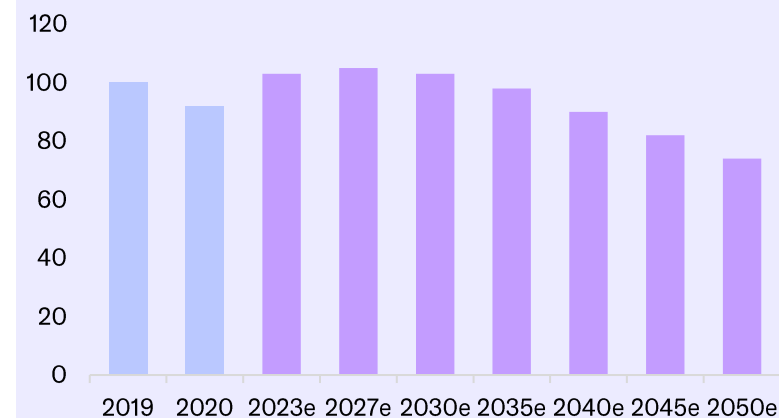
miljardia euroa (Aquaporin vuoden 2021 listalleottoesitteessä). Vastaavasti muovinkierrätyksen kokonaismarkkinan koko liikkuu useissa kymmenissä miljardeissa dollareissa. On kuitenkin hyvä huomata, että Lamorin kohdemarkkinoiden koko on tästä huomattavasti rajallisempi, kun huomioidaan myös, että muovin kemiallisen kierrätyksen markkina on globaalistikin vielä varsin varhaisessa vaiheessa. Markkinoiden nykyinen koko ei kuitenkaan arviomme mukaan rajoita Lamorin kasvumahdollisuuksia millään tavalla.

Markkinoiden kasvuajurit

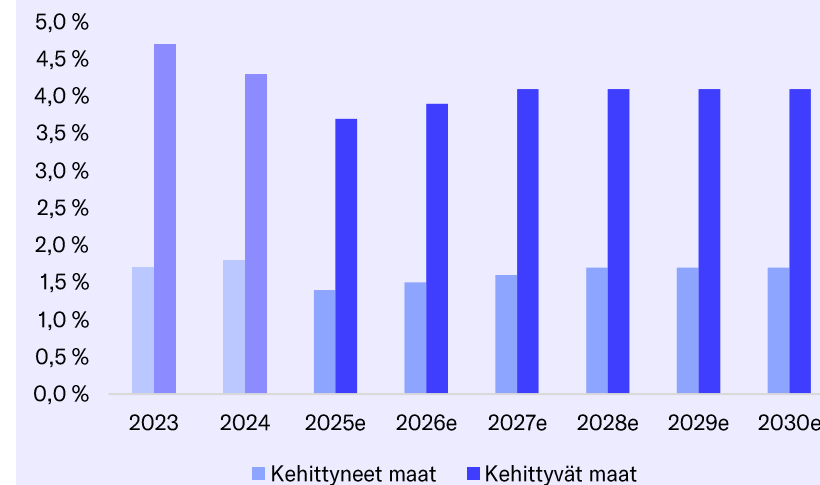
Lamor odottaa sen kohdemarkkinoiden kasvavan merkittävästi materiaalikierrätyksen ja maa-alueiden ennallistamisen aloilla tulevana vuosina, kun kestävä kehityksen tietoisuus lisää kysyntää kaikki toiminnot yhdistäville kokonaisvaltaisille ympäristöratkaisuille.

Maaperän puhdistamisen ja ennallistamisen osalta yhtiö odottaa, että sen kohdemarkkina kasvaa Lamorin maantieteellisen kattavuuden kasvun tukemana. Puhdistus- ja ennallistamisprojektien käynnistymisen taustalla on etenkin uusi ja/tai kiristynyt sääntely sekä kasvava tietoisuus ympäristövahinkojen haittavaikutuksista. Jo syntyneiden öljy- ja kemikaalivahinkojen myötä pilaantunutta maa-ainesta on erityisesti kehittyvissä maissa, joissa edelleen huomattava määrä öljyvahingoista on puhdistamatta. Myös kehittyneissä maissa on huomattavasti ennallistamista tekemättä. Lamorin arvion mukaan kunnostustöitä riittääkin periaatteessa useiksi vuosikymmeniksi. Pidämmekin korjausvelan purkamista yhtenä merkittävänä pitkän aikavälin optiona, mutta toisaalta projektien rahoitukseen liittyy merkittävää epävarmuutta.

Globaali öljyn kysyntä nykyskenaariossa (barrelia päivässä)



BKT:n kehitys (%)



Toimiala ja kilpailu 3/5

Arvioimme, että etenkin suurempiin jätteenkäsittelyinvestointeihin ajoittumiseen ja toteutumiseen vaikuttavat myös valtioiden taloudelliset tilanteet (ml. korkotasot), ja tätä kautta julkisten projektien aikataulut erityisesti kehittyvillä markkinoilla ovat osin riippuvaisia tästä. Pidämme todennäköisenä, että globaalin kauppasodan aiheuttama epävarmuus on lykännyt kilpailutusten/projektien aikatauluja, eikä lykkäytymisien venymistä voi pitää poissuljettuna. Kehittyvien maiden BKT:n odotetaan kuitenkin keskipitkällä aikavälillä kasvavan selvästi (IMF:n ennusteiden mukainen kehittyvien maiden BKT:n CAGR 2025e-2028e: ~4 %), mikä osaltaan mahdollistaa ympäristöhankkeiden toteuttamisen kasvavissa määrin tulevaisuudessa myös kehittyvissä maissa.

Lamorin kohdemarkkinoiden kasvua ajaa myös muovijätteen keräämiseen ja kierrättämiseen liittyvät mahdollisuudet, sillä nykyisellään muovijätteestä kierrätetään vain hyvin pieni osa. Muovinkierrätysliiketoiminnassa Lamor muun muassa muuttaa käytöstä poistetun muovin luonnonvaroiksi keräämällä ja lajittelemalla muovin joissa ennen kuin se päätyy mereen (suurin osa merien muoveista on jokien kautta mereen virrannutta yhdyskuntajätettä), ja kierrättämällä tai jalostamalla sen polttoaineeksi tai petrokemian teollisuuden raaka-aineeksi pyrolyysin avulla. Lisäksi yhtiö pyrkii muovin kemiallisen kierrätyksen liiketoiminnan kautta tarjoamaan uusia ratkaisuja muovijätteen määrän vähentämiseksi. Lamorin päälistan listalleottoesitteessä yhtiö kertoikin (lähde MarketsandMarkets), että muovinkierrätyksen kokonaismarkkinan koon on ennustettu kasvavan 120 miljardiin dollariin vuoteen 2030 mennessä muun muassa neitseellisen öljyn käytön määrän vähentymisen ja kasvavan

kierrätysasteen kautta. Siten, vaikka emme arvioikaan vedenkäsittely- tai muovinkierrätysmarkkinoiden olevan kokonaisuudessaan Lamorin kohdemarkkinaa, kuvastavat niiden valtavat koot ja kasvunäkymät mielestämme markkinoiden valtavaa potentiaalia. Toisaalta on myös hyvä huomata, että ainakin nykyisellään arvioimme näihin molempiin markkinoihin liittyvien palvelujen tai tuotteiden olevan myös pienemmässä roolissa Lamorin kokonaistarjoamassa (ml. liikevaihto).

Öljyntorjuntamarkkina on melko keskittynyt

Lamorin mukaan sillä on vahva kilpailuasema sen kokonaisvaltaisen osaamisensa vuoksi etenkin öljyntorjuntamarkkinalla. Se onkin yksi harvoista toimijoista markkinalla, joka pystyy toimittamaan kokonaisvaltaisia öljyteollisuuden ympäristöratkaisuja. Lamorin markkinan osa-alueita ovat riskiarvion ja varautumissuunnitelman laatiminen, valmiuden rakentaminen, reagointi, vuodon rajaaminen, öljyn kerääminen, ympäristön puhdistaminen ja lopulta syntyvän jätteen käsittely tai toimittaminen eteenpäin käsiteltäväksi. Kokonaisuutena öljyntorjuntamarkkina on Lamorin mukaan keskittynyt muutamille suurille toimijoille, ja muutenkin markkinalla toimii suhteellisen vähän yrityksiä. Suuret toimijat, joihin Lamor kuuluu, pystyvät toimimaan globaalin verkostonsa ansiosta laajalla maantieteellisellä alueella. Muut suuret toimijat ovat kuitenkin keskittyneet lähes pelkästään palveluihin ja Lamorin mukaan sillä on vain 4-5 globaalia kilpailijaa laitepuolella, jotka ovat selvästi sitä pienempiä. Markkinalla on myös joitain keskisuuria toimijoita, mutta näillä on yleisesti erikoistunut tai muutoin kapea tarjoama sekä maantieteellinen kattavuus.

Lamorin lisäksi suuria ja keskisuuria öljyntorjuntaratkaisuja tarjoavia toimijoita laitetarjonnassa ovat muun muassa

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

Materiaalikierrätyksen markkina on hajanaisempi

Materiaalikierrätyksen markkina on puolestaan varsin hajanainen ja sisältää hyvin erikokoisia toimijoita. Lamor keskittyy jätteenkäsittelymarkkinalla tarjoamaan integroituja vaarallisten ja vaarattomien jätteiden käsittelypalveluita öljy- ja kaasuteollisuudelle sekä muille teollisuusasiakkaille. Materiaalikierrätyksen sekä maa-alueiden puhdistamisen ja ennallistamisen markkinoilla Lamorin pääkilpailijoita ovat alan suurimmat toimijat Clean Harbors, Séché, Suez ja Veolia. Näiden tarjoamaan kuuluu kattavasti erilaisia jätteen- ja vedenkäsittelypalveluita. Lamorin kohdemarkkina ei kuitenkaan ole yhtiön kilpailijoiden päämarkkina-alue, vaan suuret pelurit keskittyvät enemmän kehittyneille markkinoille (Eurooppa ja Pohjois-Amerikka), joissa niillä on vahvat markkina-asemat. Lamorin suuret kilpailijat tarjoavat laajempia veden- ja jätteenkäsittelykokonaisuuksia, eivätkä useinkaan ole suoria kilpailijoita Lamorille poikkeavien palveluidensa ja eri maantieteellisten markkinoiden takia. Käsityksemme mukaan suurten toimijoiden vahvuudet ovat etenkin logistisella puolella (ts. jätteen kerääminen ja kuljettaminen). Lamorin vahvuutena on sen sijaan kokonaisvaltaisten ratkaisujen (esim. jätemateriaalin hyödyntäminen uusiomateriaalina) toimittaminen.

Toimiala ja kilpailu 4/5

Käsittääksemme alan suuret toimijatkin ovat monipuolistamassa tarjoamaansa, mutta eivät ole yhtä ketteriä liikkeissään kokonsa vuoksi. Lisäksi Lamorin vahvuus sen kilpailijoihin verrattuna jätteen- ja vedenkäsittelymarkkinoilla on sen asiantuntijuus öljyalalta. Tätä se on pystynyt hyödyntämään myös laajentaessa tarjontaansa uusiin palveluihin öljyalan asiakkaiden keskuudessa: ensin öljyntorjuntalaitteista öljyntorjuntapalveluihin ja siitä jätteen- ja vedenkäsittelyyn.

Markkinoilla toimivat pienemmät yhtiöt eivät sen sijaan pysty toimimaan projekteissa järjestelmäintegraattoreina (ts. toimittamaan kokonaisvaltaisesti palveluita ja teknologioita koko projektin tarpeisiin), vaan keskittyvät yleensä osaprojekteihin alihankkijoiden rooleissa. Jätteen- ja vedenkäsittelymarkkinat ovat yleisesti myös varsin säänneltyjä toimialoja, ja niille on ominaista, että projektit voitetaan kilpailutusten kautta. Kilpailutuksissa merkittävässä roolissa ovat sertifikaatit (kuten ISO 9001 ja 14001) ja merkittävät, viimeaikaiset referenssit aiemmista onnistuneesti toteutetuista projekteista. Tämä toimii myös alalle tulon esteenä, sillä uusien tai pienempien toimijoiden on usein vaikea selvittää auditoinneista (mm. lupaprosessit) ja eri kulttuurien byrokratiasta (mm. paikalliset lait), mikä pätee myös öljyntorjuntamarkkinalla. Lisäksi asiakassuhteet perustuvat usein luottamukseen ja ovat kestoaltaan pitkiä (kilpailutusten jälkeen asiakassuhteita on mahdollista syventää), mikä nostaa alalietulokynnystä.

