

# LAPWALL

24.06.2025 08.20 EEST



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



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS

# LAAJA RAPORTTI



# Suurinvestointi valmistumassa

Toistamme LapWallin Vähennä-suosituksemme ja 4,0 euron tavoitehintamme. Yhtiön kapasiteettia kasvattavan ja tuotantoa tehostavan uuden osavalmistustehtaan käyttöönotto ajoittuu loppuvuoteen. Tehtaan onnistunut käyttöönotto ja etenkin uuden tuotantokapasiteetin myynnissä onnistuminen ovat lähivuosien kannalta kriittisiä virstanpylväitä. Odotamme yhtiön yltävän lähivuosina selvään kasvuun rakennusmarkkinan palautumisen ja markkinaosuusvoittojen siivittämänä. Osakkeeseen hinnoitellaan kuitenkin selvää tuloskasvua, minkä myötä tuotto-odotus jää lyhyellä aikavälillä vaisuksi.

## Uusi tuotantolaitos vahvistaa LapWallin markkinajohtajuutta

Vuonna 2011 perustettu LapWall tarjoaa puusta valtaosin koostuvia seinä- ja kattoelementtejä LAPWALL LEKO-brändillä. Seinäelementtejä käytetään etenkin asuntorakentamisessa, kun taas kattoelementit päätyvät valtaosin teolliseen ja julkiseen rakentamiseen. Yhtiön asiakkaita ovat suomalaiset rakennusliikkeet ja talotehtaat, joille LapWall myy tuotteensa pääosin asennettuna. LapWall listautui vuonna 2022 First North-listalle, mistä lähtien kärkiteemana on ollut tuotantokapasiteetin nosto investoimalla uuteen osavalmistustehtaan. Uuden tuotantolaitoksen tavoitteena on kasvattaa LapWallin etumatkaa Suomen puuelementtimarkkinan suurimpana ja tehokkaimpana toimijana. LapWall on tuonut puuelementtien valmistukseen onnistuneesti muilta teollisuuden aloilta parhaita käytäntöjä, joiden soveltamista silmällä pitäen uusi tuotantolaitos on suunniteltu. Uudella vuoteen 2030 tähtäävällä strategiakaudella LapWall tavoittelee 100 MEUR:n liikevaihtoa sekä 15–20 %:n EBITA-marginaalia valmistuvan tuotantokapasiteetin turvin. Strategiakaudelle ei ole kaavailtu merkittäviä lisäinvestointeja, joten liiketoiminnan rahavirta on tarkoitus suunnata osinkoihin. Vaikka LapWallilla on mielestämme hyvät edellytykset kasvuun rakennusmarkkinan palautumisen sekä markkinaosuusvoittojen myötä, ovat tavoitteet mielestämme kunnianhimoiset. Yhtiön tehokkuuteen, toimitusvarmuuteen, brändiin ja standardoituun

tuoteperheeseen keskittyvät kilpailuedut ovat nykyisellään tukevat, mutta pidemmällä aikavälillä nämä ovat mielestämme haastettavissa. LapWallin pääriski liittyy syklin lisäksi investoinnin kautta kasvavaan tuotantokapasiteettiin, jonka hyödyntäminen (ts. uuden ja vanhan kapasiteetin korkea käyttöaste) vaatii markkinan palautumista ja menestyksestä usmyyntiä.

## Ennusteissa ripeää kasvua

Markkinan palautumista sekä uuden kapasiteetin valmistumista (H2'25) peilaten ennustamme LapWallin liikevaihdon kasvavan 2024–2028 noin 13 %:n vuosivauhtia. Vuoden 2030 100 MEUR:n liikevaihtotavoitteeseen emme kuitenkaan odota yhtiön yltävän. Pääriski ennusteillemme on rakentamisen volyymien palautumisen ajoitus sekä tuotantolaitoksen käyttöönoton onnistuminen. Volymikasvun ja kapasiteetin tuoma tehokkuusparannus näkyy ennusteessamme voimakkaana tuloskasvuna (oik. EPS CAGR 2024–2028 17 %). Odotammekin LapWallin yltävän 12–14 %:ssa olevaan oikaistun liikevoittomarginaalin haarukkaan vuosina 2027–2028 kapasiteetin käyttöasteen vahvistuessa.

## Kertoimissa sulateltavaa

LapWallin vuosien 2025–2026 ennusteidemme mukaiset oik. P/E-luvut ovat 22x ja 14x sekä vastaavat EV/EBIT-kertoimet 18x ja 12x. Vaisuun tuloskuuntoon pohjaavat kuluvan vuoden kertoimet ovat korkeat, kun taas ensi vuoteen katsottaessa kertoimet lähestyvät neutraalia aluetta (hyväksymämme arvostushaarukka EV/EBIT 8x–12x, P/E 10x–14x). Siten lyhyen aikavälin arvostus on kokonaisuudessaan kireä. DCF-mallin arvo on reilussa 4 eurossa, minkä myötä pitkän aikavälin potentiaaliin nähden osake on järkevästi hinnoiteltu. Lyhyellä aikavälillä pidämme tuotto-riskisuhdetta vaisuna, sillä osakkeeseen hinnoitellaan selvää kasvua lähivuosille. Pidemmällä aikavälillä LapWallilla on mielestämme osakkeen nykytasolta aineksia omistaja-arvon luontiin tuloskasvun turvin.

## Suositus

### Vähennä

(aik. Vähennä)

## Tavoitehinta:

### 4,00 EUR

(aik. 4,00 EUR)

## Osakekurssi:

3,79 EUR

## Liiketoimintariski



## Arvostusriski



|                    | 2024   | 2025e | 2026e | 2027e  |
|--------------------|--------|-------|-------|--------|
| <b>Liikevaihto</b> | 43,3   | 42,1  | 53,0  | 63,6   |
| <b>kasvu-%</b>     | 3 %    | -3 %  | 26 %  | 20 %   |
| <b>EBIT oik.</b>   | 5,1    | 3,6   | 5,2   | 8,0    |
| <b>EBIT-% oik.</b> | 11,7 % | 8,7 % | 9,7 % | 12,5 % |
| <b>Nettotulos</b>  | 3,3    | 1,7   | 3,0   | 5,4    |
| <b>EPS (oik.)</b>  | 0,30   | 0,18  | 0,26  | 0,44   |

|                       |       |       |       |       |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>P/E (oik.)</b>     | 13,3  | 21,6  | 14,3  | 8,7   |
| <b>P/B</b>            | 3,2   | 3,2   | 2,9   | 2,5   |
| <b>Osinkotuotto-%</b> | 4,5 % | 2,4 % | 4,0 % | 5,5 % |
| <b>EV/EBIT (oik.)</b> | 11,9  | 17,5  | 11,5  | 6,8   |
| <b>EV/EBITDA</b>      | 9,5   | 12,8  | 7,0   | 5,0   |
| <b>EV/Liikevaihto</b> | 1,4   | 1,5   | 1,1   | 0,9   |

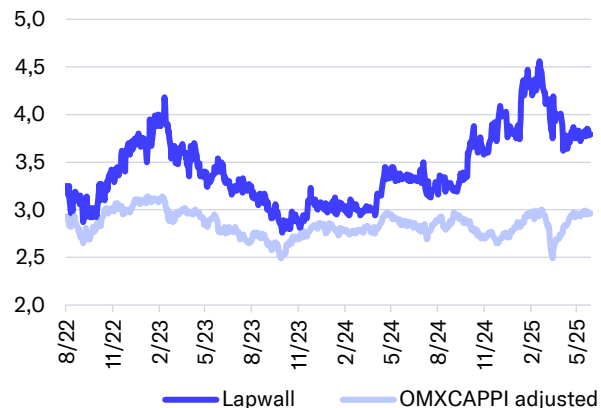
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

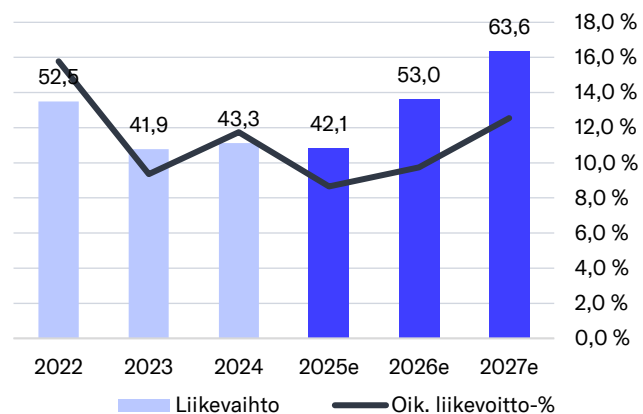
Yhtiö arvioi vuoden 2025 liikevaihdon olevan 40–45 miljoonaa euroa ja liiketoimintojen voiton (EBITA) 3,0–4,0 miljoonaa euroa.

## Osakekurssi



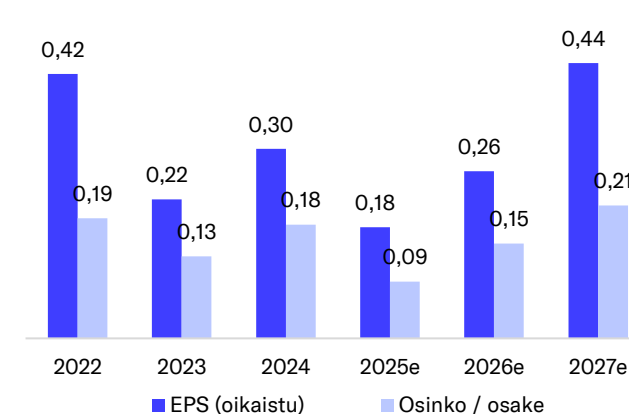
Lähde: Millistream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

## Arvoajurit

- Yhtiö on hyvin asemoitunut puurakentamisen kasvuun
- Vahva kilpailuasema mahdollistaa markkinaosuuden kasvattamisen
- Tuottavuudessa on parantamisen varaa investointien kautta

## Riskitekijät

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

| Arvostustaso                 | 2025e  | 2026e  | 2027e  |
|------------------------------|--------|--------|--------|
| <b>Osakekurssi</b>           | 3,79   | 3,79   | 3,79   |
| <b>Osakemäärä, milj. kpl</b> | 14,5   | 14,5   | 14,5   |
| <b>Markkina-arvo</b>         | 55     | 55     | 55     |
| <b>Yritysarvo (EV)</b>       | 64     | 60     | 55     |
| <b>P/E (oik.)</b>            | 21,6   | 14,3   | 8,7    |
| <b>P/E</b>                   | 33,1   | 18,6   | 10,1   |
| <b>P/B</b>                   | 3,2    | 2,9    | 2,5    |
| <b>P/S</b>                   | 1,3    | 1,0    | 0,9    |
| <b>EV/Liikevaihto</b>        | 1,5    | 1,1    | 0,9    |
| <b>EV/EBITDA</b>             | 12,8   | 7,0    | 5,0    |
| <b>EV/EBIT (oik.)</b>        | 17,5   | 11,5   | 6,8    |
| <b>Osinko/tulos (%)</b>      | 78,6 % | 73,8 % | 56,1 % |
| <b>Osinkotuotto-%</b>        | 2,4 %  | 4,0 %  | 5,5 %  |

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

|   |              |
|---|--------------|
| Yhtiökuvaus                             | <b>6-13</b>  |
| Strategia ja taloudelliset tavoitteet   | <b>14-17</b> |
| Markkina ja kilpailu                    | <b>18-21</b> |
| Taloudellinen tilanne                   | <b>23</b>    |
| Ennusteet                               | <b>23-29</b> |
| Arvonmääritys                           | <b>30-33</b> |
| Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria | <b>34</b>    |

# LapWall lyhyesti

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

**2011**

Perustamisvuosi

**0%**

Liikevaihdon keskimääräinen kasvu 2019–2024

**10 %**

Keskimääräinen oikaistu liikevoitto 2019–2024

**43,3 MEUR**

Liikevaihto 2024

**5,1 MEUR**

Oikaistu liikevoitto 2024

**113**

Henkilöstö vuoden 2024 lopussa

**2011–2015**

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

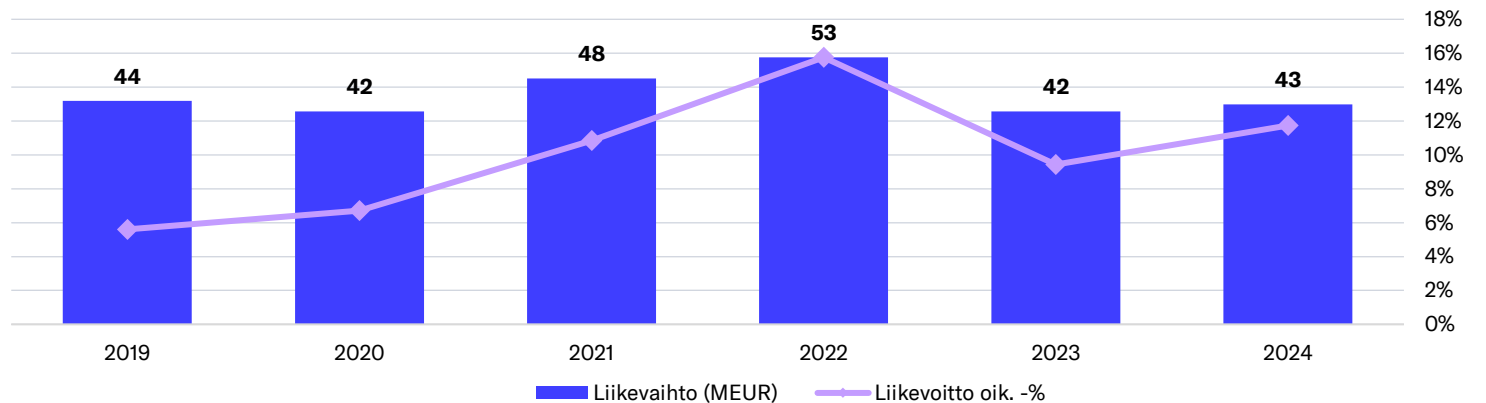
**2016–2021**

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

**2022–**

- LapWall listautui huhtikuussa 2022 ja hankki pääomia kasvustrategian toteutukseen
- Termater ja KW-Component yritysjärjestelyt tukevat kasvua
- Heikkoon asuntorakentamisen suhdanteeseen sopeutuminen
- Kapasiteettia kasvattava suuri tehdasinvestointi Pyhännälle
- Kasvua ja tuotannon tehokkuuden parannusta tavoitellaan tehtyjen investointien turvin

**Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys**





# Liiketoimintamalli 1/7

## Päätuotteet ja palvelut

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

LapWallin liikevaihdon jakauma on muuttunut viime vuosina selvästi asuntorakentamisen eli seinäelementtien kysynnän kyykättyä. Viime vuonna yhtiön myynnistä vajaa kolmannes oli arviomme mukaan seinäelementtejä, jotka pääosin päättyivät yksikerroksisiin rakennuksiin, kun taas julkisivuelementit ja monikerroksisiin rakennuksiin päättyvät toimitukset edustivat murto-osaa myynnistä. Vastaavasti kattoelementtien ja kattoelementtijärjestelmien osuus oli karkeasti 70 %. Arviomme mukaan minkään tuoteryhmän kannattavuus ei ole rakenteellisesti toista parempi, vaan tuoteryhmää tärkeämpiä tekijöitä marginaalin muodostumisessa ovat asiakas, projekti ja toimituksen onnistuminen sekä tuoteryhmää tekevän tehtaan tehokkuustaso. Kattoelementeissä vaihtoehdot tavat rakentaa luovat kuitenkin jossain määrin seinäelementtisegmenttiä kovempaa kilpailua.

LapWall myy sekä seinä- että kattoelementtejä LAPWALL

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

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

## Liiketoimintarakenne ja asiakkaat

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

## LapWallin tuotteet



### YKSIKERROSSEINÄELEMENTTI

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

### MONIKERROSSEINÄELEMENTTI

Mahdollistavat korkeampaa puuelementtirakentamista. Monikerros seinäelementit toimivat neljän kerroksen kerrostalorakentamiseen asti.

### JULKISIVUELEMENTTI

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

### KATTOELEMENTIT

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

### KATTOELEMENTTIJÄRJESTELMÄ

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

# Liiketoimintamalli 2/7

## Asiakasrakenne on tasapainossa

Yhtiön asiakasrakenne on viime vuosina ollut tasapainoinen, sillä suurin asiakas on tuonut 7–11 % yhtiön liikevaihdosta ja 10 suurimman asiakkaan osuus oli vuonna 2024 46 %. Vuonna 2024 Metsä Woodin tehdasrakennukseen toimitetut elementit olivat LapWallin historian suurin tilaus, minkä myötä edellisvuoden asiakasrakenne on ollut arviomme mukaan tavallista keskittyneempi. Suurprojektit voivat lähivuosina tehdä liikevaihdon rakenteesta hieman keskittyneemmän suuriin asiakkaisiin, mutta vuosien välillä suuret asiakkaat vaihtelevat, mikä tasaa yksittäisiin asiakkaisiin liittyviä riskejä. Normaalisissa asuntorakentamisen suhdanteissa vuoden 2023 aikana KW Component –yrityskaupalla hankitun Kastelli-asiakkuuden odotamme nousevan merkittäväksi asiakkuudeksi. Kannattavuuden näkökulmasta liikevaihdon liiallinen hajautuminen hyvin pieniin asiakkaisiin tai projekteihin ei myöskään ole optimaalista. Näin ollen pidämme LapWallin asiakasrakennetta kokonaisuutena hyvänä.

## Projektikoot vaihtelevat merkittävästi

LapWallin suurimmat projektit ovat arviomme mukaan 5–7 MEUR:n kokoluokassa, mutta keskimääräinen toimituksen koko on joitakin satoja tuhansia euroja. Näin ollen yksittäisillä projekteilla voi olla iso paino yhtiön liikevaihdon ja tuloksen muodostumisen perspektiivistä vuositasolla, mutta täysin käänteen tekemiseksi yksi projekti ei kuitenkaan lähtökohtaisesti muodostu.

Tyypillisesti myyntikatemarginaalit ovat myyntivaiheessa isoissa projekteissa hieman pieniä projekteja alemmat. Toisaalta isoissa projekteissa on enemmän tilaa myydä lisäpalveluita toimitukseen projektin edetessä, mikä tietyissä

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

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

## LapWallin tuotantolaitokset

### PYHÄNTÄ

**Tuotteet:** Seinäelementit, julkisivuelementit, kattoelementtijärjestelmä

### Kapasiteetti:

Uuden kapasiteetin myötä  $\approx 1\,000\,000\text{ m}^2$  puuelementtiä/vuosi



### PÄLKÄNE & VETELI

**Tuotteet:** Kattoelementit

**Kapasiteetti:** Yhteensä  $350\,000\text{ m}^2$  puuelementtiä/vuosi



# Liiketoimintamalli 3/7

## Tehtaat ovat avainroolissa

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

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

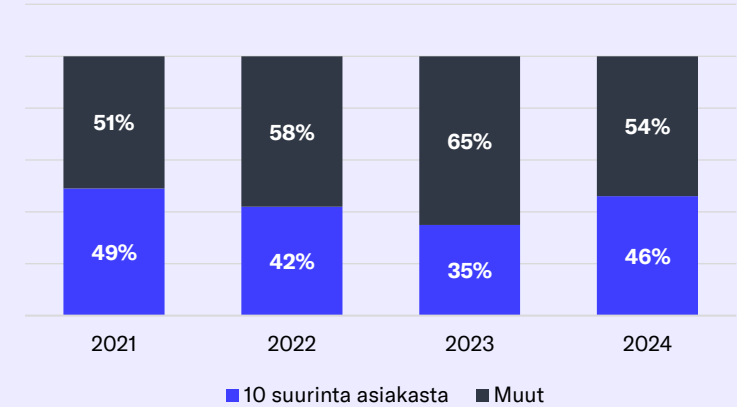
## Näkyvyyttä on joitakin kuukausia

LapWallin tilauskanta on vaihdellut 2021–2023 aikana 12–26 MEUR:n haarukassa. Arviomme mukaan tilauskanta heijastelee rakentamisen normaalia sykliä, jonka määräävät rakennusten aloitukset ja niiden läpimenoaika. Koko rakennustyömaan läpimenoaika on tyypillisesti 1–1,5 vuotta eikä läpimenoaika muutu oleellisesti suhdannetilanteiden

mukana. LapWallin asiakkaat tilaavat rakennuksilla tarvittavia tuotantopanoksia hankkeisiin niin, että ne ovat saatavilla rakennuksen valmistumisen kannalta oikeaan aikaan, jotta rakennustyömaa etenee toivotussa aikajärjestyksessä. Tämä tilausaikataulu huomioi lisäksi LapWallin tuotannon läpimenoajan, joka on tyypillisesti muutamia viikkoja raaka-aineostojen aloittamisesta valmiiden elementtien pystytykseen. Nämä tekijät huomioiden arvioimme, että LapWallin kova tilauskanta vaihtelee tyypillisesti 3–6 kuukauden välissä liikevaihdolla mitattuna, missä alareuna kuvaa heikkoa ja yläreuna erinomaista suhdannetta. Tilauskannan pohja nähtiin toistaiseksi Q4'24:llä (12,3 MEUR) kattoelementtien kysynnän laskettua vuoden 2024 jälkipuoliskolla. Q1'25:llä tilauskanta saatiin kuitenkin viimein nousuun, mutta tilauskanta oli edelleen matalalla tasolla (14,5 MEUR).

