

Lassila & Tikanoja

Laaja raportti

21.6.2022 19:00



Rauli Juva
+358 50 588 0092
rauli.juva@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Maltillisesti arvostettua tasaista kassavirtaa

Lassila & Tikanoja toimii ympäristö- teollisuus- ja kiinteistöpalveluissa Suomessa ja Ruotsissa. Markkinat ovat luonteeltaan defensiivisiä ja yhtiöllä on hyvät markkina-asetat sekä kasvupotentiaalia ympäristövaatimusten ja tietoisuuden noustessa. Historiallisesti kasvu on kuitenkin jäänyt vaatimattomaksi, mutta yhtiö on tehnyt tasaista tulosta ja kassavirtaa, jonka uskomme jatkuvan jatkossakin. Kun koronavaikutukset ovat ohi ja tämän vuoden kustannusinflaatio saatu vietyä myyntihintoihin, uskomme yhtiön tuloksen paranevan vuosina 2023-24. Ennusteisiimme nähden yhtiö on maltillisesti arvostettu ja tasaisuutensa ansiosta riskiprofiili on matala. Aloitamme Lassila & Tikanojan seurannan Lisää suosituksella ja 12 euron tavoitehinnalla.

Palveluliiketoimintaa Suomessa ja Ruotsissa

Lassila & Tikanojan liiketoiminta muodostuu pääasiassa erilaisista palveluista kolmella eri toimialalla: Ympäristöpalvelut, Teollisuuspalvelut ja Kiinteistöpalvelut. Näistä Ympäristö- ja Teollisuuspalvelut ovat jossain määrin toisiaan tukevia, kun taas synergiat niiden ja Kiinteistöpalvelujen kanssa on vähäisiä. Markkinoiden luonne ja L&T:n asema näissä vaihtelee, mutta yleisesti voi todeta yhtiön liiketoiminnan olevan luonteeltaan hyvin defensiivistä ja vakaata. Asiakkaat ovat pääosin yrityksiä. Maantieteellisesti L&T on keskittynyt Suomeen, lähes 85% liikevaihdosta syntyy Suomessa ja loput Ruotsista. Liikevoitosta Ympäristöpalvelut tekee noin 70%, Kiinteistöpalveluiden tuloksen ollessa vaatimaton.

Tulos ollut melko tasainen, viime aikoina korona- ja kustannushuolia

Tuloksen tekemisen/kassavirran suhteen yhtiön tahti on ollut varsin tasaista. Liikevoitto/oikaistu liikevoitto (raportointikäytännöstä riippuen) on vaihdellut 39 MEUR ja 55 MEUR välillä vuosina 2005-21, keskiarvon ollessa 47 MEUR. Operatiivinen kassavirta on puolestaan pyörinyt 80 MEUR:n ympärillä. Viime vuosina korona on häirinnyt ensin 2020-21 sen suhteen miten asiakkaiden tiloihin on päässyt tuottamaan palveluita ja etenkin Q122 sen suhteen, että yhtiön omaa työvoimaa on ollut runsaasti sairaana. Toisaalta myös nousevat kustannukset, etupäässä polttoaineiden hinta, vaikuttavat negatiivisesti tänä vuonna yhtiön tulokseen.

Tasaista liikevoittoa ohjeistettu tälle vuodelle, odotamme parannusta 2023-24

L&T:n H122 tulos jää odotustemme mukaan viime vuodesta, mutta hinnankorotukset alkavat vaikuttaa H2 aikana ja sen tukemana odotamme yhtiön yltävän koko vuoden oikaistun liikevoiton osalta viime vuoden tasolle eli 42 MEUR (2021: 42,4 MEUR), kuten yhtiö on ohjeistanut. Liikevaihdon kasvaessa tämä tosin tarkoittaa suhteellisen kannattavuuden painumista edelleen hieman alaspäin. Odotamme liikevoiton paranevan 2023, kun korkeammat kustannukset on viety myyntihintoihin ja koronan vaikutukset pitäisi olla ohi. Yhtiön taloudellisena tavoitteena on 15% pääoman tuotto, joka nykytaseella vaatisi noin 7%:n EBIT-marginaalia verrattuna nykyiseen noin 5%:iin. Emme usko tämän toteutuvan lähivuosina.

Maltillinen arvostus, hyvä osinkotuotto ja kasvava, tasainen tulos - Lisää

L&T:n tämän vuoden tuloskertoimet ovat mielestämme melko neutraalit, mutta odotammamme tuloskasvun ja osinkotuoton myötä näemme osakkeen tuotto-odotuksen olevan 10-15%. Matalan riskitason ansiosta näemme tämän houkuttelevana riski/tuottosuhteena ja annamme osakkeelle Lisää suosituksen.

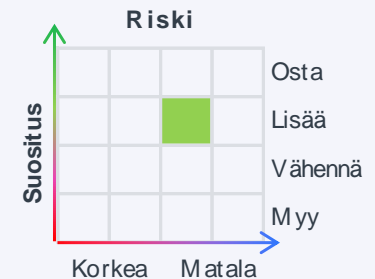
Suositus

Lisää

12,00 EUR

Osakekurssi:

10,52



Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	812,5	874,9	836,5	853,2
kasvu-%	8 %	8 %	-4 %	2 %
EBIT oik.	42,4	41,9	46,3	49,0
EBIT-% oik.	5,2 %	4,8 %	5,5 %	5,7 %
Nettotulos	34,4	29,8	31,2	34,4
EPS (oik.)	0,91	0,79	0,82	0,90
P/E (oik.)	15,8	13,3	12,8	11,7
P/B	2,6	1,8	1,7	1,6
Osinkotuotto-%	3,2 %	4,4 %	4,4 %	4,4 %
EV/EBIT (oik.)	16,8	13,6	12,2	11,1
EV/EBITDA	7,5	5,8	5,5	5,2
EV/Liikevaihto	0,9	0,6	0,7	0,6

Lähde: Inderes

Ohjeistus

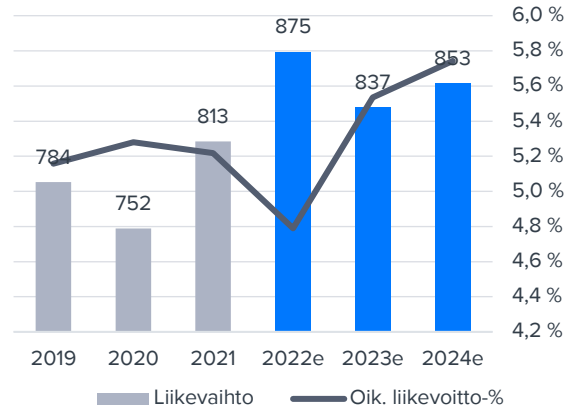
Vuoden 2022 liikevaihdon ja oikaistun liikevoiton arvioidaan olevan samalla tasolla edellisvuoteen verrattuna.

Osakekurssi



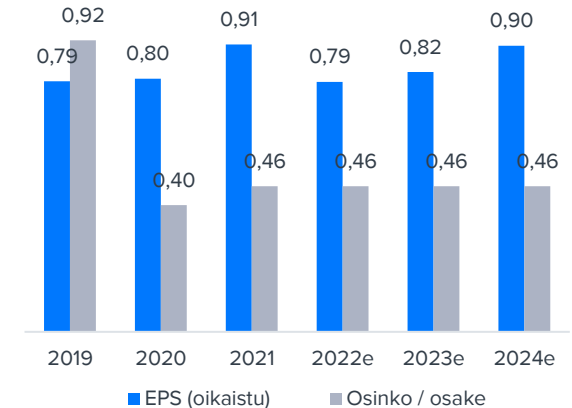
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Hyvät markkina-asetamat
- Tasainen tulos ja kassavirta
- Ympäristövaatimusten ja -tietoisuden nouse tukee markkinakasvua



Riskitekijät

- Kiinteistöpalveluissa alalle tulon kynnys on pieni, joka lisää kilpailua
- Työvoimapula voi rajoittaa kasvua
- Halu kasvaa voi johtaa liian kalliiseen tai strategiaan sopimattomaan yritysostoon

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	10,5	10,5	10,5
Osakemäärä, milj. kpl	38,1	38,1	38,1
Markkina-arvo	401	401	401
Yritysarvo (EV)	568	563	544
P/E (oik.)	13,3	12,8	11,7
P/E	13,5	12,8	11,7
P/Kassavirta	19,0	14,1	9,7
P/B	1,8	1,7	1,6
P/S	0,5	0,5	0,5
EV/Liikevaihto	0,6	0,7	0,6
EV/EBITDA (oik.)	5,8	5,5	5,2
EV/EBIT (oik.)	13,6	12,2	11,1
Osinko/tulos (%)	58,9 %	56,1 %	50,9 %
Osinkotuotto-%	4,4 %	4,4 %	4,4 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	s. 5-12
Sijoitusprofiili	s. 13-14
Toimiala ja kilpailijat	s. 15-18
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	s. 19-20
Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne	s. 21-22
Ennusteet ja arvonnääritys	s.23-28
Taulukot	s. 29-34
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	s. 35

Lassila & Tikanoja lyhyesti

Lassila & Tikanoja on palveluyritys, jonka liiketoiminta jakautuu kolmeen toimialaan: Ympäristöpalvelut, Teollisuuspalvelut ja Kiinteistöpalvelut. Yhtiö pyrkii keskittymään kiertotaloutta tukeviin palveluihin ja ratkaisuihin.

1905

Perustamisvuosi

2001

Nykymuotoinen L&T syntyy kun Suominen jakaantui erilliseksi yhtiöksi

813 MEUR (+8,1% vs. 2020)

Liikevaihto 2021

11

Yritystoa vuosina 2016-21

42,4 MEUR (5.2 % lv:sta)

Oikaistu liikevoitto 2021

8 389

Henkilöstö 2021 lopussa

84% / 16%

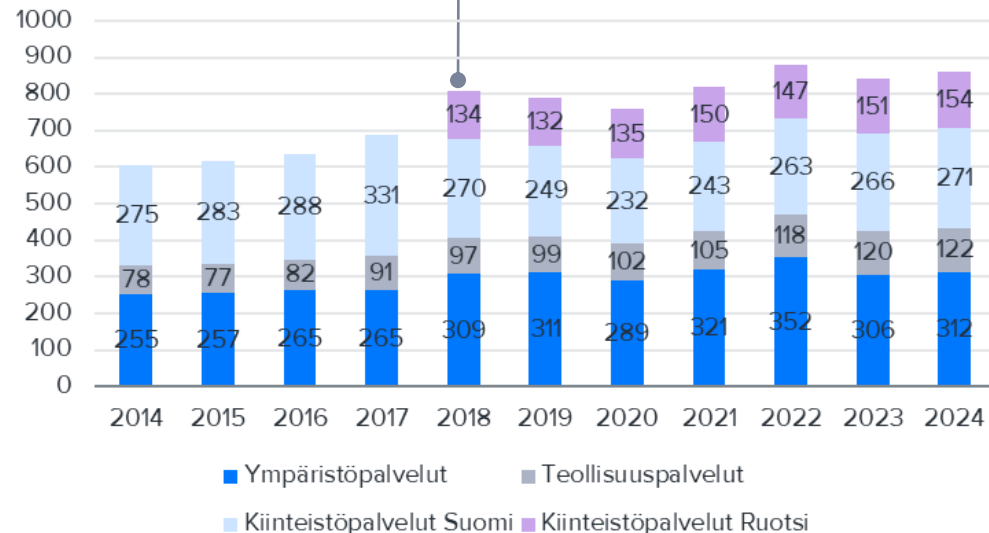
Suomi/Ruotsi osuus liikevaihdosta 2021

Tasaista orgaanista kehitystä

Lassila & Tikanoja on kasvanut tasaisesti mutta maltillisesti orgaanisesti ja tukenut kasvua yritysostoin

- L&T osti Ruotsista noin EUR 100m liikevaihtoa tehneen Veolia FM:n 2017
- Tämän jälkeen Kiinteistöpalvelut Ruotsi on raportoitu omana segmenttinä, aiempina vuosina Ruotsin ja Suomen Kiinteistöpalvelut raportoitiin yhdessä
- Vuonna 2018 Biowatti siirtyi Ympäristöpalveluihin josta se ennusteissamme poistuu uuteen yhteisyritykseen 2023 alussa

Liikevaihdon kehitys divisioonittain (MEUR)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/6

Palveluliiketoimintaa Suomessa ja Ruotsissa

Lassila & Tikanojan liiketoiminta muodostuu pääasiassa erilaisista palveluista kolmessa eri osa-alueessa: Ympäristöpalvelut, Teollisuuspalvelut ja Kiinteistöpalvelut. Näistä Ympäristö- ja Teollisuuspalvelut ovat jossain määrin toisiaan tukevia, kun taas synergiat niiden ja Kiinteistöpalvelujen kanssa on vähäisiä. Käymme divisioonien palveluvalikoimaa läpi tarkemmin alla, mutta yleisesti voi todeta yhtiön liiketoiminnan olevan luonteeltaan hyvin defensiivistä ja vakaata. Tasaisuudesta huolimatta vuoden sisällä on selkeää kausiluonteisuutta Q3:n ollessa tyypillisesti paras kvartaali ja Q1 heikoin liikevoiton suhteen.

Suhteelliselta kannattavuudeltaan parasta tasoa, noin 9% EBIT-marginaalia vuonna 2021, tekivät Ympäristöpalvelut ja Teollisuuspalvelut, kun taas Kiinteistöpalveluissa kannattavuus on selvästi heikompi. Toisaalta Kiinteistöpalveluissa myös sijoitettu pääoma on vähäisempi, mutta tällä hetkellä myös niiden pääoman tuotto on heikko.

Maantieteellisesti L&T on keskittynyt Suomeen, lähes 85% liikevaihdosta syntyy Suomessa ja loput Ruotsista (lähinnä kiinteistöpalveluista). Liiketoiminta kiinteistöpalveluissa on luonteeltaan varsin paikallista eivätkä synergiat eri maiden välillä ole mielestämme merkittäviä, kun taas teollisuuspalvelussa osaamista ja kalustoa voidaan hyödyntää osittain eri maissa.

Lassila & Tikanojan asiakkaat ovat pääosin yrityksiä, joskin Ympäristöpalveluissa on myös paljon taloyhtiöasiakkaita. Luonteeltaan yhtiö on

kuitenkin mielestämme business-to-business toimija. Liikevaihdosta noin 60% perustuu pidempiin sopimuksiin, mutta myös lähinnä erikseen tilattavista palveluista ja materiaalityyppisestä syntyvä loppuosa on varsin vakaata vuodesta toiseen.

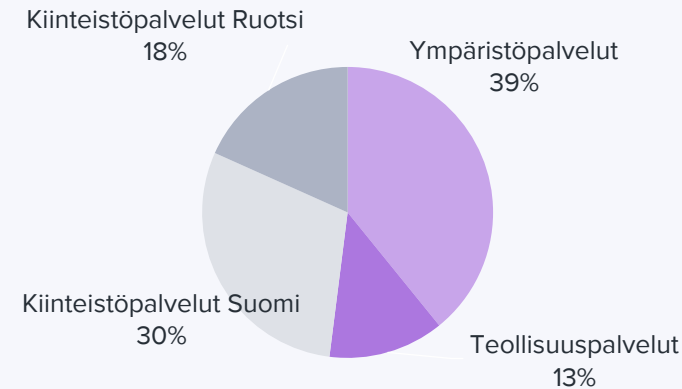
Strategiana arvonluonti kiertotaloudessa

Lassila & Tikanoja on profiloitunut vahvasti kiertotalousyhtiönä ja se pyrkii toiminnallaan luomaan ratkaisuja ilmastomuutoksen ja luontokadon torjuntaan sekä kehittämään kestävää taloutta. Tämä tapahtuu esim. nostamalla asiakkaiden materiaalien kierrätysastetta, palauttamalla jätteitä ja sivuvirtoja hyötykäyttöön sekä parantamalla kiinteistöjen arvoa ja energiatehokkuutta. Huomioimme, että yhtiön tarjoamat siivouspalvelut on vaikea nähdä kiertotaloutta tukevana liiketoimintana.

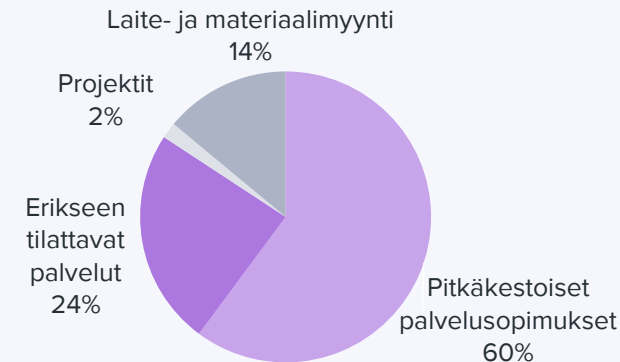
Yhtiön liiketoimintaa ohjaa myös lainsäädäntö ja muu sääntely, joka asettaa vaatimuksia sekä L&T:n asiakkaille että yhtiön omalle toiminnalle. Tämän suhteen pitkäaikainen trendi on kierrätysvaatimusten lisääntyminen, joka lähtökohtaisesti tukee Lassila & Tikanojan liiketoimintaa.