Vahvimmat kilpailijat tekevät hyvää kannattavuutta

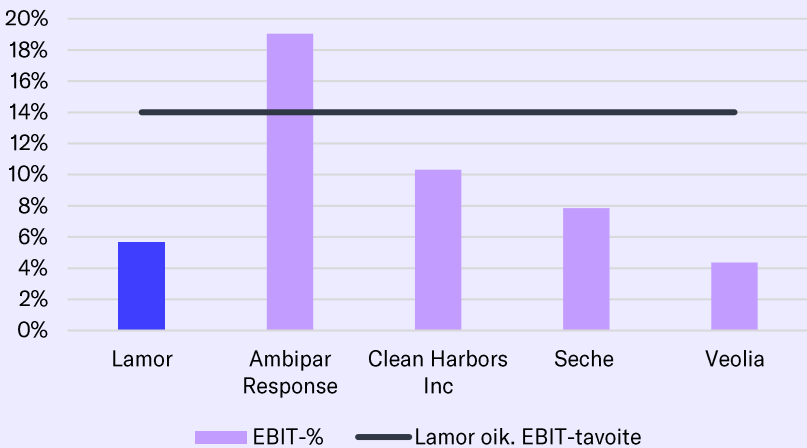
Lamorin keskeisten kilpailijoiden viime vuosien kannattavuustasojen perusteella yhtiön 14 % oikaistun liikevoittomarginaalin tavoitetaso vaikuttaa haastavalta, mutta ei mahdottomalta. Listatuista kilpailijoista ainoastaan

Ambipar Response on viime vuosina yltänyt, Lamorin tavoitetasoon, joskin varsin selvästi. Tarkastelussa on kuitenkin hyvä huomata, että Ambiparia lukuun ottamatta muiden suurten kilpailijoiden liiketoimintamallit sitovat kiinteää pääomaa huomattavasti enemmän (kalusto omassa taseessa), mikä heikentää suhteellisen kannattavuuden vertailukelpoisuutta. Nähdäksemme Ambipar toimii kuitenkin kohtuullisen hyvänä vertailukohtana Lamorille, mikä kielii kannattavuustavoitteen saavutettavuudesta pidemmällä sihdillä. Arviomme mukaan Ambiparin selvästi korkeampia marginaaleja on voinut tukea muun muassa liikevaihdon suurempi keskittyminen äkillisiin ympäristövahinkoihin, ja huomioiden Lamorin liiketoiminnan painopistealueet, emme lähtökohtaisesti odota yhtiöllä olevan edellytyksiä vastaavanlaisiin marginaalitasoihin.

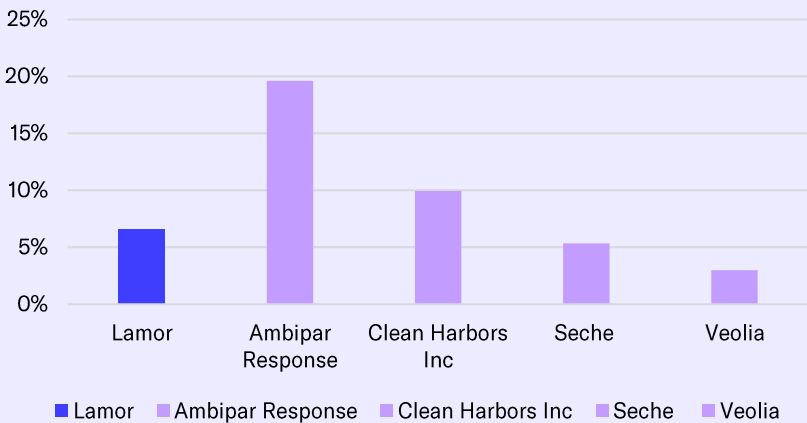
Pääoman tuoton vertailu on puolestaan relevanttia toimialan yhtiöiden välillä, vaikka liiketoimintaprofiileissa onkin yhtiöiden välillä eroja. Kuten aikaisemmin todettua, liiketoiminnan luonne ja sen sitomat pääomat rajaavat Lamorin potentiaalista pääoman tuottoa. Vertailussa Ambipar loistaa selvästi edukseen lähes 20 %:n sijoitetun pääoman tuotollaan.

Lamor on vastaavasti ollut nykykokoluokassaan (eli vuosina 2022-2024) noin keskitasolla pienessä vertailuryhmässä, verrokkeja paremman pääoman kierron tukemana, mutta verrokkeja matalamman liike tulostulomarginaalin painamana. Näkemyksemme mukaan Lamorilla olisi edellytykset viime vuosia korkeampaan pääomantuottoon, mutta tämä edellyttäisi liikevaihdon kasvua ja muovin kemiallisen kierrätysliiketoiminnan ylösajoa. Lisäksi pääoman tuottoa tukisi luonnollisesti pääoman käytön tehostaminen etenkin käyttöpääoman osalta.

Listattujen kilpailijoiden kannattavuus (2020-2024, ka.)*



Listattujen kilpailijoiden kannattavuus keskimääräinen ROI (2020-2024, ka.)*



*Ambiparin osalta data vuosilta 2019-2023

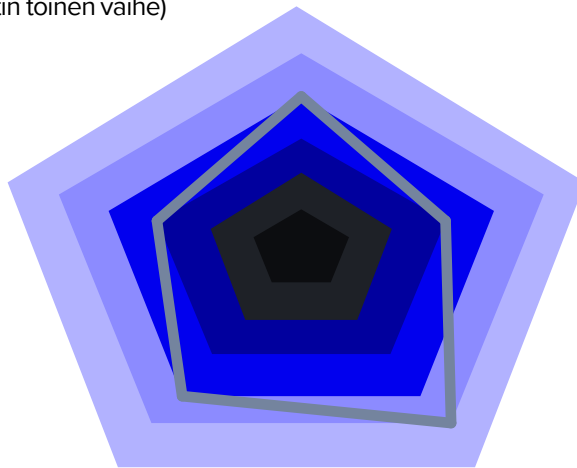
Toimiala ja kilpailu 5/5

Nykyinen kilpailutilanne (kohtuullinen*)

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

Korvaavien tuotteiden uhka (matala*)

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



Uusien kilpailijoiden uhka (kohtuullinen*)

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

Tavarantoimittajien neuvotteluvoima (matala*)

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

Ostajien neuvotteluvoima (merkittävä*)

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

Sijoitusprofiili

Lamor profiloituu käänne/kasvuyhtiöksi

Kasvava ympäristötietoisuus ja kiristynvä sääntely luovat arviomme mukaan houkuttelevat pitkän aikavälin kasvunäkymät Lamorin kohdemarkkinoille. Yhdessä kasvua painottavan strategiansa kanssa Lamor profiloituuakin mielestämme pidemmän päälle kasvuyhtiöksi. Ensin yhtiön on kuitenkin nostettava uusmyynti tasolle, joka mahdollistaa liikevaihdon kääntämisen takaisin kestäväan kasvuun. Merkittävä kasvu on kuitenkin näkemyksemme mukaan varsinkin lyhyellä aikavälillä sidoksissa uusien pitkäaikaisten palvelusopimusten voittamiseen ja/tai nykyisten sopimusten laajenemiseen. Pidemmällä aikavälillä kasvumahdollisuuksia tarjoaa myös laajeneva asiakaskunta ja yhtiön muovin kemiallisen kierrätyksen liiketoiminta sekä muut mahdolliset uudet avaukset. Sijoitustarinan ollessa vahvasti kasvuhakuinen ja muovin kemiallisen kierrätyslaitoksen lähestyessä tuotannon ylösajovaihetta sijoittajien ei mielestämme kannata odottaa osingonjakoa lähitulevaisuudessa.

Arvoajurit ja potentiaali

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

Vahva markkina-asema ja alalle tulon esteet: Lamor on johtava toimija öljyntorjuntamarkkinoilla ja harvoja toimijoita, joka pystyy tuottamaan kokonaisvaltaisia ympäristöratkaisuja kohdemarkkinoillaan. Siten näemme yhtiöllä hyvät edellytykset markkinaosuuden

kasvattamiseen. Lisäksi sen toimialat ovat vahvasti säänneltyjä, mikä vaikeuttaa uusien kilpailijoiden alalle tuloa.

Perusliiketoiminnan kannattavuusparannus: Lamorin kannattavuustasossa on nousupotentiaalia kiinteiden kulujen osin skaalautuessa kasvavan liikevaihdon myötä. Nykyisellä rakenteella näemme kannattavuuden nousun olevan kuitenkin sidoksissa kasvuun.

Tyytyväinen ja laadukas asiakaskunta: Lamorin asiakastyytyväisyys on erinomaisella tasolla, mikä kielii yhtiön tuottamien ratkaisujen toimivuudesta. Tämä osaltaan mahdollistaa asiakassuhteiden syventämisen ja nostaa vaihdon kustannusta. Arviomme mukaan yhtiön asiakasrakenne on myös laadukas, mikä rajaa kehittyviin markkinoihin kohdistuvia riskejä.

Muovin kemiallisen kierrätyksen liiketoiminnan onnistunut ylösajo: Arviomme mukaan muovin kemiallisen kierrätyksen liiketoiminta on kannattavuuspotentiaaliltaan selvästi palveluliiketoimintaa korkeampi, ja kasvavan markkinan myötä sen potentiaali on huomattava. Koska Porvoon pilottilaitos on vasta käyttöönottovaiheessa, liittyy laitoksen ylösajojakson pituuteen vielä epävarmuutta. Myös teknologian varhainen kehitysvaihe (ml. koko toimialan globaalissa mittakaavassa) heikentää liiketoiminnan pidemmän aikavälin kannattavuuden ennustettavuutta. Lisäksi liiketoiminnan kasvattaminen yhtiön strategisten tavoitteiden mittakaavaan tulee vaatimaan vielä merkittävästi lisäpääomia. Mikäli yhtiö onnistuu liiketoiminnan kasvattamisessa suunnitelmiensa mukaisesti, näemme sen tukevan yhtiön hyväksyttävää arvostusta liiketoiminnan vakaamman luonteen ja ainakin alustavasti hyvän pääoman tuottopotentiaalin myötä.

Yritysosotot: Lamor on indikoinut kiinnostusta strategiaansa tukevia yritysostoja kohtaan houkuttelevilta segmenteiltä. Yritysosotot eivät kuitenkaan ole mielestämme sijoitustarinan keskiössä ja odotamme etenkin orgaaniseen kasvuun olevan keskiössä lähivuosina.

Riskit ja heikkoudet

Yleinen talouskehitys ja sen vaikutukset suuriin kilpailutuksiin: Maailmantalouden pidempiaikainen negatiivinen kehitys heijastuisi Lamorin kohdemarkkinoille ja yleisesti ympäristöprojektien aikatauluihin ja sitä kautta Lamorin kysyntään. Arviomme, että esimerkiksi nousseet korkotasot ovat vaikuttaneet potentiaalisten kilpailutusten päätöksentekoon viime vuosina näiden luonteen vuoksi.

Suuriin projekteihin liittyvät riskit: Yhtiö on edellisellä strategiakaudellaan keskittynyt etenkin suurien projektien toteuttamiseen, joiden merkitys tuloksen muodostumisen ja pääoman sitoutumisen kannalta on merkittävä. Tämä nostaa mielestämme yksittäisiin projekteihin liittyvää riskitasoa, vaikka yhtiö onkin ainakin tähän asti onnistunut käynnissä olevien projektien toteutuksessa, mutta suurempien projektien sitoma pääoma on historiassa paisuttanut yhtiön käyttöpääomaa. Nykyisellä strategiakaudellaan Lamor pyrkii laajentamaan asiakaskuntaansa ja vähentämään riippuvuuttaan yksittäisistä projekteista, mutta tulonlähteiden hajauttaminen oletettavasti vie aikaa.

Kehittyviin markkinoihin liittyvät riskit: Yhtiön strategisina kasvun painopistealueina toimivat kehittyvät markkinat (Lähi-itä ja Etelä-Amerikka), mitkä nostavat mielestämme strategian riskitasoa (mm. korkeammat poliittiset, taloudelliset ja hallinnolliset riskit vs. kehittyneet markkinat).

Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne 1/3

Kuwaitin ja Saudi-Arabian projektit siivittivät Lamorin uuteen kokoluokkaan

Lamorin liikevaihto kehittyi 2019-2020 melko vakaasti, mutta vuonna 2021 saadut tilaukset kasvattivat yhtiön sittemmin huomattavasti suurempaan kokoluokkaan. Saudi-Arabian ja Kuwaitin suuret palveluprojektit olivat keskeisessä roolissa kyseisen vuoden valtavan tilausvirran taustalla. Sittemmin Lamorin tilauskanta on supistunut huomattavasti uusien tilausten jäätyä vuosittain liikevaihtoa pienemmäksi ja yhtiön toimitettua kyseisiä suuria palveluprojekteja. Vuosi 2023 oli Lamorille erityisen heikko uusien tilausten näkökulmasta, mikä kuvastaa kysynnän herkkyyttä kehittyvien maiden talouskehitykselle ja rahoitusolosuhteille. Sittemmin saadut tilaukset ovat jatkaneet kasvuaan, mutta tilauskanta on pysynyt laskutrendillä tilauksia suuremman liikevaihdon myötä. Arviomme mukaan tilauskanta on kuitenkin muovautunut huomattavasti edellisvuosia hajautuneemmaksi päättyneen Saudi-Arabian palveluprojektin myötä. Vuonna 2024 Lamor voitti Saudi-Arabiassa 55 MEUR:n kolmevuotisen ympäristösuojeluprojektin NEOM-companylle. Kyseisen projektin työnjako neuvoteltiin sittemmin uusiksi, ja Lamorin uusi työnjako rajoittui 9 MEUR:n öljyntorjuntateknologian toimittamiseen, mikä supisti tilauskantaa huomattavasti.