Kovan tilauskannan pituus huomioiden näkyvyys LapWallin volyymiin ei yhtiön ulkopuolelle ole erityisen pitkä missään vaiheessa sykliä, mutta yhtiön kannalta noin 20 MEUR:n tilauskanta antaa riittävästi näkyvyyttä tehtaiden täyttämiseen, eikä volatiiliin tilauskannan lievä putoaminen tai nousu tarkoita välttämättä vastaavaa välitöntä liikettä liikevaihtoon. Lyhyt näkyvyys onkin mielestämme toimialan luonteeseen ja rakennussykliin liittyvä tekijä eikä sen muuttuminen ole todennäköistä. Muilla vastaavassa arvoketjuasemassa olevilla rakennustuoteyhtiöillä tilanne on myös jokseenkin samanlainen. Luonteeltaan LapWall on silti lähes kaikkien rakentamisen arvoketjun yhtiöiden tavoin jossain määrin syklinen.

## LapWall asiakasrakenne Osuus liikevaihdosta, %



## Inderesin arvio LapWallin tietyistä asiakkaista<sup>1</sup>

YIT

LAPTI

DESIGNTALO

SKANSKA

KASTELLI

SRV



# Liiketoimintamalli 4/7

## Hinnoittelumalli

Arviomme mukaan LapWallin hinnoittelumalli on luonteeltaan perinteinen kustannuspohjainen malli, jota yhtiö lähtee ajamaan tuotantokustannusten tason ja tavoitemarginaalin kautta. Tällä tavoin saavutetaan ymmärrys tietystä pohjamarginaalista, mutta marginaalien maksimoimiseksi yhtiö säätää tavoitekatetta huomioimalla kilpailutilanteen ja markkinoilla vallitsevan hintatason. Tyypillisesti elementtien hintatasot markkinoilla ovat olleet melko vakaita ajan yli. Tästä poiketen vuoden 2022 rajun ja laaja-alaisen inflaation sekä vahvan kysynnän takia kustannuksissa oli selvää painetta ylöspäin. LapWallin toimittamien elementtien keskihinnat puolestaan ovat laskeneet kahtena viime vuonna 7 ja 4 %, mikä heijastelee arviomme mukaan osin kiristynyttä kilpailutilannetta sekä osin liikevaihdon rakenteen siirtymistä aiempaa enemmän kattoelementtien varaan.

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

Mielestämme yhtiön hinnoittelumalli on toimialalle tyypillinen, eikä rakennusalalla käsityksemme mukaan ole laajamittaisesti hyödynnetty esimerkiksi arvopohjaisia hinnoittelumalleja.

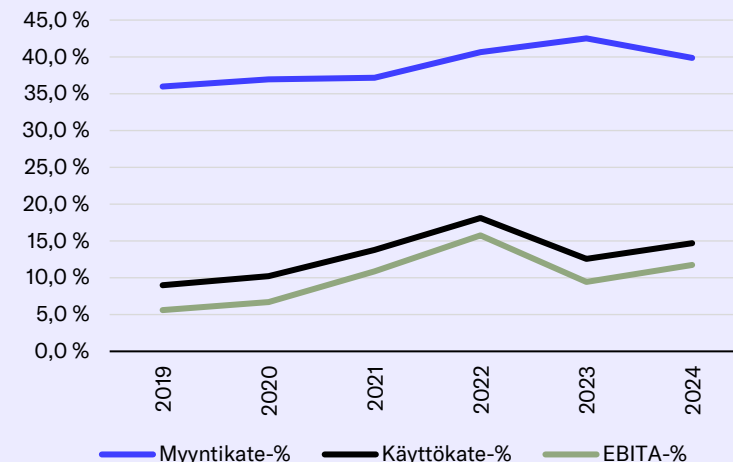
Emme myöskään epäile mallin toimivuutta LapWallin liiketoiminnan dynamiikka huomioiden. Viime aikoina malli vaikuttaa toimineen hyvin, sillä vuonna 2022 yhtiö sai hinnankorotuksia sisään ennen raaka-aineinflaation kiihtymistä ja toisaalta viime aikoina heikommassa markkinatilanteessa yhtiö on onnistunut pitämään kannattavuuden pääoman tuotolla mitattuna erinomaisella tasolla (ROIC-% 2023–2024 24–25 %)

## Kulurakenne on tyypillinen teolliselle yhtiölle

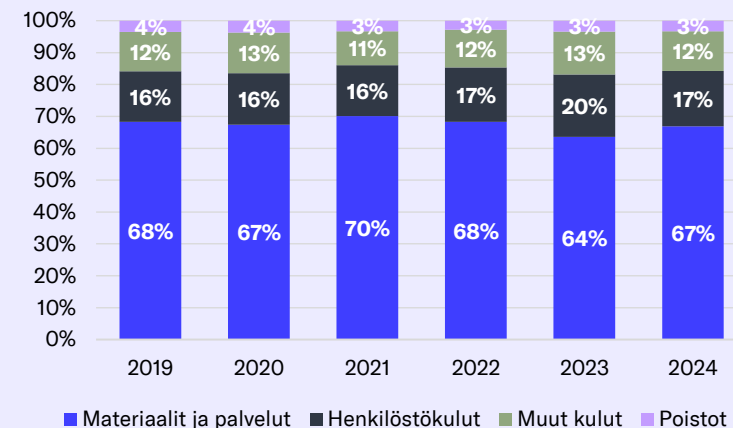
Numeroiden valossa LapWallin liiketoiminnan rakenne ja liiketoimintamalli ovat teolliselle yhtiölle melko tyypillisiä. LapWallin myyntikatteen ovat teollisuusyhtiölle melko tavanomaisella 35–42 %:n tasolla (2019–2024). Noin 59–64 % liikevaihdosta käsittävät materiaali- ja palvelukulut sisältävät raaka-aineet ja vuokratyön. Arviomme mukaan raaka-aineet eli LVL, sahatavara sekä eristeet ja muut komponentit ovat noin puolet kaikista kuluista, kun taas etenkin kokoonpanotyössä käytettävän vuokratyövoiman osuus on 10–15 %. Raaka-aineista sahatavaran hinta voi heilua voimalla suhdanteiden mukana, mutta LVL:ssä ja eristeissä hinnan vaihtelut ovat olleet pienempiä.

Kiinteämpien henkilöstökulujen osuus liikevaihdosta on tyypillisesti ollut 15 %:n tienoilla. Vastaavasti muut kulut ovat asettuneet 10–12 %:n välille. Muita oleellisia operatiivisia kustannuseriä yhtiöllä ei ole. Poistot ovat noin 2–3 % liikevaihdosta, mikä kuvaa LapWallin liiketoiminnan rajallista pääomaintensiteettiä. Näin ollen kulurakenteessa on siedettävät joustovarot ja arviomme mukaan LapWallin kuluista noin 20 % on lyhyellä tähtämellä kiinteitä, kun taas loput noin 80 % ovat muuttuvia kuluja. Tällä kulurakenteella liiketoiminnassa on vipua etenkin tyhjän kapasiteetin täyttämiseksi sekä käyttöasteen putoamiselle.

## Kannattavuuden kehitys



## Kuluerien osuus kokonaiskuluista ennen liikearvopoistoja



# Liiketoimintamalli 5/7

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

## Pääoman sitoutuminen on rajallista

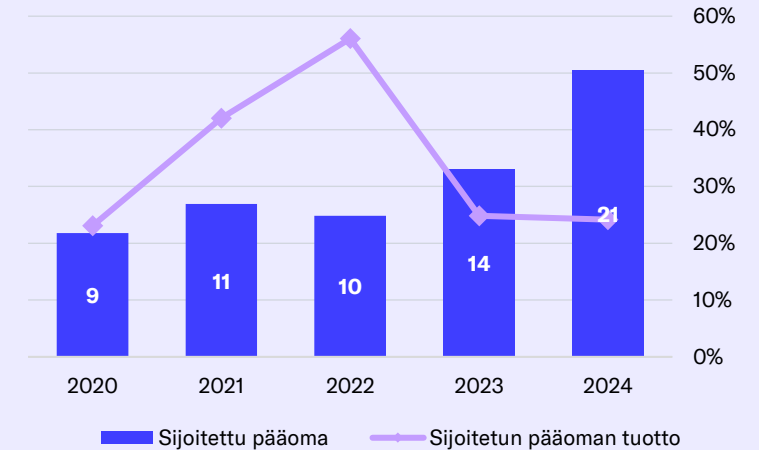
Vuoden 2023 LapWallin kiinteän omaisuuden suhde liikevaihtoon oli 19 %:ssa, eli liiketoiminta on melko pääomakevyttä. Tämä johtuu siitä, että jalostavassa teollisuudessa tehtaiden laitekanta on kevyttä (vrt. esim. raskaan prosessiteollisuuden tehtaaita). Sijoittajien kannalta tilanne on positiivinen, sillä liiketoiminnan rajallinen pääomaintensiivisyys ja investointitarve tukevat yhtiön pääoman tuottokykyä ja kassavirtaa. Pyhännän tuleva kookas tehdasinvestointi kuitenkin vie liiketoimintaa asteen pääomaintensiivisempään suuntaan, mutta liiketoiminnan kokonaisluonnetta se ei silti muuta. Liiketoiminnan tietty investointitarve rajoittaa mielestämme uuden kilpailun kykyä haastaa LapWallia. Esimerkiksi omat työntekijät eivät arviomme mukaan voisi helposti perustaa kilpailevaa liiketoimintaa toisin kuin esimerkiksi puhtaissa palveluliiketoiminnoissa on riskinä, sillä tehdastuotannon aloittaminen vaatii osaamisen lisäksi useiden miljoonien eurojen investoinnit.

Käyttöpääoman osalta yhtiön profiili on toimiala- ja arvoketjuasema huomioiden epätavallinen, sillä LapWallin

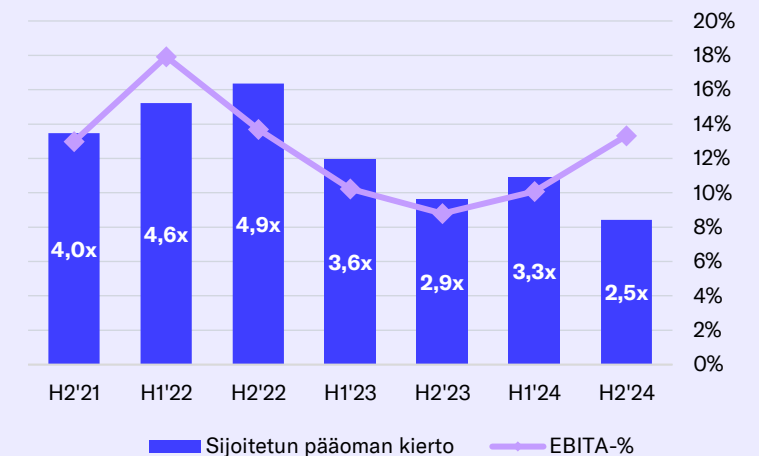
nettokäyttöpääoma on ollut viime vuosina valtaosin negatiivinen. Pakkaselle LapWall on saanut painettua käyttöpääomansa arviomme mukaan tiukan asiakas- ja luottoriskin hallinnan avulla. Arviomme mukaan yhtiö toimittaa normaalia korkeamman riskiprofiilin asiakkaille vain täysimääräistä ennakkomaksua vastaan.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

Rajallisen pääomatarpeen sekä tehokkaan tuotannon myötä LapWall on yltänyt viime vuosina erinomaiseen sijoitetun pääoman tuottoon (ROIC 2019–2024 23–56 %). Korkean pääoman tuoton myötä orgaanisella kasvulla on edellytykset merkittävään arvонуontiin, minkä myötä LapWallin kasvuhakuinen strategia on hyvin perusteltu.

## Sijoitettu pääoma ja pääoman tuotto



## Sijoitetun pääoman kierto ja EBITA-%



# Liiketoimintamalli 6/7

| TILAUSKANTA KAUDEN LOPUSSA                 | 2021        | 2022        | 2023        | 2024        | 2025        | Keskiarvo |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-----------|
| Q1   | 19,1        | 26,0        | 15,1        | 18,1        | 14,5        | 18,6      |
| Q2   | 20,0        | 25,4        | 23,1        | 15,8        |             | 21,1      |
| Q3   | 21,3        | 18,4        | 20,9        | 15,2        |             | 18,9      |
| Q4   | 18,8        | 15,6        | 17,1        | 12,3        |             | 16,0      |
| <b>Keskiarvo</b>                           | <b>19,8</b> | <b>21,3</b> | <b>19,0</b> | <b>15,4</b> | <b>14,5</b> |           |
| LIKEVAIHTO                                 | 2021        | 2022        | 2023        | 2024        | 2025        | Keskiarvo |
| Q1   | 7,8         | 12,1        | 9,3         | 10,1        | 9,1         | 9,7       |
| Q2   | 8,7         | 13,3        | 9,6         | 11,0        |             | 10,7      |
| Q3   | 9,6         | 13,4        | 10,9        | 11,7        |             | 11,4      |
| Q4   | 9,3         | 13,6        | 12,1        | 10,5        |             | 11,4      |
| <b>Summa</b>                               | <b>35,5</b> | <b>52,5</b> | <b>41,9</b> | <b>43,3</b> |             |           |
| LIKEVAIHTO ALOITTAVASTA TILAUSKANNASTA (%) | 2021        | 2022        | 2023        | 2024        | 2025        | Keskiarvo |
| Q1   | -           | 65 %        | 60 %        | 59 %        | 74 %        | 64 %      |
| Q2   | 46 %        | 51 %        | 64 %        | 61 %        |             | 55 %      |
| Q3   | 48 %        | 53 %        | 47 %        | 74 %        |             | 56 %      |
| Q4   | 44 %        | 74 %        | 58 %        | 69 %        |             | 61 %      |
| <b>Keskiarvo</b>                           | <b>46 %</b> | <b>61 %</b> | <b>57 %</b> | <b>66 %</b> | <b>74 %</b> |           |
| UUDET TILAUKSET                            | 2021        | 2022        | 2023        | 2024        | 2025        | Keskiarvo |
| Q1   | -           | 19,3        | 8,8         | 11,1        | 11,3        | 12,6      |
| Q2   | 9,6         | 12,7        | 17,6        | 8,7         |             | 12,2      |
| Q3   | 10,9        | 6,4         | 8,7         | 11,0        |             | 9,3       |
| Q4   | 6,8         | 10,8        | 8,3         | 7,6         |             | 8,4       |
| <b>Summa</b>                               |             | <b>49,3</b> | <b>43,4</b> | <b>38,5</b> |             |           |

*Tilaukset on kääntynyt nousuun pohjalta, mutta on edelleen matalalla tasolla*

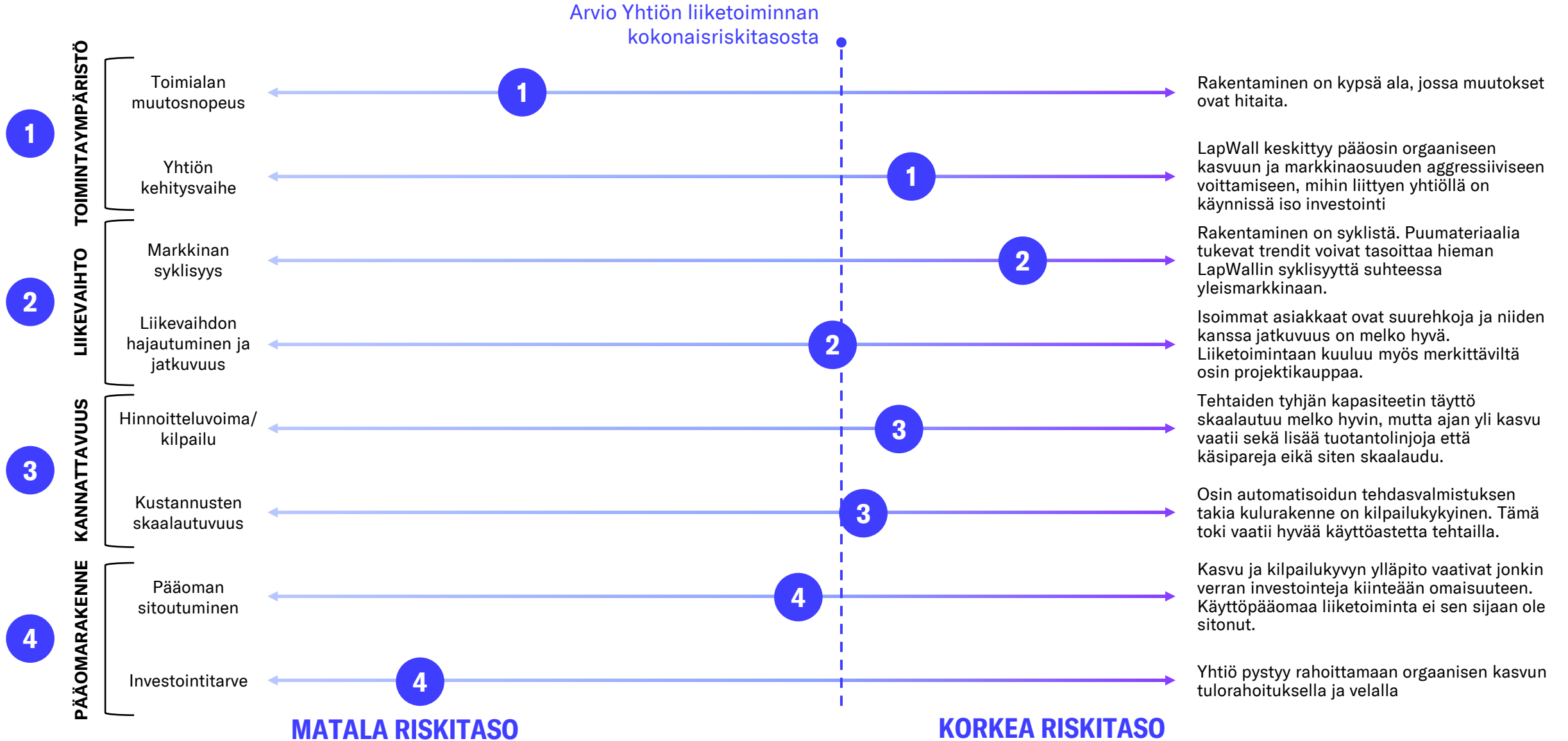
*LapWallin liikevaihdon kausivaihtelu on vähäistä vuoden sisällä*

*Kauden aloittava tilaukset on tyypillisesti ollut vahva ennustaja lyhyen aikavälin liikevaihdon kehitykselle*

*Uusia tilauksia on kotiutettu eniten alkuvuodesta, mutta vaihtelu on ollut voimakasta*



# Liiketoiminnan riskiprofiili





# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/4

## Strategian kulmakivet

LapWall päivitti strategian ja taloudelliset tavoitteet vuoden 2024 tilinpäätöksen yhteydessä. Strategian tavoitteleva kasvu ja kannattavuusloikka perustuvat viidelle ajurille:

1. Pyhännän tehdasinvestoinnin valmistuminen ja tuotannon käynnistyminen täydellä teholla
2. Markkinaosuuden kasvattaminen kaikissa tuoteryhmissä myyntiin ja markkinointiin panostamalla
3. Digitalisaation ja automaation hyödyntäminen ja kannattavuuden parantaminen
4. Elementointiasteen kasvattaminen rakentamisessa
5. Tuoteportfolion kehittäminen ja rakentamisen tehokkuutta parantavat konseptoidut ratkaisut

Suurin ero aiempaan strategiaan nähden on suuntautuminen orgaanisista kasvuinvestoinneista sekä mahdollisista yritysostoista liiketoiminnan kehittämiseen nykyisen ja valmistuvan kapasiteetin tehokkuutta vahvistamalla. Loppuvuodesta valmistuva Pyhännän tuotantolaitos arviomme mukaan karkeasti kaksinkertaistaa LapWallin tuotantokapasiteetin, minkä myötä edellytykset liikevaihdon kasvattamiselle ovat selkeät. Pullonkaula siirtyykin enenevässä määrin kysyntään, minkä myötä panostukset myyntiin ja markkinointiin kysynnän edistämiseksi ovat varsin looginen osa uutta strategiaa. Digitalisaation ja automaation hyödyntäminen liittyy arviomme mukaan tuotannon asteittaiseen tehokkuuden parantamiseen ottamalla käyttöön uusia työkaluja. Tehokkaampi tiedonkäsittely konservatiivisella alalla on mielestämme potentiaalinen kilpailuedun lähde, vaikka sisäisen kehitystyön edistystä on yhtiön ulkopuolelta haastavaa arvioida.

Uusi tuotantolaitos erilaistaa LapWallin tarjoomaa kilpailijoihin nähden mahdollistamalla aiempaa suurempien elementtien valmistuksen. Tämän pitäisi vahvistaa LapWallin kilpailukykyä suurissa projekteissa sekä mahdollistaa elementtien käytön myös uudelaissa kohteissa. Tämä mahdollistaa osaltaan rakennussektorin elementointiasteen kasvun jatkumisen, mikä puolestaan kasvattaa koko puuelementtimarkkinan kokoa. Viimeiseksi yhtiö kaavailee kasvun ja tehokkuuden tukemista tuoteportfolion kehityksellä, minkä tiimoilta yhtiöllä on käynnissä merkittävää materiaalitehokkuuden parannusta tavoitteleva tuotekehitysprojekti.

## Kansainväistyminen ei ole vielä ajankohtaista

Käytännössä nykystrategia on rakennettu arviomme mukaan Suomen liiketoiminnan varaan, jossa yhtiö pyrkii voittamaan markkinaosuutta sekä elementtimarkkinan sisällä että kasvattamaan elementtien osuutta kokonaismarkkinasta. Vuoden 2030 tavoitetason mukaisen 100 MEUR:n liikevaihdon saavuttaminen on Suomen markkinakoko huomioiden haastava tavoite ja se vaatisi isojen sopimusasiakkaiden saamista. Toistaiseksi monet talotehtaat (esim. DEN) ovat halunneet myös pitää elementtituotannon strategisista syistä itsellään.