Markkinan kasvutrendin lisäksi L&T:n vahvuus on vahvat markkina-asetat, etenkin Suomessa, jossa se on yhtiön arvion mukaan kaikissa toiminnissaan kolmen suurimman joukossa.

Liikevaihto toimialoittain, 2021



Liikevaihdon jakauma



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/6

Ympäristöpalvelut (39% liikevaihdosta 2021)

Ympäristöpalvelut on sekä liikevaihdolla että liikevoitolla mitattuna Lassila & Tikanojan suurin toimiala, luoden lähes 40% liikevaihdosta ja 70% oikaistusta liikevoitosta 2021.

Ympäristöpalveluiden tehtävänä on palauttaa asiakkaiden materiaalit kiertoon mahdollisimman korkealla jalostusasteella. L&T:n kannalta ansainta on lähinnä jätteen keräyksessä ja käsittelyssä, kierrätysraaka-aineiden myymisen ollessa vähäisemmässä roolissa tuloksen tekemisen kannalta. Toimiala sisältää seuraavia palveluita:

- Jätehuolto
- Kierrätyspalvelut
- Ympäristötuotteet

Jätehuolto sisältää jätteiden keräystä ja kierrätystä, pääosin yritysasiakkailta mutta jonkun verran myös kotitalouksilta. Uuden jätelain myötä kotitalouksien osuus tulee kuitenkin entisestään laskemaan vuosien 2022-25 aikana, kuten se on tehnyt jo pitkään, kun taas yritysasiakkailta tuleva liikevaihto on kasvanut. Kierrätyspalveluissa tämä kerätty jäte, tai muuten lajiteltuna kierrätykseen saapunut jäte, käsitellään ja/tai jatkojalostetaan uusioraaka-aineeksi. Ympäristötuotteet viittaa jätehuollon keräysvälineisiin eli esim. jäteastioihin, puristimiin ja paalimiiniin.

Lisäksi toimialaan kuuluu L&T Biowatti, joka on erikoistunut energiapuun, hakkeen ja muiden sivutuotteiden toimituksiin. Biowatti on yhdistymässä tänä vuonna Neovan vastaavien toimintojen kanssa uuteen yhtiöön, josta L&T omistaa 55%, mutta määräysvalta jakaantuu tasan

Neovan ja L&T:n kanssa. Biowatti käsitellään tällä hetkellä myytävänä olevana liiketoimintana ja jatkossa osakkuusyhtiönä.

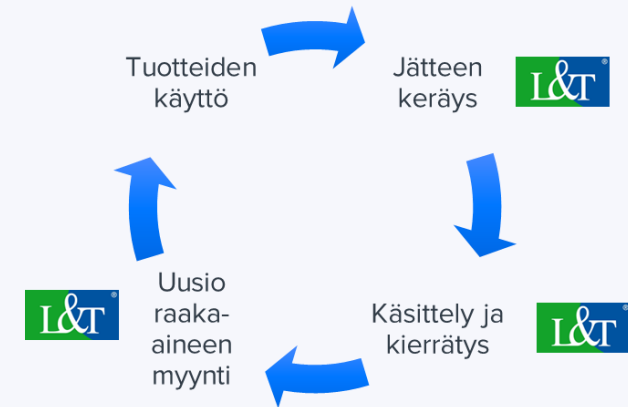
Vahva markkinaosuus ja hyvä, tasainen tulostaso

Lassila & Tikanoja arvioi heille relevantin ympäristöpalvelumarkkinan ilman Biowattia olevan noin 1.2 mrd. EUR ja olevansa markkinajohtaja. Arviomme mukaan tästä markkinasta L&T:llä olisi noin kolmanneksen markkinaosuus. Markkinan kasvuvauhdiksi yhtiö arvioi 1-3% vuodessa. Alalle tulon esteet ovat kohtuulliset, sillä etenkin Suomen laajuinen toiminta vaatii kalustoa ja toimipisteitä laajasti ympäri Suomea. L&T:n kilpailijat ovatkin kooltaan selvästi pienempiä.

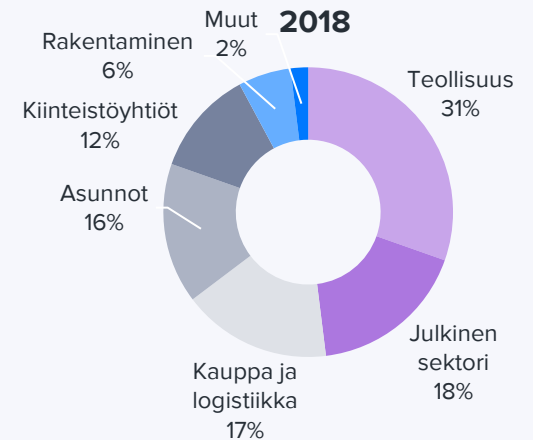
Ympäristöpalveluiden liikevaihdosta noin 2/3 tulee pitkäkestoisista palvelusopimuksista (jätehuolto) ja 1/3 materiaalityyminä (uusioraaka-aine ja puupohjaiset tuotteet). Asiakasjakaumasta ei ole kovin tuoretta tietoa, mutta vuonna 2018 teollisuusyritykset muodostivat noin 30%:a liikevaihdosta. Asiakkaita toimialalla on kymmeniä tuhansia ja siten asiakaskohtaiset riskit ovat pienet.

Tulostasoltaan Ympäristöpalvelut on ollut hyvin tasainen, liiketuloksen ollessa lähellä 30 MEUR viimeiset 6 vuotta. Liikevaihdon kasvaessa EBIT-marginaali on tosin luisunut alaspäin lähes 12%:ta (2016) viime vuoden noin 9%:iin. Yhtiö selittää tätä heikosti kannattavan Biowatin sisällyttämällä toimialan lukuihin viime vuosina. Ilman Biowattia arvioimme marginaalin olevan noin 10% joten myös muun liiketoiminnan marginaali on arviomme mukaan heikentynyt 5-10 vuoden takaisista tasoista. Kannattavuus on kuitenkin mielestämme hyvällä tasolla.

L&T Ympäristöpalvelut osana kiertotaloutta



Ympäristöpalvelujen asiakkaat, 2018



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/6

Liikevaihdon kasvu on ollut lähinnä orgaanista, mutta viime vuonna L&T osti Sihvari-nimisen jätehuollon yrityksen, joka tukee toimialan kasvua 2021-22.

Ympäristöpalvelut on myös taseen osalta yhtiön suurin toimiala, sitoen noin puolet toimialoille allokoiduista varoista. Tähän sisältyy esim. jätehuollon kalusto ja kierrätysasemat.

Teollisuuspalvelut (13% liikevaihdosta 2021)

Teollisuuspalvelut on liikevaihdoltaan L&T:n pienin toimiala, mutta liikevoitoltaan toiseksi suurin, vastaten yli 20%:ta vuoden 2021 oikaistusta liikevoitosta. Teollisuuspalvelut palauttaa teollisuuden jätteitä ja sivuvirtoja hyötykäyttöön sekä huolehtii teollisuuden prosessien huollosta. Toimialan tärkeimmät palvelut ovat:

- Prosessipuhdistus
- Viemärihuolto
- Vaaralliset jätteet
- Ympäristörakentaminen

Toimialan nimen mukaisesti palveluita myydään pääasiassa teollisuusyrityksille, mutta myös kaupan alalle, julkiselle sektorille ja rakennusyrityksille sekä viemärihuollon osalta pienessä määrin myös kotitalouksille/asuntoyhtiöille. Arviomme mukaan prosessipuhdistus on toimialan suurin palvelu.

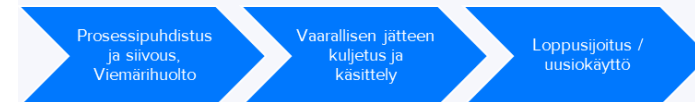
Teollisuuspalveluiden liikevaihto jakaantuu lähes 50/50 pitkäkestoisiin palveluihin ja erikseen

tilattaviin palveluihin, projektien ja materiaalimyynnin jäädessä vähäiseksi. Liikevaihto on historiallisesti kasvanut tasaisesti eikä merkittävää syklisyyttä ole havaittavissa. Tällä toimialalla asiakkaita on rajallisesti, arviomme mukaan joitakin kymmeniä, ja siten yksittäisen asiakkaan menettäminen tai saaminen asiakkaaksi vaikuttaa myös toimialan tulokseen.

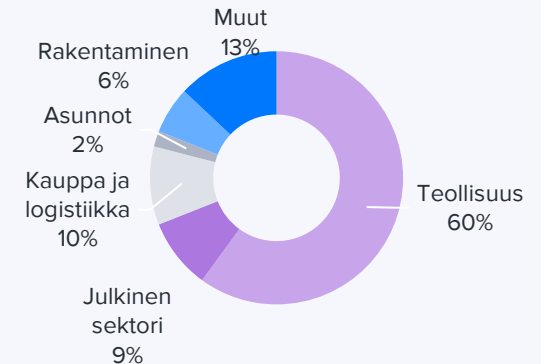
Lassila & Tikanoja arvioi relevantin markkinan kooksi (Suomessa ja Ruotsissa yhteensä) noin 1,0 mrd. EUR ja vuotuiseksi markkinakasvuksi 2-3%. Näin L&T:n markkinaosuus olisi 10% luokkaa, joskin L&T:n liiketoiminnan ollessa huomattavasti suurempaa Suomessa, arviomme markkinaosuuden Suomessa olevan 15-20% ja Ruotsissa alle 5%. Markkina-asema on yhtiön mukaan #2. Alalle tulon kynnykset ovat huomattavat siihen vaadittavan osaamisen, kaluston ja toimintahistorian/asiakasluottamuksen takia.

Teollisuuspalvelut on kasvanut tasaisesti orgaanisen kasvun voimin ja EBIT-marginaali on pysytellyt 9% tuntumassa. Pääomia sitoutuu lähinnä kalustoon.

L&T Teollisuuspalvelujen palvelut



Teollisuuspalvelujen asiakkaat, 2018



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/6

Kiinteistöpalvelut Suomi (30% liikevaihdosta 2021)

Kiinteistöpalvelut Suomi on liikevaihdoltaan 30% yhtiöstä, mutta liikevoitoltaan pienin, tehden vain 4% viime vuoden oikaistusta liikevoitosta. Kiinteistöpalvelut parantavat asiakkaiden kiinteistöjen arvoa ja tavoittelevat energiatehokkuuden jatkuvaa parantamista kiertotalouden periaatetta tukien. Suomessa kiinteistöpalvelut sisältää seuraavat palvelulinjat, suurimmasta pienimpään:

- Siivous ja tukipalvelut
- Kiinteistöhuolto
- Kiinteistötექniikka

Suomessa L&T:n kiinteistöpalvelujen valikoima on kattava ja asiakas voikin ulkoistaa jopa koko kiinteistön hoidon ja ylläpidon L&T:lle. Käsitksemme mukaan koko valikoiman ostavia asiakkaita on kuitenkin rajallisesti ja suurin osa ostaa L&T:ltä valikoidusti palveluita. Siivouspalveluiden lisäksi L&T tarjoaa esim. aulakokous- ja puhelinvaihdopalveluita. Kiinteistöhuollon palveluihin sisältyy esim. sisä- ja ulkoalueiden hoitoa ja teknisiä huoltopalveluita. Kiinteistötექnisiin palveluihin sisältyy esim. LVI- ja sähköjärjestelmien huolto.

Kiinteistöpalveluiden liikevaihdosta noin 70% perustuu pitkäaikaisiin sopimuksiin ja loput lähinnä erikseen tilattaviin palveluihin, projektien osuus on hyvin pieni. Siivouksessa ja kiinteistöhuollossa sopimuksiin perustuva liikevaihto on käsityksemme mukaan noin 80%, kun taas kiinteistötექniikassa painottuu enemmän erilliset tilaukset ja jossain määrin myös projektit. Tälläkin

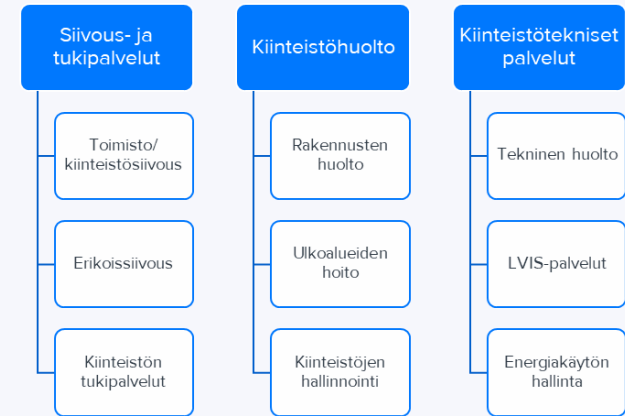
toimialalla asiakasmäärä on iso ja asiakasriski siten hyvin hajautunut. Sopimukset ovat tyypillisesti 1-3 vuotta pitkiä ja sisältää usein yhden optiovuoden.

Lassila & Tikanoja arvioi markkinan kooksi 4.9 mrd. EUR ja markkinakasvuksi 2-3% vuosittain. Tällä markkinakoolla L&T:n markkinaosuudeksi muotoutuu noin 5% ja yhtiö itse arvioi olevansa numero kolme markkinalla. Vuonna 2019 yhtiö on eritellyt olevansa kiinteistötექnisissä palveluissa vasta #4-6 ja muissa palveluissa #2-3. Siivouksen ja kiinteistöhuollon osalta alalle tulon kynnyks on hyvin matala ja siten kilpailijoita on paljon. Kiinteistötექnisellä puolella kynnyks on hieman korkeampi mutta kilpailukenttä on silti laaja ja varsin hajautunut.

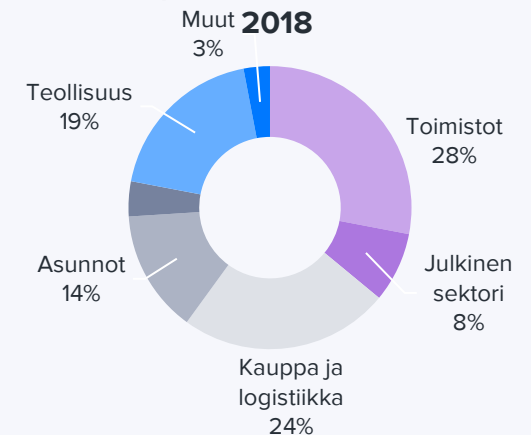
Kiinteistöpalveluiden kannattavuus heikkoa

Kiinteistöpalvelut Suomen liikevaihto laski 2018-2020 asiakasmenetysten ja kiristyneen hintakilpailun myötä. Tämä on painanut myös kannattavuutta, joka on ollut heikolla tasolla, vain lievästi positiivinen EBIT 2020-21 ja 2019 jopa negatiivinen EBIT. Käsitksemme mukaan haasteita on ollut etenkin kiinteistöhuolto- ja tekniikka palvelulinjoilla, kun taas siivouspalvelut on tuottanut kohtuullisesti. Tarkempia numeroita palvelulinjoittain L&T ei kommentoi.

Kiinteistöpalvelut sitovat luonteensa takia hyvin vähän pääomia ja siten jo 3-5% EBIT taso voi antaa kohtuullista pääoman tuottoa. L&T:llä kiinteistöpalveluissa sitoutunutta pääomaa on jonkin verran johtuen mm. yritysostoja, mutta toiminnan kasvattaminen ei vaadi juurikaan lisäpääomia, ja olisi siten hyvin arvoa luovaa, jos se onnistutaan tekemään kannattavasti.



Kiinteistöpalvelut Suomi asiakkaat, Muut 2018



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/6

Kiinteistöpalvelut Ruotsi (18% liikevaihdosta 2021)

Kiinteistöpalvelut Ruotsi muodostaa noin 18% L&T:n liikevaihdosta ja 9% oikaistusta liikevoitosta 2021. Kiinteistöpalvelut Ruotsi pyrkii tukemaan tuottavia kiinteistöjä, joilla on pitkä ja kestävä elinkaari. Ruotsissa L&T:n palveluvalikoima on rajatumpi kuin Suomessa ja sisältää

- Kiinteistötökniiikka
- Siivous ja tukipalvelut

L&T:llä oli aiemmin pieni siivousliiketoiminta Ruotsissa (nykyisin liikevaihdoltaan noin 20 MEUR) ja 2017 he ostivat Veolia FM:n nimisen kiinteistötökniiikan yrityksen, jonka liikevaihto oli reilu 100 MEUR. Nykyisin Ruotsissa kiinteistötökniiikka vastaa arviomme mukaan yli 80% liikevaihdosta ja siivous ja muut palvelut alle 20% eli palveluiden jakauma on varsin erilainen kuin Suomessa.