Muuttuvat kulut hallitsevat kulurakennetta

Arviomme mukaan valtaosa (65-80 %) Lamorin liiketoiminnan kustannuksista ovat muuttuvia kustannuksia. Täten yhtiön kulurakenne on suhteellisen kevyt, mutta tarjoaa vain rajallisesti skaalautuvuutta kannattavuuteen. Odotamme myös muuttuvien kulujen ja alihankinnan osuuden todennäköisesti nousevan yhtiön kasvupanostusten ja muovin kemiallisen kierrätyslaitoksen ylösajon myötä. Merkittävimpana kulueränä

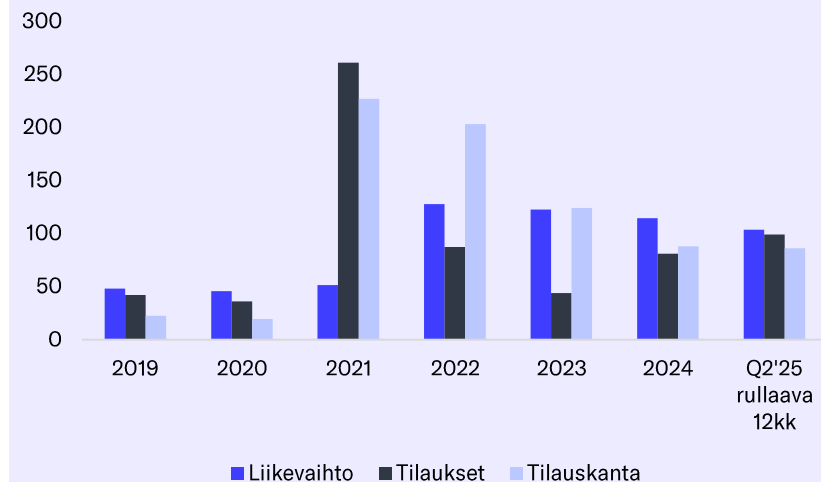
tuloslaskelmassa ovat materiaalit ja palvelut, jotka ovat olleet 57-63 % liikevaihdosta vuosina 2019-2024. Kuluerä koostuu hankituista tuotteista, kuten laitteiden komponenteista sekä kuljetuskustannuksista ja muista tarvikkeista, sekä alihankintana ostetuista palveluista. Toiseksi eniten kustannuksia syntyy henkilöstökustannuksista, jotka ovat olleet 2019-2024 noin 15-21 % liikevaihdosta. Suorien henkilöstökustannusten osalta on hyvä huomata, että niiden kokoluokkaan vaikuttaa selvästi se, tuotetaanko palveluita oman henkilöstön vai alihankinnan kautta. Vastaavasti yhtiön muut kulut ovat olleet vuosina 2019-2024 8-13 % liikevaihdosta.

Yhtiö vahvisti viime vuosina tukiprosessejaan kantamaan nykyistä suurempaa liikevaihtokuormaa ja osaltaan tukemaan kasvustrategiaa. Q2'25 raportissaan yhtiö kertoi kuitenkin 8 MEUR:n kustannussäästöihin tähtäävästä tehostusohjelmasta, jonka hyödyt eivät käsityksemme mukaan ole riippuvainen liikevaihdon tasosta.

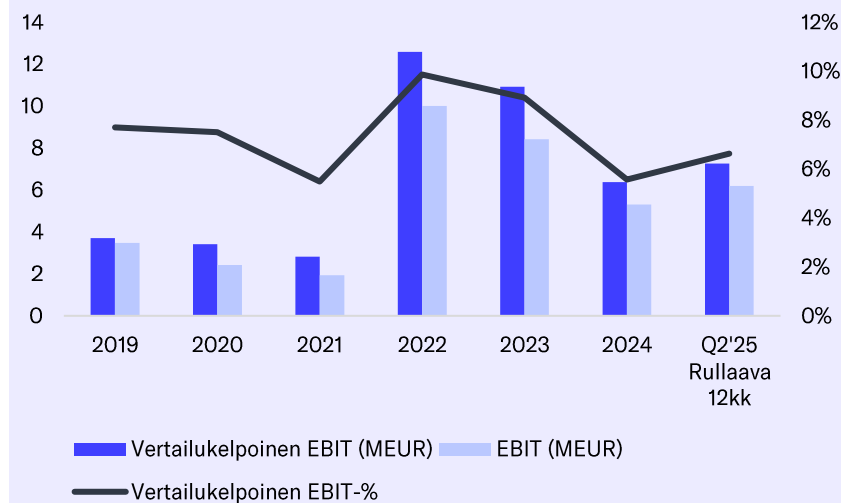
Suhteellinen kannattavuus on ollut paineessa liikevaihdon kutistuessaa

Lamorin merkittävä kasvu vuonna 2022 nostatti yhtiön suhteellisen ja absoluuttisen kannattavuuden lähihistorian huipputasolle. Siitä yhtiön kannattavuus kuitenkin heikkeni vuosina 2023 ja 2024 supistuneen liikevaihdon ajamana. Kannattavuuden huippuvuonna 2022 Lamorin kannattavuutta tukivat ympäristövahinkojen puhdistus- ja kunnostushankkeet Perussa ja Ecuadorissa, joiden suhteellinen kannattavuus oli arviomme mukaan Lamorin keskimääristä palveluportfoliota kannattavampi. Alkuvuodesta 2025 Lamor on antanut merkkejä kannattavuuden elpymisestä, jota tuki Q1:llä erityisen suotuisa laitetoimituksiin painottuva liikevaihdon jakauma NEOM-tilauksen tukemana.

Kasvun tunnusluvut (MEUR)



Lamorin historiallinen kannattavuus



Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne 2/3

Yhtiön kannattavuus on kuitenkin vielä kaukana taloudellisten tavoitteiden viitoittamasta 14 %:n vertailukelpoisesta liikelulosmarginaalista. Vertailukelpoisten tuloslukujen ohella Lamorin kannattavuutta kannattaa mielestämme tarkastella myös raportoitujen lukujen kautta, sillä yhtiön raportoitu kannattavuus on ollut systemaattisesti vertailukelpoista lukua heikompi. Täten raportoitu tulostaso antaa hieman vaisumman kuvan yhtiön kannattavuudesta.

Käyttöpääoman sitoutuminen on rajannut pääoman tuottoa

Lamorin liiketoiminta sitoo etenkin suurempien palveluprojektien yhteydessä huomattavan määrän käyttöpääomaa, minkä seurauksena yhtiön kannattavuutta on seurattava myös pääoman tuoton näkökulmasta. Viime vuosien kasvusta huolimatta Lamorin sijoitetun pääoman kiertonopeus on pysynyt karkeasti ennallaan, minkä seurauksena sijoitetun pääoman tuotto on korreloinut vahvasti liikelulosmarginaalin kanssa. Viime vuosina etenkin Kuwaitin projekti sitoi laskutushaasteiden takia huomattavan määrän pääomaa, jota alkoi kuitenkin vapautua huomattavasti 2024 lopussa. Lamor hyödyntää liiketoiminnassaan tuntuvaa velkavipua, mikä vivuttaa oman pääoman tuottoa. Yhtiön rahoituskustannukset ovat pääosin olleet sijoitetun pääoman tuottoa suuremmat, mikä selittää sijoitetun pääoman ja oman pääoman tuoton erotusta. Tämä huomioiden pääoman allokoiminen taseen vahvistamiseksi on mielestämme Lamorin tapauksessa perusteltua.

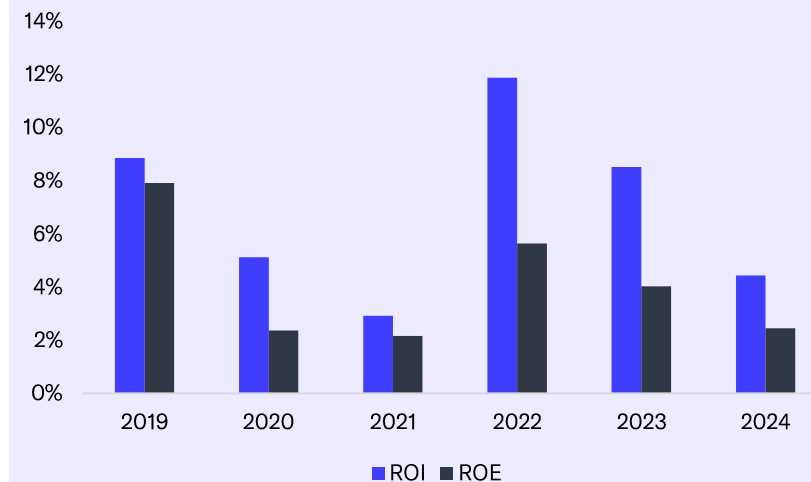
Tasetta on vivutettu listautumisen jälkeen

Lamorin tase painui 2021 lopussa lähes nettovelattomaksi

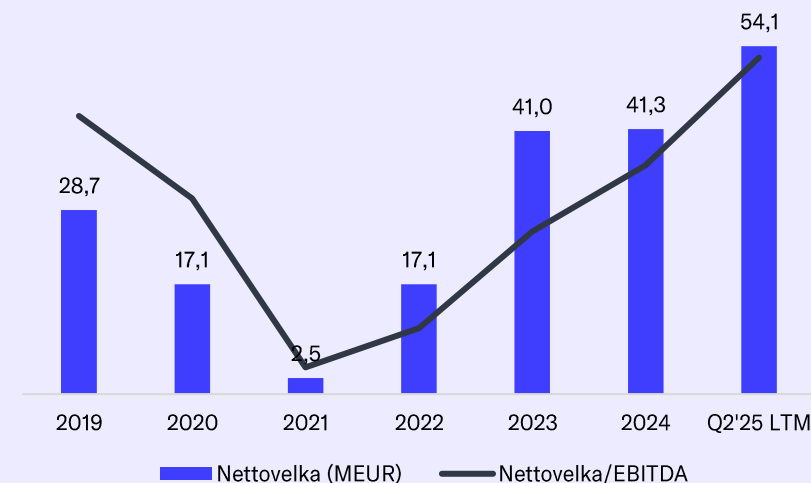
listautumisannissa kerättyjen varojen vahvistettua taseasemaa huomattavasti. Sitten yhtiön nettovelka on kasvanut sitoutuneen käyttöpääoman ja muovin kemialliseen kierrätyslaitokseen suunnattujen investointien ajamana. Kuluvana vuonna käyttöön otettava muovin kemiallinen kierrätyslaitos korostaa etenkin Lamorin nettovelka/EBITDA-kerrointa, sillä laitos ei vielä tässä vaiheessa generoi liikevaihtoa tai tulosta.

Lamor laski elokuussa 2023 liikkeelle 25 MEUR:n senioriehtoisen vakuudellisen vihreän jvk-lainan. Velkakirjoille maksetaan 10 %:n vuotuista korkoa, joka maksetaan puolivuositain. Siten rahoituksen hintaa ei voi pitää edullisena yhtiön kannalta, vaikka vallinneeseen markkinatilanteeseen (ml. rahoituksen saatavuus, korkotaso) peilattuna korkeahkoa kustannusta ei voi pitää kovinkaan yllättävänä. Velkakirjojen erääntymispäivä on 24.8.2026, ellei yhtiö lunasta velkakirjoja tätä ennen (yhtiöllä on mahdollisuus lunastaa 18 kuukauden kuluttua liikkeeseenlaskusta). Alustavasti arvioimmekin yhtiön pyrkivän uudelleenrahoittamaan lainan ennen sen erääntymistä. Lamor ei ole vastaavan yksityiskohtaisesti jakanut pankkirahoituksen ehtojaan. Sen sijaan lainojen kovenanttiehdoista yhtiö mainitsi listalleottoesitteessä, että senior-etusijalla olevan nettovelan ja oikaistun käyttökatteen suhteen täytyy olla alle 3,5x ja omavaraisuusasteen yli 30 %. Rahoituksen kannalta toissijaisessa asemassa olevia Valtiokonttorin ja Ilmastorahaston myöntämiä 10,5 MEUR:n pääomalainoja tai käyttökatteen vertailukelpoisuuteen vaikuttavia eriä ei huomioida kovenanttien laskennassa.