## Strategia säilyy selkeänä

Mielestämme LapWallin strategia on varsin teräväkärkinen, sillä yhtiö aikoo keskittyä pitkälti nykyrakenteen mukaiseen liiketoimintaan etenkin Suomessa. Sijoittajien perspektiivistä tämä on mielestämme hyvän tuotto/riski-suhteen tarjoava vaihtoehto, sillä uusille tuntemattomille alueille ei ole välttämättä tarvetta mennä, mutta kannattavaan kasvuun löytyy silti melko hyvää potentiaalia.

## Kasvun ja kannattavuuden ajurit strategiakaudella 2025-2030



*Pyhännän tehdasinvestoinnin valmistuminen ja tuotannon käynnistyminen täydellä teholla*



*Markkinaosuuden kasvattaminen kaikissa tuoteryhmissä myyntiin ja markkinointiin panostamalla*



*Digitalisaation ja automaation hyödyntäminen ja kannattavuuden parantaminen*



*Elementointiasteen kasvattaminen rakentamisessa*



*Tuoteportfolion kehittäminen ja rakentamisen tehokkuutta parantavat konseptoidut ratkaisut*



*Kestävää elementtirakentamista asiakkaidemme parhaaksi ja ympäristön hyväksi*



*Olemme elementtirakentamisen edelläkävijä, alan arvostetuin toimija ja halutuin työpaikka*

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/4

Kattoelementtiliiketoiminnan puolella kasvua on löydettävä uusista käyttökohteista, mikä voisi lyhyellä tähtämellä tarkoittaa datakeskushankkeita. Näissä puuelementtien käyttö on käsityksemme mukaan ollut vähäistä. Myös suhteellisen uudelle kattoelementtijärjestelmä-tuotteella on arviomme mukaan varaa kasvaa. Seinäelementtien puolella asuntorakentamisen palautuminen tuonee selvän kasvusysäyksen lähivuosina. Viimeistään pitkällä tähtämellä eli nykyisen strategiakauden jälkeen liiketoiminnan kansainvälistäminenkin palaa arviomme mukaan pöydälle, sillä LapWallin kasvu hidastuisi väistämättä markkinan tasolle korkean markkinaosuuden saavuttamisen jälkeen.

## Kilpailuedut ja -haitat

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

Arviomme mukaan LapWall pystyy näillä keinoilla tukemaan kilpailuetujaan lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä, sillä yhtiön pienempien suorien nykykilpailijoiden kyky tehdä vastaavia investointeja on rajallinen. Ajan yli näemme hyvämaineisen LAPWALL LEKO-brändin kilpailuedun lähteitä muita hieman kestävämpänä, Automaatioon ja ympäristöystävällisyyteen muutkin pelurit pystyisivät panostamaan helpommin, jos ne saisivat hankittua riittäviä resursseja. Myöskään LAPWALL LEKO ei ole ajan yli täysin suojassa oleva kilpailuetu muun muassa kopiointiriskien takia. Kokonaisuudessaan LapWallin tuotannon tehokkuuteen, laatuun ja luotettavuuteen

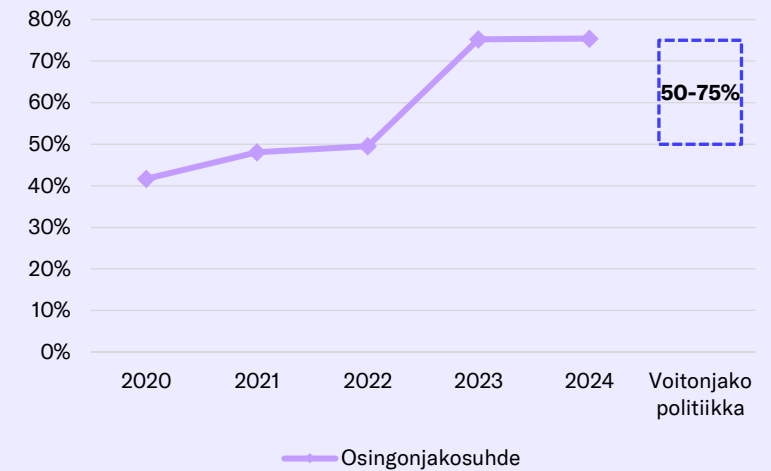
kietoutuvat kilpailuedut ovat nykyisellään selkeät, mutta pitkällä aikavälillä nämä ovat mielestämme haastettavissa.

## Taloudelliset tavoitteet ovat korkealla

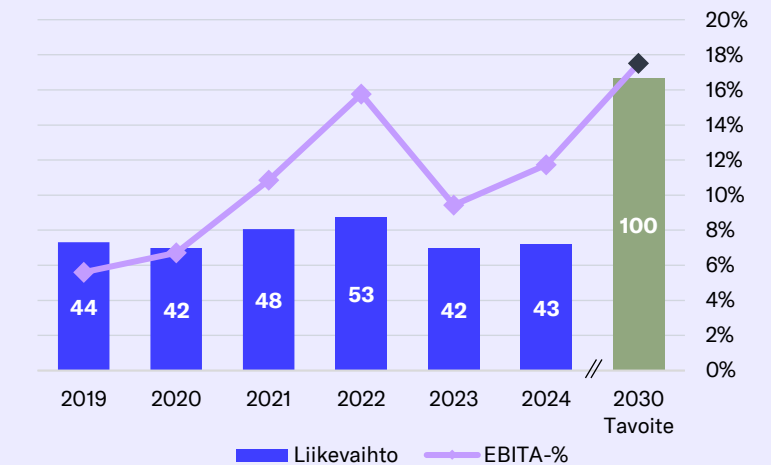
Näiden strategisten toimien avulla LapWall tavoittelee 100 MEUR:n liikevaihtoa sekä 15–20 %:n EBITA-%:a vuoteen 2030 mennessä. Liikevaihdon osalta tavoite vaatisi liikevaihdon yli kaksinkertaistamista tai 15 %:n vuosittaista kasvutahtia. Annetun ohjeistuksen myötä kasvu on kuluva vuonna jäämässä käytännössä nolliin, mikä jättää entistä enemmän kirittävää vuosikymmenen jälkipuoliskolle. Myös kannattavuustavoite on selvästi viime vuosien toteutuksia korkeammalla tasolla (keskiarvoinen EBITA-% 2019–2024 10 %). Kannattavuustavoite on arviomme mukaan suurelta osin riippuvainen liikevaihtotavoitteen toteutumisesta, sillä matalammat käyntiasteet vaikeuttavat tuotannon tehokkuuden hallintaa. Tavoitteiden saavuttaminen vaatisi lisäksi LapWallin nousemista ylivoimaiseksi markkinajohtajaksi sekä kilpailijoiden kyvyttömyyttä kopioida LapWallin kilpailuvaltteja.

Tavoitteiden mukainen pääoman tuotto olisi 60 %:sta ylöspäin, mikä puolestaan vaatisi erittäin kestäviä kilpailuetuja, ja Helsingin pörssin teollisista yhtiöistä ainoastaan Kone on kolkutellut näitä tasoja. Kokonaisuutena pidämme taloudellisia tavoitteita erittäin kunnianhimoisina, ja arviomme mukaan niiden saavuttaminen vaatisi merkittävää tukea markkinoiden kasvulta, joka on viime vuosina jäänyt erittäin vaatimattomaksi. Strategiakaudelle ei ole suunnitteilla merkittäviä investointeja, minkä myötä yhtiö suunnittelee suuntaavansa rahavirtaa merkittävässä määrin osinkoihin. Yhtiön osinkopolitiikka on jakaa 50–75 % osinkoa tilikauden tuloksesta. Vuolas voitonjako on mielestämme perusteltua tehdyt investoinnit, Suomen rajallinen markkinakoko ja vahva tase huomioiden.

## Voitonjakosuhte (DPS/EPS)



## Liikevaihto- ja EBITA-% -tavoite



# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/4

## Yritystostot jäävät jatkossa pienempään rooliin

Yritysjärjestelyt ovat olleet merkittävässä roolissa LapWallin viime edellisten strategiakausien aikana. Yhtiöllä on taustallaan erinomainen Metsä Groupin Pälkäneen projektiliiketoiminnan osto vuodelta 2017, Termaterin liiketoimintakauppa alkuvuodesta 2022 sekä KW-Component liiketoimintakauppa. Arviomme mukaan LapWall on saanut yritysjärjestelyillä hankittua uusia tuotteita ja laajennettua asiakaskuntaansa. Jotta yhtiön kannattaisi allokoida pääomansa yritysostoihin orgaanisen kasvun sijaan Suomessa, tulisi yritysostoteesien mielestämme olla samankaltaiset. Tämän tyyppisiä taskuja markkinoilla on rajallisesti LapWallin nykyinen valikoima ja asiakaskunta huomioiden. Myöskään pelkkä markkinan konsolidointi yritysostoilla ei ole arviomme mukaan vaihtoehto, sillä jokaisen kaupan mukana yhtiölle tulisi uusi (ja usein pieni) tehdas. Näin ollen on varsin luontevaa että nykyisessä strategiassaan yritysjärjestelyt ovat jääneet vähäiseen rooliin. Yritysostoista oikaisuna arviomme orgaanisen liikevaihdon kasvun jääneen vuoden 2021 markkinan huippuvuoden jälkeen keskimäärin (CAGR) -7 %:iin, merkittävimmän laskun ajoituttua vuodelle 2023 (-20 %). Tämän taustalla on etenkin kuluttajavetoisen asuntorakentamisen volyymin romahdus.

## Pyhännän uusi tehdas on avainasemassa

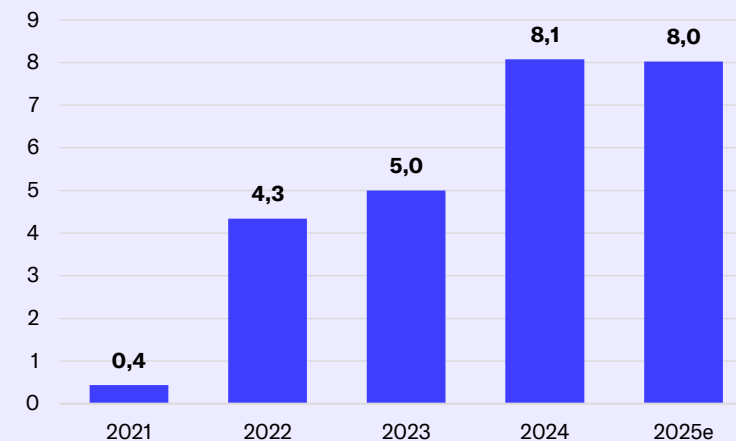
Yhtiön merkittävin hanke on vuosia suunnitteilla ollut uuden osavalmistustehtaan rakentaminen Pyhännän tuotantolaitokselle. Yhtiö on kertonut investoinnin kolminkertaistavan seinäelementtien valmistukseen erikoistuneen Pyhännän yksikön kapasiteetin, ja kokonaisuutena LapWallin tuotantokapasiteetti mahdollistaa yhtiön mukaan 100 MEUR:n liikevaihdon. Teoreettisen maksimiliikevaihdon saavuttamisen ensisijainen haaste on

kysyntäpuoli, sillä tavoitteen saavuttaminen vaatii suuria markkinaosuusvoittoja. Esimerkiksi nykyisen LapWallin tuotantokapasiteetti riittää yhtiön arvion mukaan 70 MEUR:n liikevaihtoon, mutta vaisu kysyntätilanne on painanut liikevaihdon kauas maksimikapasiteetin mukaiselta tasolta.

LapWallin suunnitteleamalla elementtitehtaalla pyritään tuomaan muiden teollisten toimialojen parhaita käytäntöjä tuotannon tehokkuuden nostamiseksi. Säästöjä tavoitellaan elementin valmistusnopeuden kasvusta, automaation madaltamasta tuotannon henkilöntensitiivisyydestä, materiaalitehokkuudesta sekä logistiikkakustannuksista. Jo viime vuosien vaisun volyymin tuottaminen uusilla tuotantolinjoilla toisi yhtiön kommenttien perusteella käyttökatetasolla merkittävän kannattavuusparannuksen (noin +1 MEUR), mutta tehtaan merkittävämmät hyödyt ja potentiaali realisoituvat mikäli valmistusmäärät saadaan selvään kasvuun.

Tehokkuusparannuksen sekä kapasiteetin lisäksi uusi tuotantolaitos mahdollistaa aiempaa suurempien elementtien valmistuksen. Näin ollen investointi tukee yhtiön muita strategisia tavoitteita, joita ovat markkinaosuuden kasvattaminen, digitalisaation ja automaation hyödyntäminen, kannattavuuden parantaminen, uusien tuotteiden kehittäminen sekä elementointiasteen kasvattaminen (ts. suurempi osa rakentamisesta tehdään elementtejä hyödyntäen). Näin ollen LapWallin strategia kietoutuu uuden osavalmistustehtaan ympärille ja tuotantolaitoksen onnistunut käyttöönotto sekä riittävät myyntimäärät ovat avainasemassa LapWallin lähivuosien iskukykyyn näkökulmasta. Mikäli uuden tuotantolaitoksen käyttöönotto osoittautuu menestykseksi, on arviomme mukaan vastaavia menetelmiä mahdollista ottaa käyttöön kattoelementtien valmistuksessa, joita tällä hetkellä valmistetaan Vetelissä ja Pälkäneellä.

## Investoinnit (sis. yritysostot)



## LapWallin yritysjärjestelyt

| Ostokohde                        | Kuvaus   | Vuosi | Liikevaihto <sup>1</sup> |
|----------------------------------|--|-------|--------------------------|
| Metsä Wood projektiliiketoiminta | Pälkäneen kattoelementtitehdas                                     | 2017  | -                        |
| Termater Oy                      | Termater Oy:n kattoelementti-liiketoiminta ja Vetelin tehdas       | 2022  | 13 MEUR                  |
| KW-Component                     | Seinäelementtiliiketoiminnan vahvistaminen, Kastelli-talot-sopimus | 2023  | 14,4 MEUR                |

<sup>1</sup>Yritysjärjestelyä edeltävä viimeisin tilikausi

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 4/4

Investointi on LapWallin mittakaavaan nähden suuri, sillä 19 MEUR:n investointi vastaa 70 % LapWallin investointia edeltäneen taseen loppusummasta. Odotamme investoinnin rahoituksen jakaantuvan karkeasti tasan tulorahoituksen, velan, sekä hankkeelle myönnetyn ELY-keskuksen tuen kesken. ELY-keskuksen merkittävä tuki laskee selvästi investoinnin pääoman kustannusta ja riskiä sekä parantaa arvonluontipotentiaalia. Suhtaudumme investointiin positiivisesti, sillä LapWallilla on mielestämme vahvuksiensa (kustannuskilpailukyky, laatu, asiakkaiden tuottavuus ja ympäristöystävällisyys) puolesta erinomaiset edellytykset markkinaosuuden kasvattamiseen Suomessa seuraavassa rakennusmarkkinoiden noususykliässä. Vaikean kysyntätilanteen myötä markkinalla on poistunut merkittävä määrä kilpailijoita alalta poistumisen myötä, mutta toisaalta myös pienissä määrin uusia toimijoita tai lisäkapasiteettia on markkinalle viime vuosina saapunut.

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

## Kasvu vaatii panostuksia myyntiin

Uuden ja vanhan tehtaan kokonaiskapasiteetin myynti vaatii merkittäviä myyntiponnisteluja, sillä nykyisellä asiakaskunnalla valmistuskapasiteettia on lähivuosille arviomme mukaan haastavaa saada täytettyä. Siten etenkin uudet suuret puitesopimukset tai murtautuminen vilkkaaseen tietokeskusten markkinaan olisivat yhtiölle tärkeitä kasvuajureita.

Valmistuskapasiteetin lisäksi LapWall tarvitsee lisäresursseja useisiin toimintoihin, jotta liikevaihdon yli kaksinkertaistaminen olisi mahdollista. Tämä pätee erityisesti nykyisessä lähtötilanteessa, jossa liiketoimintaa on arviomme mukaan jouduttu sopeuttamaan viime vuosien matalasuhdanteeseen. Rekrytointeja joudutaan tekemään jossain määrin etupainotteisesti, mikä rasittaa lähivuosina kannattavuutta.

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

## Pyhännän tehdasinvestointi

### Yksikön kapasiteetin kasvu

3x

Aikaisempi kapasiteetti noin 350 000m<sup>2</sup>/vuosi. Pyhääntä kattaa valtaosan LapWallin valmistuskapasiteetista

### Investoinnin koko

19 MEUR

Investointi rahoitetaan 7,5 MEUR pankkilainalla, noin 6 MEUR ELY-keskuksen tuella, sekä tulorahoituksella

### Tehtaan käynnistys

Q4'25

Tehtas otetaan käyttöön asteittain. Ensimmäisien linjojen odotetaan käynnistyvän vuoden lopulla, ja kokonaisuudessaan Q1'26 aikana



# Markkinat ja kilpailu 1/4

## Puu kilpailee teräksen ja betonin kanssa

Kokonaisuutena Suomen rakennusmateriaalimarkkina on miljardiluokassa, sillä esimerkiksi koko uudisrakentamisen arvo Suomessa vuonna 2024 oli reilut 13 miljardia euroa. Tämä on kuitenkin huomattavasti viime pidemmän aikavälin keskiarvojen alapuolella rakennusalan syvästä matalasuhdanteesta johtuen. Markkinalla puun sijaan päämateriaaleja ovat toistaiseksi teräs ja betoni, jotka dominoivat etenkin kerrostalorakentamisessa. Toisaalta pientalorakentamisessa puu on dominoiva rakennusmateriaali. Puurakentamisen osuus kaikesta rakentamisesta on viime vuosina ollut Suomessa Puutuoteteollisuus ry:n mukaan noin 30 %:n teinoilla. Euroopassa puurakentamisen osuus eri lähteiden mukaan selvästi alle 10 %, mikä kuvaa puun kansainvälistä potentiaalia.

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

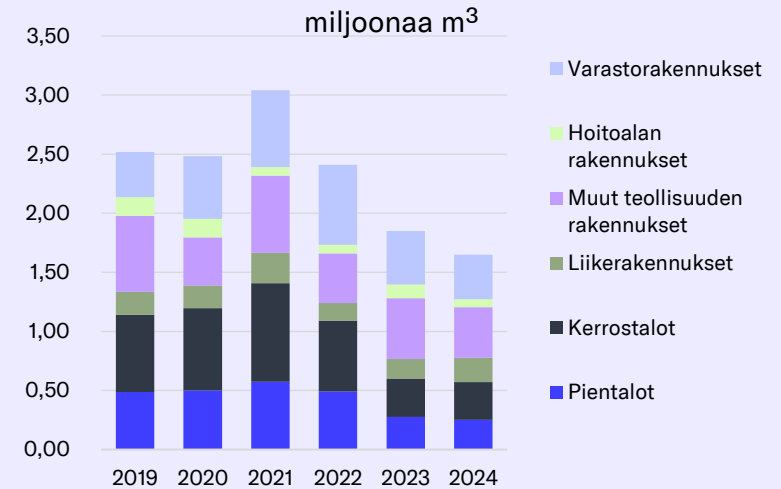
## Puu vastaa hyvin rakentamisen trendeihin

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

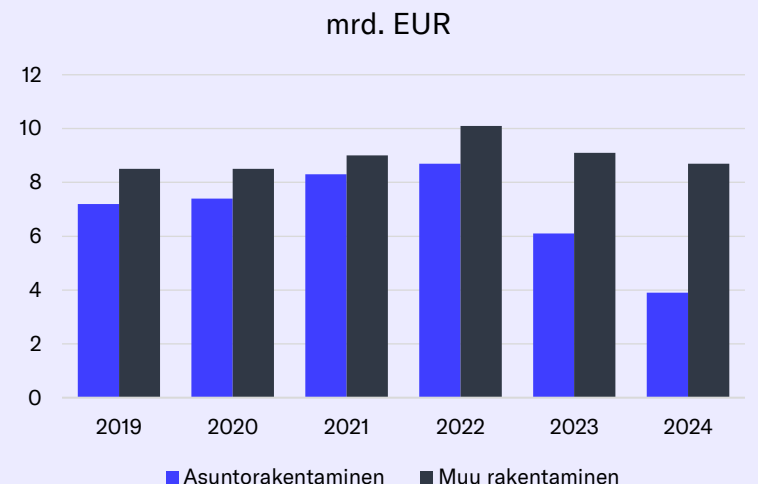
LapWallin johdon arvion mukaan yhtiön relevantti puuelementtimarkkina on Suomessa normaalioloissa kooltaan yhteensä noin 400 MEUR, mikä perustuu 35 000 asuinrakentamisen vuosittaiseen rakennetun yksikön tuotantomäärään. Lähivuosina kokonaismarkkinan aktiviteetti on jäämässä selvästi 35 000 rakennetun asunnon alapuolelle (RT:n ennuste vuonna 2026 24 000 asuntoaloitusta), minkä myötä myös lähivuosien markkinan koko pysyttelee 400 MEUR:n alapuolella.

Markkinakoosta pääosan kattavat yksikerroksisten rakennusten seinäelementit, mikä johtuu puun jo korkeasta markkinaosuudesta pientalorakentamisessa. Monikerrosseinäelementit ovat vielä pieni markkina, arviolta vain noin 20–30 MEUR:n markkinakoolla. Puuta käytetään korkeissa rakennuksissa edelleen hyvin vähän ja niissä markkinaa dominoivat teräs ja betoni.