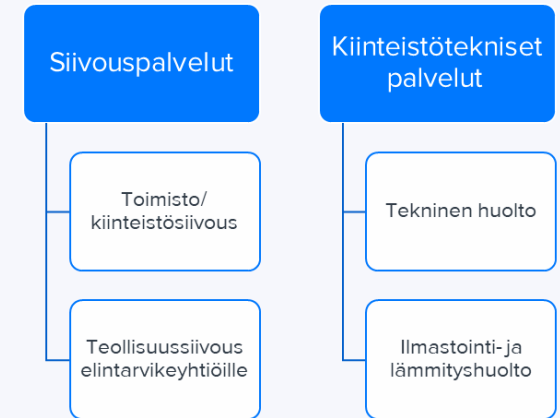
Kiinteistöpalvelut Ruotsin liikevaihdosta yli puolet tulee erikseen tilattavista palveluista ja reilu 40% pitkistä palvelusopimuksista. Toimialan tasainen liikevaihtokehitys kuitenkin osoittaa, että palveluiden kysyntä on vakaata, vaikka se onkin vähemmän sopimuksiin perustuvaa kuin L&T:n muilla toimialoilla. Periaatteessa tämä kuitenkin altistaa liikevaihdon laskulle heikommassa kysyntätilanteessa.

L&T:n asiakkaista Ruotsissa noin puolet on erilaisia kaupallisia kiinteistöjä, mutta korostuneessa roolissa ovat sairaalat ja kunnat, jotka vuonna 2018

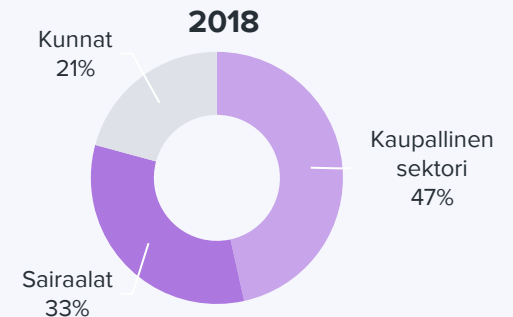
vastasivat 33% ja 21% toimialan liikevaihdosta. Yhtiö arvioi markkinan kooksi EUR 5.4 mrd ja markkinakasvuksi 2-3%. L&T on selvästi haastajan asemassa markkinalla, ollen #4 yhtiön arvion mukaan. Sillä on kuitenkin vahva asema etenkin sairaaloissa.

Ruotsin tulos on ollut tasainen, marginaali vaatimaton

Ruotsin liikevoitto on pysynyt noin 4 MEUR:n tasolla 2018-21. Tätä kuormittaa kuitenkin noin 2 MEUR yrityskauppojen hankintamenon poistoja (joka ei vaikuta kassavirtoihin) ja ilman sitä EBIT olisi noin 6 MEUR eli samaa tasoa, jota 2017 ostettu Veolia FM oli tehnyt ennen L&T:n ostoa. Suhteellinen kannattavuus on vertailukelpoisestikin heikentynyt viimeisen viiden vuoden aikana ja marginaali oli 2021 2.6%.



Kiinteistöpalvelut Ruotsi asiakkaat, 2018



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/6

Kustannusrakenne

Lassila & Tikanojan kuluista pääosan muodostaa henkilöstökulut ja materiaali- ja palvelukulut, jotka yhteensä ovat 80% kuluista. Lyhyellä aikavälillä henkilöstökulut ovat kiinteitä, joka voi aiheuttaa kannattavuuden heilahtelua kysynnästä riippuen mutta keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä mainitut kulut muuttuvat pitkälti liikevaihdon mukaan. Tämä yhdistettynä tasaiseen kysyntään vuodesta toiseen mahdollistaa tasaisen tuloksen tekemisen, joka yhtiön historiasta on nähtävissä.

Toisaalta tämä tarkoittaa myös että toiminta ei ole kovin skaalautuvaa eli lisäliikevaihtoa (tai etenkin volyymia) luodakseen L&T:n tarvitsee myös lisätä kuluja. Tässä suhteessa eräs haaste, etenkin Kiinteistöpalveluissa, on työvoiman saatavuus eli vaikka kasvuhaluja ja –mahdollisuuksia olisi, työvoiman saatavuus voi olla kasvua rajoittava tekijä. Ympäristö- ja Teollisuuspalveluissa on mahdollista luoda lisämyyntiä myös nykyisillä resursseilla, joka parantaisi marginaalia. Historiallisesti L&T ei kuitenkaan tällaiseen marginaalia parantavaan kasvuun ole pystynyt.

Selkeästi suurin yksittäinen kuluerä yhtiölle on siis palkkakustannukset ja siten palkankorotusten taso on yhtiölle oleellinen kustannustekijä. Tälle vuodelle korotukset ovat maltillisia, mutta nopean inflaation takia on selvästi riski, että esim. ensi vuonna palkankorotukset voivat olla korkeampia.

Eräs merkittävä yksittäinen kuluerä, jossa on viime aikoina ollut merkittävää nousua, on diesel, jota yhtiö käyttää vajaa 15 miljoonaa litraa joka vuosi.

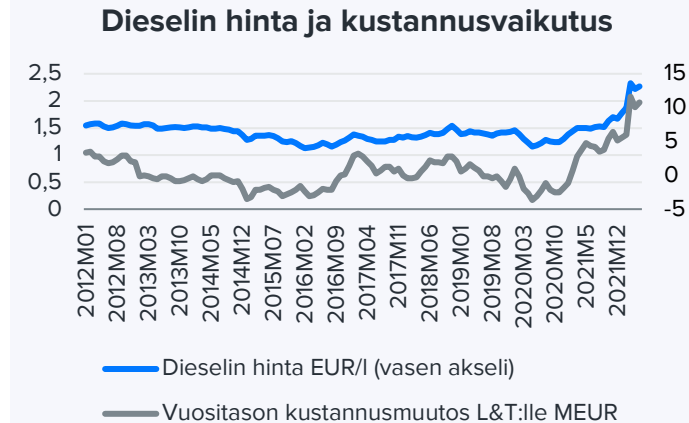
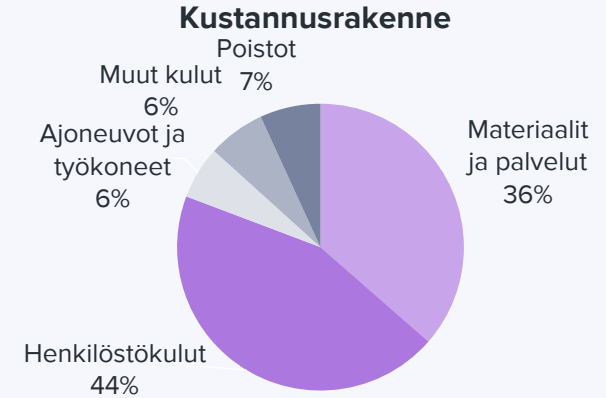
Toukokuussa hintataso oli noin 75 senttiä vuoden takaista korkeammalla, joka tuo yli 10 MEUR:n lisäkustannuksen vuositason yhtiölle. Tämän jälkeen nousu on jatkunut.

L&T pystyy yleensä viemään korkeammat kustannukset hintoihinsa, mutta niiden vaikutus tulee kvartaalin tai parin viiveellä kustannuksiin nähden, aiheuttaen tilapäistä tulosheikkoutta.

Kassavirtarakenne ja pääomatarve

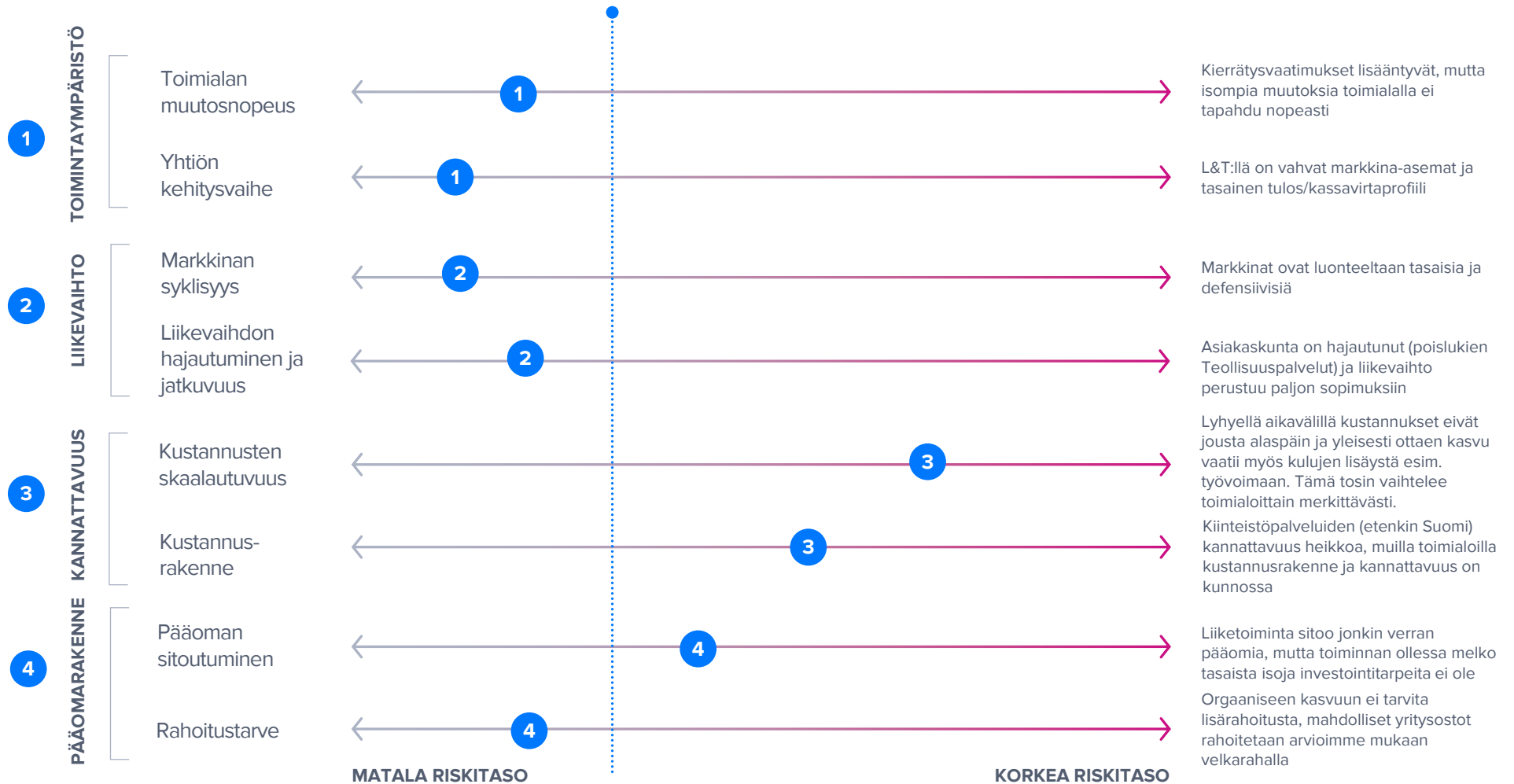
L&T:n kassavirtaprofiili on varsin tasainen ja suoraviivainen. Ilman yritysostoja sen investoinnit on suunnilleen poistojen tasolla ja rahoituskulut ja verot ovat tyypillisesti samaa luokkaa tuloslaskelmassa ja taseessa. Näin ollen nettotulos kuvaa hyvin myös yhtiön vapaata kassavirtaa, joskin käyttöpääoman vaihtelut tuovat tähän pientä vuosittaista vaihtelua.

Nostettuaan nettovelkaantumistavoitettaan 2019, L&T on rahoittanut oman kassavirran lisäksi myös velalla yritysostoja. Toukokuussa se laski liikkeelle uuden 75 MEUR:n joukkovelkakirjalainan ja maksoi osittain takaisin ensi vuonna erääntyvää 50 MEUR:n joukkovelkakirjaa. Yhtiöllä on tämän myötä likviditeettiä myös uusiin yritysostoihin emmekä näe tarvetta lähiaikoina lisärahoitukselle. Yhtiön tasetilanne on edelleen suhteellisen hyvä, joten mielestämme yhtiön rahoituksen saatavuus on hyvä.



Liiketoimintamallin riskiprofiili

Arvio Lassila & Tikanojan liiketoiminnan kokonaisriskitasosta



Sijoitusprofiili

Tasaista kassavirtaa ja osinkoa

Lassila & Tikanoja on mielestämme tasaista kassavirtaa luova vakaa yhtiö, jonka tavoitteena on myös olla hyvä osingonmaksaja. Tähän kassavirtaprofiili antaakin hyvät edellytykset.

Positiiviset arvoajurit

L&T:llä on mielestämme mahdollisuus parantaa liikevoittoaan viime vuosien noin 40 MEUR:n tasolta, 45-50 MEUR:oon parin vuoden horisontilla. Uskomme tätä tukevan tilapäisten vastatuulien (koronasta johtuneet sairauspoissaolot, nopeasti nousseet kustannukset) hellittäminen / kompensointi hinnankorotuksilla, jonka pitäisi heijastua tulokseen jo 2023. Toinen tulosta tukeva tekijä on Suomen Kiinteistöpalvelujen tulostason nostaminen. Yhtiö on tehnyt tämän parissa töitä jo useamman vuoden, ilman näkyviä tuloksia, mutta uskomme että lähivuosina kannattavuustasoa saadaan hieman nostettua esim. käynnissä olevan tehostusohjelman myötä, joskin ennustamme tuloksen edelleen pysyvän vaatimattomana.

Vaikka yhtiöllä on myös hyviä kasvumahdollisuuksia pidemmällä aikavälillä, vuosittainen kasvuvauhti tuskin tulee olemaan orgaanisesti muutamaa prosenttia enempää. Tämän takia emme usko liikevoiton lähivuosina nousevan yli 50 MEUR:oon, sillä suhteellisen kannattavuuden parantumiselle on rajansa.

Jos yhtiö pystyy osoittamaan selkeästi myös orgaanista kasvua ja/tai rakenteellisilla järjestelyillä profiloitumaan entistä enemmän toimialoille missä on kasvua ja/tai parempia pääoman tuottoja,

uskomme, että arvostuskertoimet L&T:lle nousisivat. Emme kuitenkaan lähtökohtaisesti odota oleellista muutosta arvostuskertoimissa.

Potentiaalia vahvempaan orgaaniseen kasvuun näemme lähinnä Ympäristöpalveluista, jossa yritysten lisääntyvät kierrätystarpeet /-vaatimukset voisivat tukea liiketoimintaa selvempään kasvuun. Teollisuuspalveluissa yhtiöllä on kasvumahdollisuuksia sekä mahdollisten uusien tehdasinvestointien kautta saatavissa uusissa asiakkaissa, markkinaosuuden voittamisessa Suomessa (pääkilpailija Delete on ollut taloudellisissa vaikeuksissa jo pari vuotta, joten L&T:llä voisi olla hyvä mahdollisuus ottaa heiltä markkinaosuutta), sekä jatkaa laajentumista Ruotsissa myös orgaanisesti johon yhtiö hiljattain meni pienellä yritysostolla. Sen sijaan kiinteistöpalveluissa emme näe kovin vahvoja kasvuaikaisuuksia yli parin prosentin markkinakasvun.

Tasainen kassavirta antaa myös hyvät mahdollisuudet velkarahoitteisiin yritysostoihin, joissa onnistuessaan L&T voi kasvattaa yhtiön arvoa.

Lainsäädännön muutokset voivat vaikuttaa L&T:en sekä positiivisesti että negatiivisesti eli esim. lisääntyvät kierrätysvaatimukset tukevat L&T:n liiketoimintaa, mutta toisaalta kotitalouksien jätekeräyksessä toimintaa on kunnallistettu. Käsityksemme mukaan tämä kehitys on tosin tulossa tiensä päähän tuoreen jätelain muutosten vaikutusten toteutuessa 2025 mennessä.

Heikkoudet ja riskit

Erilaisista kasvutavoitteista ja –yrityksistä huolimatta L&T:n (etenkin orgaaninen) kasvu on jäänyt vuosien saatossa vaisuksi. Tätä selittää osaltaan se että kiinteistöpalveluiden puolella kilpailu on kireää ja varmasti pysyy sellaisena. Toisaalta kiertotalouden ratkaisujen puolellakaan kasvuyritykset eivät ole tuottaneet haluttua tulosta.

Toinen kasvua vaikeuttava seikka on työvoiman saatavuus, joka voi hidastaa yhtiön kasvua tulevaisuudessa.

Riskinä on että L&T ei jatkossakaan onnistu luomaan kunnollista orgaanista kasvua ja voi jopa taantua liikevaihdoltaan paikallaan junnaavaksi yritykseksi, joka todennäköisesti loisi myös lisää kannattavuuspaineita.