Lamorin pääoman tuotto



Lamorin velkaantumisaste



Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne 3/3

Liikearvo korostuu pitkäaikaisissa varoissa

Lamorin 168 MEUR:n taseen vastaavaa puolella korostuvat 25,7 MEUR:n aineettomat hyödykkeet, joista 18,4 MEUR on Lamorin yritysjärjestelyistä syntynyttä liikearvoa ja loput pääosin taseelle aktivoituja tuotekehitysmenoja. Lamor raportoi IFRS-standardien mukaisesti, joten yhtiö ei poista liikearvoa taseesta. Aineellisia hyödykkeitä yhtiöllä oli puolestaan taseessa 32,5 MEUR:n edestä, mikä koostui lähes täysin koneista ja kalustosta, jotka yhtiö omistaa pääosin itse. 3,2 MEUR:n sijoitukset kuvastavat Lamorin vähemmistöomistuksia yhtiön lukuisissa osakkuusyhtiöissä ympäri maailmaa.

Suuret palveluprojektit nostavat taseen lyhytaikaisia varoja

Lamorin taseen lyhytaikaisista varoista 32,0 MEUR:n myyntisaamiset ja muut saamiset ovat keskeisessä roolissa. Tämän ohella Lamorin taseessa on tuntuva määrä sopimukseen perustuvia omaisuuseriä, joita yhtiö poistaa taseeltaan palvelusopimusten edetessä. Kyseisen erän takia Lamorin poistotaso voi heitellä huomattavasti kvartaalien välillä. Kyseiset saamiset painottuvat arviomme mukaan Kuwaitin ja Bangladeshin projekteihin. 2024 lopussa yhtiö sai tuntuvan määrän saatavia tuloutettua Kuwaitin projektiin liittyen, mikä vahvisti taseasemaa. Vaihto-omaisuutta Lamorin taseessa oli 15,2 MEUR:n edestä. Kyseinen erä koostuu enimmäkseen asiakasprojekteihin hankituista materiaaleista. Rahavarat puolestaan asettuivat 8,7 MEUR:oon, mikä on nähdäksemme yhtiön mukavuusalueella liiketoiminnan likviditeettiä ajatellen. Kokonaisuutena Lamorin taserakenne kuvastaa mielestämme hyvin palveluprojektien

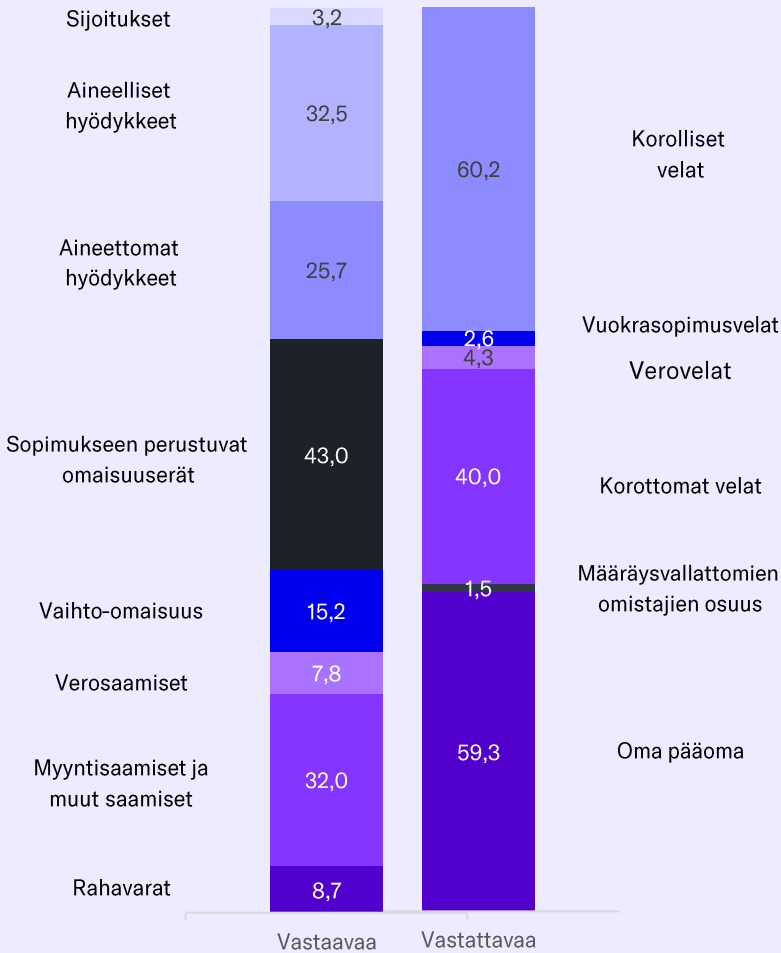
käyttöpääomatarvetta. Projektien vaatima käyttöpääoma ja vakuudet rajaavat nähdäksemme Lamorin taseen velankantokykyä ja aiheuttavat tarpeen joko käteiskassan tai rahoituslimiittien hyödyntämiselle osana liiketoiminnan päivittäistä likviditeettitarvetta.

Odotamme taseen vahvistamisen olevan korkealla agendalla

Lamorin taseen oma pääoma asettui Q2'25 lopussa 60,9 MEUR:oon, josta konserniyhtiön vähemmistöomistajille kuuluva määräysvallattomien omistajien osuus oli 1,5 MEUR. Kyseinen erä kuvastaa vähemmistöjen omistusosuutta Lamorin lukuisissa paikallisissa tytäryhtiöissä. Kvartaalin lopussa yhtiön omavaraisuusaste oli 36 %, mikä on kohtuullinen taso ja jättää hengitysvara yhtiön velkarahoituksen kovenantteihin nähden. 54,1 MEUR:n nettovelat koostuivat 25 MEUR:n vihreästä jvk-lainasta, 10,5 MEUR:n pääomalainoista, veloista rahoituslaitoksille ja 2,6 MEUR:n vuokrasopimusveloista. Nähdäksemme Lamorin rahoitusasema on hallinnassa, mutta taseasema ei tarjoa merkittävää tappiopuskuria liiketoimintaympäristön tai tulokunnon heikkenemisen varalta.

Korottomia velkoja Lamorilla oli puolestaan 40 MEUR:n edestä. Kyseiset velat koostuvat pitkälti ostoveloiden, muista projekteihin liittyvistä eristä ja muista veloista. Lyhytaikaisten velkojen ollessa saamisia ja vaihto-omaisuutta pienemmät, Lamorin liiketoiminta sitoo kasvaessaan uutta pääomaa, jollei Lamor kykene vapauttamaan pääomaa nykyisistä projekteistaan.

Lamorin taseasema Q2'25
168 MEUR



Ennusteet 1/3

Liiketoimintaympäristön näkymät

Yhdysvaltain lietsoma kauppasota on lisännyt globaaliin talouskasvuun liittyvää epävarmuutta kuluvan vuoden aikana. Heinäkuussa IMF kuitenkin nosti kuluvan vuoden talouskasvuennustettaan 0,2 %-yksikköä 3,0 %:iin, mikä johtui Yhdysvaltain tullitason laskusta huhtikuussa ilmoitetuilta tasoilta, sekä parantuneista taloudellisista olosuhteista (mm. heikentynyt yhdysvaltain dollari ja muutaman suuremman talouden pelätty paremman talouskehityksen myötä) ajamana. IMF:n mukaan näkymien riskit säilyvät kuitenkin kallellaan alaspäin mahdollisen Yhdysvaltain tullitason nousun myötä maakohtaisten tullineuvottelujen määräaikojen umpeutuessa, minkä lisäksi geopoliittiset jännitteet voivat aiheuttaa häiriötä globaaleihin hankintaketjuihin. IMF ennakoii kehittyneiden talouksien talouskasvun asettuvan 1,5 %:iin kuluvana vuonna ja 1,6 %:iin ensi vuonna, kun taas Lamorin kannalta keskeisten kehittyvien talouksien ennakoitaan kasvavan 4,1 %:iin ja 4,0 %:iin. Lamorin osalta on kuitenkin hyvä huomata, että sen kannalta olennaisinta on kilpailutusten aikataulut ja niissä menestyminen. Täten Lamorin kehitys voi kulkea vastavirtaan talouskehityksen kanssa, mutta vakaa ja positiivinen talouskehitys luonnollisesti tukee eri projektien nytkähtämistä eteenpäin.

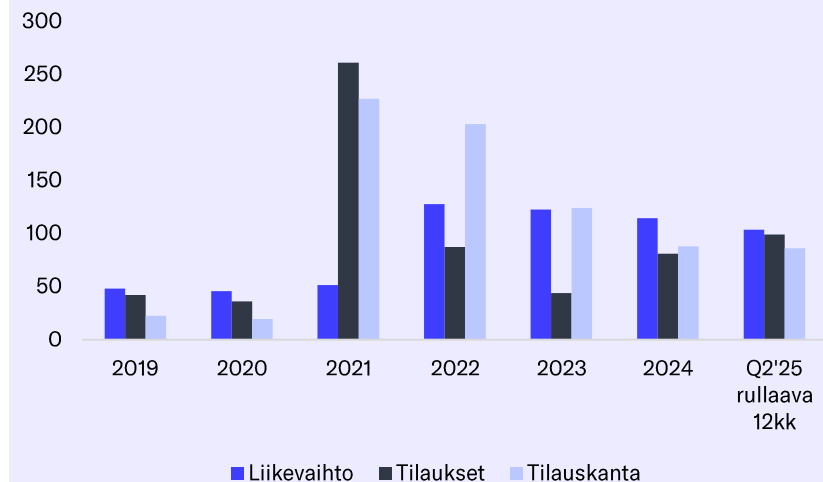
Kuluvan vuoden ennusteet

Kuluvalla vuodelle Lamor ohjeistaa kasvavaa liikevaihtoa ja vertailukelpoista liike tulosta. H1:n aikana Lamorin liikevaihto laski 21 % 40,2 MEUR:oon, mutta vertailukelpoinen liike tulos teki lähes 50 %:n tasokorjauksen 2,8 MEUR:oon vertailukauden 1,9 MEUR:sta. Kuluvan vuoden ohjeistusta ajatellen Q2'25 lopun 86 MEUR:n tilauskanta (josta noin 50 MEUR ajoittuu kuluvalla vuodelle) tuo pientä tukea, muttei

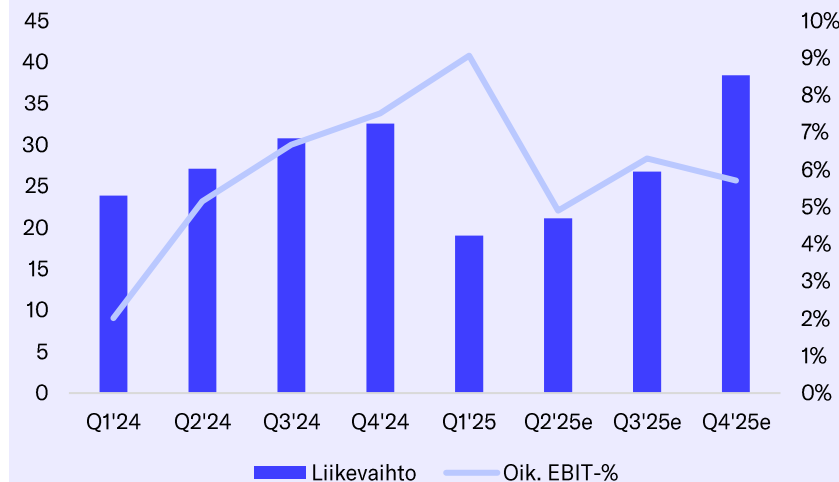
riitä yksinään ohjeistuksen saavuttamiseksi etenkin liikevaihdon osalta. Q2-esityksessään Lamor mainitsi odottavansa Q3-liikevaihdon jäävän selvästi vertailukaudesta, mikä jättää todella paljon viimeisen neljänneksen varaan. Yhtiön mukaan se neuvottelee usiasta merkittävistä laitetoimituksista ja keskikokoisista palvelusopimuksista kaikilla markkina-alueillaan, mutta yhtiön uutisvirran perusteella uusmyynti ei ole piristynyt ohjeistuksen vaatimalle tasolle Q3:n aikana. Lamor olettaa Kuwaitin suuren palveluprojektin tuoman liikevaihdon olevan vertailukauden alapuolella, eikä yhtiö enää odota liikevaihtoa kuluvana vuonna uudelta muovin kierrätyslaitokselta sen käyttöönottoon liittyvien viiveiden takia.