## Aloitettut rakennushankkeet Suomessa



## Uudisrakentaminen Suomessa





# Markkinat ja kilpailu 2/4

Arviomme mukaan kattoelementtien markkina on noin 50–55 MEUR:n markkina ja kattoelementtijärjestelmien noin 15 MEUR:n markkina, ja nämä muodostavat yhdessä noin viidenneksen Suomen koko elementtimarkkinasta. Julkisivuelementit ovat pieni, noin 15 MEUR:n markkina Suomessa toistaiseksi.

## Pitkän ajan markkinakasvuolettama on rajallinen ja lyhyellä tähtämellä suhdanne on heikko

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

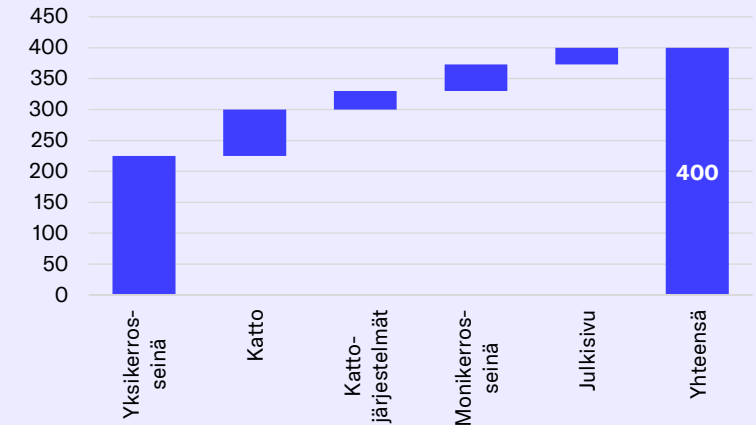
Rakennusteollisuuden (RT) maaliskuinen suhdannekatsaus maalasi edelleen vaisua kuvaa rakennusmarkkinan lyhyen aikavälin kehityksestä, vaikka rakentamisen määrän lasku onkin pysähtynyt. Romahtaneen asuntorakentamisen odotetaan kääntyvän kasvuun, mutta rakennusmäärä jää vielä kauas pidemmän ajan keskiarvosta. Tasaisempien teollisen ja julkisen rakentamisen odotetaan kasvavan lievemmin. RT:n ennusteen mukaan Suomessa aloitetaan tänä vuonna 4 700 omakotitalon ja 1 600 rivitalon rakentaminen. Omakotitalojen ja rivitalojen aloitusten ennusteet tälle vuodelle povaavat kasvua, mutta ovat kuitenkin 30 % ja 60 % viimeisen 10 vuoden keskiarvon alapuolella. Vuodelle 2026 RT ennustaa omakotitalojen aloitusten nousevan 17 % 5 500 kappaleeseen ja rivitaloaloitusten reilut 40 % 2 300 kappaleeseen, eli käänteen odotetaan olevan pohjatasolta suhteellisen voimakasta. Julkiselle rakentamiselle RT ennusti vuosille 2025

ja 2026 noin 2 % ja 7 % kasvua, kun taas teollisen rakentamisen RT odotti olevan peräti 10 % kasvussa lähivuosina. Datakeskus- ja turvallisuusinvestointien varaan perustuvaa RT:n lähivuosien ennustetta pidämme varsin optimistisena etenkin huomioiden tullisodan aiheuttaman epävarmuuden investointihankkeille.

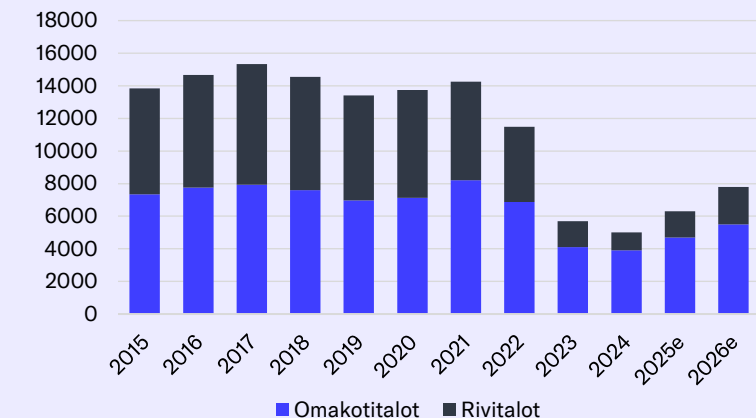
Mainion nollakorkojen vauhdittaman markkinakehityksen jälkeen näkymät eivät edelleenkään ole kovin positiiviset LapWallinkaan kannalta asuntorakentamisen matalan volyymin takia. Lyhyellä aikavälillä piristysruiskeen markkinan kasvuun voisi tuoda puuelementtien (erityisesti katto) käytön omaksuminen suurissa datakeskushankkeissa, mikä on toistaiseksi ollut vähäistä. Pidemmällä perspektiivillä LapWallin olisi mielestämme tärkeä päästä paremmin sisään suurelle kerrostalojen markkinalle joko suorien puukerrostalojen tai hybridirakentamisen lisääntymisen kautta sekä kasvattaa markkinaosuutta pientalovetoisessa seinäelementtisegmentissä. Jälkimmäiseen tekijään Kastelli-sopimus antaa vauhtia, mutta sopimuksen hyödyt tulevat läpi vasta suhdanteen parantuessa.

Odotamme puun ja elementtien markkinaosuuden jatkavan kasvuaan rakentamisesta muun muassa sääntelyn ja rakennustekniikan kehittymisen (ml. tuottavuuden parantaminen) ajamana. Arviomme mukaan elementtimarkkinan kasvupotentiaali voisi olla karkeasti tuplat suhteessa koko rakentamisen volyymin pitkän ajan kasvuun peilattuna eli noin 3–4 % vuodessa. Käytännössä tämä tarkoittaisi noin 10 MEUR:n vuotuista kasvupotentiaalia Suomen puuelementtimarkkinoille, mikä arviomme mukaan vastaa melko hyvin viimeisen 5-10 vuoden kasvun keskimääräistä toteumaa ennen rakentamisen rajua laskusuhdannetta.

## Suomen puuelementtimarkkinan jakautuminen



## Pientalojen rakennusmäärät KPL, asuntoa



# Markkinat ja kilpailu 3/4

Näin ollen LapWallin pidemmän aikavälin kasvunäkymä on markkinan mukana kohtuullinen, mutta kasvuyhtiöprofiilin saavuttamiseksi yhtiön pitää jatkaa markkinaosuuden voittamista myös muilta alan pelureilta.

## Ympäristötrendien nousu tukee puumateriaaleja

Ympäristöministeriön tavoitteena on ollut julkisessa rakentamisessa puunrakentamisen osuuden nostaminen vuoden 2019 15 %:sta 45 %:iin vuoden 2025 loppuun mennessä. Tavoite ei kuitenkaan ole toteutumassa, sillä Puuteollisuus ry:n mukaan puurakentamisen osuus julkisesta rakentamisesta laski etenkin ARA-kohteiden rahoituksen laskun seurauksena vuonna 2023 13 %:iin. Vaikka ympäristöministeriön tavoite vaikuttaa kaukaiselta, se kuvaa ympäristötekijöistä rakentamisen materiaalivalintoihin ja siten puurakentamisen markkinakasvuun kumpuavaa muutospainetta. Vastaavaa painetta syntyy myös useiden rakennusliikkeiden strategioista (taustalla regulaation lisäksi myös kuluttajien vaatimukset), joissa lähes kaikissa mainitaan tavoitteeksi päästöjen alentaminen. Tähän puurakentaminen on hiilinegatiivisuutensa takia oiva vaihtoehto. Rakentamisen on arvioitu tuottavan jopa 30 % globaaleista hiilidioksidipäästöistä, joten materiaalivalinnat ovat iso päästölähde ja samalla valintojen muutoksilla on ilmastomuutoksen kokonaisuudenkin kannalta merkitystä.

## Yhtiön markkinaosuus on reilut 20 % Suomessa

LapWallin markkinaosuus on seinäelementeissä arviomme mukaan karkeasti 15–20 %:n tasolla, minkä myötä kasvua on mahdollista saavuttaa markkinaosuuksia kasvattamalla. Kattoelementeissä LapWallin markkinaosuus on sen sijaan yli 70 %. Tämä markkinaosuus pakottaa luonnollisesti kasvun markkinakasvun tasolle, mutta sen vastineeksi markkina-

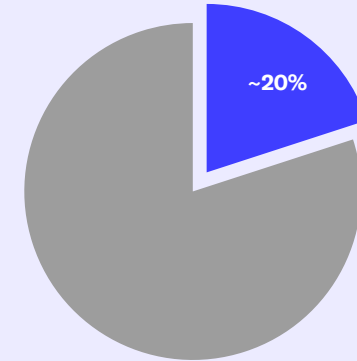
asema ja hinnoitteluvoima on erinomaisia ainakin suorassa kilpailussa, minkä pitäisi tukea kannattavuuden muodostumista. Kattoelementtijärjestelmissä LapWallin markkinaosuus on 30 %:n luokassa, mikä on myös hyvä taso. Koko Suomen puuelementtimarkkinasta LapWallin markkinaosuus on reilut 20 % KW Components -liiketoimintakaupan jälkeen, ja tällä markkinaosuudella LapWall on Suomessa elementtimarkkinoiden markkinajohtaja.

Kokonaisuutena LapWallin kasvupotentiaali painottuu seinäelementeissä markkinaosuuden voittamiseen suorilta kilpailijoita sekä kattoelementeissä markkinaosuuden voittamiseen vaihtoehtoisilta tavoilta rakentaa. Uuden tehtaan myötä vahvistuva kustannuskilpailukyky sekä puurakentamista tukevat trendit antavat hyvät lähtökohdat kasvuhakuisen strategian toteutukselle vuosikymmenen loppupuolelle.

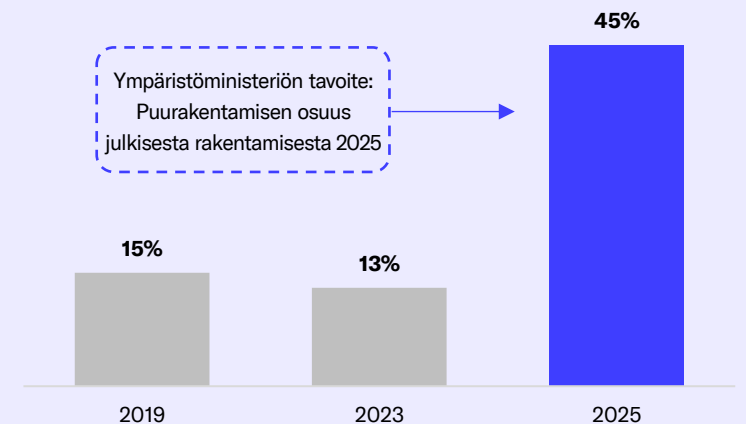
## Suoraa kilpailua tulee kolmelta rintamalta

Kokonaisuutena LapWallin kilpailukenttä on hyvin hajanainen ja vaikeasti tulkittava, sillä alalla on paljon pieniä pelureita ja rakennusliikkeillä sekä talotehtaila on useissa tapauksissa omaakin elementtituotantoa. Kokonaisuutena LapWallin kohtaama suora kilpailu tulee näistä kolmesta lähteestä, minkä lisäksi kokonaan muut materiaali- ja rakennustapavalinnat ovat tietenkin merkittäviä epäsuoria kilpailijoita etenkin kattoelementeissä. Keskitymme tässä kappaleessa kuitenkin suoraan kilpailuun, sillä sivusimme puuelementtien ja muiden materiaalien kilpailuasetelmia jo aiemmin. Kilpailuasetelmien arvioimista vaikeuttaa oleellisesti rakentajien ja talotehtaiden oma tuotanto, jonka volyyymiä ja liikevaihtoa yhtiöiden ulkopuolelta on vaikea arvioida

## LapWallin markkinaosuus Suomen puuelementtimarkkinasta



## Puurakentamisen osuus julkisesta rakentamisesta



# Markkinat ja kilpailu 4/4

Suuremmista rakennusliikkeistä ainakin YIT:llä on ollut omaa puuelementtituotantoa, mutta erityisen innostuneita rakentajat eivät ole olleet pääomiaan puuelementtitehtaisiin sitomaan. Talotehtailla oman elementtituotannon pystyttäminen on ollut yleisempää ja arviomme mukaan rakentajien ja talotehtaiden oma elementtituotanto kattaa yli puolet kokonaismarkkinasta etenkin matalissa rakennuksissa. Varsinaisia elementtitehtaita löytyy myös lukumääräisesti suuri määrä Suomesta, ja nämä ovat keskimäärin pienehköjä pk-yrityksiä.

LapWallin merkittävimpiä suoria kilpailijoita ovat SP-Elementit ja Kerabit. Kerabit on osa ruotsalaista Nordic Waterproofingia, joka laajensi Suomessa puisiin kattoelementteihin ostamalla elementtivalmistaja Seikat Oy:n osakekannan vuonna 2021. Tämän jälkeen puolestaan laajan rakennustuoteportfolion omaava Nordic Waterproofing päätyi yritysjärjestelyn kohteeksi kun kansainvälinen eristejätti Kingspan osti yhtiön osakekannan. Yritysjärjestelyjä toimialalla on siis viime vuosina nähty useampia huomioiden LapWallin itse toteuttamat järjestelyt.

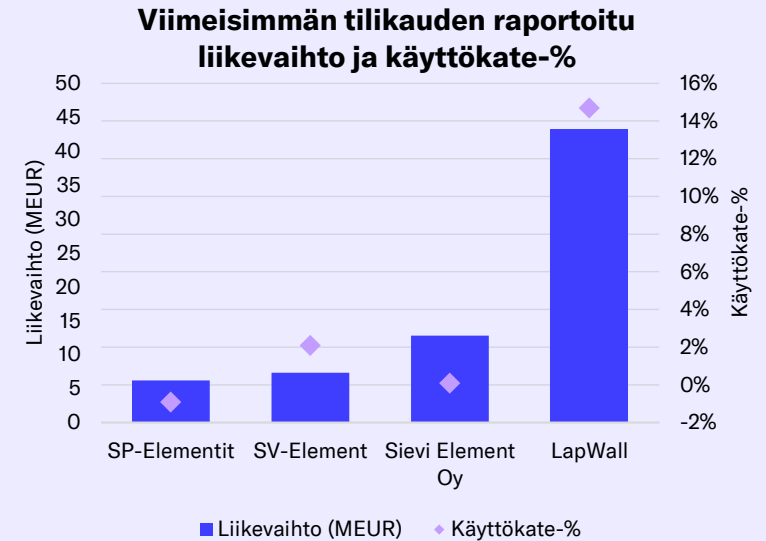
Suurempien toimijoiden lisäksi Suomesta löytyy lukuisia vielä pienempiä ja hyvin paikallisia toimijoita. Ulkomaista kilpailua LapWall ei käytännössä kohtaa, sillä elementtejä on kallista ja vaikeaa kuljettaa kauas.

## LapWall on kilpailukentän kannattavin peluri

Kokonaisuutena suomalaisten puuelementtien tuottajien kannattavuus on arviomme mukaan heikko, sillä LapWallin suorat kilpailijat näyttävät tekevän niukasti positiivista liikevoittoa, eikä heikko suhdanne helpota yhdenkään pelurin asemaa. Erityisen kattavaa analyysiä kilpailijoiden taloudellisesta suoriutumisesta on haastavaa laatia, sillä puuelementit ovat häviävä osa Kerabitin koko liiketoiminnasta ja Necon tilinpäätöksiä ei ole toistaiseksi julkaistu. SP-

elementtien käyttökate on viimeisillä tilikausilla ollut nollan tuntumassa. Arviomme mukaan suorat kilpailijat ovat liiketoiminnan kokoluokkansa ja kannattavuutensa valossa liian pieniä panostamaan tehtaissa tarvittavaan automaatioon ja suunnitteluosaamiseen, joita tehokkuuden saavuttaminen vaatii. Lisäksi pienet elementtivalmistajat eivät ole uskottavia kumppaneita isoille rakennusliikkeille ainakaan suuriin projekteihin. Puuelementtitehtaiden roolia talotehtaiden ja rakentajien kannattavuuden muodostumisessa on vaikea arvioida, mutta emme usko niiden kannattavuuksien olevan erityisen korkeita alan yleiset kannattavuudet ja osin näiden tahojen ydinosaamisen ulkopuolella oleva liiketoiminta huomioiden. Siten pidämme LapWallin kilpailuasemaa markkinajohtajuuden sekä investointikyvyn perusteella erittäin hyvänä.

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



# Taloudellinen tilanne

## Tase ei sisällä erikoisuuksia

LapWallin taseen varojen selvästi suurin erä on kiinteä omaisuus, jota yhtiöllä oli vuoden 2024 lopussa pitkäaikaisessa omaisuudessa 15,4 MEUR. Erä sisältää yhtiön tuotantolaitosten koneet, laitteet, maa-alueet ja rakennukset sekä Pyhännän uuteen tuotantolaitokseen liittyvät ennakkomaksut (7,3 MEUR). Uuteen tehtaaseen liittyvistä investoinneista arviomme mukaan noin puolet oli tehty vuoden 2024 lopulla, ja suurin osa investointiprojektiin vaadittavasta velkarahoituksesta oli arviomme mukaan nostettu. Loppuosa 19 MEUR:n investoinnista rahoitetaan kassasta, tulorahoituksella sekä investointituella, jonka odotamme olevan noin 6 MEUR:n suuruinen (1,8 MEUR maksettu). Pitkäaikaisessa omaisuudessa yhtiöllä oli lisäksi aineetonta omaisuutta 5,5 MEUR, mikä sisältää valtaosin FAS-kirjanpidossa poistettavaa konserniliikearvoa. Muita tavallisia aineettomia omaisuuseriä (esim. IT-infraan tehtyjä investointeja) on taseessa noin 0,5 MEUR:n arvosta. Vaihtuvissa vastaavissa suurimmat erät ovat osin valmistavassa teollisuudessa operoivalle yhtiölle tyypillisesti käyttöpääomaeriä eli myyntisaamisia ja varastoa. Vuoden 2024 lopussa näiden arvot olivat 2,1 MEUR ja 3,5 MEUR. Valmistavan teollisuuden yhtiölle poikkeuksellisesti LapWallin käyttöpääoma on ollut pääsääntöisesti lievästi negatiivinen ja yhtiö pystyy tiukan asiakasluottopolitiikan ja melko pitkien maksuaikojen takia rahoittamaan päivittäisen liiketoimintansa asiakasvaroilla. Vuoden lopussa siirtosaamisia oli lisäksi 1,1 MEUR ja kassassa oli 3,7 MEUR. Kassalle arvioimme yhtiön saavan pientä vajaan 2 %:n korkotuottoa nykyisessä korkomarkkinassa koko kassasta laskettuna.

LapWallin taseen loppusumma vuoden 2024 lopussa oli 31,7 MEUR. Mielestämme tase on edelleen kokonaisuutena varsin kevyt liiketoiminnan kokoluokkaan peilattuna, minkä taustalla on liiketoiminnan maltillinen pääomaintensiteetti ja negatiivinen käyttöpääoma. Pyhännän iso investointi toki kasvattaa tasetta, mutta isoa kuvaa pääomaintensiteetin osalta se ei muuta.

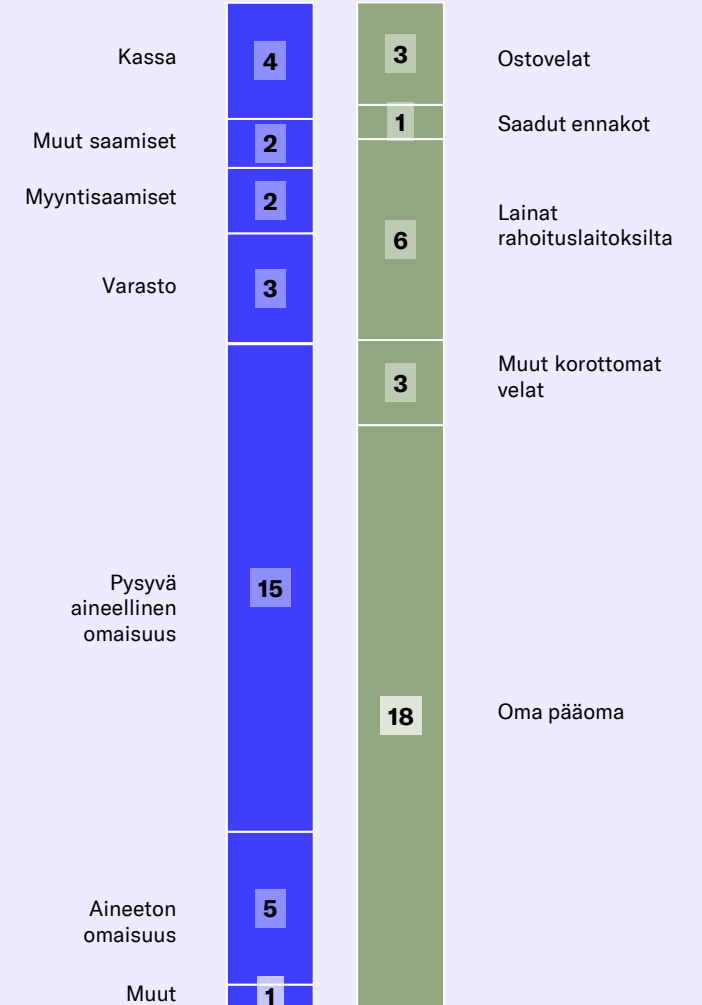
## Tase on jyrkö

Taseessa vastattavien puolella LapWallin oma pääoma oli vuoden 2024 lopussa 18,3 MEUR. Korollista velkaa taseessa oli reilut 6 MEUR. Siten LapWallin rahoituskulut ovat pienet ja yhtiö pystyy helposti kantamaan Pyhännän investointiin tarvittavan lisävelan. Lisäksi yhtiöllä oli ostovelkoja 3,2 MEUR ja muuta korotonta velkaa 3,4 MEUR. Muista korottomista veloista siirtovelat olivat 2,1 MEUR ja asiakkailta saadut ennakot noin 1,1 MEUR. Siten tase on vastattavien puolelta selkeä.