Toimialakohtaisesti näemmä suurimpana riskinä, että kiinteistöpalveluiden kannattavuus pysyy hyvin matalana tai jopa heikkenee entisestään, estäen yhtiön tulosparannuksen.

Historiallisesti yhtiö ei ole mielestämme pystynyt selkeästi suuntaamaan itseään vahvemmin kiertotalousyhtiöksi yritysostojen /-myyntien avulla, eikä yritysostojen arvonluonti ole muutenkaan ollut mielestämme huomattavaa. Tässä suhteessa riski on, että yhtiö päätyy tekemään isomman yritysoston, joka on liian kallis ja/tai ei selvästi tue yhtiön strategiaa kiertotaloustoimijana.

Sijoitusprofiili

1.

Hyvät markkina-asetat

2.

Ympäristövaatimusten ja –tietoisuuden nousu tukee markkinakasvua

3.

Tasainen tulos ja kassavirta, joka mahdollistaa hyvän osingon ja/tai yritysostoja

4.

Historiallisesti kasvu jäänyt laimeaksi ja suhteellinen kannattavuus heikentynyt

5.

Kiertotalousstrategia ei mielestämme täysin heijastu liiketoimintavalintoihin

Potentiaali



- Selkeä suuntautuminen kiertotalouden tukemiseen, jossa markkina on kasvussa
- Vahvat markkina-asetat ja asiakassuhteet tarjoavat pohjaa kasvulle
- Liiketoimintojen selkeämpi keskittyminen vain kiertotalouteen voisi kirkastaa yhtiön vastuullisuusprofiilia entisestään
- Tasainen kassavirta antaa mahdollisuuden hyvään osingonjakoon ja/tai yritysostoihin

Riskit



- Kiinteistöpalveluissa alalle tulon kynnys on pieni ja kilpailu voi entisestään kiristyä
- Ympäristöpalveluissa uuden jätelain vaikutukset vielä osin epäselviä, joskin ne joka tapauksessa vähentävät L&T:n liikevaihtoa 2022-25 aikana
- Työvoimapula voi rajoittaa kasvua
- Halu kasvaa voi johtaa liian kalliiseen tai strategiaan sopimattomaan yritysostoon

Toimiala ja kilpailu 1/4

Ympäristöpalveluiden markkinat

Lassila & Tikanojalle relevantti ympäristöpalveluiden markkina koostuu käytännössä jätteiden keräyksestä ja niiden käsittelystä kierrätysasemilla, jonka jälkeen suurin osa jätteestä päätyy uusiokäyttöön. Yhtiö arvioi tämän markkinan kooksi Suomessa 1,2 mrd EUR ja vuosittaiseksi kasvuksi 1-3%.

Jätteiden keräyksen markkinan voi jakaa 1) yrityksiltä kerättävään jätteeseen, jossa jätehuolto-yhtiö solmii sopimuksen suoraan asiakasyrityksen kanssa; ja 2) kotitalouksilta kerättävään jätteeseen, jossa keräyksen järjestäminen on siirtynyt, ja tulee edelleen lähivuosina siirtymään enemmän kuntien vastuulle. Kun yritykset valitsevat jätehuolto-yhtiötä, korostuu hinnan lisäksi laadulliset seikat ja esim. yhtiön kyky palvella läpi Suomen. Kuntien kilpailuttamassa kotitalousjätteessä taas hinta on ratkaiseva elementti ja näin ollen näiden sopimusten kannattavuus on tyypillisesti vaatimaton. Isoja teknologisia eroja toimijoiden kesken ei ole, mutta

riittävä skaala, vähintään paikallisesti, on mielestämme edellytys hyvään kannattavuuteen.

Kierrätysasemia omistavat tyypillisesti jätteitä keräävät yritykset ja esim. purkupalveluita tarjoavat yhtiöt. Lisäksi mm. Deletellä on omia kierrätysasemia.

Lassila & Tikanojalla on johtava asema Suomen ympäristöpalveluiden markkinassa, joka tekee siitä myös houkuttelevan vaihtoehdon yrityksille, sillä L&T:llä pystyy palvelemaan asiakkaita missä vaan Suomessa.

Lassila & Tikanoja arvioi vuosittaiseksi markkinan kasvuvauhdiksi 1-3%, jota tukee jatkuvasti kiristyvät lajittelu- ja kierrätysveloitteet. L&T:n kannalta liikevaihtopotentiaalia toisaalta pienentää vähenevä kotitalousjätteen määrä johtuen lainsäädännön muutoksista. Alan johtavana toimijana L&T on ollut alan muutostrendeissä hyvin mukana.

Kustannuksista merkittävimmät ovat työvoima ja jätteiden keräämiseen tarvittavan kalusto ja polttoaine. Seuraavan sivun kuvaajasta voi nähdä,

että jätepalveluiden hinnat ovat nousseet 2015 jälkeen kiinteistön kustannusindeksiä nopeammin, joka mielestämme kuvaa alan kohtuullisen hyvää hinnoitteluvoimaa, joskin lyhyellä aikavälillä kustannusten nousut näkyvät negatiivisesti. Alan toimijoiden rajallisuuden vuoksi alan yleisestä kannattavuudesta ei voi muodostaa selvää kuvaa. Deleten kierrätysliiketoiminta teki viime vuonna 8% EBIT-marginaalin, mutta heillä ei ole jätteiden keräystä.

Uskomme L&T:n Ympäristöpalveluiden 9% EBIT-marginaalin olevan alalla keskimääräistä tasoa tai sen yläpuolella. Ilman Biowatin marginaalia heikentävää vaikutusta, Ympäristöpalveluiden marginaali olisi käsityksemme mukaan yli 10% EBIT-tasolla, joka on mielestämme alalle hyvä taso.

Toimiala	Markkinan koko	Markkinakasvu vuodessa	L&T:n markkina-asema
Ympäristöpalvelut	1,2 mrd EUR	1-3%	1
Teollisuuspalvelut	1,0 mrd EUR (Suomi ja Ruotsi)	2-3%	2
Kiinteistöpalvelut Suomi	4.9 mrd EUR	2-3%	3
Kiinteistöpalvelut Ruotsi	5,4 mrd EUR	2-3%	4

Lähde: Lassila & Tikanoja

Toimiala ja kilpailu 2/4

Kiinteistöpalveluiden markkinat

Lassila & Tikanoja toimii kiinteistöpalveluiden markkinoilla sekä Suomessa että Ruotsissa. Yhtiö arvioi tämän markkinan kooksi Suomessa 4,9 mrd EUR ja Ruotsissa 5,4 mrd EUR sekä vuosittaiseksi kasvuksi molemmilla markkinoilla 2-3%. Suomessa viimeisen 10 vuoden kiinteistöalan palvelujen keskimääräinen kasvu on ollut hieman nopeampaa, vajaa 4% vuodessa, mutta tämä sisältää palveluja myös L&T:n markkinan ulkopuolelta.

Kiinteistöpalvelut voi jakaa edelleen karkeasti kahteen alamarkkinaan eli kiinteistöhuoltoon ja kiinteistöteknisiin palveluihin. Hieman määritelmästä riippuen, kiinteistöhuollosta voidaan vielä erottaa esimerkiksi siivous omana markkinana.

Kiinteistöhuolto

Kiinteistöhuolto sisältää matalan lisäarvon palveluita, joissa työvoimalta ei vaadita erikoistunutta koulutusta. Näitä ovat esim. huoltopalvelut, kuten lamppujen vaihto, oven avaukset; siivous; ulkoalueiden hoito kuten auraus, hiekoitus, nurmikον leikkaus. Näissä palveluissa hinta on usein tärkeä ostokriteeri ja näin ollen hintapaine on kovaa. Tämä näkyy hyvin oheisessa graafissa, jossa kiinteistön ylläpidon kustannuksista siivouksen hinta on noussut vain hieman 2015 tasolta ja muutkin kiinteistöhuollon elementit ovat kehittyneet kokonaisindeksiä hitaammin. Arviomme mukaan L&T:llä on ollut vaikeuksia sopeutua tähän hintakilpailuun, joka on painanut Suomen kiinteistöpalveluiden kannattavuutta viime vuosina. L&T ei tarjoa kiinteistöhuollon palveluita Ruotsissa.

Siivouksessa ja kiinteistöhuollossa kilpailijoita ovat sekä pienet, vain tiettyyn palveluun keskittyneet yritykset, isommat paikalliset toimijat (esim. SOL, RTK) että isot kansainväliset yhtiötkin (esim. ISS) jotka keskittyvät kaupallisiin kiinteistöihin, joka on myös L&T:lle isompi osa-alue kuin asuntoyhtiöt.

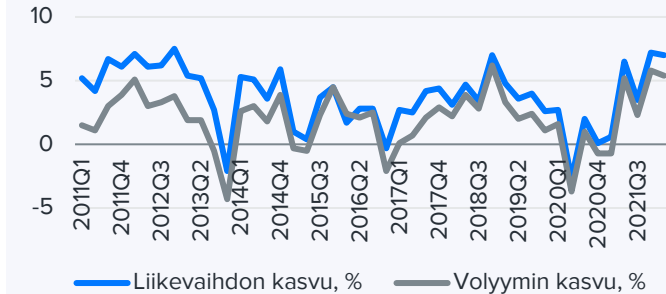
Kiinteistötekniikka

Kiinteistöteknisiin palveluihin sisältyy jonkin verran osaamista vaativia palveluita, joissa lisäarvo on kiinteistöhuoltoa korkeampi. Näitä ovat esim. pienet korjaukset/remontit, LVIS-palvelut (lämpö, vesi, ilma, sähkö) ja energian kulutuksen hallinta ja tehostaminen. Näiden palveluiden ostamisessa kriteereinä voi hinnan lisäksi olla tietty osaaminen tai eri osa-alueiden yhdistäminen, joka antaa mielestämme paremmat mahdollisuudet hinnoitteluun L&T:n näkökulmasta.

Lassila & Tikanoja on arvionsa mukaan Suomessa #2 kiinteistöpalveluissa ja Ruotsissa #3. Käsitksemme mukaan kiinteistöteknisissä palveluissa Suomessa ja toisaalta siivouspalveluissa Ruotsissa markkina-asema on kuitenkin selvästi näitä heikompi. Ruotsissa L&T:n markkina-asema onkin vahva ainoastaan kiinteistöteknisissä palveluissa.

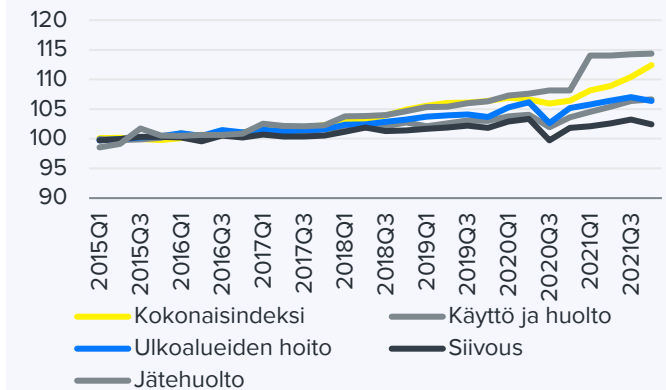
Kiinteistöteknisissä palveluissa kilpailijoita ovat toisaalta sekä enemmän kiinteistöhuollon palveluihin keskittyneet yritykset kuten RTK (Suomessa), toisaalta kiinteistötekniikan asennuksia ja palveluita tarjoavat yritykset kuten Caverion, Bravida ja Assemblin, mutta myös laajasti kiinteistöpalveluita tarjoavat kansainväliset yhtiöt kuten ISS, Coor ja Sodexo.

Kiinteistöalan palvelujen kehitys Suomessa



Lähde: Tilastokeskus

Kiinteistön ylläpidon kustannusindeksi (2015=100)



Lähde: Tilastokeskus

Toimiala ja kilpailu 3/4

Arviomme mukaan L&T:n asema näiden kilpailijoiden välissä on haastava eikä selkeää kilpailuetua ole, sillä L&T:n skaala jää sekä palvelutarjonnan että toimintamaiden suhteen pienemmäksi kuin pääosalla kilpailijoista.

Lassila & Tikanoja arvioi vuosittaiseksi markkinan kasvuvauhdiksi 2-3%, jota tukee tällä hetkellä etenkin energiatehokkuusinwestoinnit/korjaukset sekä digitalisaatio. Tässä suhteessa näemme kuitenkin kiinteistötekniikkaan keskittyneiden kilpailijoiden osaamisen ja skaalan mahdollistavan paremmin esimerkiksi uusien digitaalisten palveluiden kehittämisen kuin L&T.

Kannattavuus parempi kiinteistötekniikassa

Lassila & Tikanoja on arvioinut että heidän kiinteistöpalveluille hyvä EBIT-marginaalitaso olisi 4-5%. Arviomme mukaan kiinteistöhuollon puolella marginaalit jäävät haarukan alalaitaan, kun taas menestyneiden kiinteistötekniisiin palveluiden keskittyneiden yhtiöiden kannattavuus on jonkin verran 5% yläpuolella, joskin yhtiökohtaiset erotkin ovat merkittäviä. Koska tämä liiketoiminta sitoo varsin vähän pääomia, olisi pääoman tuotto jo 5% marginaalitasolla L&T:n parhaimmista. Viime vuosina L&T:n kannattavuus kiinteistöpalveluissa on kuitenkin ollut selvästi tätä heikompi.

Markkinoiden kasvuvauhdiksi L&T arvioi molemmissa maissa 2-3% vuodessa, mutta mielestämme on syytä huomata, että ajoittain kovan hintakilpailun johdosta kaikki kasvu ei ole välttämättä kannattavuudeltaan tervettä, joten tähänkin kasvuun pääseminen ja samaan aikaan kannattavuuden parantaminen vaatii erinomaista operatiivista suoritusta.

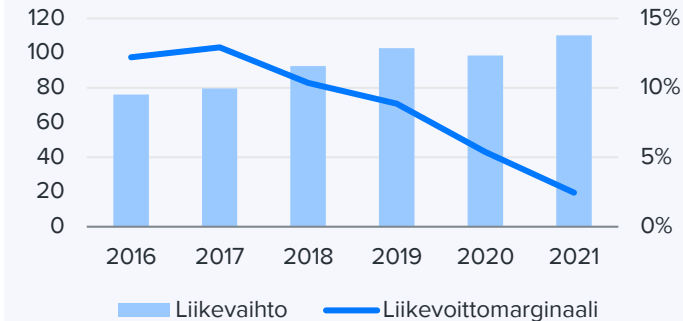
Teollisuuspalveluiden markkinat

Lassila & Tikanoja toimii teollisuuspalveluiden markkinoilla sekä Suomessa että Ruotsissa, joskin valtaosa liiketoiminnasta on Suomessa. Yhtiö arvioi tämän markkinan kooksi Suomessa ja Ruotsissa yhteensä 1,0 mrd EUR sekä vuosittaiseksi kasvuksi 2-3%. Aiemmin yhtiö on arvioinut relevantiksi markkinakseen Suomessa 600 MEUR.

Markkinoiden kokoa määriteltäessä on syytä huomata että L&T:n palvelutarjonta keskittyy prosessipuhdistukseen, viemärihuoltoon ja vaarallisen jätteen käsittelyyn. Näin ollen L&T ei kilpaile laajemmin ottaen teollisuuden ulkoistetuista kunnossapitopalveluista jossa mm. Caverion, Enersense ja Viafin Service toimii. Nämä ovat myös asiakkaan kannalta erilliset palvelut. Tämän takia myös L&T:n markkina on teollisuuden kunnossapitomarkkinoita pienempi, mutta toisaalta sen asema prosessipuhdistuksen markkinassa on vahva, ja sillä on selkeitä synergioita prosessipuhdistuksen ja jätteen käsittelyn välillä. L&T:n kilpailija Delete on arvioinut teollisuuspuhdistus- ja viemärihuolto markkinan 225 MEUR:n suuruiseksi vuonna 2018.

L&T:lle suurin toiminta on prosessipuhdistus, jota tehdään yleensä tehtaiden huoltoseisokkien yhteydessä, ja näin ollen ne toistuu joka 12-18 kuukauden välein. Nämä huoltoseisokit ovatkin kannattavuuden kannalta tärkeä osa teollisuuspalveluiden liiketoimintaa, sillä niissä resurssien tehokkuus on hyvä, kun toimitaan pidempi jakso yhdellä tehtaalla. Tämän lisäksi toimintaan sisältyy iso massa pienempiä tilauksia.

Delete Puhdistuspalvelut



Lähde: Delete, Inderes

Toimiala ja kilpailu 4/4




Asiakkaan kannalta prosessipuhdistus on tärkeää tehdä tehokkaasti ja oikein, jotta tehdas pysyy suunnitellusti toiminnassa seuraavaan huoltoseisokkiin asti. Tämän takia luotettavuus ja osaaminen ovat tärkeitä kriteereitä, eikä hintapaine ole arviomme mukaan niin kova kuin esim. kiinteistöpalveluiden puolella.