Liiketoimintaympäristön näkökulmasta Yhdysvaltain lietsoma kauppasota voi arviomme mukaan lisätä epävarmuutta Lamorin asiakaskunnassa ja johtaa päätöksenteon lykkääntymiseen. Toinen keskeinen vastatuulta tuova tekijä yhtiön kannalta on läpi vuoden heikentynyt Yhdysvaltain dollari. Kuluvana vuonna odotamme Lamorilta kvartaaleittain kiihtyvää liikevaihdon kasvua edellisvuoden tapaan. Kuluvan vuoden liikevaihtoennusteemme asettuu ohjeistuksen alapuolelle 105 MEUR:oon, kun taas 6,4 MEUR:n liike tulostenusteemme on tulkintamme mukaan aivan ohjeistuksen alarajalla. Ennusteemme nojaavat vahvasti paranevaan suoritustasoon etenkin Q4:n osalta. Lamorin Q2-raportin yhteydessä tiedottaman 8 MEUR:n tehokkuusohjelman hyötyjen odotamme näkyvän osittain Q4:llä, mutta painottuvan vasta ensi vuoden puolelle. Kuluvan vuoden aikana näemme samalla riskin yllättävistä kuluista muovin kemiallisen kierrätyslaitoksen liittyen laitoksen käyttöönoton lykkääntymisen myötä.

Kasvun tunnusluvut (MEUR)



Liikevaihto ja oik. liikevoitto-%



Ennusteet 2/3

2026-2027 ennusteet

Lamorin nykyisestä tilauskannasta noin 40 MEUR ajoittuu kuluvan vuoden jälkeiseen aikaan. Odotamme Lamorin 2026 liikevaihdon laskevan 5 % 99,7 MEUR:oon. Ennusteissamme Kilpilahden kierrätyslaitos saavuttaa ensi vuonna 7 MEUR:n liikevaihdon, mikä vastaa noin 70 %:n käyttöastetta laitoksen ensimmäiselle tuotantolinjalle ja on edelleen kaukana ensimmäisen koko konseptilaitoksen tavoittelemasta 35-45 MEUR:n liikevaihdosta. Kilpilahden liikevaihdosta oikaistuna odotamme Lamorin ”perinteisen” liikevaihdon laskevan 12 % 93 MEUR:oon supistuneen tilauskannan ajamana. Nähdäksemme suurten palveluprojektien päättymisen ja siitä seuranneen tilauskannan ohenemisen myötä Lamorin ennustettavuus kauemmas tulevaisuuteen on heikentynyt, mikä korostuu etenkin vuoteen 2026. Nähdäksemme liikevaihdon kääntäminen takaisin kasvu-uralle vaatisikin uuden suuremman palveluprojektin solmimista. Yhtiön liikevaihto voi kuitenkin saada äkillisestikin tukea vuoden 2022 Perun öljyvahingon tyyppisiltä merkittävilä ja äkillisiltä projekteilta, mutta näiden ennustaminen on käytännössä mahdotonta.

Arviomme mukaan ennusteidemme mukaisen 2026 liikevaihtotason saavuttaminen edellyttää projektimyynnin piristymistä vielä kuluvan vuoden aikana. Vuoden 2026 liikevaihtotason saavuttaminen edellyttää projektimyynnin piristymistä vielä kuluvan vuoden aikana. Vuoden 2026 liikevaihtotason saavuttaminen edellyttää projektimyynnin piristymistä vielä kuluvan vuoden aikana. Vuoden 2026 liikevaihtotason saavuttaminen edellyttää projektimyynnin piristymistä vielä kuluvan vuoden aikana. Vuoden 2026 liikevaihtotason saavuttaminen edellyttää projektimyynnin piristymistä vielä kuluvan vuoden aikana.

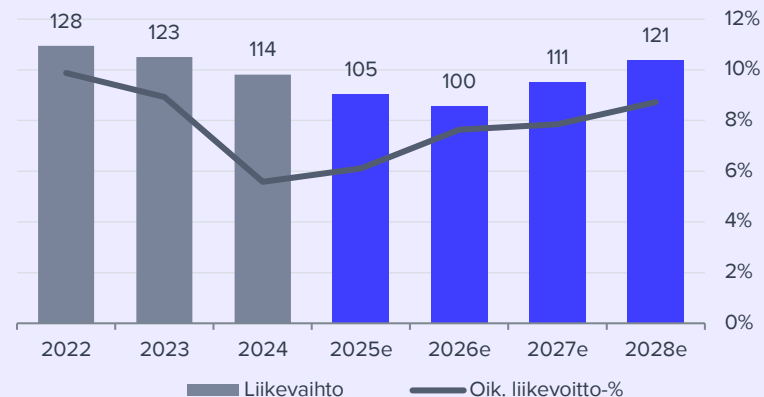
liittyvän tehottomuuden takia.

Vuonna 2027 odotamme Lamorin kääntyvän takaisin selvään kasvuun sekä konsernin perinteisen liiketoiminnan että muovin kemiallisen kierrätyslaitoksen kasvavan käyttöasteen ajamana. Lamorin perinteinen liiketoiminta kasvaa ennusteissamme 99 MEUR:oon, kun taas muovin kemiallisen kierrätysliiketoiminnan tuoma liikevaihto kohoaa 12 MEUR:oon, edellyttäen laitoksen toisen linjaston käyttöönottoa. Huomautamme, että perinteisen liiketoiminnan 100 MEUR:n vuotuinen liikevaihtotaso edellyttää yhtiöltä 25 MEUR:n kvartaalikohtaista tilausvirtaa, kun se on 2024-Q2’25 ollut keskimäärin 21,5 MEUR. Taso edellyttää näinollen tasokorjausta viime kvartaalien uusmyyntiin, josta emme ole vielä toistaiseksi saaneet kestäviä merkkejä. 111 MEUR:n 2027 liikevaihtoennusteemme on toistaiseksi melko selvästi yhtiön 170 MEUR:n tavoitetason alapuolella. Liikevaihtotavoitteen uskottavuuden kannalta on nähdäksemme keskeistä, että yhtiö kykenee osoittamaan kasvavaa uusmyyntiä ja että muovin kemiallisen kierrätysliiketoiminnan skaalaaminen edistyy suunnitellusti.

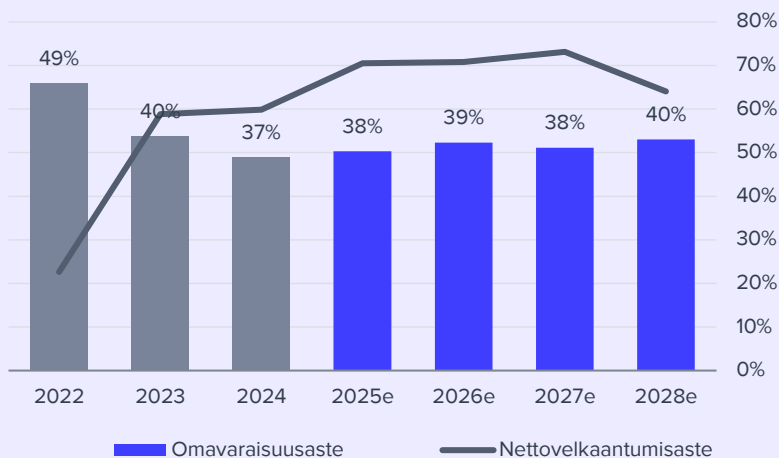
Investoinnit rajaavat taseen vahvistumista

Ennusteissamme Lamorin nettovelkaantumisasaste saavuttaa lakipisteensä vuonna 2027, jonka jälkeen kemiallisen kierrätysliiketoiminnan kutistuva investointitarve tukee taseen vahvistumista. Lähivuosien investointiennusteita heiluttaa arviomme mukaan vahvasti se, kuinka nopeasti Lamor kykenee ajaamaan ylös muovin kemiallisen kierrätyslaitoksen käyttöastetta. Ennakoimamme tuloskäänteen siivittämänä Lamorin omavaraisuusaste nousee lähivuosien ennusteissamme tasaisesti ja saavuttaen vuonna 2028 40 %:n tason.

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Taseen avainlukujen kehitys



Ennusteet 3/3

Odotamme oman pääoman tuoton kohoavan lähivuosina

Ennusteissamme Lamorin paraneva tulostaso ajaa lähivuosina oman pääoman tuoton vahvistumista, joka saavuttaa ennusteissamme vuonna 2028 6 %:n tason. Tämä on selvä parannus viime vuosien tasoihin nähden, mutta ei vielä mahdollista oleellista arvonluontia. Tulostason skaalautumista hidastaa ennusteissamme muovin kemiallisen kierrätysliiketoiminnan ylösajo ja sen myötä paisunut taseen koko. Kasvustrategian arvonluonnin kannalta on kriittistä, että Lamor kykenee parantamaan pääoman tuottojaan ja samalla laskemaan pääoman kustannustaan. Yhtiön vuonna 2026 erääntyvän vihreän bondin lunastaminen on nähdäksemme yksi keskeinen askel vieraan pääoman kustannuksen laskemiseksi ja sitä kautta liiketoiminnan arvonluontiedellytysten parantamiseksi.

Odotamme paluuta osingonmaksajaksi vuonna 2027

Viime vuosien tapaan emme odota Lamorin maksavan osinkoa vuosien 2025-2027 tuloksesta, sillä kasvuinvestoinnit ja taseen vahvistaminen ovat arviomme mukaan yhtiön prioriteeteissa korkeammalla. Taseen vahvistuttua ja suurimman investointisyklin hellitettyä odotamme yhtiön palaavan osingonmaksajaksi vuonna 2028 ja osakekohtaisen tuloksen saavan tukea laskeneilta rahoituskustannuksilta. Odotamme yhtiön jakavan 0,02 euron osingon 2028, mikä edellyttää noin 30 %:n osingonjakosuhdetta. Arviomme mukaan tuleva osingonjakosuhde tulee olemaan yhtiön taloudellisten tavoitteiden mukaisesti alisteinen konsernin tuolloin tarjolla oleville kasvumahdollisuuksille ja niiden vaatimille investoinneille.

Pidemmän aikavälin ennusteet

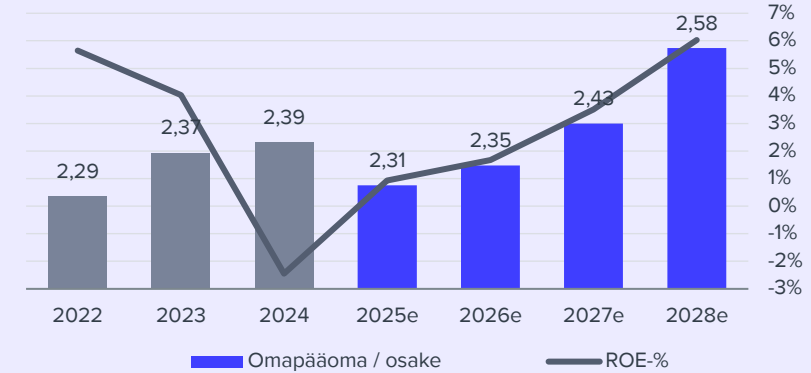
Mielestämme Lamorin pitkän aikavälin kasvunäkymiä

tukevat kasvavat ympäristövaatimukset ja odotettu talouskasvu (etenkin kehittyvissä maissa). Lisäksi yhtiön muovinkierrätysliiketoiminta luo onnistuessaan edellytykset huomattavalle kasvulle vielä seuraavan vuosikymmenen puolella. Näkemyksemme mukaan pidemmällä aikavälillä yhtiön kasvu tulee nykystrategialla olemaan kuitenkin riippuvainen yhtiön kyvystä voittaa ja toimittaa nykyistä enemmän uuden strategian mukaisia pienempiä palveluprojekteja.

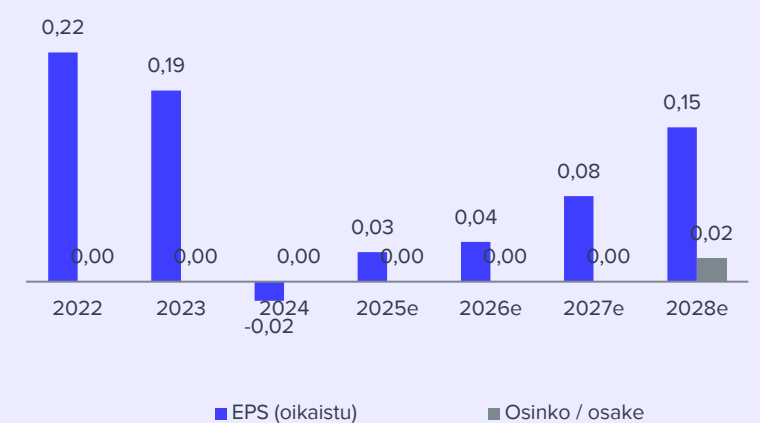
Liikevaihdon rakenne huomioiden pidämme erittäin todennäköisenä, että yhtiön kasvu tulee myös pidemmälle katsoessa vaihtelevan vuosien välillä huomattavasti asiakkaiden tarjolla olevan projektikannan mukaan. Tätä kehitystä on kuitenkin hyvin hankala mallintaa, ja olemmekin tästä johtuen mallintaneet yhtiön pidemmän aikavälin kasvua stabiilimman kasvun kautta. Odotamme yhtiön pidemmän aikavälin kasvun olevan keskimäärin noin kehittyneiden markkinoiden ennustetun BKT:n kasvun tasolla (2030e-2033e liikevaihdon kasvu 3-4 % %). Terminaalivaiheen kasvun oletamme sen sijaan olevan 2 %, mikä on linjassa globaalin talouden pitkän aikavälin kasvuolettaman kanssa.