LapWallin omavaraisuusaste oli vuoden lopussa 60 % ja nettovelkaantumisaste -18 %. Siten yhtiön taloudellinen asema on mielestämme erittäin vahva ennen Pyhännän investoinnin vaikutuksia. Q1:n aikana omavaraisuusaste oli laskenut 47 %:iin, mikä johtuu osingonmaksun pienentämästä omasta pääomasta sekä investoinnin etenemisen myötä kasvavasta velkakuormasta.

LapWallin tase tulee muuttumaan lähivuosina Pyhännän suuren tehdasinvestoinnin myötä. Odotamme nettovelan olevan tilikauden lopulla noin 8 MEUR:ssa, mikä vastaa 1,6x suhdetta kuluvan tilikauden käyttökatteen ennusteeseemme. Näin ollen odotamme taseen pysyvän erittäin tukevana mittavasta investoinnista huolimatta.

## Tase 2024 31,6 MEUR



# Ennusteet 1/4

## Ennustemalli

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

## Vuoden alku sujui hiljaisissa merkeissä

LapWall lähti kuluvaan vuoteen 28 % vertailukautta matalammalla tilauskannalla. Tämän taustalla oli edelleen vaisuna pysytellyt markkinatilanne sekä vertailukauden tilauskantaan sisältynyt suuri Metsä Woodin tehdasprojekti. Tilauskanta kiersi LapWallin pörssihistorian nopeinta vauhtia liikevaihdoksi, minkä myötä liikevaihto laski tilauskanta selvästi lievemmin (-10%). Tämä viestii LapWallin tilauskannan olleen poikkeuksellisen lyhyt, mikä vaikeuttaa kapasiteetin hallintaa ja heikentää herkästi tuotannon tehokkuutta. Liikevaihdon kannattelijana viime vuosina olleen kattoelementtiliiketoiminnan liikevaihto oli yhtiön kommenttien mukaan reilussa alamäessä (~-20 %), kun taas seinäelementtiliiketoiminta kääntyi viimein kasvuun (~+17 %) matalalta tasoltaan.

LapWallin tilauskanta kääntyi niin ikään kasvuun Q1:llä ja asettui 14,5 MEUR:oon, mikä on kuitenkin edelleen selvästi (-20%) vuotta edeltävää tasoa alempana. Selvään kasvuun noussut tilauskanta kertoo kuitenkin kaupan käyneen Q1:llä

pirteästi, mikä arviomme mukaan heijastelee myös yhtiön valmiutta tehdä kauppaa tiukemmalla hinnalla ja aiempaa pienempiin hankkeisiin, jotta tuotantolaitosten volyymit saadaan pidettyä järkevällä tasolla. Tämä on mielestämme järkevä strateginen valinta markkina-aseman puolustamiseksi. Tarjouskanta pysyi korkealla 61 MEUR:n tasolla (+11 % y/y), ja loppuvuoteen katsottuna yhtiön odotuksissa oli tiettyjen julkisten ja teollisten suurhankkeiden käynnistyminen, mikä voisi tuoda tilauskantaan kaivatun kasvusäyksen.

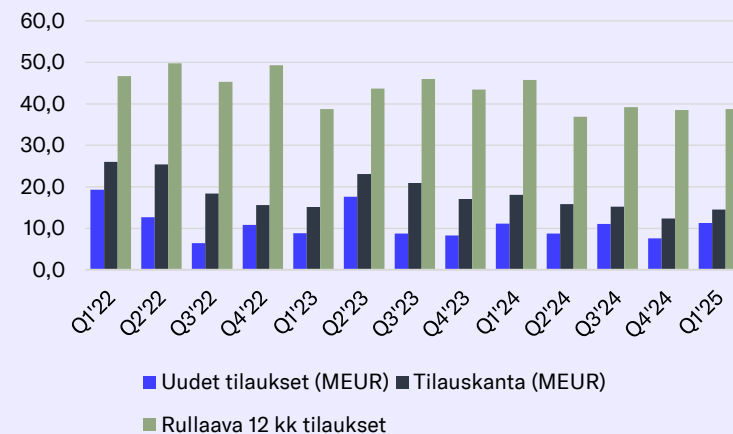
## Kuluvan tilikauden ohjeistus jäi vaisuksi

LapWall antoi ennakkosuunnitelmien mukaisesti ohjeistuksen Q1-liiketoimintakatsauksen yhteydessä. Ohjeistuksessaan LapWall arvioi, että sen liikevaihto vuonna 2025 on 40–45 MEUR ja liikevoitto ilman liikearvon poistoja (EBITA) 3–4 MEUR (vrt. EBITA 2024 5,1 MEUR). Ohjeistus odottaa siis käytännössä vertailukauden tasoista liikevaihtoa, mutta vaisumpaa kannattavuutta. Odotuksia vaisummaksi jääneen ohjeistuksen taustalla oli vuoden 2024 lopulla vaisumpaan kääntynyt kattoelementtien markkinatilanne sekä arviomme mukaan suurhankkeiden puute kuluvan vuoden osalta.

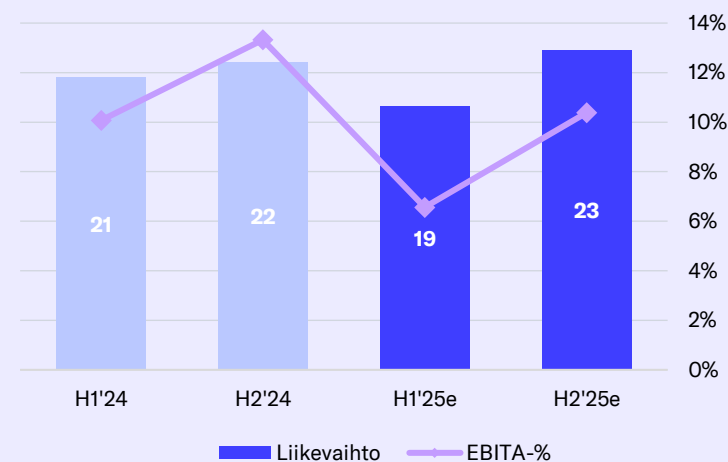
## Volyymi kääntää liikevaihdon kasvuun

Ennustamme LapWallin liikevaihdon laskevan tänä vuonna 3 % 42 MEUR:oon. Ennusteemme perustuu käytännössä LapWallin onnistuneeseen markkinaosuuden puolustamiseen vaisussa kattoelementtimarkkinassa sekä kasvuun markkinan mukana seinäelementeissä. Suurhankkeiden puuttuminen tilikaudelta painaa lukuja suhteessa vertailukauteen. Odotamme yhtiön pitävän tilauskantansa noususuuntaisena Q2:lla, mikä toisi tukea loppuvuoden ennusteellemme.

LapWall tilauskanta ja uudet tilaukset (MEUR)



Liikevaihto ja EBITA-%





# Ennusteet 2/4

## Myyntikate paineessa vuonna 2025

LapWallin myyntikate-%:n odotamme pysyvän paineessa ja asettuvan vuonna 2025 noin 39 %:iin. Tämän taustalla ovat kilpailu sekä vaisun markkinatilanteen myötä paineessa olevat myyntihinnat, joihin nähden materiaalikustannukset eivät laske vastaavassa suhteessa. Odotamme hinnoitteluympäristön kuitenkin jatkossa paranevan suhdannekäänteen tukemana.

Henkilöstökulujen ja liiketoiminnan muiden kulujen odotamme kasvavan hieman edellisvuoden tasosta uuden tuotantolaitoksen käyttöönottoa heijastellen, mutta merkittävämpiä ajureita kulurivien suhteen suuntaan tai toiseen emme tunnista tuotantovolyymien säilyessä odotuksissamme karkeasti edellisvuoden tasolla. Näin ollen odotamme henkilöstökustannuksien sekä liiketoiminnan muiden kulujen nousevan yhteensä 28 %:iin liikevaihdosta (2024: 26 %), missä näemme laskuvaraa tehtaiden kapasiteetin käyttöasteiden vahvistuessa. Normaalien poistojen arvioimme pysyvän vakaina vielä kuluvan tilikauden loppuun, minkä jälkeen uuden tuotantokapasiteetin poistot käynnistyvät. Odotamme LapWallin kirjaavan uuden tuotantolaitoksen taseelleen nettotamalla ELY-keskuksen tukisumman, mikä pienentää poistoja suhteessa tilanteeseen, jossa investointi kirjattaisiin koko 19 MEUR:n arvolla. Näin ollen odotamme investoinnin kasvattavan LapWallin tasetta noin 13 MEUR:lla.

Nämä tekijät huomioiden odotamme LapWallin liikearvopoistoilla oikaistun liikevoiton laskevan 3,6 MEUR:oon. Tämä vastaa vajaan 9 %:n EBITA-marginaalia sekä noin 10 % pääoman tuottoa (tilikauden alun pääomalla laskettuna), mikä alleviivaa LapWallin kykyä saavuttaa tyydyttävä kannattavuus kehnossakin liiketoimintaympäristössä. Tulevina tilikausina erinomaisiin

pääoman tuottoihin yltäminen vaatii kuitenkin kannattavuusloikkaa, sillä taseen kasvu painaa pääoman tuottolukuja.

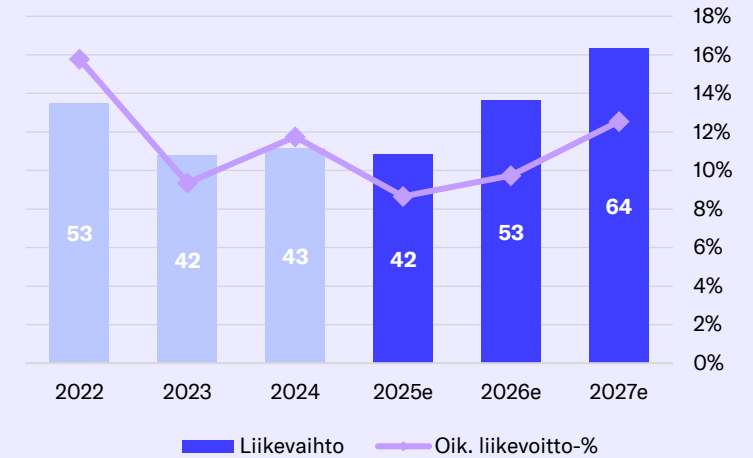
Rahoituskulujen ennustamme nousevan aiemmalta nollatasolta -0,5 MEUR:oon investointiin vaadittavaa korollista velkaa heijastellen. Odotamme yhtiön veroasteen olevan 29 %, sillä liikearvon poistot ovat verovähennyskelvottomia. Nämä tekijät huomioiden liikearvopoistoilla oikaistun EPS:n ennustemme kuluvalla vuodelle on 0,18 euroa ja raportoidun EPS:n 0,11 euroa, joka jää selvästi edellisvuoden tasosta. Tämän taustalla on heikompi käyttökate ja suuremmat rahoituskulut. Näin ollen odotamme myös osingon laskevan selvästi ja olevan 0,09 euroa osakkeelta. Rahavirta painuu kuluvana vuonna suurien investointien johdosta selvästi negatiiviseksi ja nettovelka on vuoden lopulla ennusteperiodimme korkeimmalla tasolla 8,6 MEUR:ssa. Tämä on edelleen varsin maltillinen taso LapWallin rahavirrantuottokykyyn nähden (nettovelka/EBITDA 2025e 1,7x) ja tase pysyykin investoinnista huolimatta mielestämme vähäriskisenä.

## Uusi kapasiteetti valmiina käännteeseen

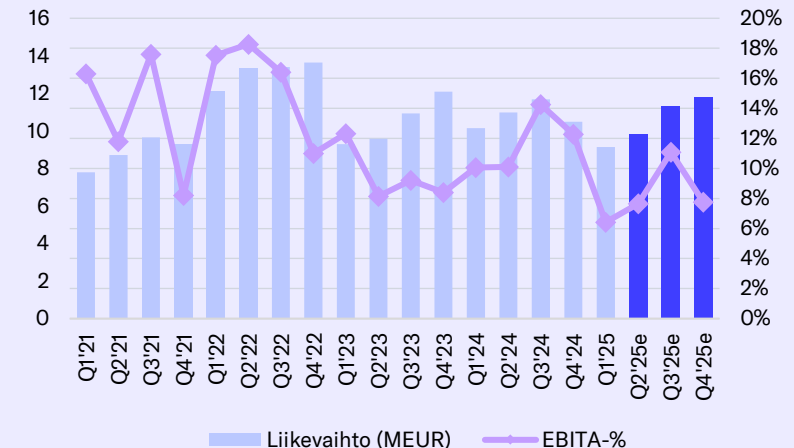
Lähivuosina odotamme LapWallin saavan tukea Suomen pientalomarkkinan syväjään päättymisestä ja palautumisesta nykyistä korkeammille tasoille. Volyymiltään noin 50 % viimeisen vuosikymmenen keskiarvon alapuolella mateleva pientalojen rakennusaloitukset palautuvat ennusteissamme asteittain.

Odotetusti edennyt viitekorkojen lasku tukee odottamaamme käännettä ja rakennusluvissa nähdäänkin tällä hetkellä pieniä ilonaiheita (pientalorakentamisen luvat +17 % y/y Q1'25), vaikka lähtötaso onkin matala.

## Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



## Liikevaihto ja kannattavuus kvartaaleittain



# Ennusteet 3/4

Muu rakentaminen on kestänyt matalasuhdannetta pientalorakentamista paremmin, mutta alkuvuoden rakennuslupatilastot ovat olleet odotuksiamme huonompia. Ennusteessamme markkinan voimakkain kasvu ajoittuu vuodelle 2026, kun koronlaskujen vaikutukset tuntuvat täydellä voimalla. Tämä olisi myös uuden tuotantokapasiteetin valmistumisen näkökulmasta hyvä ajoitus. Siten yhtiö pääsisi myymään laajempaa tarjoamaa ja kasvannutta toimituskykyä kasvamaan markkinaan. Odotamme LapWallin pystyvän kotiuttamaan ensi vuodelle jonkin suurprojektin, mikä antaa tukea nykyistä valikoivampaan tarjoustoimintaan suuremman tilauskannan myötä. Suuria hankkeita voisi löytyä esimerkiksi datakeskushankkeisiin murtautumalla tai Fazerin vireillä olevasta tehdashankkeesta, jonka rakentamisen odotamme ajoittuvan vuoteen 2026. Pienemmistä puroista ennustamamme kasvu olisi vaikea saavuttaa, vaikka pientalorakentamisen virkoaminen tukea tarjoileekin.

## Odotamme lähivuosilta rivakkaa kasvua

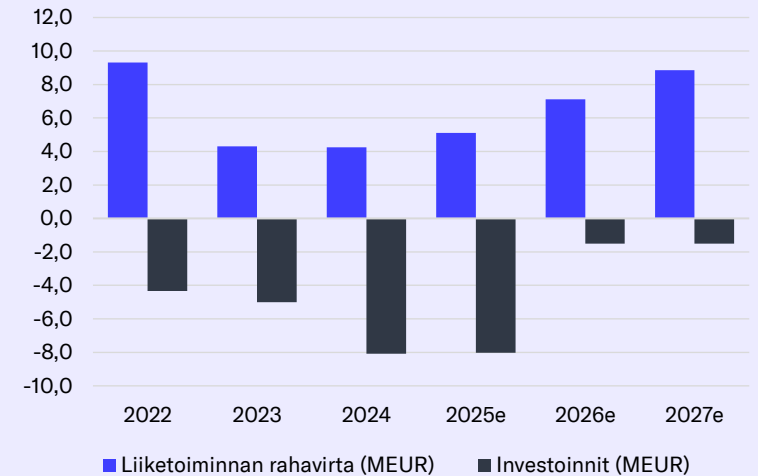
Vuosina 2026–2028 odotamme LapWallin liikevaihdon kasvavan 26–10 % per vuosi ja yltävän 70 MEUR:oon vuonna 2028 Pyhännän uuden tuotantolinjan tuoman kapasiteetin tukemana. Kasvu perustuu rakentamisen määrän palautumiseen lähelle viimeisen vuosikymmenen keskiarvoisia tasoja sekä markkinaosuuden voittamiseen. Ennusteessamme yhtiö saa uuden tehtaan pidettyä kohtalaisessa kuormassa, kun taas vanhan tehtaan käyttöaste jää vielä matalaksi (vrt liikevaihtokapasiteetti 100 MEUR). Kasvu ennusteessamme on orgaanista, vaikka KW-Component liiketoimintakaupan mukana käytännössä ostetun Kastelli-asiakkuuden pitäisi yltää lähivuosina pohjilta huomattavaan kasvuun. Odottamamme suhdannekäänne parantaneekin hinnoitteluympäristöä, mutta ennustamme tämän tukevan katteita vain lievästi. Odotamme LapWallin pyrkivän

valtaamaan markkinaa hieman nykyistä aggressiivisemmalla hinnoittelulla, mihin yhtiöllä on varaa uuden tuotantolaitoksen korkean tehokkuuden myötä. Odotamme yhtiön katteiden kuitenkin paranevan edellisen tilikauden pörssihistorian matalimmilta tasolta ja yltävän lähivuosina 41–43 %:iin.

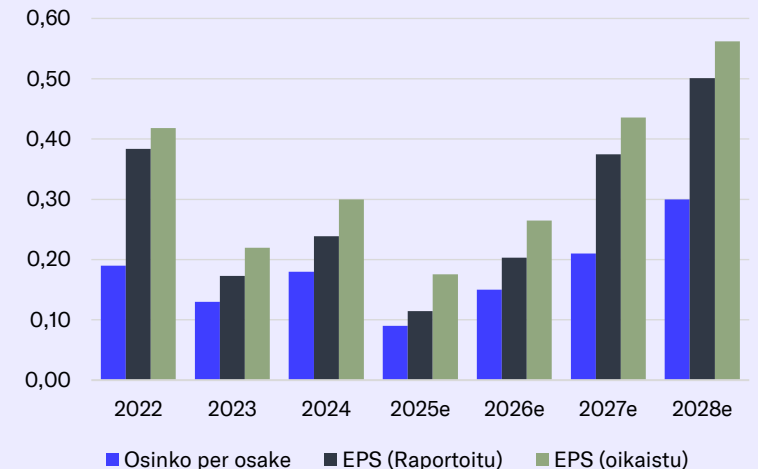
Liikearvopoistoilla oikaistun liikevoiton ennusteemme vuosille 2026–2028 ovat 5–10 MEUR. Ennusteemme vastaavat 10–14 %:n oikaistuja liikevoitto-%. Ennusteessamme yhtiö ei ole päässyt vuonna 2028 tuotantolaitosten huippukapasiteettiin, minkä myötä tuotannon teho ei yllä optimaaliselle tasolle. Odotamme Pyhännän uuden tuotantolinjan olevan täysin ylös ajettu vasta vuoden 2027 aikana, minkä myötä tehokkuus paranee lähivuosina asteittain.

Arviomme mukaan yhtiö pystyy nostamaan ajan yli myyntikate-% hieman uuden tuotantokapasiteetin mahdollistamalla automatisoinnilla ja raaka-ainetehokkuudella ja samalla volyymikasvu skaalaa etenkin kiinteiden liiketoiminnan muiden kulujen tehokkuutta kohti huippuvuoden 2022 tasoa. Omaan henkilöstöön liitännäisten henkilöstökulujen osalta tehokkuusparannuksen odotuksemme ovat toistaiseksi maltillisia, sillä myös palkkainflaation suhteen odotukset ovat 2–3 %:n tasolla ja yhtiön tulee rekrytoida työvoimaa lähivuosina volyymikasvun saavuttamiseksi. Kiinteää kulumassaa yhtiön tulee kasvattaa osittain etupainotteisesti, mikä osaltaan nakertaa kasvuvaiheen kannattavuutta. Normaalien poistojen odotamme kasvavan Pyhännän suurinvestointia silmällä pitäen. Tuloslaskelman alemmilla riveillä odotamme liikearvon poistojen pysyvän lähivuosina 0,9 MEUR:ssa, rahoituskulujen nousevan korkeimmillaan -0,5 MEUR:oon ja veroasteen pysyttelevän 20 %:n tasolla liikearvopoistojen verovähennykelvottomuuden takia.

## Rahavirta



## Osakekohtainen tulos ja osinko (EUR)



# Ennusteet 4/4

Tämä ottaa huomioon Suomen yhteisöverokannan laskun 18 %:iin vuonna 2027. Näin ollen oikaistun EPS:n ennusteemme vuosille 2026–2028 ovat 0,26–0,56 euroa.

Osinkoennusteemme vuosille 2026–2028 ovat 0,15–0,30 euroa, mitkä vastaavat yhtiön politiikan (50–75 %) mukaisia jakosuhteita ennustamastamme tuloksesta.

LapWallin investointien odotamme olevan vuonna 2025 8 MEUR kohdistuen Pyhännän uuteen tehtaaseen, minkä jälkeen odotamme investointien rauhoittuvan vuosiksi 2026–2028 1,5 MEUR:n tasolle (ts. käytännössä ylläpitoinvestointeihin). Käyttöpääomaa emme oleta LapWallin kasvumoodissakaan sitovan liiketoimintamallin rakenteen takia, vaikka sopimusliikevaihdon kasvu voikin hieman sitoa pääomaa saamisiin. Siten odotamme vapaan rahavirran nousevan vuonna 2028 8 MEUR:oon. Nettovoitto ja selvästi positiivinen vapaa rahavirta pitävät yhtiön taseen ennusteissamme vahvana suuresta investoinnista huolimatta.