Lassila & Tikanoja on valituilla markkinoillaan #2 Suomessa, alan suurimman toimijan ollessa Delete.

Arvioimme näiden kahden toimijan hallitsevan yhteensä merkittävää osaa markkinasta, teollisuuspuhdistuksen ja viemärihuollon osalta yhteensä noin puolta, joiden jälkeen merkittävien toimijaa on Eerola-yhtiöt.

Lassila & Tikanoja arvioi vuosittaiseksi markkinan kasvuvauhdiksi 2-3%. Markkinan kasvuun vaikuttaa oleellisesti investoinnit uusiin tehtaisiin ja toisaalta mahdolliset vanhojen tehtaiden sulkemiset.

Deleten teollisuuspuhdistusliiketoiminta on viime vuosina tehnyt vaatimatonta tulosta, mutta 2018-19 se teki 9-10% EBIT-marginaalia eli samaa tasoa johon L&T on pystynyt varsin tasaisesti viime vuosina. Uskommekin tämän tason olevan alalle suhteellisen normaali kannattavuustaso.

	 Kiinteistöpalvelut				 Teollisuuspalvelut	 Ympäristöpalvelut
Kilpailukenttä	Siivous	Kiinteistöhuolto	Kiinteistötekniikka	Kiinteistöhallinnointi	Teollisuuden prosessipuhdistus	Jätehuolto ja kierrätys
L&T	X	X	X	X	X	X
Kotimaiset kilpailijat Suomessa						
SOL	X					
RTK	X	X	X		X	
N-Clean	X					
Delete					X	
Eerola					X	
Remeo						X
Kansainväliset kilpailijat						
ISS	X	X (ei ulkoalueiden hoitoa)	X	X		
Coor	X	X (ei ulkoalueiden hoitoa)	X	X		
Sodexo	X	X (ei ulkoalueiden hoitoa)	X	X		
Caverion			X			
Bravida			X			
Assemblin			X			

Lähde: Inderes

Strategia

Strategiana arvonluonti kiertotaloudessa

Lassila & Tikanoja on profiloitunut vahvasti kiertotalousyhtiönä ja se pyrkii toiminnallaan luomaan ratkaisuja ilmastomuutoksen ja luontokadon torjuntaan sekä kehittämään kestäväää taloutta. Strategia päivitettiin viimeksi syksyllä 2021, mutta suunta on ollut sama jo vuosia.

L&T pyrkii strategisiin tavoitteisiinsa esim. nostamalla asiakkaiden materiaalien kierrätysastetta, palauttamalla jätteitä ja sivuvirtoja hyötykäyttöön sekä parantamalla kiinteistöjen arvoa ja energiatehokkuutta. Strategisten valintojen suhteen tämä tarkoittaa, että L&T pyrkii keskittymään markkinoille, jotka täyttää seuraavat kriteerit:

- Markkinakasvu ylittää BKT-kasvun
- Top 3 asema on saavutettavissa
- L&T:n palvelut eivät ole helposti korvattavissa
- Kilpailuetuja on saavutettavissa
- Markkina tarjoaa kiertotaloussynergioita

Lisäksi L&T määrittelee että strategisen kehityksen suhteen kasvua tavoitellaan etenkin Ruotsista ja teollisuuspalveluista. Yhtiö myös pyrkii investoimaan kiertotalouden toimintoihin ja tarkkailee myös yritysostoja tukemaan kasvuaan.

Arvoa myös henkilöstölle ja yhteiskunnalle

L&T pyrkii jatkuvasti parempaan henkilöstökokemukseen ja henkilöstön suositteluasteen paranemiseen.

Yhteiskunnalle yhtiö luo arvoa korvaamalla fossiilisia raaka-aineita uusiutuville raaka-aineilla sekä neitseellisiä luonnonvaroja kierrätys raaka-aineilla. Tavoitteena on jatkuvasti kasvattaa toimintamme hiilikädenjälkeä eli positiivista ilmastovaikutusta. Lisäksi L&T edistää sosiaalista vastuuta yhteiskunnassa tarjoamalla työmahdollisuuksia myös niille, joiden on vaikea työllistyä tai jotka eivät pysty tekemään täyttä työpäivää.

Ei-taloudelliset strategiset tavoitteet

Yhtiö on strategiaansa liittyen asettanut seuraavat ei-taloudelliset tavoitteet:

- Palveluiden suosittelu (NPS): > 50
- Henkilöstön suositteluaste (eNPS): > 50
- Hiilijalanjälki (CO2 intensiteetti): 50% lasku 2030 vs. 2018
- Hiilikädenjälki (CO2 intensiteetti): kasvaa liikevaihtoa nopeammin

Yhtiö saavutti aiemmat suosittelutavoitteet vuonna 2021 ja on päivittänyt/nostanut niitä tälle vuodelle. Hiilijalanjälki on vähentynyt 19% 2021 vs. 2018 eli se on hyvässä vauhdissa tavoitteeseen nähden. Hiilikädenjälki sen sijaan laski vuonna 2021.

Sääntely ja vahvat markkina-asetat tukena

Yhtiön liiketoimintaa ohjaa myös paljon lainsäädäntö ja muu sääntely, joka asettaa vaatimuksia sekä L&T:n asiakkaille että yhtiön omalle toiminnalle. Tämän suhteen pitkäaikainen trendi on kierrätysvaatimusten lisääntyminen, joka lähtökohtaisesti tukee Lassila & Tikanojan

liiketoimintaa.

Markkinan kasvutrendin lisäksi L&T:n vahvuus on vahvat markkina-asetat, etenkin Suomessa, jossa se on yhtiön arvion mukaan kaikissa toiminnoissaan kolmen suurimman joukossa, strategisten kriteerien mukaisesti.

Strategiset valinnat eivät ole mielestämme täysin heijastuneet toimenpiteinä

L&T:n strategiset kriteerit ovat varsin selvät, mutta mielestämme yhtiö ei ole kovin vahvasti toteuttanut niitä tukevia toimenpiteitä. Esimerkiksi siivouspalveluita tai kiinteistöhuoltoa laajemminkaan on mielestämme vaikea nähdä osana kiertotaloutta, eikä siinä myöskään ole helppo saavuttaa kilpailuetuja. Lisäksi Ruotsin markkinalla L&T:n asema siivouspalveluissa on selvästi tavoiteltua top 3:a heikompi.

Yritysostojen osalta L&T on viimeisen parin vuoden aikana ostanut kaksi jätehuolto-yhtiötä, yhden teollisuuspuhdistusyhtiön, yhden siivouspalveluyhtiön ja kaupan tukitoimintoja palvelevan yhtiön. Mielestämme nämä ovat luonteeltaan enemmän nykyisiä toimintoja kasvattavia pieniä bolt-on yritysostoja kuin strategisia tavoitteita edistäviä valintoja, joskin jätehuollon ja teollisuuspuhdistuksen osalta näemmä molempien toteutuvan.

Odotamme siis L&T:ltä entistä selkeämpiä valintoja ja toimia sen suhteen minkälaisissa liiketoiminnoissa se haluaa olla mukana ja kasvaa, ja mistä taas voisi vetäytyä mahdollisesti kokonaan pois.

Taloudelliset tavoitteet

Taloudelliset tavoitteet

Lassila & Tikanoja päivitti taloudellisia tavoitteitaan lokakuussa 2019, jolloin aiemmasta marginaalitavoitteesta luovuttiin ja siirryttiin nykyiseen kolmeen tavoitteeseen, jotka ovat:

- Liikevaihdon kasvu: 5% pa.
- Sijoitetun pääoman tuotto: 15%
- Nettovelkaantumisaste: alle 125%

Liikevaihdon kasvu 5% pa.

Yhtiön nykyinen liikevaihdon kasvutavoite on 5% vuodessa, joka sisältää sekä orgaanisen että epäorgaanisen kasvun. Historiallisesti yhtiö on viime vuosina saavuttanut tämän tavoitteen 2017 ja 2018 (Ruotsin ison yritysoston ansiosta) sekä 2021 kun kysyntä toipui koronakriisin jälkeen.

Arvioimme orgaanisen kasvun olleen historiallisesti noin 2% vuodessa ja näemmä saman suuruusluokan todennäköisenä tulevana kasvuna. Yksittäisinä vuosina kasvu voi yltää yli 5%:n, mutta kasvutavoitteen saavuttaminen useamman vuoden ajan vaatii mielestämme yritysostoja, jota L&T onkin suhteellisen säännöllisesti tehnyt. Tämän tavoitteen saavuttaminen on siis hyvin mahdollista, mutta se riippuu täysin yritysostojen toteuttamisesta.

Sijoitetun pääoman tuotto 15%

Lassila & Tikanoja luopui aiemmasta 9% EBIT-marginaalitavoitteesta ja laski sijoitetun pääoman tuottotavoitettaan 20%:sta 15%:iin, kun tavoitteet päivitettiin 2019. L&T on historiallisesti pystynyt

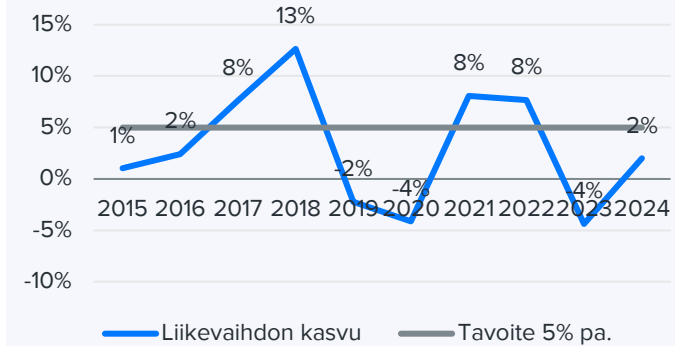
ylittämään 15% tuottotason, mutta Ruotsin yritysoston jälkeen vuonna 2017 ja heikentyneen kannattavuuden myötä viimeiset viisi vuotta yhtiön pääoman tuotto on ollut nykyisen tavoitteen alapuolella.

Arvioimme, että pelkän tuloksen parantumisen kautta 15% tavoitteen saavuttaminen vaatisi EBIT-marginaalin parantumista nykyiseltä 5%-tasolta yli 7%:n. Tämä vaatisi varsin laaja-alaista kannattavuuden paranemista, jota emme tällä hetkellä näe todennäköisenä. Emme myöskään näe yhtiöllä olevan mahdollisuuksia merkittävään sijoitetun pääoman määrän pienentämiseen, joka tarkoittaa, että näemme tämän tavoitteen vaikeaksi saavuttaa lähivuosina. Keskipitkällä aikavälillä tavoite on mielestämme saavutettavissa, mutta se voi vaatia rakenteellisia muutoksia.

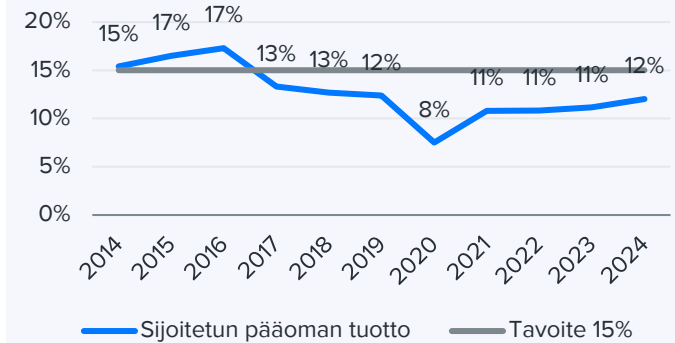
Nettovelkaantumisaste alle 125%

Nettovelkaantumisastavoitetta nostettiin 2019 tasolle "alle 125%" ja yhtiön velkaantuminen onkin noussut viime vuodet. 2017 Ruotsin yrityskaupan myötä se nousi yli 50%:n ja 2021 lopussa lähes 80%:iin, johon vaikutti merkittävästi (+25 %-yksikköä) myös vuokrasopimusten kirjaaminen taseeseen vuodesta 2019 alkaen. Nettogearing on kuitenkin vielä alle tavoitellun maksimitason ja mahdollistaa näin ollen kasvuinvestoinnit ja mahdolliset yritysostot. Tällä hetkellä L&T voisi arviomme mukaan lisätä nettovelkaa noin 50 MEUR ennen kuin se saavuttaisi 125% gearingin. Uskomme, että L&T tulee pysymään tulevaisuudessakin gearing-tavoitteensa puitteissa ja lähinnä suuri yksittäinen yritysosto voisi johtaa tavoitteen ylittymiseen.

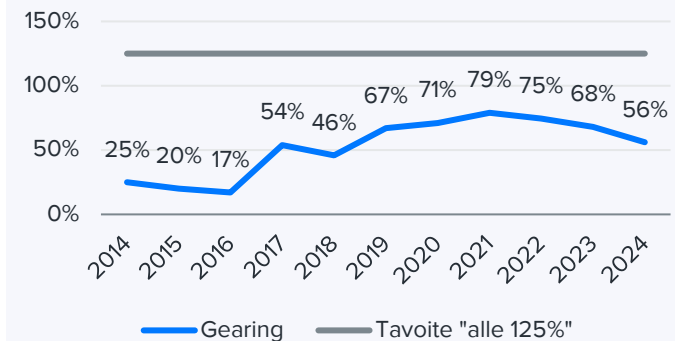
Liikevaihdon kasvu vs. tavoite



Sijoitetun pääoman tuotto vs. tavoite



Gearing vs. tavoite



Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne 1/2

Historiallinen tuloskehitys

Lassila & Tikanojan taloudellista kehitystä kuvaa tasaisuus. Arvioimme yhtiön orgaanisen kasvun vuosina 2005-2021 olleen noin 2% vuodessa, jonka lisäksi yritys on ostanut liikevaihtoa noin 330 MEUR, joista suurimmat yksittäiset ostot ovat Biowatti vuonna 2007 (64 MEUR) ja Veolia FM Ruotsista vuonna 2016 (110 MEUR). Suurin vuosittainen liikevaihdon pudotus viimeisen 15 vuoden aikana on ollut vain 4%, jonka yhtiö koki sekä finanssikriisissä 2009 että koronavuonna 2020. Tämä kuvaa hyvin yhtiön liiketoiminnan defensiivisyyttä.

Myös tuloksen tekemisen/kassavirran suhteen tahti on ollut varsin tasaista. Liikevoitto/oikaistu liikevoitto (raportointikäytäntö on vaihdellut) on vaihdellut 39 MEUR ja 55 MEUR välillä vuosina 2005-21, keskiarvon ollessa 47 MEUR. Operatiivinen kassavirta on puolestaan pyörinyt 80 MEUR:n ympärillä.

Jonkin verran huolestuttavaa on tosin se, että liikevaihdon kasvaessa tulos ei ole kasvanut vastaavasti eli suhteellinen kannattavuus on vuosien saatossa heikentynyt finanssikriisiä edeltäneestä 9%:n EBIT-marginaalitasolta viime vuosien noin 5%:iin. Samoin pientä huolta aiheuttaa että absoluuttisinkin tuloksen osalta yli 50 MEUR tasoa ei ole saavutettu viimeiseen viiteen vuoteen ja 2019-20 tulostaso oli historiallisille pohjatasoilla. Nettotuloksen osalta L&T:n ”normaali” taso on ollut 30-35 MEUR, joka vastaa 0.80-0.90 EUR EPS-tasoa.

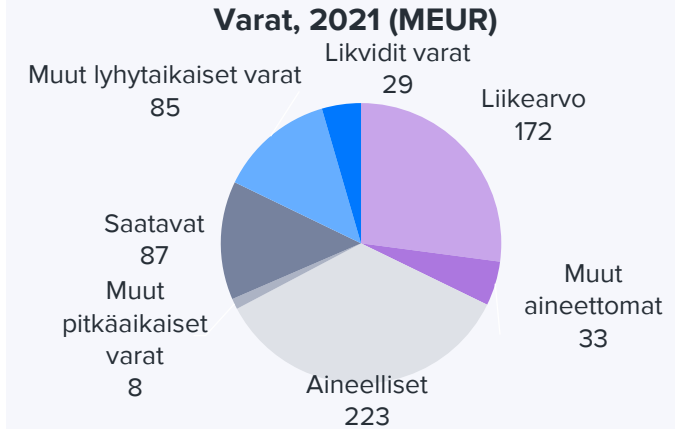
Taloudellinen tilanne

Lassila & Tikanojan varat muodostuvat pääasiassa yritysostoissa syntyneestä liikearvosta sekä aineellisista hyödykkeistä eli koneista ja kalustosta. Nämä kaksi erää kattavat yli 60% taseesta. Molemmissa näissä erissä suurin osa varoista on sitoutunut Ympäristöpalvelut-toimialle, jossa aineellisia hyödykkeitä ovat esimerkiksi kierrätyslaitokset ja jätteenkeräyskalusto. Liikearvojen suhteen yhtiö on arvioinut kaikkien toimialojen nykyarvon ylittävän kirjanpitoarvot vähintään 40%:lla eli liikearvoissa ei ole tällä hetkellä merkittävää alaskirjauriskää.