Kohoavan liikevaihdon myötä odotamme yhtiön kannattavuuden nousevan myös vuosikymmenen loppua kohden, mutta toisaalta laskevan 2030- luvulla kiristyvän kilpailun myötä (2027e-2033e EBIT-%: 8-9 %). Siten emme nykyisissä ennusteissamme odota yhtiön saavuttavan taloudellista tavoitettaan liikevoittomarginaalin osalta ennustejakson aikana, vaan jäämme toistaiseksi seuraamaan strategian toteutuksen ja kannattavuustason noston etenemistä. Mielestämme tason saavuttaminen ei ole Lamorille kuitenkaan mahdotonta keskipitkällä tai pitkällä aikavälillä, mutta tämä vaatisi liikevaihtotasojen selvää nousua sekä Kilpilahden positiivista kontribuutiota.

Oma pääoma / osake ja ROE-%



EPS ja osinkoennusteet



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	123	23,9	27,1	30,8	32,6	114	19,0	21,1	26,8	38,4	105	99,7	111	121
Konserni	123	23,9	27,1	30,8	32,6	114	19,0	21,1	26,8	38,4	105	99,7	111	121
Käyttökate	16,2	2,1	3,0	3,7	2,7	11,6	2,3	1,6	2,9	4,0	10,8	14,6	17,1	18,9
Poistot ja arvonalennukset	-7,8	-1,8	-1,7	-1,7	-1,1	-6,3	-0,7	-0,7	-1,3	-1,9	-4,6	-7,0	-8,4	-8,3
Liikevoitto ilman kertaeriä	10,9	0,5	1,4	2,1	2,4	6,4	1,7	1,0	1,6	2,1	6,4	7,6	8,7	10,6
Liikevoitto	8,4	0,4	1,3	2,0	1,7	5,3	1,6	1,0	1,6	2,1	6,3	7,6	8,7	10,6
Konserni	8,4	0,4	1,3	2,0	1,7	5,3	1,6	1,0	1,6	2,1	6,3	7,6	8,7	10,6
Nettorahoituskulut	-5,2	-1,2	-1,5	-2,0	-1,1	-5,8	-1,6	-1,2	-1,3	-1,3	-5,4	-5,8	-5,4	-4,9
Tulos ennen veroja	3,2	-0,8	-0,2	0,0	0,5	-0,4	0,0	-0,3	0,3	0,8	0,8	1,8	3,3	5,7
Verot	-0,5	0,4	-0,1	-0,1	-1,1	-0,8	0,2	0,0	-0,1	-0,2	0,0	-0,4	-0,7	-1,1
Vähemmistöosuudet	-0,2	0,2	-0,3	-0,2	-0,1	-0,3	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,4	-0,4	-0,5
Nettotulos	2,5	-0,2	-0,5	-0,3	-0,6	-1,6	0,1	-0,3	0,2	0,6	0,6	1,1	2,3	4,1
EPS (oikaistu)	0,19	0,00	-0,01	-0,01	0,01	-0,02	0,01	-0,01	0,01	0,02	0,03	0,04	0,08	0,15
EPS (raportoitu)	0,09	-0,01	-0,02	-0,01	-0,02	-0,06	0,00	-0,01	0,01	0,02	0,02	0,04	0,08	0,15

Tunnusluvut	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	-4,0 %	4,5 %	-19,7 %	-0,9 %	-6,3 %	-6,6 %	-20,3 %	-22,1 %	-13,0 %	18,0 %	-7,9 %	-5,4 %	11,4 %	9,1 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-13,2 %	126,9 %	-62,4 %	-30,9 %	-39,3 %	-41,7 %	258,6 %	-25,9 %	-22,7 %	-14,5 %	0,9 %	18,2 %	14,5 %	21,2 %
Käyttökate-%	13,2 %	8,9 %	11,2 %	12,0 %	8,3 %	10,1 %	12,1 %	7,7 %	10,8 %	10,4 %	10,3 %	14,6 %	15,4 %	15,6 %
Oikaistu liikevoitto-%	8,9 %	2,0 %	5,2 %	6,7 %	7,5 %	5,6 %	9,1 %	4,9 %	5,9 %	5,4 %	6,1 %	7,6 %	7,8 %	8,7 %
Nettotulos-%	2,1 %	-0,8 %	-1,8 %	-0,9 %	-1,9 %	-1,4 %	0,7 %	-1,5 %	0,7 %	1,5 %	0,6 %	1,1 %	2,0 %	3,4 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	47,8	60,5	68,6	73,2	74,4
Liikearvo	18,6	18,6	18,6	18,6	18,6
Aineettomat hyödykkeet	5,1	5,8	5,8	5,5	5,6
Käyttöomaisuus	17,3	26,7	35,2	40,5	42,4
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	1,2	1,5	1,4	1,4	1,4
Muut sijoitukset	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Muut pitkäaikaiset varat	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0
Laskennalliset verosaamiset	4,1	6,4	6,2	5,8	5,1
Vaihtuvat vastaavat	116	121	102	93,8	102
Vaihto-omaisuus	14,2	14,3	12,6	12,0	13,3
Muut lyhytaikaiset varat	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	90,5	90,1	81,1	73,8	80,0
Likvidit varat	11,0	16,9	8,4	8,0	8,9
Taseen loppusumma	164	182	171	167	177
Lähde: Inderes					

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	65,9	66,9	64,5	65,5	67,8
Osakepääoma	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9
Kertyneet voittovarot	16,0	14,3	14,8	15,9	18,2
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	44,0	46,4	43,5	43,5	43,5
Vähemmistöosuus	2,0	2,4	2,3	2,3	2,3
Pitkäaikaiset velat	40,1	50,6	46,9	45,0	47,9
Laskennalliset verovelat	3,2	5,3	4,6	4,6	4,6
Varaukset	0,0	0,8	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	34,9	42,2	39,0	37,1	39,9
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	2,0	2,2	3,3	3,3	3,3
Lyhytaikaiset velat	57,5	64,3	59,4	56,5	61,0
Korolliset velat	14,8	14,7	14,9	17,3	18,5
Lyhytaikaiset korottomat velat	42,5	49,6	44,3	38,9	42,2
Muut lyhytaikaiset velat	0,2	0,0	0,2	0,2	0,2
Taseen loppusumma	164	182	171	167	177

Arvonmääritys 1/3

Suosimme etenkin tulospohjaisia kertoimia ja DCF-mallia

Mielestämme Lamoria tulee hinnoitella ensisijaisesti tulospohjaisesti. Näkemyksemme mukaan Lamorin kohdalla jokseenkin kaikki arvostuskertoimet ovat käyttökelpoisia, mutta suosimme arvonmäärityksessä nettotulospohjaista P/E -lukua sekä yhtiön vahvan taseen paremmin huomioivia yritysarvopohjaisia EV/EBITDA- ja EV/EBIT-lukuja. EV-pohjaisissa kertoimissa on kuitenkin huomioitava, että hyvä likviditeettitilanne on Lamorin liiketoiminnan kasvun edellytys, mikä osaltaan rajaa EV -kertoimien hyväksyttävää arvostusta. Lisäksi EV-pohjaiset luvut eivät ota huomioon taseen ulkopuolisia takausvastuita ja näistä aiheutuvia korkokustannuksia, mikä laskee hyväksyttävää arvostustasoa. Tarkastelemme kertoimia sekä absoluuttisesti että suhteessa verrokkiryhmään. Näiden lisäksi käytämme yhtiön arvonmäärityksen tukena lähivuosien kokonaistuotto -odotusta sekä kassavirtamallia, jotka soveltuvat nähdäksemme hyvin Lamorin arvonmääritykseen.

Arvostukseen vaikuttavat tekijät

Näkemyksemme mukaan seuraavat tekijät vaikuttavat Lamorin hyväksyttävään arvostustasoon:

- **Megatrendit** tulevat todennäköisesti kasvattamaan yhtiön kohdemarkkinoiden kokoa merkittävästi tulevaisuudessa, mikä luo Lamorille myös hyvät kasvunäkymät.
- **Vahva markkina-asema** osalla kohdemarkkinoista laskee liiketoimintaan liittyvää riskitasoa ja toisaalta tarjoaa kokonaisvaltaiselle toimijalle kasvumahdollisuuksia myös muilla liiketoiminta-alueilla.

- **Projektivetoiseen liiketoimintaan liittyvät riskit** (mm. hinnoittelu ja toteutus) painavat arviomme mukaan markkinoiden yhtiöille hyväksymää arvostusta nykyisellä liiketoimintamallilla myös tulevaisuudessa. Lähihistoriassa yhtiön tulovirrat ovat myös olleet olleet hyvin keskittyneitä yksittäisiin suuriin projekteihin ja siten näiden vaikutus tulokseen on ollut erittäin huomattava. Projektisalkun laajentuessa uuden strategian mukaisesti näemme hyväksyttävässä arvostustasossa nousuvaraa laskevan riskiprofiilin myötä.
- **Kilpailutusten voittaminen** on edellytys kasvuille jo lyhyellä aikavälillä. Tämä tekee supistuneen tilauskannan myötä kasvun ennustamisesta hankalampaa ja oletettavasti aiheuttaa myös volatiliiteettia tulevaan kehitykseen, mikä nostaa yhtiön riskiprofiilia sijoittajien silmissä.
- **Kohdemarkkinat** sijaitsevat kehittyvillä markkinoilla, mikä arviomme mukaan tämä nostaa osaltaan yhtiön riskitasoa. Toisaalta yhtiön riskitasoa tasapainottaa arviomme mukaan varsin laadukas asiakasportfolio.
- **Liiketoimintamalli** sitoo huomattavan määrän pääomaa (sis. käyttöpääoma ja takaukset), jotka rajaavat pääoman tuottoa ja painaa hyväksyttävää arvostustasoa.
- **Liiketoiminta skaalautuu rajallisesti** tietyn pisteen jälkeen muuttuvien kulujen muodostaessa merkittävän osan yhtiön kulurakenteesta. Rajallinen skaalautuvuus vaikeuttaa nähdäksemme pääoman tuottojen merkittävää kasvattamista, mikä nykyisellä liiketoimintamallilla on haasteellista. Nykytasoilta yhtiön kannattavuudessa on kuitenkin nousuvaraa (vrt. taloudelliset tavoitteet), mikä toteutuessaan tukisi pääoman tuottoja ja arvostusta.

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	1,31	1,31	1,31
Osakemäärä, milj. kpl	27,0	27,0	27,0
Markkina-arvo	35	35	35
Yritysarvo (EV)	82	83	86
P/E (oik.)	45,2	33,5	15,7
P/E	59,9	33,5	15,7
P/B	0,6	0,6	0,5
P/S	0,3	0,4	0,3
EV/Liikevaihto	0,8	0,8	0,8
EV/EBITDA	7,6	5,7	5,0
EV/EBIT (oik.)	12,7	10,9	9,9
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 2/3

Verrokkiryhmä ja hyväksyttävä arvostus

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

eivät ole yhtä vertailukelpoisia, mutta mielestämme toimivat kokonaistarkastelussa riittävän hyvin. Määrittämämme verrokkiryhmän varsin hajanaiset kertoimet ovat mediaanitasolla lähivuosille EV/EBIT-kertoimella noin 21x-19x ja vastaavat P/E-kertoimet ovat 28x ja 20x. Verrokkiryhmän absoluuttiset kertoimet ovat nähdäksemme korkeat ja ylittävät selvästi Helsingin pörssin pidemmän aikavälin keskiarvon (mediaani P/E 14x-15x, mediaani EV/EBIT 11x-14x).

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

tuotot. Verrokkiryhmän korkeat arvostustasot tuovat kuitenkin näkemyksemme mukaan lievää tukea myös Lamorin arvostukselle. Verrokkiryhmän absoluuttisesti korkean arvostustason takia täysmääräinen tukeutuminen ryhmän suhteelliseen arvostukseen on näkemyksemme mukaan kuitenkin vaarallista.