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

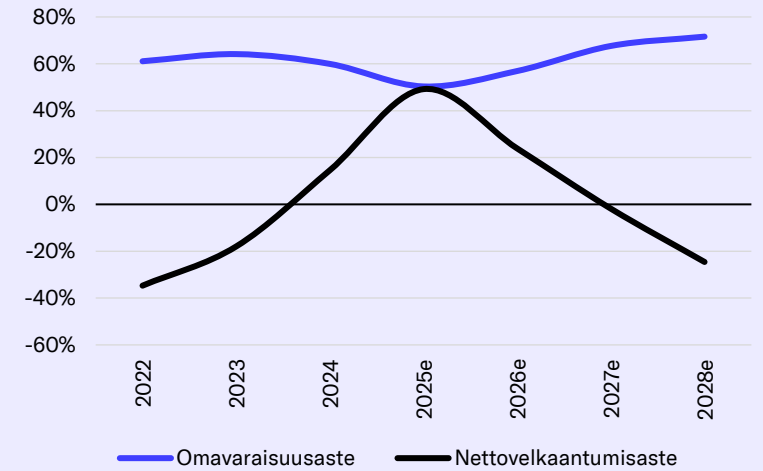
Ennusteidemme toteutuessa LapWallin markkinaosuus Suomen puuelementtimarkkinoista olisi vuoden 2028 lopussa 30 %:n tasolla. Näin ollen Suomen elementtimarkkinat eivät vielä aiheuttaisi rajoja yhtiön kasvulle. Suomen kasvuvaran ja toistaiseksi vähäisten kansainvälistymisnäyttöjen takia pitkän aikavälin ennusteemme perustuvat valtaosin Suomen markkinaan ja pitkälläkin aikavälillä ennusteemme sisältävät pieniä onnistumisia viennissä.

Odotamme Pyhännän mittavan tehdasinvestoinnin heijastuvan kasvuun vielä vuosikymmenen vaihteessa, minkä myötä vuosien 2028–2030 liikevaihdon kasvuennusteemme

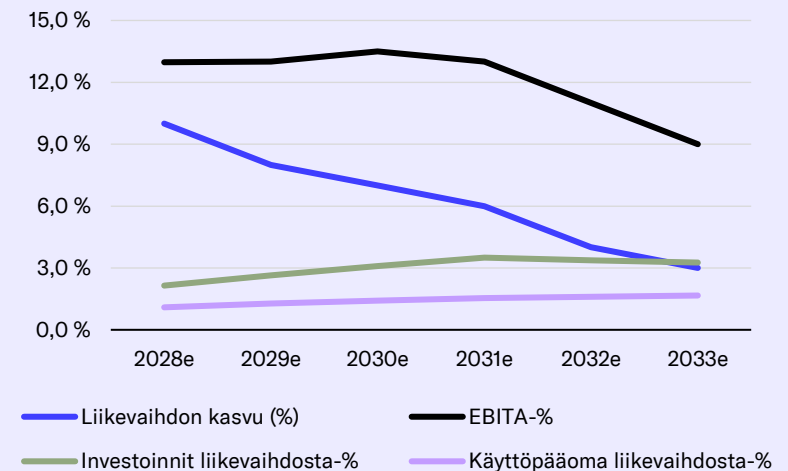
on 7–8% ennen hidastumista 3–4%:n tasolle. Näiden kasvuennusteiden saavuttaminen vaatii Pyhännän uuden ja vanhan kapasiteetin kohtalaista käyttöastetta. Terminaalikasvuennusteemme on Suomen pitkän ajan kasvuoletuksen tasolla 2,0 %:ssa. Yhtiön oikaistun EBIT-%:ien odotamme liikkuvan pitkällä aikavälillä 9–11 %:n haarukassa. Ennusteperiodin lopussa kannattavuuden ennusteemme on 9,0 %:ssa, sillä odotamme kilpailun sektorilla kiristyvän tavalla tai toisella myös Suomessa. Tämä on LapWallin viime vuosien saavuttamaa tasoa matalammalla (2020–2024 k.a. EBITA-% 11 %).

Rahoituskulujen arvioimme pysyvän pitkällä aikavälillä pieninä, kun taas veroaste hakeutuu arvioimme mukaan liikearvopoistojen loppuessa kohti Suomen 18 %:n tasolle vuonna 2027 laskevaa yhteisöveroaastetta. LapWallin investointien arvioimme putoavan vuosien 2024–2025 investointiohjelman jälkeen poistojen alapuolelle, ennen kuin ennusteperiodin lopussa investoinnit taas saavuttavat poistojen tason. Arvioimme mukaan yhtiöllä on kasvusta huolimatta edellytykset ylläpitää osinkopolitiikkansa mukaista 50–75 %:n jakosuhdetta vuoteen 2030 ulottuvalla strategiakaudella, jolle ei ole suunnitteilla merkittäviä investointeja. Koska olemme odottaneen LapWallin kasvun hidastuvan, pitkän ajan jakosuhte-ennusteemme ylittävät yhtiön nykyisen osinkopolitiikan.

## Taseen avainlukujen kehitys



## Pitkän ajan ennusteparametrit



# Ennustemuutokset

## Ennustemuutokset

- Emme tehneet muutoksia liikevaihdon ennusteisiimme
- Myöskin ennustemuutokset operatiiviseen kustannusrakenteeseen olivat hyvin vähäisiä
- Nostimme hieman arviotamme uuden tuotantolaitoksen ylösajon kustannuksista, millä oli lievä negatiivinen (4 %) vaikutus vuoden 2026 käyttökateen ennusteisiimme
- Tarkensimme poistojen ennusteitamme uuteen investointiin liittyen ja ajoitukseen liittyen
  - Odotamme uuteen tuotantolaitokseen liittyvien poistojen käynnistyvän vuoden 2026 alusta minkä myötä nostimme ensi vuoden poistojen ennusteitamme, kun taas kuluvan vuoden ja vuoden 2027 poistojen ennusteemme laskivat
- Tarkastimme veroasteen ennusteitamme, millä oli lievä negatiivinen vaikutus kuluvan vuoden nettotulokseen, mutta lievä positiivinen vaikutus vuosinen 2026–2027 nettotuloksen ennusteisiimme
- Tarkastimme osinkojen ennusteitamme vastaamaan nettotuloksen ennusteitamme sekä yhtiön voitonjakopolitiikkaa (50–75 % tilikauden tuloksesta)

## Operatiiviset tulosajurit

- Odotamme LapWallin kotiuttavan suuremman projektin vuodelle 2026, mikä yhdessä markkinan kasvun kanssa pohjaa ennustamaamme kasvupyrähdystä
- Samalla suurprojektien käynnistyminen tai epäonnistuminen datakeskushankkeisiin murtautumisessa ovat lyhyen aikavälin ennusteiden merkittävimmät riskitekijät
- Uusi tuotantolaitos tuo selvän kasvun kapasiteettiin sekä parantaa tuotannon tehokkuutta, mikä tukee kasvua ja kannattavuutta lähivuosina
- LapWallin vahva kilpailukyky ja Pyhännän investointi mahdollistavat yhtiölle markkinaosuuden vahvistamisen vuosina 2026–2030
- Puurakentamisen osuuden kasvu rakentamisesta sekä rakentamisen tuottavuuden parantaminen tukevat pitkän aikavälin trendeinä LapWallin relevanttien markkinoiden kasvua

| Ennustemuutokset            | 2025e | 2025 | Muutos | 2026e | 2026e | Muutos | 2027e | 2027e | Muutos |
|-----------------------------|-------|------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|
| MEUR / EUR                  | Vanha | Uusi | %      | Vanha | Uusi  | %      | Vanha | Uusi  | %      |
| Liikevaihto                 | 42,1  | 42,1 | 0 %    | 53,0  | 53,0  | 0 %    | 63,6  | 63,6  | 0 %    |
| Käyttökate                  | 5,0   | 5,0  | 0 %    | 8,8   | 8,5   | -4 %   | 10,9  | 10,9  | 0 %    |
| Liikevoitto ilman kertaeriä | 3,3   | 3,6  | 12 %   | 5,8   | 5,2   | -11 %  | 7,9   | 8,0   | 1 %    |
| Liikevoitto                 | 2,4   | 2,8  | 16 %   | 4,9   | 4,3   | -13 %  | 7,0   | 7,1   | 1 %    |
| Tulos ennen veroja          | 1,9   | 2,3  | 20 %   | 4,6   | 3,9   | -14 %  | 6,8   | 6,8   | 1 %    |
| EPS (ilman kertaeriä)       | 0,17  | 0,18 | 5 %    | 0,30  | 0,26  | -12 %  | 0,43  | 0,44  | 1 %    |
| Osakekohtainen osinko       | 0,12  | 0,09 | -25 %  | 0,20  | 0,15  | -25 %  | 0,23  | 0,21  | -9 %   |

Lähde: Inderes

# Tuloslaskelma

| Tuloslaskelma                      | 2023        | H1'24       | H2'24       | 2024        | H1'25e      | H2'25e      | 2025e       | 2026e       | 2027e       | 2028e       |
|------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Liikevaihto</b>                 | <b>41,9</b> | <b>21,1</b> | <b>22,2</b> | <b>43,3</b> | <b>19,0</b> | <b>23,1</b> | <b>42,1</b> | <b>53,0</b> | <b>63,6</b> | <b>70,0</b> |
| Konserni                           | 41,9        | 21,1        | 22,2        | 43,3        | 19,0        | 23,1        | 42,1        | 53,0        | 63,6        | 70,0        |
| <b>Käyttökate</b>                  | <b>5,4</b>  | <b>2,8</b>  | <b>3,6</b>  | <b>6,4</b>  | <b>1,9</b>  | <b>3,1</b>  | <b>5,0</b>  | <b>8,5</b>  | <b>10,9</b> | <b>12,7</b> |
| Poistot ja arvonalennukset         | -2,2        | -1,1        | -1,1        | -2,2        | -1,1        | -1,1        | -2,2        | -4,2        | -3,8        | -3,6        |
| <b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b> | <b>3,9</b>  | <b>2,1</b>  | <b>3,0</b>  | <b>5,1</b>  | <b>1,2</b>  | <b>2,4</b>  | <b>3,6</b>  | <b>5,2</b>  | <b>8,0</b>  | <b>10,0</b> |
| <b>Liikevoitto</b>                 | <b>3,2</b>  | <b>1,7</b>  | <b>2,5</b>  | <b>4,2</b>  | <b>0,8</b>  | <b>1,9</b>  | <b>2,8</b>  | <b>4,3</b>  | <b>7,1</b>  | <b>9,1</b>  |
| Konserni                           | 3,9         | 2,1         | 3,0         | 5,1         | 1,2         | 2,4         | 3,6         | 5,2         | 8,0         | 10,0        |
| Nettorahoituskulut                 | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | -0,2        | -0,3        | -0,5        | -0,4        | -0,3        | 0,0         |
| <b>Tulos ennen veroja</b>          | <b>3,2</b>  | <b>1,7</b>  | <b>2,5</b>  | <b>4,2</b>  | <b>0,7</b>  | <b>1,6</b>  | <b>2,3</b>  | <b>3,9</b>  | <b>6,8</b>  | <b>9,1</b>  |
| Verot                              | -0,6        | -0,4        | -0,5        | -0,9        | -0,2        | -0,4        | -0,6        | -1,0        | -1,4        | -1,8        |
| <b>Nettotulos</b>                  | <b>2,5</b>  | <b>1,3</b>  | <b>2,0</b>  | <b>3,3</b>  | <b>0,4</b>  | <b>1,2</b>  | <b>1,7</b>  | <b>3,0</b>  | <b>5,4</b>  | <b>7,3</b>  |
| <b>EPS (oikaistu)</b>              | <b>0,22</b> | <b>0,13</b> | <b>0,17</b> | <b>0,30</b> | <b>0,06</b> | <b>0,12</b> | <b>0,18</b> | <b>0,26</b> | <b>0,44</b> | <b>0,56</b> |
| <b>EPS (raportoitu)</b>            | <b>0,17</b> | <b>0,10</b> | <b>0,14</b> | <b>0,24</b> | <b>0,03</b> | <b>0,08</b> | <b>0,11</b> | <b>0,20</b> | <b>0,37</b> | <b>0,50</b> |

| Tunnusluvut                          | 2023    | H1'24  | H2'24  | 2024   | H1'25e  | H2'25e  | 2025e   | 2026e  | 2027e  | 2028e  |
|--------------------------------------|---------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|
| <b>Liikevaihdon kasvu-%</b>          | -20,2 % | 12,0 % | -3,7 % | 3,4 %  | -10,0 % | 4,0 %   | -2,8 %  | 26,0 % | 20,0 % | 10,0 % |
| <b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b> | -52,7 % | 11,9 % | 46,5 % | 29,7 % | -41,4 % | -19,1 % | -28,4 % | 41,9 % | 54,5 % | 24,9 % |
| <b>Käyttökate-%</b>                  | 12,9 %  | 13,2 % | 16,2 % | 14,7 % | 10,1 %  | 13,3 %  | 11,9 %  | 16,0 % | 17,2 % | 18,1 % |
| <b>Oikaistu liikevoitto-%</b>        | 9,4 %   | 10,1 % | 13,3 % | 11,7 % | 6,6 %   | 10,4 %  | 8,7 %   | 9,7 %  | 12,5 % | 14,2 % |
| <b>Nettotulos-%</b>                  | 6,1 %   | 6,8 %  | 9,2 %  | 8,0 %  | 2,3 %   | 5,3 %   | 4,0 %   | 5,6 %  | 8,6 %  | 10,4 % |

Lähde: Inderes



# Tase

| Vastaavaa                      | 2023        | 2024        | 2025e       | 2026e       | 2027e       |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Pysyvät vastaavat</b>       | <b>15,1</b> | <b>20,9</b> | <b>26,7</b> | <b>24,0</b> | <b>21,7</b> |
| Liikearvo                      | 5,7         | 4,8         | 3,9         | 3,0         | 2,2         |
| Aineettomat hyödykkeet         | 0,4         | 0,7         | 0,7         | 0,7         | 0,7         |
| Käyttöomaisuus                 | 8,9         | 15,4        | 22,0        | 20,2        | 18,8        |
| Sijoitukset osakkuusyrityksiin | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Muut sijoitukset               | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Muut pitkäaikaiset varat       | 0,1         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Laskennalliset verosaamiset    | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Vaihtuvat vastaavat</b>     | <b>12,0</b> | <b>10,7</b> | <b>8,9</b>  | <b>10,7</b> | <b>12,9</b> |
| Vaihto-omaisuus                | 3,1         | 3,5         | 2,5         | 2,9         | 3,5         |
| Muut lyhytaikaiset varat       | 1,7         | 1,5         | 1,7         | 1,7         | 1,7         |
| Myyntisaamiset                 | 2,8         | 2,1         | 2,9         | 4,0         | 5,1         |
| Likvidit varat                 | 4,4         | 3,7         | 1,7         | 2,1         | 2,5         |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>27,1</b> | <b>31,7</b> | <b>35,6</b> | <b>34,8</b> | <b>34,5</b> |

Lähde: Inderes

| Vastattavaa                    | 2023        | 2024        | 2025e       | 2026e       | 2027e       |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Oma pääoma</b>              | <b>16,8</b> | <b>18,3</b> | <b>17,4</b> | <b>19,0</b> | <b>22,3</b> |
| Osakepääoma                    | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,1         |
| Kertyneet voittovarot          | 4,7         | 6,3         | 5,3         | 7,0         | 10,2        |
| 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                 | 12,0        | 12,0        | 12,0        | 12,0        | 12,0        |
| Vähemmistöosuus                | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Pitkäaikaiset velat</b>     | <b>0,9</b>  | <b>6,2</b>  | <b>7,9</b>  | <b>5,5</b>  | <b>1,8</b>  |
| Laskennalliset verovelat       | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Varaukset                      | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Korolliset velat               | 0,4         | 5,8         | 7,6         | 5,1         | 1,5         |
| Vaihtovelkakirjalainat         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Muut pitkäaikaiset velat       | 0,5         | 0,3         | 0,3         | 0,3         | 0,3         |
| <b>Lyhytaikaiset velat</b>     | <b>9,4</b>  | <b>7,2</b>  | <b>10,3</b> | <b>10,3</b> | <b>10,4</b> |
| Korolliset velat               | 0,9         | 0,5         | 2,6         | 1,5         | 0,6         |
| Lyhytaikaiset korottomat velat | 5,3         | 3,2         | 4,2         | 5,3         | 6,4         |
| Muut lyhytaikaiset velat       | 3,2         | 3,4         | 3,4         | 3,4         | 3,4         |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>27,1</b> | <b>31,7</b> | <b>35,6</b> | <b>34,8</b> | <b>34,5</b> |

# Arvonmääritys 1/4

## LapWallin hinnoittelussa ei tarvita sirkustemppeja

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

Mielestämme yhtiölle parhaiten soveltuvat kertoimet ovat EV/EBITA<sup>1</sup> ja P/E, joita sovellettaessa oikaisemme luvuista ei-kassavaikutteiset liikearvopoistot. Myös EV/EBITDA on FAS-kirjanpidossa olevalle LapWallille käyttökelpoinen luku, mutta sen suhteellinen vertailtavuus on huono suhteessa IFRS-kirjanpidossa oleviin verrokkeihin. EV/EBITDA antaa kuitenkin kuvaa LapWallin melko hyvästä kassavirtapotentiaalista, sillä yhtiön maksamat rahoituskulut ovat pienet ja käyttöpääomaa sitoutuu rajallisesti. Luonnollisesti myös suoraan kassavirtapohjainen P/FCFE sopii LapWallille etenkin absoluuttisesti tarkasteltuna.

Arvostuksen kuumemittarina käytämme EV/S-kerrointa, kun taas kevyessä valmistavassa teollisuudessa olevalle LapWallille P/B-luvulla ei mielestämme ole käytännön merkitystä. Vaikka LapWallilla on hyvän kassavirran, kohtuullisten investointitarpeiden ja vahvan taseen ansiosta potentiaalia jakaa osinkoa lähivuosina, pidämme yhtiötä ensisijaisesti kasvuyhtiönä. Tämän vuoksi osinkotuotto ei ole arvonmäärityksessämme pääroolissa. Tulokertoimien lisäksi käytämme yhtiön arvonmäärityksessä myös DCF-mallia. Pitkän

tähtäimen ennusteisiimme pohjautuvassa ja pääosin kaukaista tulevaisuutta painottavassa DCF-arvonmäärityksessä ennusteriskit ovat kaikkien konkreettisimpia. Tästä syystä DCF-mallin rooli arvonmäärityksessä on toimia realiteettitarkastuksena ja lyhyen tähtäimen arvostuskertoimien tukena. Siten sen paino osakkeen arvonmäärityksessämme on maltillinen.

## LapWallin arvostukseen vaikuttavat tekijät:

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

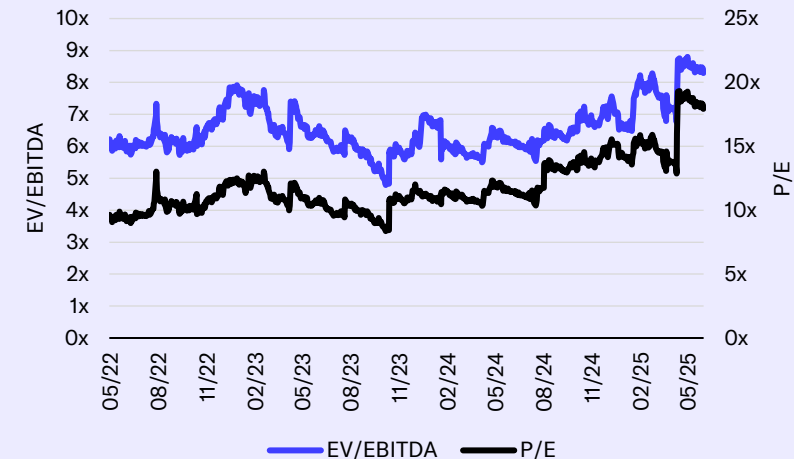
## Liiketoiminnan pääomatehokkuus on korkealla tasolla.