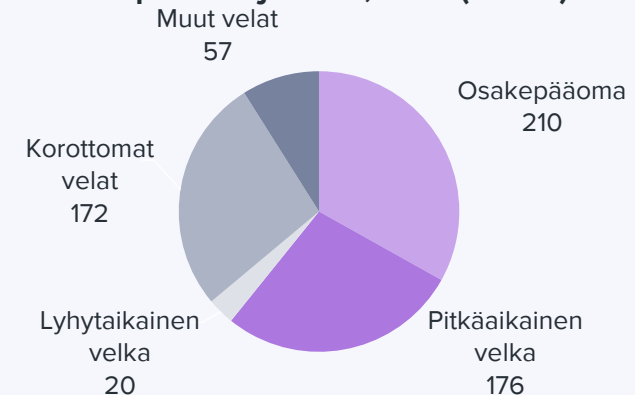
L&T:n liiketoiminnan luonteen vuoksi sillä on hyvin pienet varastot ja nettokäyttöpääoma on kokonaisuudessaankin varsin pieni, joka tarkoittaa, että L&T:llä ei orgaanisesti kasvaessa sitoudu merkittävästi lisää pääomia, joka tukee pääoman tuoton parantumista.

Taseen vastattavaa puoli 2021 lopussa on melko tasapainoinen, jakautuen karkeasti 1/3 oma pääoma, 1/3 korolliset/leasing velat ja 1/3 korottomat/muut velat.

Q1 lopussa yhtiön nettovelkaantumisaste oli jo hieman yli 100% (tavoite ”alle 125%”) ja omavaraisuusaste noin 30%, heikentyen 2021 lopusta osingonjaon ja yrityskauppojen maksujen takia. Tämä jättää rajallisesti tilaa uusille yritysostolle, mutta toisaalta tasaisen kassavirran ansiosta nämä luvut on mielestämme vielä riittävän hyviä yhtiölle. Toukokuussa yhtiö vahvisti velkaprofiliiaan uudella 2028 erääntyvällä 75 MEUR joukkovelkakirjalainalla, jolla uudelleen rahoitetaan 2023 erääntyvä 50 MEUR laina.

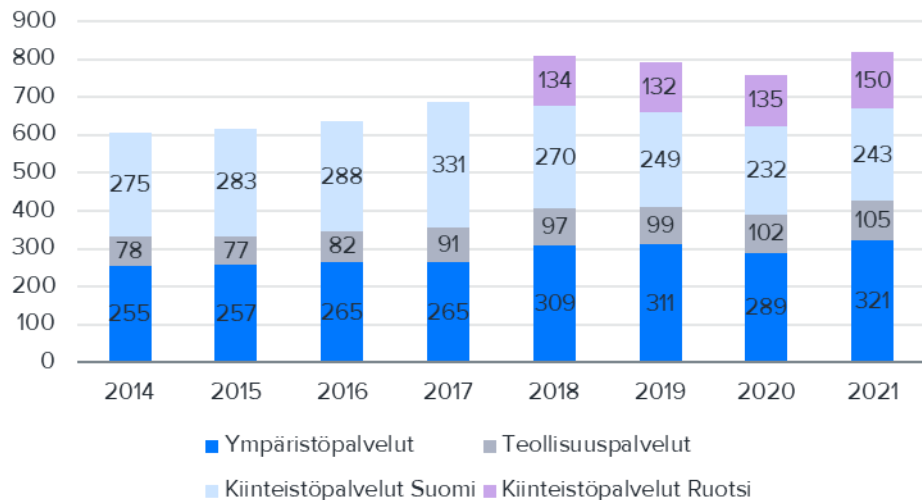


Oma pääoma ja velat, 2021 (MEUR)

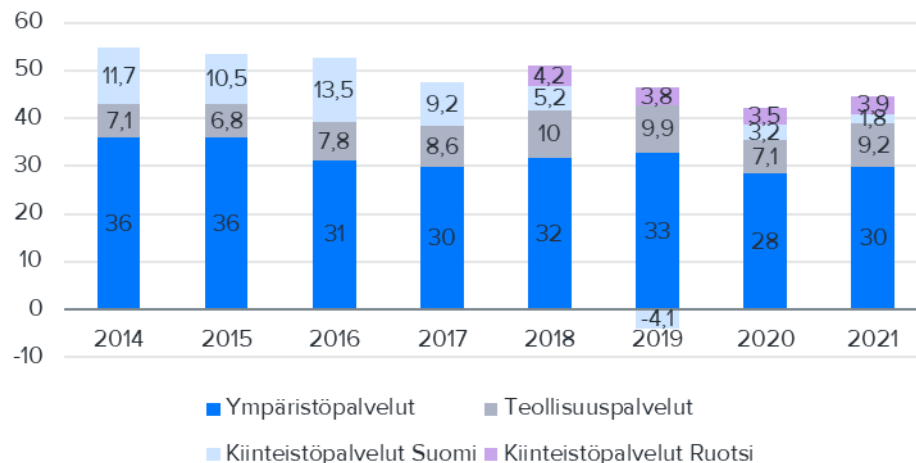


Historiallinen kehitys 2/2

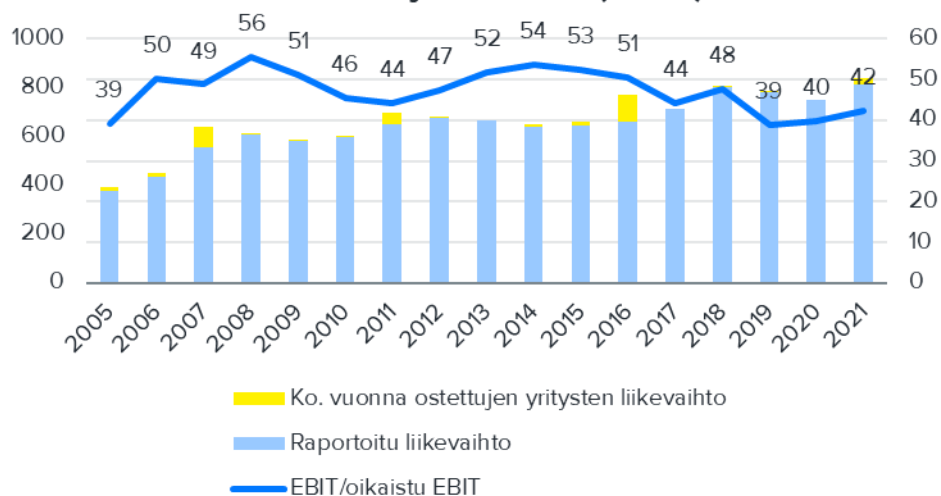
Liikevaihdon kehitys divisoionittain (MEUR)



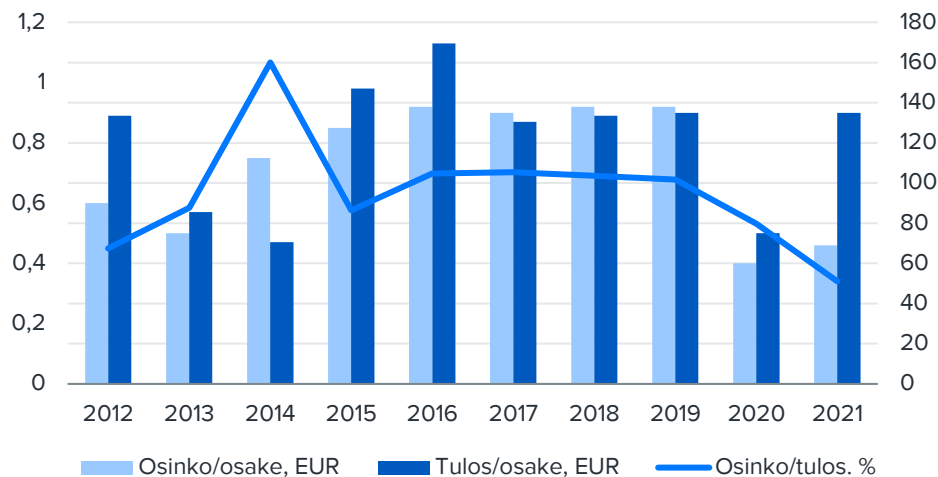
Liikevoiton kehitys divisoionittain (nykyinen strukturi ilman konsernieriiä, MEUR)



Liikevaihto ja liikevoitto (MEUR)



Osakekohtainen tulos ja osinkohistoria



Ennusteet 1/3

Ennustamme orgaanista kehitystä

Mallinamme Lassila & Tikanojaa sen neljän segmentin liikevaihdon ja liikevoiton kehityksen kautta. Sisällytämme ennusteisiin jo ilmoitetut yritysostot, mutta emme ennusta mahdollisia tulevia yrityskauppoja eli ennusteemme pohjautuu lähinnä orgaaniseen kehitykseen. Kuten olemme aiemmin tuoneet ilmi, L&T:n liiketoiminta on varsin defensiivistä ja tasaista, eikä talouden suhdanteet siten merkittävästi heiluta sen kehitystä.

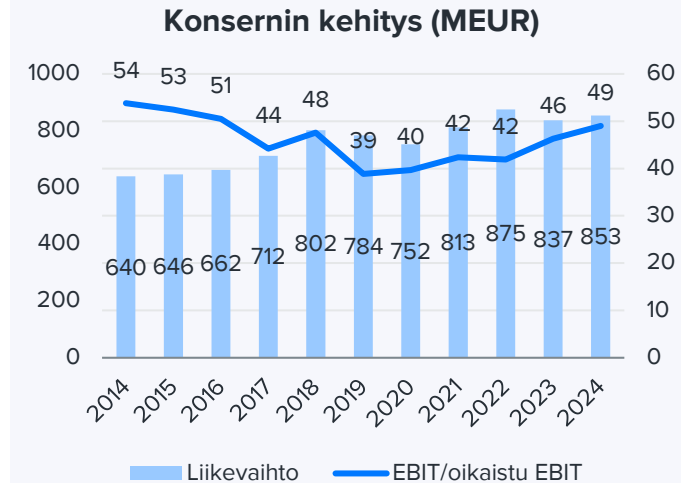
Tasaista liikevoiton kehitystä ohjeistettu vuodelle 2022

Lassila & Tikanojan vuosi 2022 lähti käyntiin heikosti, jota yhtiö indikoi jo Q421 raporttinsa yhteydessä. Q122 liikevaihto kasvoi 10% edellisestä vuodesta, josta 5% orgaanista, mutta oikaistu liikevoitto tippui tasan nolnaan viime vuoden 3,6 MEUR:sta. Tähän vaikuttivat koronaviruksen aiheuttamat sairauspoissaolot sekä kohonnut polttoaineiden hinta, joilla yhtiö arvioi yhteensä olleen noin 5 MEUR negatiivinen vaikutus.

Uskomme että yhtiö tulee siirtämään kohonneita kustannuksia hintoihin tänä vuonna, joka tukee orgaanista liikevaihdon kasvua etenkin Ympäristöpalvelut toimialalla. Tämän lisäksi viime vuonna ja tämän vuoden alussa tehdyt yritysostot tukevat liikevaihdon kasvua. Ennustamme liikevaihdon kasvavan 8% vuonna 2022 ja nykyinen ohjeistus edellisvuoden tasoisesta liikevaihdosta näyttää mielestämme varovaiselta.

Yhtiöllä ei kuitenkaan ole tarkkaa määritelmää siitä mitä ”edellisvuoden tasoa” tarkoittaa eli 5% kasvu tai enemmänkin voidaan vielä nähdä olevan nykyisen ohjeistuksen puitteissa. Lisäksi on mahdollista että Biowatti siirtyy uuteen yhteisyrytykseen Q3 aikana, jolloin siitä ei kirjata liikevaihtoa L&T:lle enää yhteisyrytyksen muodostumisen jälkeen, joka siten vaikuttaisi negatiivisesti koko vuoden liikevaihtoon. Meidän ennusteissa Biowatti on vuoden 2022 loppuun asti. Tällä on koko vuoden tasolla vaikutusta lähinnä liikevaihtoon, sillä liiketulosta Biowatti ei ole käsityksemme mukaan juuri tuottanut.

Liikevoiton suhteen Q1:llä häirinnyt koronapandemia ei enää ennusteissamme loppuvuonna vaikuta oleellisesti tulokseen, mutta kohonneet polttoainehinnat ja muu inflaatiopaine vaikuttavat edelleen negatiivisesti ainakin Q2:lla ennen kuin korkeammat kustannukset on saatu kompensoitua hinnankorotuksilla. Toisaalta nouseva liikevaihto tukee kannattavuutta ja odotamme H2 liikevoiton paranevan viime vuodesta ja sen tukemana yhtiön yltävän koko vuoden oikaistun liikevoiton osalta viime vuoden tasolle eli 42 MEUR (2021: 42,4 MEUR), kuten yhtiö on ohjeistanut. Tämä tarkoittaa suhteellisen kannattavuuden painumista edelleen hieman alaspäin. Segmenttitasolla odotamme Teollisuuspalvelujen parantavan hieman tulostaan, muiden jäädessä viime vuoden tasoon tai hieman alle.



Ennusteet 2/3

Odotamme nettotuloksen laskevan ja osingon säilyvän ennallaan 2022

Liikevoiton alapuolella yhtiöllä on tänä vuonna selvää vastatuulta, kun rahoituskulut ovat nousussa uuden, korkotasoltaan korkeamman ja kooltaan isomman joukkovelkakirjan myötä, ja odotamme veroasteen normalisoituvan 20% tuntumaan viime vuoden poikkeuksellisen matalalta tasolta.

Tästä johtuen nettotulos ja osakekohtainen tulos laskevat ennusteissamme viime vuoteen verrattuna. Laskevan osakekohtaisen tuloksen takia odotamme osingon pysyvän ennallaan 0.46 eurossa.

Tulostason parantuminen ennusteissa 2023

Vuonna 2023 ennustamme liikevaihdon laskevan 4%:a, sillä olemme olettaneet Biowatin liiketoiminnan poistuvan L&T:n luvuista 2023 alusta alkaen. Tämä pienentää liikevaihtoa yli 50 MEUR tai 6-7%. Organisesti odotamme siis noin 2-3%:n kasvua vuonna 2023, jota tukee tämän vuoden aikana tehdyt hinnankorotukset. Toisaalta negatiivisena tekijänä on jätelain aiheuttama kunnallisen jätekeräyksen väheneminen. L&T arvioi lain muutoksen vaikuttavan noin 10%:iin Ympäristöpalveluiden liikevaihdesta, joka ei kuitenkaan kokonaan poistu vaan L&T voi saada sopimuksen jätteen keräyksestä kunnilta. Tämä kuitenkin vähentää yhtiön arvonluontia ja tuloksentekeyttä ja osa liikevaihdesta tulee arviomme mukaan poistumaan kokonaan. Arvioimme noin 1%-yksikön negatiivisen vaikutuksen Ympäristöpalveluihin vuosittain

2022-25 eli kokonaisuudessaan noin 4-5% nykyisestä Ympäristöpalvelujen liikevaihdesta poistuu. Vaikutus L&T-tasolla on kuitenkin melko pieni.

Toisena negatiivisena ajurina liikevaihdon kehitykselle näemmä Kiinteistöpalvelut Suomi – toimialan kannattavuuden parannustoimet, joiden uskomme tarkoittavan myös joistain asiakkuuksista/sopimuksista luopumista. Tämän pitäisi olla kuitenkin tuloksen ja arvonluonnin suhteen positiivista, jos kannattavuutta saadaan näin parannettua.

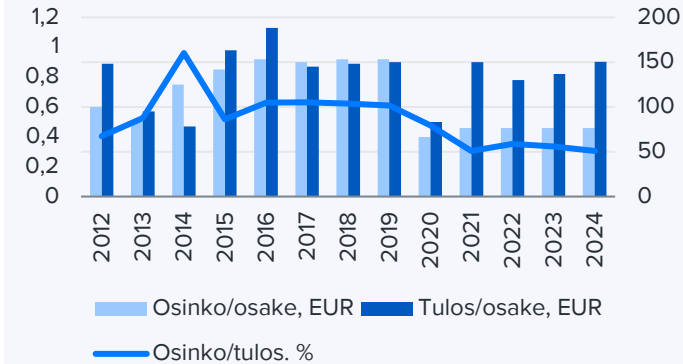
Pääoman tuotto on kohtuullisen hyvää

Lassila & Tikanojan pääoman tuotto on ollut vuotta 2020 lukuun ottamatta viime vuosina yli 10% ja ennen 2017 tehtyä yrityskauppaa yli 15%. Tällä tuottotasolla yhtiö luo mielestämme selvästi arvoa. Koska odotamme taseen pysyvän varsin nykyisen kaltaisena ja tuloksen nousevan hieman, ennusteissamme pääoman tuotto nousee hienoisesti, mutta pysyy 11-13% haarukassa, jota L&T on nykyisellä rakenteella pystynyt tekemään. Kuten aiemmin todettu, tämä jää yhtiön omasta 15%:n tavoitetasosta.