Tämä kokonaiskuva ja Lamorin liiketoiminnan vaatimaa taserakenne huomioiden yhtiön hyväksyttävät arvostuskertoimet ovat tulospohjaisesti arviomme mukaan P/E-kertoimella noin 10x-14x ja oik. EV/EBIT-kertoimella 8x-12x. Lyhyellä tähtäimellä näemme hyväksyttävien kertoimien kuitenkin painottuvan haarukoiden alalaitojen ja keskikohdan väliin supistuneen tilauskannan ja uuden muovin kemiallisen kierrätysliiketoiminnan ylösajon heikentäessä lyhyen aikavälin ennustettavuutta.

	P/E		EV/EBIT		Liikevaihdon kasvu (CAGR)		EBIT-% (keskiarvo)		ROIC-% (keskiarvo)	
Yhtiö	FY25e	FY26e	FY25e	FY26e	2020-24	2025-2027e	2020-24	2025e-27e	2020-24	2025e-26e
Lamor (Inderes)	45,2	33,5	12,7	10,9	19 %	0 %	6 %	7 %	8 %	5 %
Seche Environnement SA	14,2	10,6	13,3	10,9	11 %	10 %	8 %	12 %	5 %	
Veolia Environnement SA	13,5	12,4	12,0	11,4	10 %	3 %	4 %	8 %	3 %	8 %
Clean Harbors Inc	31,5	26,4	21,2	18,7	12 %	6 %	10 %	13 %	10 %	10 %
Ambipar Participacoes e Empreendimentos SA	302,0	70,1	26,6	22,3	68 %	16 %	20 %	23 %	6 %	
Republic Services Inc	34,6	31,3	25,7	23,6	9 %	5 %	18 %	21 %	9 %	11 %
Orizon Valorizacao de Residuos SA	25,2	12,9	16,4	10,7	21 %	27 %	16 %	39 %	3 %	
GFL Environmental Inc	109,6	62,6	51,7	43,9	20 %	-2 %	-5 %	12 %	0 %	4 %
Daiseki Eco Solution Co Ltd	14,8	13,9			11 %	-1 %	9 %		6 %	
Mediaani	28,3	20,2	21,2	18,7	11 %	5 %	10 %	13 %	5 %	9 %
Keskiarvo	68,2	30,0	23,8	20,2	20 %	8 %	10 %	18 %	5 %	8 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Arvonmääritys 3/3

Absoluuttiset kertoimet

Nykyisillä ennusteillamme Lamorin oik. 2025-2026 P/E-kertoimet ovat korkealla 45-34x tasolla, kun taas vastaavat oik. EV/EBIT-luvut ovat 13-11x. Suhteessa määrittämäämme hyväksyttävään arvostukseen (P/E: 10-14x, EV/EBIT: 8x-12x) on osakkeen arvostuskuva kuluva vuoden ennusteilla koholla ja karkeasti neutraali 2026 ennusteilla. Houkuttelevaksi arvostus kääntyy kuitenkin vasta 2028 ennusteillamme. Lamorin liiketoiminnan korkea riskiprofiili ja rajallinen ennustettavuus vaikeuttavat etukenon ottamista tulospohjaiseen arvostukseen tukeutuessa.

Emme odota Lamorin jakavan lähivuosina osinkoa tuloksestaan, minkä myötä sijoittajan tuotto-odotus jää tuloskasvun ja arvostuskertoimien kehityksen varaan. Tilauskannan kasvaminen ja muovin kemiallisen kierrätyksen näyttöjen kertyminen voi tulevaisuudessa parantaa Lamorin ennustettavuutta ja sen myötä helpottaa pidemmän aikavälin ennusteisiin nojautumista. Arvonluonnin kannalta sijoitustarinan keskiössä on nähdäksemme Lamorin perinteisen liiketoiminnan kääntäminen takaisin kasvuun, muovin kierrätysliiketoiminnan onnistunut ylösajaminen ja taseen vahvistaminen sekä vieraan pääoman kustannuksen laskeminen rahoituksen uudelleen neuvottelun kautta.

DCF-malli viitoittaa pidemmän aikavälin potentiaalia

DCF-mallimme indikoi Lamorille 1,3 euron osakohtaista arvoa, josta terminaalijakson painoarvo jää maltilliselle 43 %:n tasolle. Malli olettaa Lamorin kykenevän nostattamaan liiketulosmarginaaliaan normalisoidusti noin 8 %:n tasolle, mikä ylittää yhtiön historiallisen kannattavuuden, mutta jää kuitenkin huomattavasti yhtiön yli 14 %:n tavoitetasosta.

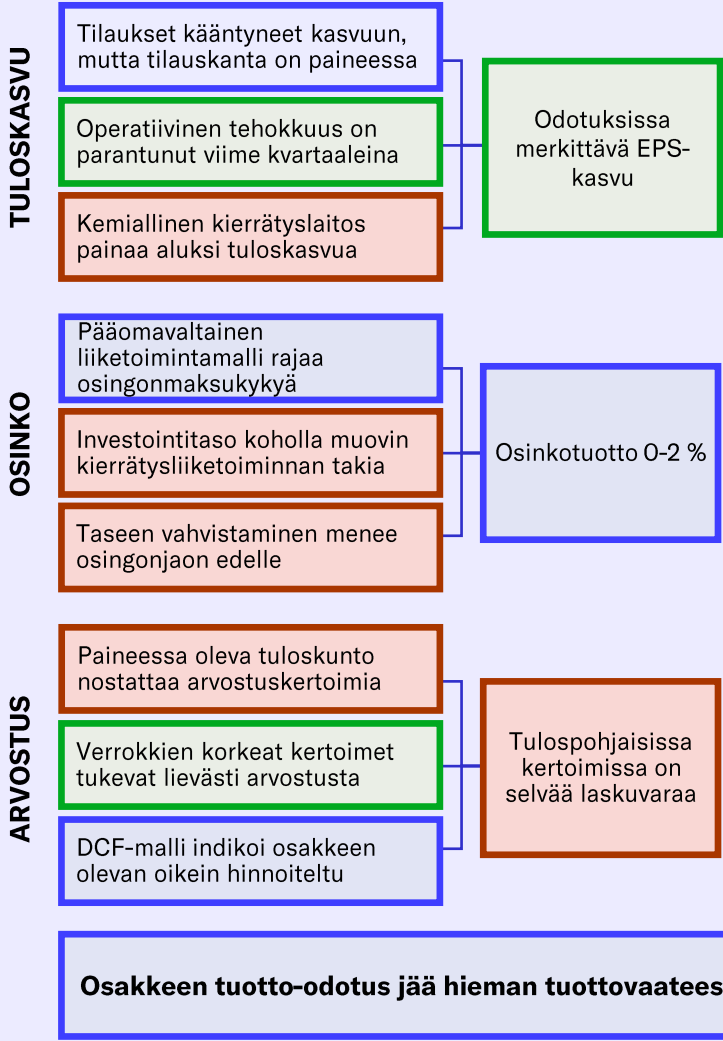
Lamorin kohdalla ennusteriskiä nostattaa sekä muovin kemiallisen kierrätysliiketoiminnan erittäin varhainen kehitysvaihe että yleisesti perusliiketoiminnalle ominaisten kilpailutuksien ajoituksiin/voittamiseen liittyvä rajallinen ennustettavuus, mikä lisää riskejä molempiin suuntiin. Soveltamamme 11,2 %:n tuottovaade on nähdäksemme maltillinen Lamorin nykyinen rahoitusrakenne ja 10 %:n vihreä joukkovelkakirjalaina huomioiden, joten malli ennakoii jo osin yhtiön kykenevän laskemaan vieraan pääoman kustannustaan.

Arvostuksen yhteenveto ja suositus

Toistamme Lamorin 1,2 euron tavoitehintamme ja vähennäsuosituksen. Kuluva vuoden kohollaan olevaa arvostusta ja pidemmän aikavälin ennusteriskejä peilaten näemme osakkeen riskikorjatun tuotto-odotuksen vaisuna, kunnes yhtiön lähivuosien kasvuodotukset ja tuloskäännä konkretisoituvat nykyistä vahvemmin. Arviomme Lamorin osakkeen käyvistä arvosta on tällä hetkellä noin 1,1-1,5 euroa osakkeelta, mikä pohjautuu soveltamiimme hyväksyttäviin arvostuskertoimiin, kassavirtamalliin sekä suhteelliseen arvostukseen. Keskeisimpinä ajureina käyvä arvo pidämme tilausvirran kasvun jatkumista, tuloskasvun kulmakerrointa (ml. muovin kierrätyksen mahdollisesti perusliiketoimintaa korkeammat marginaalit), kassavirran vahvistumista sekä näiden yhdistelmänä velkarahoituksen hinnan laskemista. Näemme näiden toteutumisen (tai ainakin suurimman osan) vaikuttavan laskevasti osakkeen riskitasoon, mikä puolestaan heijastuisi myönteisesti osakkeen tuottovaatimukseen. Tämä taas yhtenä tekijänä ohjaa hyväksyttävää arvostustasoa, jossa olisi tätä kautta myös nousuvaraa.

Osaketuoton ajurit 2025-2028e

Positiivien Neutraali Negatiivinen



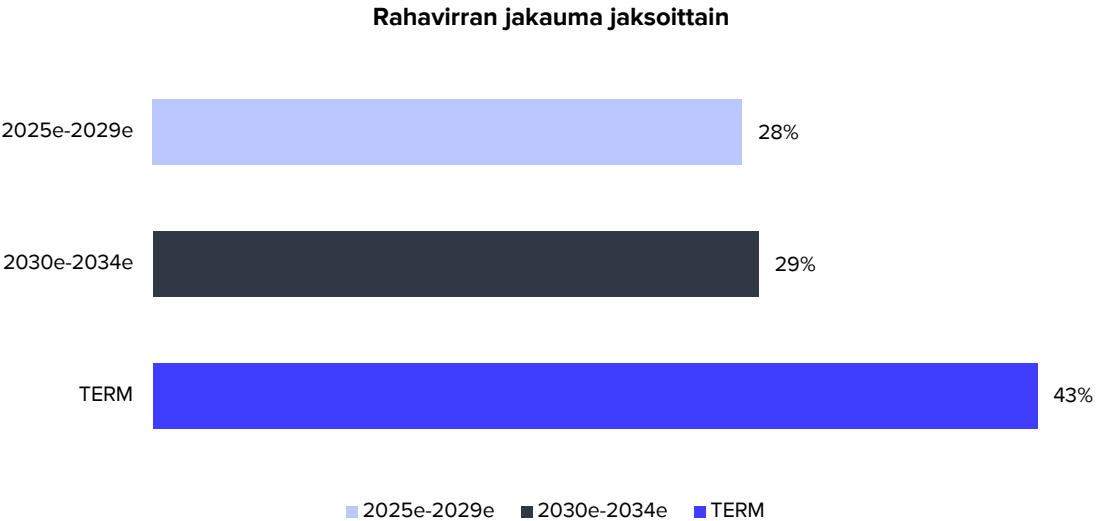
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-6,6 %	-7,9 %	-5,4 %	11,4 %	9,1 %	5,0 %	4,0 %	3,5 %	3,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	4,6 %	5,9 %	7,6 %	7,8 %	8,7 %	8,8 %	8,5 %	8,3 %	7,8 %	7,8 %	7,8 %	7,8 %
Liikevoitto	5,3	6,3	7,6	8,7	10,6	11,2	11,2	11,4	11,0	11,3	11,6	
+ Kokonaispoistot	6,3	4,6	7,0	8,4	8,3	8,5	8,5	8,6	8,6	8,7	8,7	
- Maksetut verot	-0,9	-0,6	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2	-1,1	-1,7	-1,8	-1,8	
- verot rahoituskuluista	-1,2	-0,1	-1,2	-1,1	-1,0	-0,8	-0,7	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5	
+ 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	7,3	5,5	2,7	-4,2	-1,0	3,8	3,4	1,2	-1,3	-1,4	-0,9	
Operatiivinen kassavirta	16,8	15,6	16,1	11,9	17,0	22,7	22,6	19,4	16,1	16,4	17,0	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	1,1	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-16,5	-12,9	-12,0	-10,3	-9,1	-8,7	-8,8	-8,8	-8,8	-8,9	-9,1	
Vapaa operatiivinen kassavirta	1,4	3,0	4,1	1,5	7,9	14,0	13,8	10,6	7,3	7,5	8,0	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	1,4	3,0	4,1	1,5	7,9	14,0	13,8	10,6	7,3	7,5	8,0	88,8
Diskontattu vapaa kassavirta		2,8	3,6	1,2	5,5	8,8	7,8	5,4	3,3	3,1	2,9	32,9
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		77,3	74,4	70,9	69,7	64,2	55,4	47,6	42,2	38,9	35,8	32,9
Velaton arvo DCF		77,3										
- Korolliset velat		-56,9										
+ Rahavarat		16,9										
-Vähemmistöosuus		-1,3										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		35,9										
Oman pääoman arvo DCF per osake		1,3										