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

| Arvostustaso          | 2025e  | 2026e  | 2027e  |
|-----------------------|--------|--------|--------|
| Osakekurssi           | 3,79   | 3,79   | 3,79   |
| Osakemäärä, milj. kpl | 14,5   | 14,5   | 14,5   |
| Markkina-arvo         | 55     | 55     | 55     |
| Yritysarvo (EV)       | 64     | 60     | 55     |
| P/E (oik.)            | 21,6   | 14,3   | 8,7    |
| P/E                   | 33,1   | 18,6   | 10,1   |
| P/B                   | 3,2    | 2,9    | 2,5    |
| P/S                   | 1,3    | 1,0    | 0,9    |
| EV/Liikevaihto        | 1,5    | 1,1    | 0,9    |
| EV/EBITDA             | 12,8   | 7,0    | 5,0    |
| EV/EBIT (oik.)        | 17,5   | 11,5   | 6,8    |
| Osinko/tulos (%)      | 78,6 % | 73,8 % | 56,1 % |
| Osinkotuotto-%        | 2,4 %  | 4,0 %  | 5,5 %  |

Lähde: Inderes

## Arvostuskertoimien kehitys



<sup>1</sup>Taulukoissa oik. EBIT vastaa EBITAa, Arvostuskertoimien aikasarjat perustuvat aiempiin 12 kuukauden konsensusennusteisiin, Lähde: Bloomberg

# Arvonmääritys 2/4

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

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

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

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

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

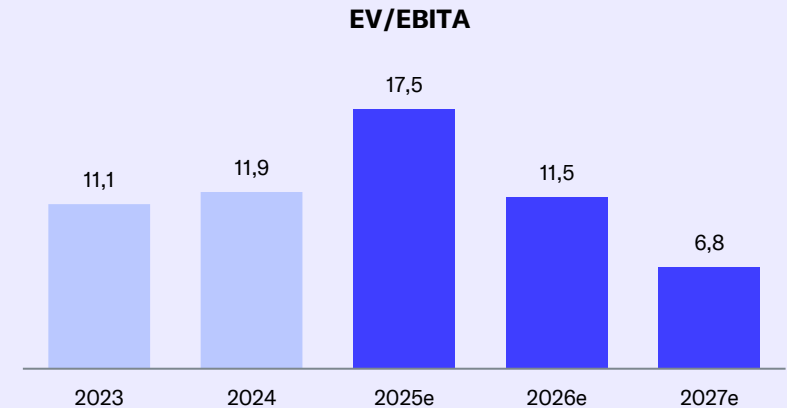
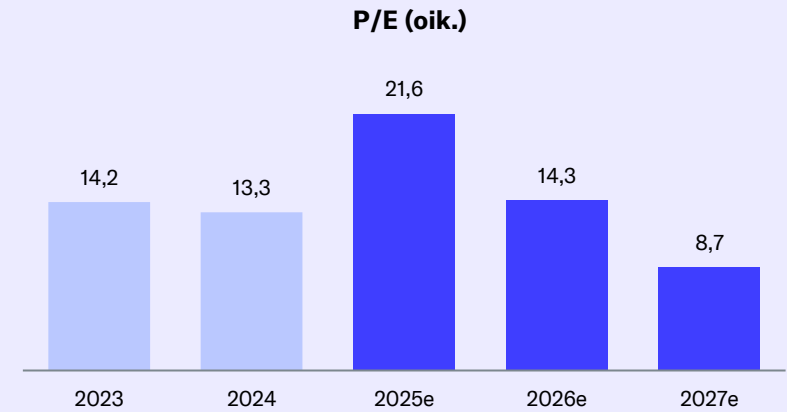
**Pieni koko ja vielä huomattava maantieteellinen keskittyminen Suomeen** nostaa LapWallin riskiprofilia suhteessa muihin muihin suurempiin ja hajautuneempiin yhtiöihin ja rajoittaa tietyn tyyppisten sijoittajien kiinnostusta yhtiöön.

## LapWallin hyväksyttävä arvostustaso

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

## Kerroin pohjainen arvostus

LapWallin tämän ja ensi vuoden ennusteiden mukaiset oikaistut P/E-luvut ovat 22x ja 14x sekä vastaavat EV/EBIT-kertoimet 18x ja 12x. Arvostuskertoimet asettuvat hyväksymiemme haarukoiden yläpuolelle kuluvan vuoden vauhdilla tuloksella, kun taas ensi vuoden tuloskasvun toteutuessa ennusteemme suuntaisesti osake hinnoiteltu hyväksymiemme arvostushaarukoiden ylälaitojen tuntumaan. Lähivuosien EV/S-kertoimet ovat vuosille 2025 ja 2026 1,5x ja 1,1x, mitkä ovat asteen LapWallille viime vuosina nähtyjä tasoja korkeammalla. Kokonaisuutena kerroin pohjainen tarkastelu tarjoaa mielestämme kireän signaalin yhtiön arvostuksesta. Rakennusmateriaaliyhtiöistä koostuvan verrokkiryhmän arvostuskertoimet ovat vuosille 2025 ja 2026 P/E-luvulla 18x ja 13x sekä EV/EBIT-kertoimet 18x ja 10x oikaistuun tulokseen peilattuna. Näistä kertoimista laskettuna LapWallia hinnoitellaan keskimäärin noin 14 % preemiolla suhteessa verrokkiryhmään.



# Arvonmääritys 3/4

Lievä preemio suhteessa verrokkiryhmäämme ei ole mielestämme vääryys LapWallin korkea pääoman tuotto ja kasvunäkymä huomioiden. Näin ollen pidämme verrokkiarvostusta neutraalina indikaationa arvostuksesta.

## Tuottovaatimus on koholla

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

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

Ennusteperiodimme (2026–2033) keskimääräinen liikevaihdon kasvu (CAGR) on reilut 9 %, EBITA 12 % ja pääoman tuotto<sup>1</sup> 35 %. Näin korkean orgaanisen liikevaihdon ylläpitäminen pitkään on harvinaista, ja korkea oletuksemme

pohjautuu rakennusmarkkinan palautumisen tarjoamaan vahvaan tukeen lähivuosina, minkä jälkeen odotamme kasvun rauhoittuvan. Malli kuitenkin olettaa kokonaisuudessaan, että LapWallin kannattava kasvu jatkuu vuosikymmenen vaihteeseen, ja ennusteissamme yhtiö myös saavuttaa pysyvästi historiallisia toteumia korkeamman kannattavuuden vuodesta 2027 eteenpäin.

## DCF antaa niin ikään vihreää valoa

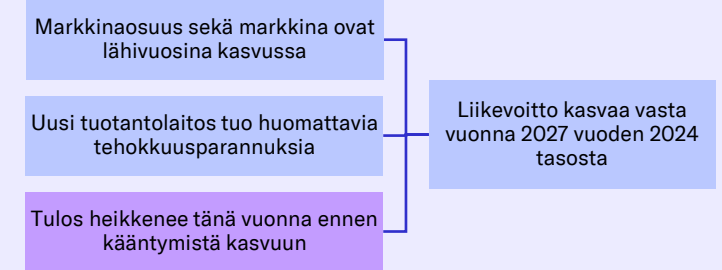
Näillä oletuksilla ja edellisen kappaleen pitkän ajan ennusteillamme saamme LapWallin käyväksi arvoksi DCF-pohjaisesti perusskenaariollamme noin 4,2 €/osake. Perusskenaarion mallissa terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta on hyvin kohtuullinen eli 41 %. Tuottovaatimushaarukkamme (WACC 9–12 %) ala- ja ylärajoilla saamme yhtiön käyväksi arvoksi noin 3,5–5 euroa osakkeelta. Kasvun ja kannattavuuden osalta herkkyydet ovat jokseenkin samaa luokkaa. Leveät vaihteluvälit kuvaavat mallin herkkyyttä yksittäisille parametreille, mutta kokonaisuutena tämänhetkinen kurssitaso on mielestämme DCF-pohjaisesti melko tasapainoisesti hinnoiteltu (nousuvara osakekurssiin ~10 %). Jos useampaa parametriä muutettaisiin kerralla, mallin yhtiölle indikoiman arvon vaihteluväli levenisi edelleen. Kassavirtamallista voi myös todeta, että osakkeeseen on ladattu merkittävästi kasvuodotuksia.

Merkittävän operatiivisen vivun omaavana yhtiönä odotamme LapWallin osakkeen hinnan olevan herkkä kasvuodotusten muutoksille, sillä liikevaihdon kasvu on arviomme mukaan LapWallin tilanteessa tärkein omistaja-arvoon vaikuttava muuttuja. Nykyisillä tuotannon käyttöasteilla liikevaihdon kasvu näkyikin arviomme mukaan voimakkaasti myös tuloslaskelman alemmilla riveillä.

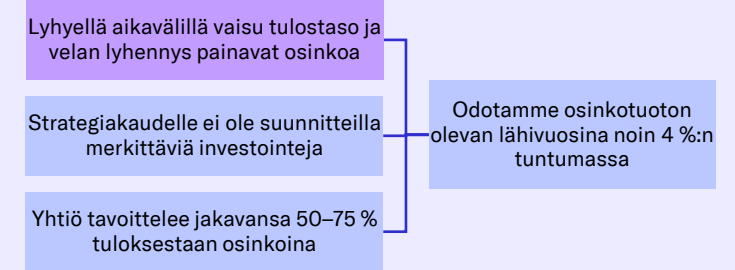
## Osaketuoton ajurit 2024-2027e

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

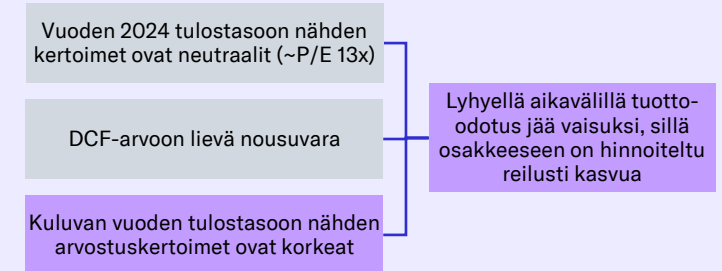
### Tulostuoton ajurit



### Osinkotuoton ajurit



### Arvostuskertoimien ajurit



Tuotto-odotus vuoden 2027 loppuun katsottaessa ylittää tuottovaateemme

<sup>1</sup>Verojen jälkeen, NOPAT/kauden aloittava sijoitettu pääoma

# Arvonmääritys 4/4

## Arvonmääritys taloudellisilla tavoitteilla

LapWallin taloudelliset tavoitteet antavat tietyn referenssin arvostukselle. Tässä täytyy kuitenkin olla varovainen, sillä pidämme tavoitteita kunnianhimoisina, emmekä odota LapWallin yltävän niihin.

Tavoitteiden toteutuessa LapWallin oikaistu liikevoitto vuonna 2030 olisi 15–20 MEUR. Nettotulosta tästä jäisi yhtiölle arviomme mukaan normaalien poistojen, hyvin pienten rahoituskulujen ja normaalin 18 %:n veroasteen jälkeen noin 12–16 MEUR, jos oletetaan kasvun olevan orgaanista, eikä liikearvopoistoja tai rahoituskuluja synny oleellisesti lisää. Lisäksi yhtiöllä olisi tässä skenaariossa 5 vuodelta hyvät näytöt kasvusta ja kannattavuudesta. Tätä taustaa vasten LapWall voitaisiin mielestämme hinnoitella vuonna 2026 ainakin esittämiemme haarukoiden ylälaitoihin eli EV/EBIT 11x ja P/E 13x kertoimilla, jos korkotaso ei nouse oleellisesti muutu. Näillä numeroilla LapWallin käypä arvo voisi olla vuonna 2030 noin 11–15 euroa per osake.

Näin ollen yhtiössä olisi pörssikurssin pohjalta 5,5 vuoden sijoitusjaksolla noin 20–30 %:n vuosittainen nousuvara ja päälle tulisivat ennusteperiodin merkittävät, keskimäärin lähes 10 %:n vuotuiset osinkotuotot. Näistä muodostuva vuotuinen kokonaistuotto ylittäisi kirkkaasti sijoittajien tuottovaatimuksen ja peilaa osakkeen keskipitkän ajan merkittävää potentiaalia, jos yhtiön tavoitteet toteutuvat edes osittain. Korostamme kuitenkin, että tätä kautta tuotto-odotuksen onkin oltava tässä vaiheessa sijoittajille erittäin houkutteleva, sillä oletuksissa on kuitenkin etenkin nykyiseen asuntorakentamisen tilaan peilattuna erittäin suotuisa ja myös melko kaukana oleva skenaario.

## Tuotto/riski-suhde säilyy neutraalina

Kuluvan vuoden vaisuun tulostasoon nähden arvostus on kireä, mutta ennustamamme tuloskasvu kääntää arvostuskuvan neutraalimmaksi ensi vuoteen katsottaessa. Selkeää nousuvaraa kertoimissa näemme vasta vuonna 2027 (2027 oik. P/E 9x, oik. EV /EBIT 7x). DCF-arvo on kurssin yläpuolella (4,2 eur).

Lähivuosien ennusteidemme sekä yhtiölle hyväksymiemme arvostuskertoimien sekä DCF:n pohjalta arvioimme LapWallin osakkeen käyväksi arvoksi nyt noin 3,5–4,5 euroa osakkeelta. Käypä arvomme nojaa reippaaseen tuloskasvuun, jonka viivästymisen varalle arvostuksessa ei ole nykyisellään turvamarginaaleja (2025 oik. P/E 22x & oik. EV/EBIT 18x). Vuoden tähtäimellä tuotto-odotus nojaa niin ikään tuloskasvun realisoitumiseen sekä vähäisemmissä määrin osinkoon, kun taas arvostuskertoimessa ei ole nousuvaraa. Pidemmälle katsottaessa odotamme tuloksen kasvavan rivakasti (Oik. EPS CAGR 2024–2028 18 %), minkä myötä osakkeen tuottopotentiaali on pidemmällä aikavälillä hyvä. Tulosennusteiden sisältämän markkinan käänteen ajoitukseen liittyy kuitenkin edelleen oleellista epävarmuutta.

Yhtiön pääriskejä ovat mielestämme nykyisen heikon syklin pitkittyminen, uudentyypinen kilpailu, inflaatio, ympäristötrendien läpilyönnin hidastuminen sekä Pyhännän suurinvestointiin liittyvät riskit. Vaikka yhtiö on antanut lähihistoriassa vakuuttavat näytöt tuotannon tehokkuudesta ja kannattavuuden puolustamisesta vaikeassa markkinassa, painaa kireä lyhyen aikavälin arvostus tuotto-riskisuhteen neutraaliksi. Siten toistamme Vähennä-suosituksemme ja 4,0 euron tavoitehintamme.

## Suuntaa antava arvostus taloudellisilla tavoitteilla

### Taloudelliset tavoitteet 2030

|                          |            |
|--------------------------|------------|
| Liikevaihto (MEUR)       | 100        |
| Liikevoitto-%            | 15–20%     |
| Liikevoitto (MEUR, EBIT) | 15–20 MEUR |

### Oletettu arvostuskerroin 2030

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

### Yritysarvo, markkina-arvo ja nettovelka 2030 lopussa (MEUR)

|               |     |
|---------------|-----|
| EV alaraja    | 165 |
| EV yläaraja   | 220 |
| Nettovelka    | 0   |
| MCAP alaraja  | 165 |
| MCAP yläaraja | 220 |

|                                       |                 |
|---------------------------------------|-----------------|
| Osakemäärä (Miljoonaa)                | 14,53           |
| Osakkeen arvo 2030                    | 11,36–15,15 EUR |
| Osakkeen viimeisin hinta              | 3,79            |
| Vuosituotto osakkeen arvon noususta   | 22–28,5 %       |
| Keskimääräinen osinkotuotto 2025–2030 | ~10%            |

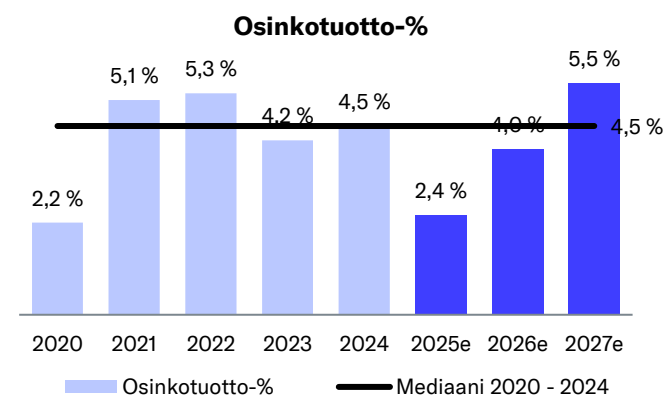
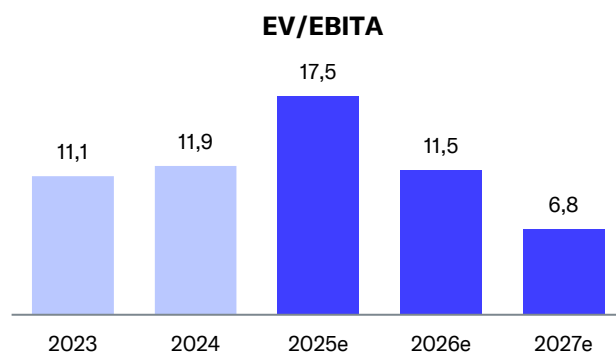
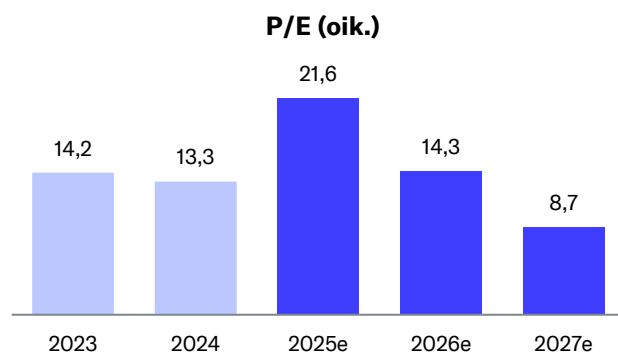
### Osakkeen kokonaisvuosituotto vuoteen 2030 taloudellisten tavoitteiden täytyessä

**32–38,5 %**

# Arvostustaulukko

| Arvostustaso          | 2020   | 2021   | 2022   | 2023   | 2024   | 2025e  | 2026e  | 2027e  | 2028e  |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Osakekurssi           | 2,72   | 2,72   | 3,58   | 3,11   | 3,98   | 3,79   | 3,79   | 3,79   | 3,79   |
| Osakemäärä, milj. kpl | 12,4   | 12,4   | 14,2   | 14,9   | 14,5   | 14,5   | 14,5   | 14,5   | 14,5   |
| Markkina-arvo         | 33,7   | 33,7   | 50,9   | 46,4   | 57,8   | 55,1   | 55,1   | 55,1   | 55,1   |
| Yritysarvo (EV)       | 37,4   | 37,7   | 45,4   | 43,4   | 60,5   | 63,6   | 59,6   | 54,6   | 48,5   |
| P/E (oik.)            | 18,9   | 8,2    | 8,6    | 14,2   | 13,3   | 21,6   | 14,3   | 8,7    | 6,7    |
| P/E                   | 18,9   | 9,3    | 9,3    | 18,0   | 16,7   | 33,1   | 18,6   | 10,1   | 7,6    |
| P/B                   | 6,3    | 4,7    | 3,2    | 2,8    | 3,2    | 3,2    | 2,9    | 2,5    | 2,1    |
| P/S                   | 1,1    | 0,7    | 1,0    | 1,1    | 1,3    | 1,3    | 1,0    | 0,9    | 0,8    |
| EV/Liikevaihto        | 1,2    | 0,8    | 0,9    | 1,0    | 1,4    | 1,5    | 1,1    | 0,9    | 0,7    |
| EV/EBITDA             | 9,1    | 5,7    | 4,8    | 8,1    | 9,5    | 12,8   | 7,0    | 5,0    | 3,8    |
| EV/EBIT (oik.)        | 16,2   | 7,2    | 5,5    | 11,1   | 11,9   | 17,5   | 11,5   | 6,8    | 4,9    |
| Osinko/tulos (%)      | 41,7 % | 48,1 % | 49,5 % | 75,3 % | 75,4 % | 78,6 % | 73,8 % | 56,1 % | 59,9 % |
| Osinkotuotto-%        | 2,2 %  | 5,1 %  | 5,3 %  | 4,2 %  | 4,5 %  | 2,4 %  | 4,0 %  | 5,5 %  | 7,9 %  |

Lähde: Inderes





# Verrokkiryhmän arvostus

| Verrokkiryhmän arvostus<br>Yhtiö | Markkina-arvo<br>MEUR | Yritysarvo<br>MEUR | EV/EBIT     |             | EV/EBITDA   |             | EV/Liikevaihto |             | P/E         |             | Osinkotuotto-% |             | P/B          |
|----------------------------------|-----------------------|--------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|----------------|-------------|-------------|-------------|----------------|-------------|--------------|
|                                  |                       |                    | 2025e       | 2026e       | 2025e       | 2026e       | 2025e          | 2026e       | 2025e       | 2026e       | 2025e          | 2026e       | 2025e        |
| Lapwall                          | 55                    | 58                 | 17,5        | 10,3        | 9,9         | 6,4         | 1,3            | 1,1         | 20,0        | 12,6        | 3,4            | 5,5         | 3,1          |
| Steico                           | 294                   | 430                | 13,1        | 10,8        | 6,1         | 5,6         | 1,1            | 1,0         | 16,7        | 12,8        | 1,5            | 1,8         | 0,8          |
| EcoUp                            | 21                    | 24                 | 24,8        | 5,6         | 5,8         | 3,0         | 0,7            | 0,5         | 28,8        | 6,9         | 0,3            | 2,2         | 0,5          |
| Inwido                           | 1044                  | 1181               | 13,5        | 11,7        | 9,7         | 8,7         | 1,4            | 1,3         | 17,7        | 15,0        | 3,1            | 3,3         | 1,9          |
| Western Forest                   | 76                    | 108                |             |             | 8,2         | 5,0         | 0,2            | 0,1         |             |             |                |             | 0,2          |
| <b>LapWall (Inderes)</b>         | <b>55</b>             | <b>64</b>          | <b>17,5</b> | <b>11,5</b> | <b>12,8</b> | <b>7,0</b>  | <b>1,5</b>     | <b>1,1</b>  | <b>21,6</b> | <b>14,3</b> | <b>2,4</b>     | <b>4,0</b>  | <b>3,2</b>   |
| <b>Keskiarvo</b>                 |                       |                    | <b>17,7</b> | <b>9,5</b>  | <b>8,2</b>  | <b>5,8</b>  | <b>0,9</b>     | <b>0,8</b>  | <b>19,7</b> | <b>10,8</b> | <b>2,1</b>     | <b>3,8</b>  | <b>1,2</b>   |
| <b>Mediaani</b>                  |                       |                    | <b>17,5</b> | <b>10,3</b> | <b>8,8</b>  | <b>5,9</b>  | <b>0,9</b>     | <b>0,8</b>  | <b>17,7</b> | <b>12,6</b> | <b>2,0</b>     | <b>3,3</b>  | <b>0,7</b>   |
| <b>Erotus-% vrt. mediaani</b>    |                       |                    | <b>0 %</b>  | <b>12 %</b> | <b>45 %</b> | <b>20 %</b> | <b>68 %</b>    | <b>35 %</b> | <b>22 %</b> | <b>13 %</b> | <b>17 %</b>    | <b>19 %</b> | <b>325 %</b> |