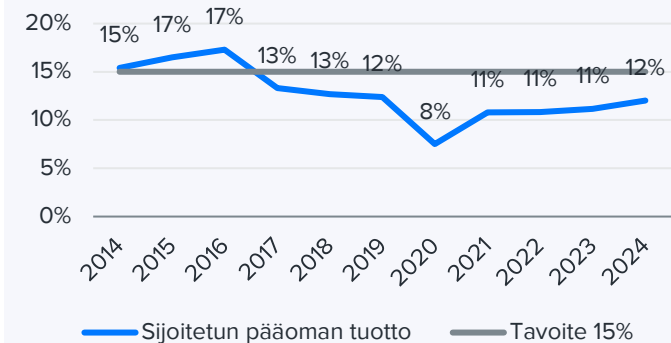
Tasaista kehitystä myös pidemmälle eteenpäin

Ennustamme L&T:n liikevaihdon kasvavan 2% vuodessa vuodesta 2025 eteenpäin ja liikevoittomarginaalin jäävän keskimäärin 5% tasoon. Koska pieni kasvu ei vaadi kasvuinvestointeja, pysyy investointitaso lähellä poistoja. Tämä tuottaa 35-40 MEUR vapaata kassavirtaa vuosittain.

Osakekohtainen tulos ja osinko

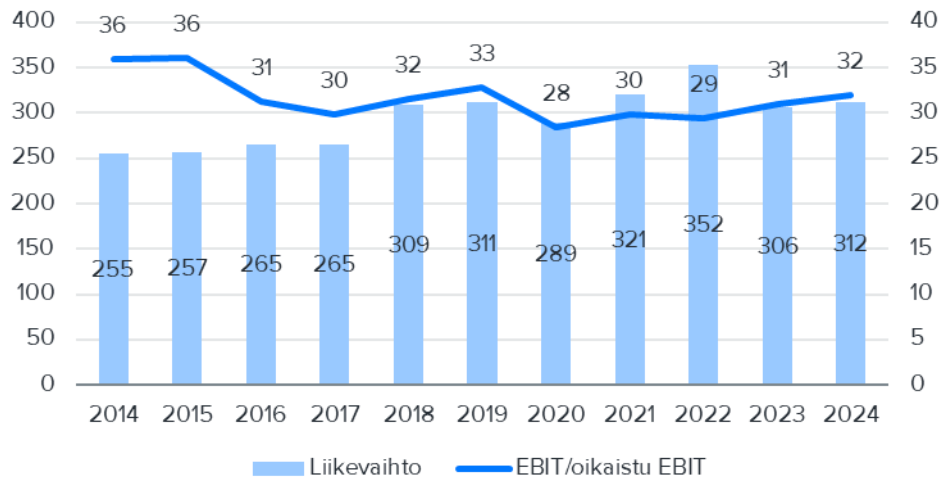


Sijoitetun pääoman tuotto vs. tavoite

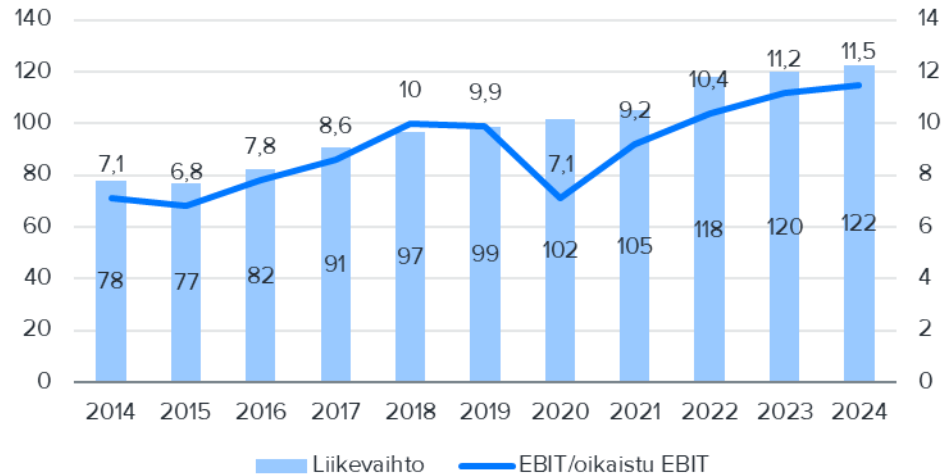


Ennusteet 3/3 - divisioonaennusteet

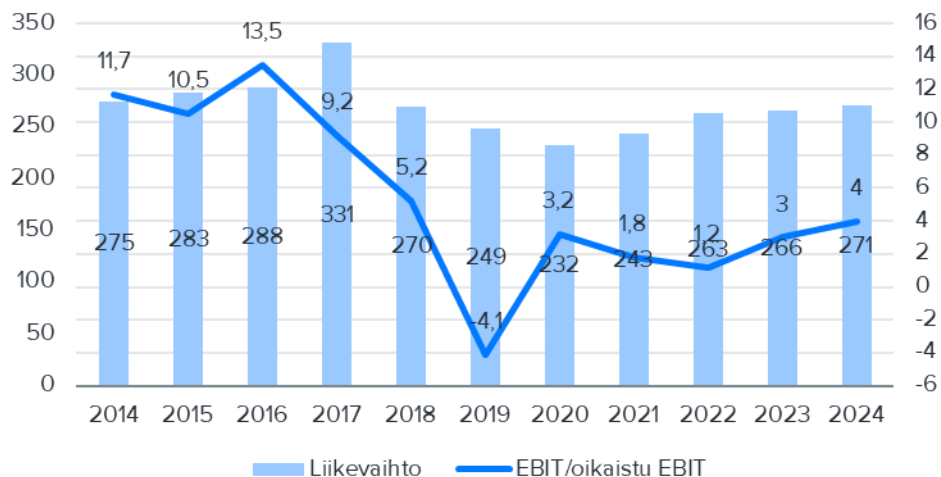
Ympäristöpalvelut



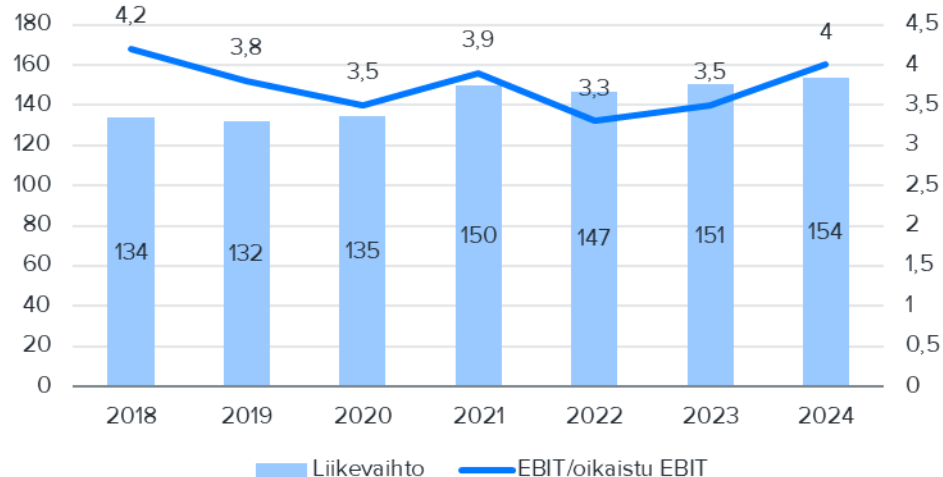
Teollisuuspalvelut



Kiinteistöpalvelut Suomi



Kiinteistöpalvelut Ruotsi



Arvonmääritys ja suositus 1/3

Tasainen tulos- ja kassavirta helpottaa arvonmääritystä

L&T:n tasainen tulos- ja kassavirtakehitys tekee useiden perinteisten arvostusmetodien käytön suhteellisen helpoksi. Se mahdollistaa sekä DCF-mallin että tulospohjaisen arvostuksen käytön ja tekee myös osinkotuotosta ennustettavaa. Tuotto-odotuksessa katsomme lähivuosien tuloskasvua, osinkotasoa sekä mahdollista arvostuskertoimien muutosta.

DCF-malli

Vakaan toimialan, tasaisen kasvun ja melko hyvin ennustettavan liiketoiminnan takia DCF-malli on mielestämme L&T:lle relevantti arvonmääritysmenetelmä.

Tärkeimpien ennustevuosiemme (2022-24, jotka on käyty läpi aiemmin) jälkeen ennustamme yhtiölle 2025 vuodesta eteenpäin tasaista 2% liikevaihdon ja tuloksen kasvua. Tämä tarkoittaa liikevoiton olevan 50 MEUR molemmin puolin 2025-30 ja investointien pysyvän noin poistojen suuruisena 55 MEUR:n tasolla.

Koska yhtiö on hyvin defensiivinen ja tasainen, käytämme tuottovaatimuksena (WACC) suhteellisen alhaista 6.7%:n tasoa. Matalan tuottovaatimuksen takia iso osa (noin 60%) rahavirroista syntyy vasta vuoden 2031 jälkeen eli terminaalijaksolla.

DCF-mallimme antaa L&T:n velattomaksi arvoksi noin 660 MEUR, joka tarkoittaa osakepääoman arvoksi noin 475 MEUR eli noin 12.5 euroa

osakkeelta.

Tulospohjainen arvostus

Lassila & Tikanojan EV/EBIT arvostus on 2022 tuloksella noin 13x. Historiaan nähden se on alhainen, sillä viime vuosien keskiarvo on noin 16x. Arviomme mukaan historiallisessa arvostuksessa on kuitenkin ollut odotuksia tulosparannuksesta, joka ei ole toteutunut, emmekä odota isoa tuloshyppyä tulevaisuudessakaan. Siitä huolimatta näemme, että L&T:n pitäisi pystyä sen pitkän aikavälin keskimääräiseen tulostasoon eli 45-50 MEUR, jota ennustammekin vuosille 2023-24. Näiden vuosien EV/EBIT on 11-12x, joka on mielestämme melko vaatimaton kerroin L&T:n kaltaiselle tasaiselle yhtiölle.

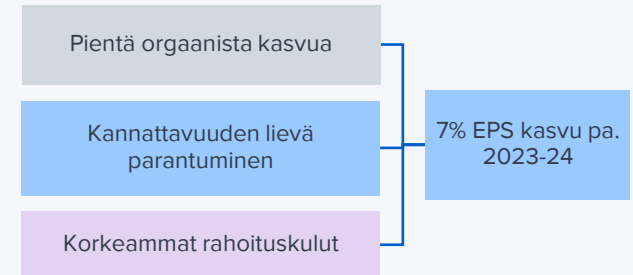
P/E-luvulla L&T on hinnoiteltu vuoden 2022 tuloksella 13x, joka laskee 2023 ennusteilla noin 12x tasolle, sekin mielestämme vaatimaton taso. Historiallisesti P/E-luku on ollut noin 16x, joskin pidämme tätä taas hieman turhan korkeana tuloskasvupotentiaali ja nykyinen velkataso huomioiden.

L&T tarjoaa nykykurssilla ja kestäväällä noin 50-60% osingonjakosuhteella noin 4.5%:n osinkotuototon.

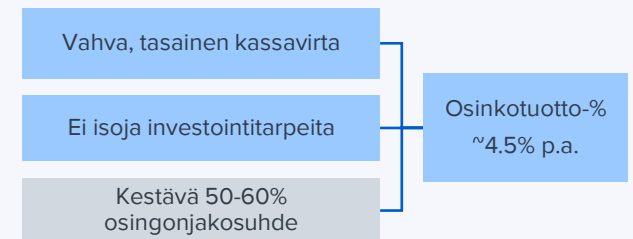
Osaketuoton ajurit 2022-2024

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

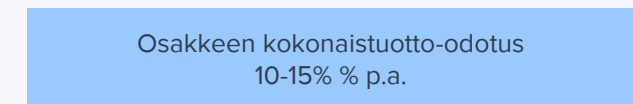
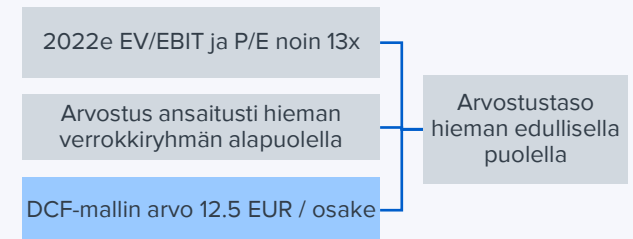
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Arvonmääritys 2/3

Arvostus verrokkiryhmään nähden

Lassila & Tikanojalla ei ole mielestämme suoria verrokkeja sen paremmin Pohjoismaissa kuin kansainvälisestikään. Käytämme vertailuryhmässä isoja kansainvälisiä jätehuollon yhtiöitä (joko osittain tai kokonaan jätehuolto/kierrätystä) kuten Casella Waste, Republic Services, Waste Connections, Waste Management, Veolia ja Seche. Toisena ryhmänä verrokkeina on kiinteistöhuollon toimijat Coor, ISS ja Sodexo. Lisäksi verrokkiryhmään sisältyy kotimainen Caverion, joka on kiinteistötekniisiin palveluihin ja projekteihin keskittynyt yritys. Emme ole sisältäneet muita kiinteistötekniisten palveluiden yrityksiä kuten Bravida tai Instalco, koska niiden liiketoiminnassa projekteilla on merkittävä osuus, jota L&T:llä ei ole.

Verrokkiyhtiöistä Caverion, Coor ja Seche ovat markkina-arvoltaan alle 1 mrd. euroa eli L&T:n kokoluokkaa, kun taas useimmat jätehuollon toimijat ovat kymmenien miljardien arvoisia yrityksiä.

Verrokkiryhmän mediaani EV/EBIT kuluvalle tilikaudelle on reilu 14x ja P/E 15x, molemmat jonkun verran L&T:tä korkeammalla tasolla. Osinkotuotto verrokkiryhmällä on 3%:n luokkaa eli selvästi L&T:tä matalampi. Kokoluokan ja päämarkkinoiden eroista johtuen verrokkiryhmän arvostus ei suoraan ole sovellettavissa L&T:hen. Huomioimme kuitenkin, että sekä EBIT-marginaalin että pääoman tuoton suhteen verrokkiyhtiöiden mediaani on hyvin lähellä L&T:n tasoa. Kasvuvauhti verrokeilla on tosin parempi, joka oikeuttaa korkeammat kertoimet.

Kokonaisuutena näemme L&T:n arvostuksen suhteessa verrokkeihin suhteellisen oikeana ja siten neutraalina osakkeen tuotto-odotuksen näkökulmasta.

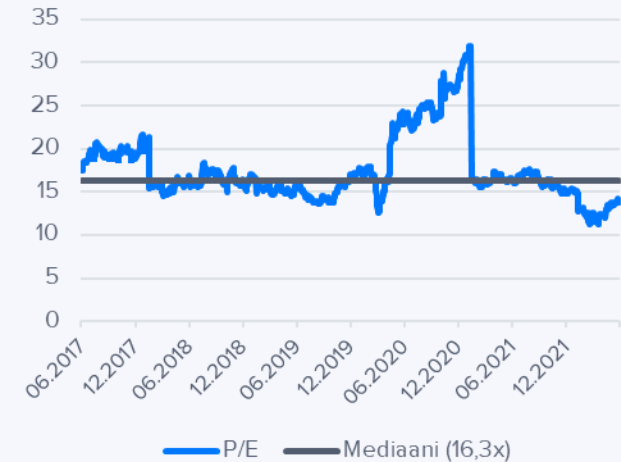
Yritystojen potentiaali

Kuten aiemmin mainittu, L&T:n strategiaan kuuluu yritysostot ja se on niitä vuosien varrella tehnyt lukumääräisesti melko paljon, joskin tyypillisesti kohteet ovat olleet hyvin pieniä liikevaihdoltaan. Q1'21 lopussa yhtiön velkaantumistaso oli hieman yli 100%, joka on kausiluontoisesti heikko kvartaali kun osingot on juuri maksettu.