Pääoman kustannus (WACC)

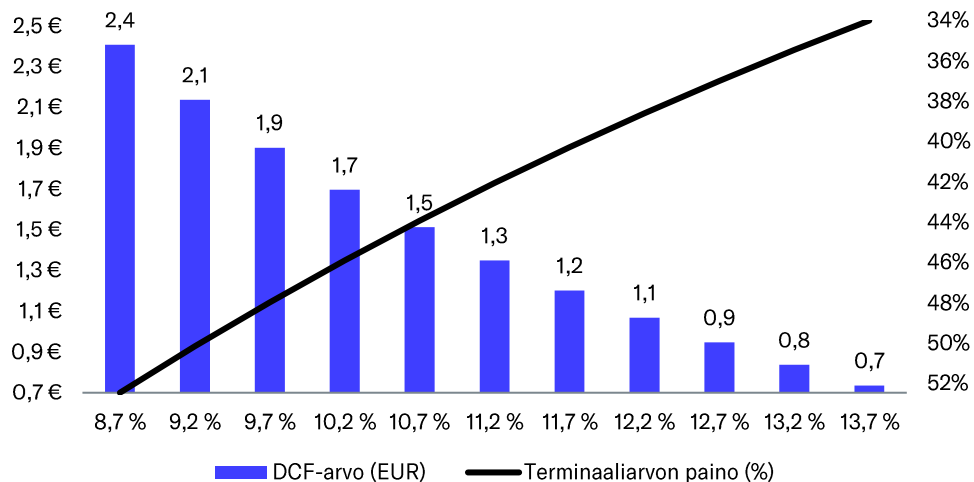
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	8,5 %
Yrityksen Beta	1,65
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,90 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	12,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	11,2 %

Lähde: Inderes

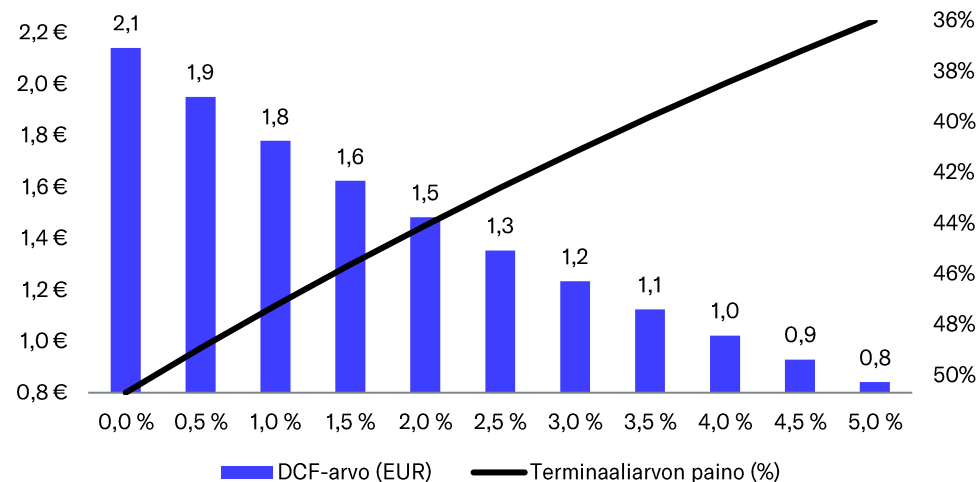


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

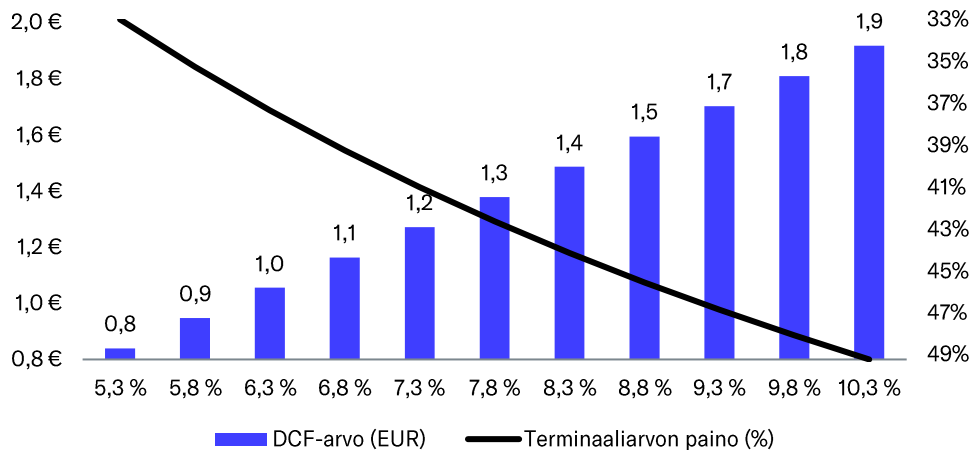
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



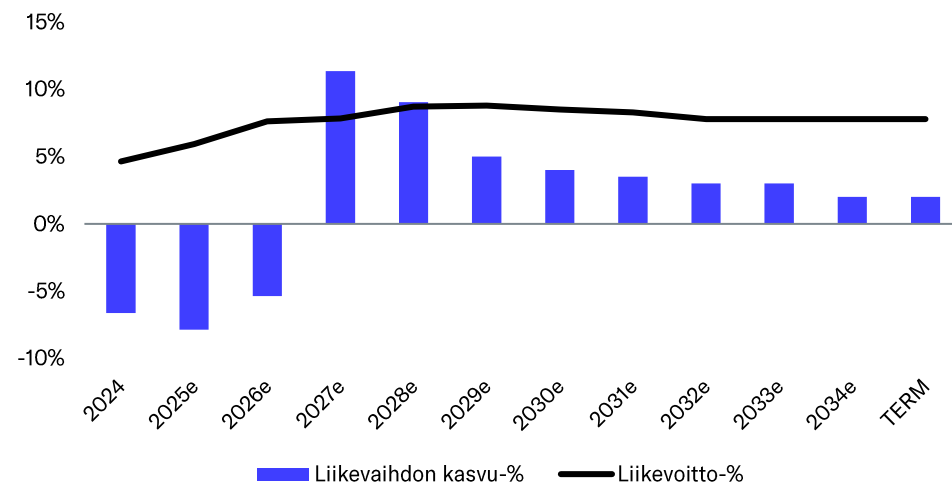
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2025e
			2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	
Seche Environnement SA	803	1814	13,3	10,9	6,6	5,9	1,4	1,3	14,2	10,6	1,3	1,4	1,9
Veolia Environnement SA	22185	45265	12,0	11,4	6,4	6,1	1,0	0,9	13,5	12,4	5,1	5,5	1,7
Clean Harbors Inc	11008	12804	21,2	18,7	12,6	11,6	2,5	2,3	31,5	26,4			5,0
Ambipar Participacoes e Empreendimentos SA	3911	5286	26,6	22,3	18,1	14,9	5,6	4,7	302,0	70,1		0,4	15,6
Republic Services Inc	63814	74893	25,7	23,6	16,4	15,3	5,2	4,9	34,6	31,3	1,0	1,1	6,0
Orizon Valorizacao de Residuos SA	830	1081	16,4	10,7	11,1	8,0	5,6	4,4	25,2	12,9		0,6	3,2
GFL Environmental Inc	15957	20541	51,7	43,9	16,7	15,2	5,0	4,7	109,6	62,6	0,1	0,1	3,4
Daiseki Eco Solution Co Ltd	119	160			10,9	10,5	1,4	1,2	14,8	13,9	1,2	1,3	
Ambipar Participacoes e Empreendimentos	3911	5286	26,6	22,3	18,1	14,9	5,6	4,7	302,0	70,1		0,4	15,6
Lamor (Inderes)	35	82	12,7	10,9	7,6	5,7	0,8	0,8	45,2	33,5	0,0	0,0	0,6
Keskiarvo			24,2	20,5	13,0	11,4	3,7	3,2	94,2	34,5	1,7	1,3	6,5
Mediaani			23,4	20,5	12,6	11,6	5,0	4,4	31,5	26,4	1,2	0,8	4,2
Erotus-% vrt. mediaani			-46 %	-47 %	-39 %	-51 %	-84 %	-81 %	44 %	27 %	-100 %	-100 %	-86 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e	Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	127,7	122,5	114,4	114,6	114,7	EPS (raportoitu)	0,13	0,09	-0,06	0,05	0,09
Käyttökate	16,7	16,2	11,6	12,1	16,5	EPS (oikaistu)	0,22	0,19	-0,02	0,06	0,09
Liikevoitto	10,0	8,4	5,3	7,3	9,2	Operat. Kassavirta / osake	-0,27	-0,20	0,62	0,19	0,70
Voitto ennen veroja	6,5	3,2	-0,4	1,8	3,4	Operat. Vapaa kassavirta / osake	-0,49	-0,78	0,05	-0,27	0,25
Nettovoitto	3,5	2,5	-1,6	1,4	2,4	Omapääoma / osake	2,29	2,37	2,39	2,34	2,43
Kertaluontoiset erät	-2,6	-2,5	-1,1	-0,1	0,0	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e	Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	134,4	163,6	181,8	179,3	179,9	Liikevaihdon kasvu-%	148 %	-4 %	-7 %	0 %	0 %
Oma pääoma	63,0	65,9	66,9	65,3	67,7	Käyttökatteen kasvu-%	177 %	-3 %	-28 %	4 %	36 %
Liikearvo	18,6	18,6	18,6	18,6	18,6	Liikevoiton oik. kasvu-%	345 %	-13 %	-42 %	16 %	24 %
Nettovelat	14,3	38,8	40,0	55,4	53,6	EPS oik. kasvu-%	227 %	-17 %	-110 %	-403 %	59 %
Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e	Käyttökate-%	13,0 %	13,2 %	10,1 %	10,5 %	14,4 %
Käyttökate	16,7	16,2	11,6	12,1	16,5	Oik. Liikevoitto-%	9,9 %	8,9 %	5,6 %	6,5 %	8,0 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-21,1	-20,7	7,3	-5,7	3,4	Liikevoitto-%	7,8 %	6,9 %	4,6 %	6,4 %	8,0 %
Operatiivinen kassavirta	-7,4	-5,5	16,8	5,3	18,8	ROE-%	5,6 %	4,0 %	-2,4 %	2,2 %	3,8 %
Investoinnit	-12,0	-10,4	-16,5	-12,9	-12,0	ROI-%	11,9 %	8,5 %	4,4 %	5,8 %	7,1 %
Vapaa kassavirta	-13,3	-20,9	1,4	-7,3	6,8	Omavaraisuusaste	49,5 %	40,3 %	36,8 %	36,4 %	37,6 %
						Nettovelkaantumisaste	22,6 %	58,8 %	59,9 %	84,8 %	79,1 %
Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e						
EV/Liikevaihto	1,1	0,9	0,6	0,8	0,8						
EV/EBITDA	8,3	6,8	6,4	7,7	5,5						
EV/EBIT (oik.)	11,0	10,1	11,6	12,5	9,9						
P/E (oik.)	20,0	13,8	neg.	23,8	15,0						
P/B	2,0	1,1	0,5	0,6	0,6						
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (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 suositus 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 arvonmäärittämismenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämismenetelmät 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 laativeen 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
19/05/2022	Lisää	5,30 €	4,74 €
17/08/2022	Lisää	5,50 €	4,84 €
16/11/2022	Lisää	5,50 €	4,92 €
20/12/2022	Lisää	5,00 €	4,25 €
27/02/2023	Lisää	5,00 €	4,35 €
01/03/2023	Lisää	5,00 €	4,50 €
05/05/2023	Lisää	4,50 €	3,96 €
26/07/2023	Lisää	4,50 €	3,98 €
27/10/2023	Lisää	3,50 €	2,99 €
01/11/2023	Lisää	3,00 €	2,48 €
18/12/2023	Vähennä	2,70 €	2,64 €
19/02/2024	Vähennä	2,30 €	2,37 €
28/03/2024	Vähennä	2,30 €	2,28 €
29/04/2024	Vähennä	2,30 €	2,19 €
26/07/2024	Vähennä	2,30 €	2,10 €
25/10/2024	Vähennä	1,80 €	1,84 €
13/12/2024	Vähennä	1,40 €	1,35 €
20/12/2024	Vähennä	1,25 €	1,24 €
Analyttikko vaihtuu			
07/03/2025	Vähennä	1,25 €	1,32 €
08/05/2025	Vähennä	1,30 €	1,35 €
01/08/2025	Vähennä	1,20 €	1,33 €
13/08/2025	Vähennä	1,20 €	1,31 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

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

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

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

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

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

Inderes Oyj

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.**