Lähde: Refinitiv / Inderes

# DCF-laskelma

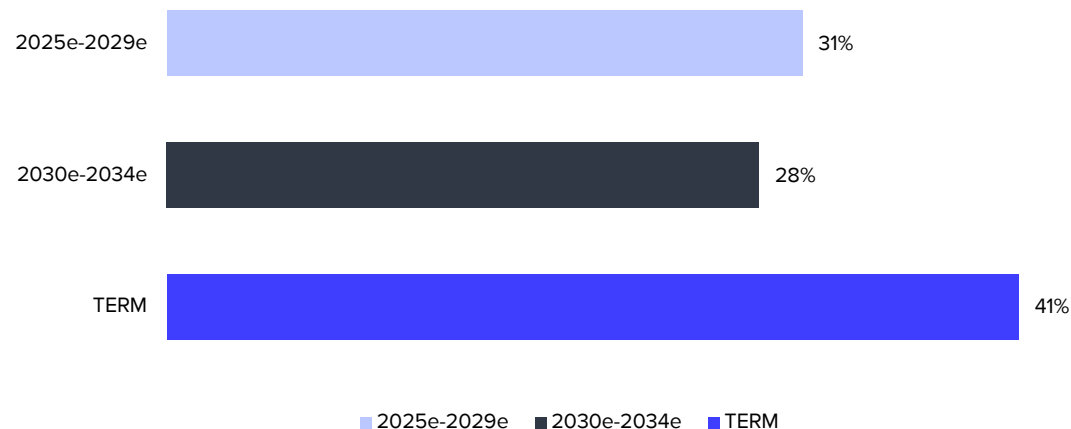
| DCF-laskelma                            | 2024        | 2025e       | 2026e      | 2027e      | 2028e       | 2029e       | 2030e       | 2031e       | 2032e       | 2033e      | 2034e      | TERM        |
|---|-------------|-------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|-------------|
| Liikevaihdon kasvu-%                    | 3,4 %       | -2,8 %      | 26,0 %     | 20,0 %     | 10,0 %      | 8,0 %       | 7,0 %       | 6,0 %       | 4,0 %       | 3,0 %      | 2,0 %      | 2,0 %       |
| Liikevoitto-%                           | 9,7 %       | 6,5 %       | 8,1 %      | 11,2 %     | 13,0 %      | 13,0 %      | 13,5 %      | 13,0 %      | 11,0 %      | 9,0 %      | 9,0 %      | 9,0 %       |
| <b>Liikevoitto</b>                      | <b>4,2</b>  | <b>2,8</b>  | <b>4,3</b> | <b>7,1</b> | <b>9,1</b>  | <b>9,8</b>  | <b>10,9</b> | <b>11,1</b> | <b>9,8</b>  | <b>8,3</b> | <b>8,4</b> |             |
| + Kokonaispoistot                       | 2,2         | 2,2         | 4,2        | 3,8        | 3,6         | 3,1         | 2,8         | 2,8         | 2,9         | 2,9        | 2,8        |             |
| - Maksetut verot                        | -0,9        | -0,6        | -1,0       | -1,4       | -1,8        | -1,9        | -2,0        | -2,1        | -1,8        | -1,5       | -1,6       |             |
| - verot rahoituskuluista                | 0,0         | -0,1        | -0,1       | -0,1       | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0        | 0,0        |             |
| + verot rahoitustuotoista               | 0,0         | 0,0         | 0,0        | 0,0        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,1         | 0,1        | 0,1        |             |
| - Käyttöpääoman muutos                  | -1,2        | 0,9         | -0,3       | -0,6       | -0,2        | -0,2        | -0,2        | -0,2        | -0,1        | -0,1       | -0,1       |             |
| <b>Operatiivinen kassavirta</b>         | <b>4,3</b>  | <b>5,1</b>  | <b>7,1</b> | <b>8,8</b> | <b>10,7</b> | <b>10,9</b> | <b>11,5</b> | <b>11,7</b> | <b>10,8</b> | <b>9,6</b> | <b>9,7</b> |             |
| + Korottomien pitkä aik. velk. lis.     | -0,2        | 0,0         | 0,0        | 0,0        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0        | 0,0        |             |
| - Bruttoinvestoinnit                    | -8,0        | -8,0        | -1,5       | -1,5       | -1,5        | -2,0        | -2,5        | -3,0        | -3,0        | -3,0       | -4,2       |             |
| <b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>   | <b>-3,9</b> | <b>-2,9</b> | <b>5,6</b> | <b>7,3</b> | <b>9,2</b>  | <b>8,9</b>  | <b>9,0</b>  | <b>8,7</b>  | <b>7,8</b>  | <b>6,6</b> | <b>5,5</b> |             |
| +/- Muut                                | 0,2         | 0,0         | 0,0        | 0,0        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0        | 0,0        |             |
| Vapaa kassavirta                        | -3,8        | -2,9        | 5,6        | 7,3        | 9,2         | 8,9         | 9,0         | 8,7         | 7,8         | 6,6        | 5,5        | 68,0        |
| <b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>     |             | <b>-2,8</b> | <b>4,8</b> | <b>5,7</b> | <b>6,5</b>  | <b>5,7</b>  | <b>5,3</b>  | <b>4,6</b>  | <b>3,7</b>  | <b>2,9</b> | <b>2,2</b> | <b>26,9</b> |
| Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta |             | 65,6        | 68,4       | 63,5       | 57,8        | 51,3        | 45,5        | 40,3        | 35,6        | 31,9       | 29,0       | 26,9        |
| <b>Velaton arvo DCF</b>                 |             | <b>65,6</b> |            |            |             |             |             |             |             |            |            |             |
| - Korolliset velat                      |             | -6,3        |            |            |             |             |             |             |             |            |            |             |
| + Rahavarat                             |             | 3,7         |            |            |             |             |             |             |             |            |            |             |
| -Vähemmistöosuus                        |             | 0,0         |            |            |             |             |             |             |             |            |            |             |
| -Osinko/pääomapalautus                  |             | -2,6        |            |            |             |             |             |             |             |            |            |             |
| <b>Oman pääoman arvo DCF</b>            |             | <b>60,3</b> |            |            |             |             |             |             |             |            |            |             |
| <b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>  |             | <b>4,2</b>  |            |            |             |             |             |             |             |            |            |             |

## Pääoman kustannus (WACC)

|   |               |
|---|---------------|
| Vero-% (WACC)                           | 20,0 %        |
| Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)     | 10,0 %        |
| Vieraan pääoman kustannus               | 5,0 %         |
| Yrityksen Beta                          | 1,62          |
| Markkinoiden riski-preemio              | 4,75 %        |
| Likviditeetti-preemio                   | 0,75 %        |
| Riskitön korko                          | 2,5 %         |
| <b>Oman pääoman kustannus</b>           | <b>10,9 %</b> |
| <b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b> | <b>10,3 %</b> |

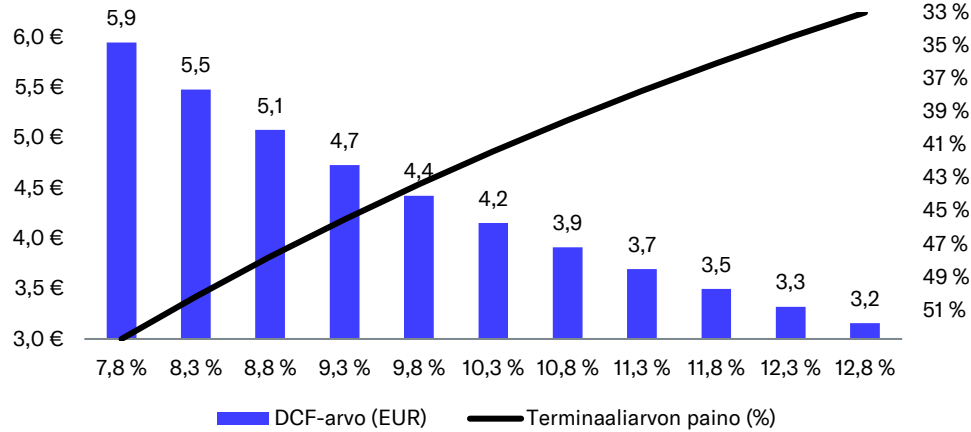
Lähde: Inderes

## Rahavirran jakauma jaksoittain

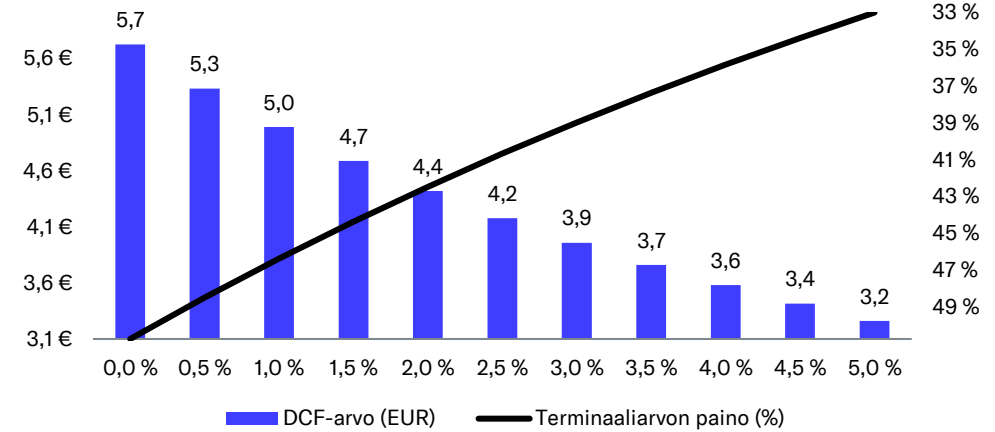


# DCF:n herkkyysskalkelmat ja avainoletukset graafeina

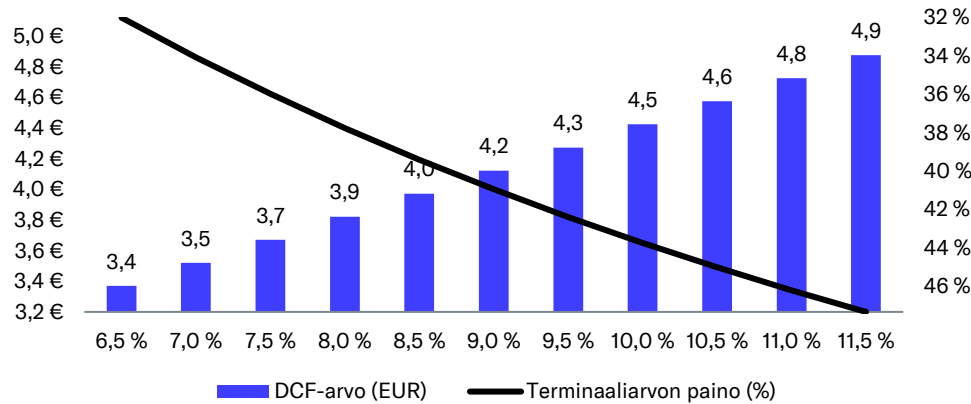
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



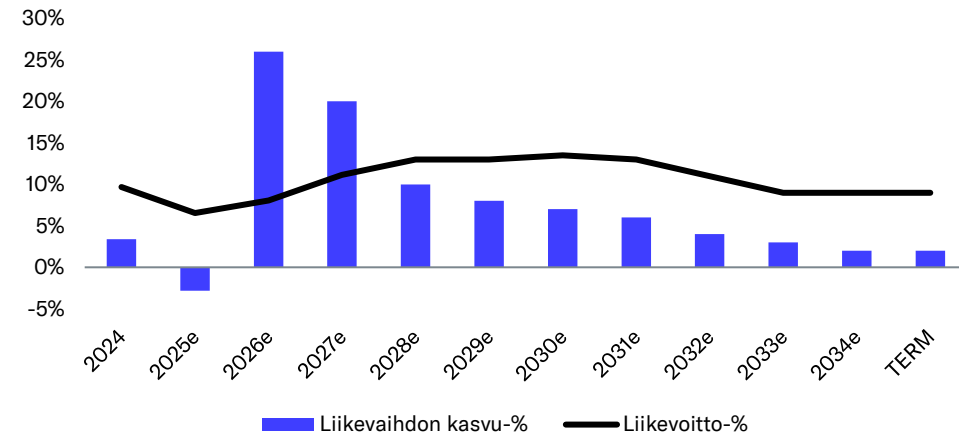
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



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

# Yhteenveto

| Tuloslaskelma                    | 2022        | 2023        | 2024        | 2025e        | 2026e        | Osakekohtaiset luvut                    | 2022        | 2023        | 2024        | 2025e         | 2026e         |
|----------------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|---|-------------|-------------|-------------|---------------|---------------|
| <b>Liikevaihto</b>               | 52,5        | 41,9        | 43,3        | <b>42,1</b>  | <b>53,0</b>  | <b>EPS (raportoitu)</b>                 | 0,38        | 0,17        | 0,24        | <b>0,11</b>   | <b>0,20</b>   |
| <b>Käyttökate</b>                | 9,5         | 5,4         | 6,4         | <b>5,0</b>   | <b>8,5</b>   | <b>EPS (oikaistu)</b>                   | 0,42        | 0,22        | 0,30        | <b>0,18</b>   | <b>0,26</b>   |
| <b>Liikevoitto</b>               | 7,8         | 3,2         | 4,2         | <b>2,8</b>   | <b>4,3</b>   | <b>Operat. Kassavirta / osake</b>       | 0,66        | 0,29        | 0,29        | <b>0,35</b>   | <b>0,49</b>   |
| <b>Voitto ennen veroja</b>       | 7,0         | 3,2         | 4,2         | <b>2,3</b>   | <b>3,9</b>   | <b>Operat. Vapaa kassavirta / osake</b> | 0,49        | -0,05       | -0,26       | <b>-0,20</b>  | <b>0,39</b>   |
| <b>Nettovoitto</b>               | 5,5         | 2,6         | 3,5         | <b>1,7</b>   | <b>3,0</b>   | <b>Omapääoma / osake</b>                | 1,11        | 1,12        | 1,26        | <b>1,20</b>   | <b>1,31</b>   |
| <b>Kertaluontoiset erät</b>      | -0,5        | -0,7        | -0,9        | <b>-0,9</b>  | <b>-0,9</b>  | <b>Osinko / osake</b>                   | 0,19        | 0,13        | 0,18        | <b>0,09</b>   | <b>0,15</b>   |
| <b>Tase</b>                      | <b>2022</b> | <b>2023</b> | <b>2024</b> | <b>2025e</b> | <b>2026e</b> | <b>Kasvu ja kannattavuus</b>            | <b>2022</b> | <b>2023</b> | <b>2024</b> | <b>2025e</b>  | <b>2026e</b>  |
| <b>Taseen loppusumma</b>         | 28,2        | 27,1        | 31,7        | <b>35,6</b>  | <b>34,8</b>  | <b>Liikevaihdon kasvu-%</b>             | 9 %         | -20 %       | 3 %         | <b>-3 %</b>   | <b>26 %</b>   |
| <b>Oma pääoma</b>                | 15,9        | 16,8        | 18,3        | <b>17,4</b>  | <b>19,0</b>  | <b>Käyttökateen kasvu-%</b>             | 45 %        | -44 %       | 18 %        | <b>-22 %</b>  | <b>70 %</b>   |
| <b>Liikearvo</b>                 | 2,4         | 5,7         | 4,8         | <b>3,9</b>   | <b>3,0</b>   | <b>Liikevoiton oik. kasvu-%</b>         | 58 %        | -53 %       | 30 %        | <b>-28 %</b>  | <b>42 %</b>   |
| <b>Nettovelat</b>                | -5,5        | -3,0        | 2,7         | <b>8,6</b>   | <b>4,5</b>   | <b>EPS oik. kasvu-%</b>                 | 26 %        | -47 %       | 36 %        | <b>-41 %</b>  | <b>51 %</b>   |
| <b>Kassavirta</b>                | <b>2022</b> | <b>2023</b> | <b>2024</b> | <b>2025e</b> | <b>2026e</b> | <b>Käyttökate-%</b>                     | 18,2 %      | 12,9 %      | 14,7 %      | <b>11,9 %</b> | <b>16,0 %</b> |
| <b>Käyttökate</b>                | 9,5         | 5,4         | 6,4         | <b>5,0</b>   | <b>8,5</b>   | <b>Oik. Liikevoitto-%</b>               | 15,8 %      | 9,4 %       | 11,7 %      | <b>8,7 %</b>  | <b>9,7 %</b>  |
| <b>Nettokäyttöpääoman muutos</b> | 1,3         | -0,4        | -1,2        | <b>0,9</b>   | <b>-0,3</b>  | <b>Liikevoitto-%</b>                    | 14,8 %      | 7,7 %       | 9,7 %       | <b>6,5 %</b>  | <b>8,1 %</b>  |
| <b>Operatiivinen kassavirta</b>  | 9,3         | 4,3         | 4,3         | <b>5,1</b>   | <b>7,1</b>   | <b>ROE-%</b>                            | 47,5 %      | 15,8 %      | 19,7 %      | <b>9,3 %</b>  | <b>16,2 %</b> |
| <b>Investoinnit</b>              | -2,3        | -5,1        | -8,0        | <b>-8,0</b>  | <b>-1,5</b>  | <b>ROI-%</b>                            | 49,6 %      | 18,3 %      | 20,1 %      | <b>10,7 %</b> | <b>16,2 %</b> |
| <b>Vapaa kassavirta</b>          | 7,0         | -0,8        | -3,8        | <b>-2,9</b>  | <b>5,6</b>   | <b>Omavaraisuusaste</b>                 | 61,1 %      | 64,2 %      | 60,0 %      | <b>50,3 %</b> | <b>56,9 %</b> |
|                                  |             |             |             |              |              | <b>Nettovelkaantumisaste</b>            | -34,7 %     | -18,0 %     | 14,6 %      | <b>49,2 %</b> | <b>23,8 %</b> |
| <b>Arvostuskertoimet</b>         | <b>2022</b> | <b>2023</b> | <b>2024</b> | <b>2025e</b> | <b>2026e</b> |   |             |             |             |               |               |
| <b>EV/Liikevaihto</b>            | 0,9         | 1,0         | 1,4         | <b>1,5</b>   | <b>1,1</b>   |   |             |             |             |               |               |
| <b>EV/EBITDA</b>                 | 4,8         | 8,1         | 9,5         | <b>12,8</b>  | <b>7,0</b>   |   |             |             |             |               |               |
| <b>EV/EBIT (oik.)</b>            | 5,5         | 11,1        | 11,9        | <b>17,5</b>  | <b>11,5</b>  |   |             |             |             |               |               |
| <b>P/E (oik.)</b>                | 8,6         | 14,2        | 13,3        | <b>21,6</b>  | <b>14,3</b>  |   |             |             |             |               |               |
| <b>P/B</b>                       | 3,2         | 2,8         | 3,2         | <b>3,2</b>   | <b>2,9</b>   |   |             |             |             |               |               |
| <b>Osinkotuotto-%</b>            | 5,3 %       | 4,2 %       | 4,5 %       | <b>2,4 %</b> | <b>4,0 %</b> |   |             |             |             |               |               |

Lähde: Inderes

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

## Suositushistoria (>12 kk)

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 esittäjensä 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 tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

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

| Pvm        | Suositus | Tavoite | Osakekurssi |
|------------|----------|---------|-------------|
| 10/04/2022 | Lisää    | 3,40 €  | 3,11 €      |
| 19/05/2022 | Lisää    | 3,40 €  | 3,05 €      |
| 17/08/2022 | Lisää    | 4,00 €  | 3,55 €      |
| 01/11/2022 | Lisää    | 3,75 €  | 3,27 €      |
| 31/01/2023 | Vähennä  | 3,75 €  | 3,68 €      |
| 08/02/2023 | Vähennä  | 3,75 €  | 3,95 €      |
| 27/04/2023 | Lisää    | 3,75 €  | 3,51 €      |
| 01/06/2023 | Osta     | 4,00 €  | 3,24 €      |
| 09/08/2023 | Osta     | 4,00 €  | 3,18 €      |
| 01/11/2023 | Lisää    | 3,40 €  | 2,80 €      |
| 07/02/2024 | Lisää    | 3,40 €  | 2,96 €      |
| 13/03/2024 | Lisää    | 3,40 €  | 3,06 €      |
| 29/04/2024 | Lisää    | 3,40 €  | 3,17 €      |
| 10/06/2024 | Lisää    | 3,60 €  | 3,31 €      |
| 07/08/2024 | Lisää    | 3,60 €  | 3,30 €      |
| 15/10/2024 | Vähennä  | 3,60 €  | 3,39 €      |
| 24/10/2024 | Lisää    | 3,90 €  | 3,60 €      |
| 29/10/2024 | Lisää    | 4,00 €  | 3,71 €      |
| 07/02/2025 | Lisää    | 4,50 €  | 4,13 €      |
| 19/03/2025 | Vähennä  | 4,50 €  | 4,23 €      |
| 30/04/2025 | Vähennä  | 4,00 €  | 3,77 €      |
| 24/06/2025 | Vähennä  | 4,00 €  | 3,79 €      |





# TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

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

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

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

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

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

## Inderes Oyj

Porkkalankatu 5  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

## Inderes Ab

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

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

[inderes.se](https://www.inderes.se)

**inde  
res.**