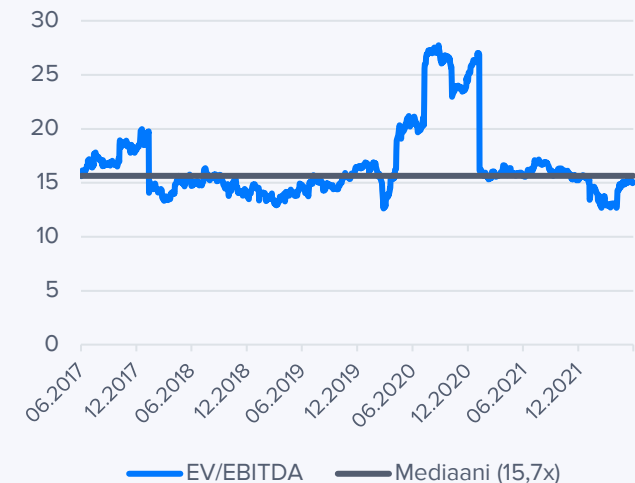
Velkaantumistavoitteensa puitteissa L&T:llä on arviomme mukaan mahdollisuus noin 50 MEUR lisävelan ottamiseen. Tämä voisi ostetun yrityksen arvostuskertoimista riippuen tarkoittaa karkeasti 2.5-5 MEUR liiketuloksen lisäystä eli 6-12% nykytasoon. Olettamalla 3.5% korkokulun (hiljattain tehdyn bondin tasoon), tämä tarkoittaisi noin 2-10% lisäystä osakekohtaiseen tulokseen. Onnistuneella yritysosto(i)lla voisi siis olla lievä positiivinen vaikutus myös yhtiön arvoon.

Huomioimme kuitenkin että historiallisesti L&T on tehnyt vain pari isompaa yritysostoa, eikä niillä ole onnistuttu mielestämme luomaan oleellisesti arvoa. Pienemmistä yrityskaupoista kertynyt liikevaihto/voitto on taas osittain kompensoinut muun liiketoiminnan pienemistä, eikä siten ole suoraan kasvattanut yhtiön tulosta, joka on tasaista liikevoittohistoriaa katsoessa helposti havaittavissa.

L&T eteenpäin katsova P/E



L&T eteenpäin katsova EV/EBIT



Arvonmääritys 3/3

Lisäksi uskomme että jos yhtiön gearing yrityskaupan myötä menisi lähelle sen maksimitasoa 125% olettaisimme sen pyrkivän palaamaan ainakin alle 100% tasoon säilyttääkseen taloudellisen liikkumavaran ja siten keskipitkällä aikavälillä lisävelkaantumispotentiaalia nykytasoon nähden ei käytännössä ole.

Tästä johtuen emme siis huomioi mahdollisia tulevia yritysostoja osakkeen tuottopotentiaalia arvioidessa vaan onnistunut yritysosto on mahdollisuus odotettua parempaan tuottoon.

Arvostuksen yhteenveto – Lisää, tavoitehintaa 12 euroa

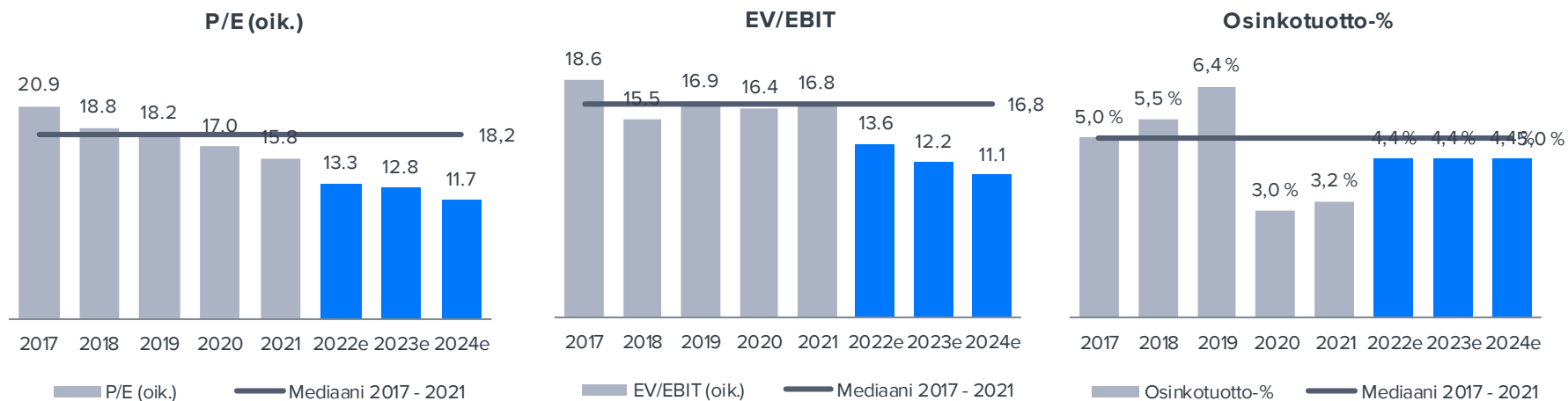
Yhteenvetona toteamme, että L&T:n lähivuosien tuotto-odotus muodostuu sekä tasaisesta osinkotuotosta että maltillisesta tulokasvusta kohti yhtiön historiallista tulostasoa. Osakkeen arvostustaso on monilla mittareilla pikemminkin edullinen kuin kallis, mutta yhtiön melko vaatimattoman kasvuprofiilin takia emme odota merkittävää muutosta kertoimissa, joskin näemme tässä mahdollisuuden lisätuottoon nykyiseen tuotto-odotukseemme nähden. Samoin onnistunut yritysosto voisi tuoda pientä lisäarvoa osakkeelle.

Matalaan riskitasoon suhteutettuna näemme 10-15% tuotto-odotuksen osakkeella hyvänä riski/tuotto-suhteena. Tämän vuoksi annamme osakkeelle Lisää suosituksen ja asetamme tavoitehinnaksi 12 euroa.

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	18,5	16,8	14,4	13,6	14,3	10,5	10,5	10,5	10,5
Osakemäärä, milj. kpl	38,1	38,1	38,1	38,1	38,1	38,1	38,1	38,1	38,1
Markkina-arvo	706	639	549	516	545	401	401	401	401
Yritysarvo (EV)	824	738	685	653	712	568	563	544	526
P/E (oik.)	20,9	18,8	18,2	17,0	15,8	13,3	12,8	11,7	11,7
P/E	20,9	18,8	15,8	27,2	15,9	13,5	12,8	11,7	11,7
P/Kassavirta	neg.	10,1	62,9	13,7	neg.	19,0	14,1	9,7	9,8
P/B	3,2	3,0	2,7	2,7	2,6	1,8	1,7	1,6	1,5
P/S	1,0	0,8	0,7	0,7	0,7	0,5	0,5	0,5	0,5
EV/Liikevaihto	1,2	0,9	0,9	0,9	0,9	0,6	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA (oik.)	9,7	8,2	6,9	7,7	7,5	5,8	5,5	5,2	5,0
EV/EBIT (oik.)	18,6	15,5	16,9	16,4	16,8	13,6	12,2	11,1	10,7
Osinko/tulos (%)	104,0 %	102,9 %	101,2 %	80,4 %	51,0 %	58,9 %	56,1 %	50,9 %	50,9 %
Osinkotuotto-%	5,0 %	5,5 %	6,4 %	3,0 %	3,2 %	4,4 %	4,4 %	4,4 %	4,4 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e
Caverion	4,46	612	739	9,6	8,0	5,0	4,5	0,3	0,3	11,6	9,3	4,5	5,6	2,8
Coor	80,70	717	868	19,0	15,4	10,7	10,2	0,8	0,8	14,3	13,8	5,1	5,3	3,9
ISS	119,85	2906	4760	12,8	10,7	7,7	6,9	0,5	0,5	13,1	10,5		4,9	2,3
Veolia	23,60	16418	26556	9,4	8,3	4,4	4,1	0,7	0,7	15,0	12,2	4,7	5,8	1,3
Sodexo	66,86	9952	13887	13,7	11,6	9,0	7,9	0,7	0,6	15,5	13,0	3,2	3,9	2,8
Seche Environnement	79,30	612	1087	13,4	12,1	5,8	5,4	1,2	1,1					
Casella Waste Systems	66,41	3249	3781	40,8	35,2	16,9	15,5	3,9	3,6	63,7	53,9			7,0
Republic Services	122,41	36328	45453	19,9	18,3	12,4	11,4	3,6	3,4	25,8	23,2	1,6	1,7	4,0
Waste Connection	150,38	28377	33587	27,5	24,1	16,1	14,8	5,0	4,7	30,9	27,0	0,8	0,9	4,1
Waste Management	141,58	55622	68324	21,1	19,5	13,1	12,3	3,7	3,5	25,1	22,7	1,8	2,0	8,0
Lassila & Tikanoja (Inderes)	10,52	401	568	13,6	12,2	5,8	5,5	0,6	0,7	13,3	12,8	4,4	4,4	1,8
Keskiarvo				18,7	16,3	10,1	9,3	2,1	1,9	23,9	20,6	3,1	3,7	4,0
Mediaani				16,4	13,7	9,9	9,0	1,0	1,0	15,5	13,8	3,2	4,4	3,9
Erotus-% vrt. mediaani				-17 %	-11 %	-41 %	-39 %	-37 %	-30 %	-14 %	-7 %	35 %	-1 %	-55 %

Lähde: Refinitiv / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	752	192	199	198	224	813	210	220	212	234	875	837	853	870
Ympäristöpalvelut	289	76,2	77,2	77,3	89,8	321	87,3	89,0	82,0	94,0	352	306	312	318
Teollisuuspalvelut	102	19,6	26,9	29,9	28,7	105	23,1	30,0	33,0	32,0	118	120	122	125
Kiinteistöpalvelut Suomi	232	61,2	59,0	59,9	63,0	243	68,3	65,0	65,0	65,0	263	266	271	277
Kiinteistöpalvelut Ruotsi	135	36,2	37,1	32,7	43,8	150	32,9	37,0	33,0	44,0	147	151	154	157
Muut & eliminoinnit	-6,1	-1,2	-1,5	-1,5	-1,8	-6,0	-1,2	-1,5	-1,5	-1,5	-5,7	-6,0	-6,1	-6,2
Käyttökate	85,2	16,3	24,2	31,4	23,3	95,2	13,5	24,1	33,2	26,6	97,4	102	105	104
Poistot ja arvonalennukset	-57,0	-12,6	-13,6	-13,4	-13,4	-53,0	-13,8	-14,0	-14,0	-14,0	-55,8	-55,8	-55,5	-55,3
Liikevoitto ilman kertaeriä	39,7	3,6	10,2	18,5	10,1	42,4	0,0	10,1	19,2	12,6	41,9	46,3	49,0	49,0
Liikevoitto	28,2	3,7	10,6	18,0	9,9	42,2	-0,3	10,1	19,2	12,6	41,6	46,3	49,0	49,0
Ympäristöpalvelut	20,0	4,5	7,9	10,3	7,1	29,8	2,9	8,0	10,5	8,0	29,4	31,0	32,0	32,0
Teollisuuspalvelut	7,1	0,2	3,2	4,1	1,7	9,2	0,2	3,5	4,5	2,2	10,4	11,2	11,5	11,5
Kiinteistöpalvelut Suomi	3,2	-1,3	-0,4	2,9	0,6	1,8	-2,3	-1,0	3,0	1,5	1,2	3,0	4,0	4,0
Kiinteistöpalvelut Ruotsi	3,5	0,4	0,6	1,5	1,4	3,9	-0,2	0,5	1,5	1,5	3,3	3,5	4,0	4,0
Muut & eliminoinnit	-5,6	-0,1	-0,7	-0,8	-0,9	-2,5	-0,9	-0,9	-0,3	-0,6	-2,7	-2,4	-2,5	-2,5
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-4,9	-0,6	-1,0	-0,9	-0,8	-3,3	-1,0	-1,2	-1,3	-1,3	-4,8	-6,0	-6,0	-6,0
Tulos ennen veroja	23,3	3,1	9,6	17,1	9,1	38,9	-1,3	8,9	17,9	11,3	36,8	39,3	43,0	43,0
Verot	-4,3	-0,6	-1,7	-3,1	0,9	-4,6	0,5	-1,8	-3,6	-2,3	-7,1	-8,1	-8,6	-8,6
Vähemmistöosuudet	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	19,0	2,5	7,9	14,0	10,0	34,4	-0,8	7,1	14,3	9,0	29,7	31,2	34,4	34,4
EPS (oikaistu)	0,80	0,06	0,20	0,38	0,27	0,91	-0,01	0,19	0,38	0,24	0,79	0,82	0,90	0,90
EPS (raportoitu)	0,50	0,07	0,21	0,37	0,26	0,90	-0,02	0,19	0,38	0,24	0,78	0,82	0,90	0,90

Tunnusluvut	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%	-4,1%	4,1%	8,5%	7,3%	12,0%	8,1%	9,6%	10,5%	6,7%	4,5%	7,7%	-4,4%	2,0%	2,0%
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-1,9%	24,1%	8,4%	5,8%	2,0%	6,8%	-100,0%	-0,9%	3,7%	24,8%	-1,2%	10,5%	5,8%	0,0%
Käyttökate-%	11,3%	8,5%	12,2%	15,8%	10,4%	11,7%	6,4%	11,0%	15,7%	11,4%	11,1%	12,2%	12,2%	12,0%
Oikaistu liikevoitto-%	5,3%	1,9%	5,1%	9,3%	4,5%	5,2%	0,0%	4,6%	9,1%	5,4%	4,8%	5,5%	5,7%	5,6%
Nettotulos-%	2,5%	1,3%	4,0%	7,1%	4,5%	4,2%	-0,4%	3,2%	6,8%	3,9%	3,4%	3,7%	4,0%	4,0%

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Pysyvät vastaavat	399	435	475	474	473
Liikearvo	154	172	182	182	182
Aineettomat hyödykkeet	28,9	32,5	34,5	32,1	30,3
Käyttöomaisuus	211	223	225	227	228
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	25,0	25,0	25,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	1,3	2,2	2,0	2,0	2,0
Laskennalliset verosaamiset	4,5	5,6	6,0	6,0	6,0
Vaihtuvat vastaavat	197	200	193	182	185
Vaihto-omaisuus	30,7	5,9	8,7	8,4	8,5
Muut lyhytaikaiset varat	33,4	78,8	40,0	40,0	40,0
Myyntisaamiset	82,9	86,8	96,2	92,0	93,9
Likvidit varat	50,2	28,6	48,5	41,8	42,7
Taseen loppusumma	597	635	668	656	658

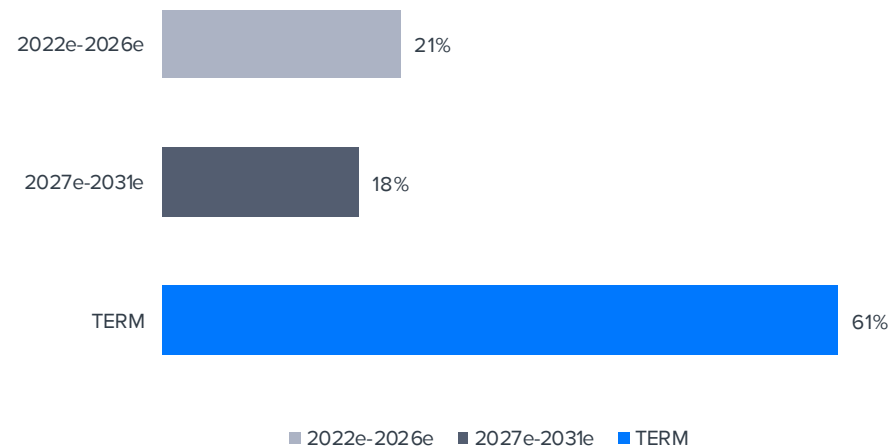
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Oma pääoma	193	210	223	237	254
Osakepääoma	19,4	19,4	19,4	19,4	19,4
Kertyneet voittovarot	178	197	209	223	240
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	-4,4	-5,7	-5,0	-5,0	-5,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	192	216	215	235	219
Laskennalliset verovelat	28,3	30,2	30,0	30,0	30,0
Varaukset	8,5	9,5	10,0	10,0	10,0
Lainat rahoituslaitoksilta	155	176	175	195	179
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	212	209	230	183	185
Lainat rahoituslaitoksilta	31,3	19,9	40,0	7,8	6,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	178	172	184	176	179
Muut lyhytaikaiset velat	2,4	17,2	6,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	597	635	668	656	658

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevoitto	42,2	41,6	46,3	49,0	49,0	44,4	45,3	46,2	47,1	48,0	49,0	
+ Kokonaispoistot	53,0	55,8	55,8	55,5	55,3	55,2	55,1	55,1	55,0	53,9	54,1	
- Maksetut verot	-3,8	-7,7	-8,1	-8,6	-8,6	-7,7	-7,9	-8,0	-8,2	-8,4	-9,8	
- verot rahoituskuluista	-0,4	-0,9	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-15,4	26,7	-9,5	1,5	1,5	1,6	1,6	1,6	1,7	1,7	1,7	
Operatiivinen kassavirta	75,7	116	83,3	96,2	96,1	92,3	93,0	93,7	94,4	94,0	95,0	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	1,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-87,7	-69,8	-55,0	-55,0	-55,0	-55,0	-55,0	-55,0	-55,0	-55,0	-61,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-11,0	46,1	28,3	41,2	41,1	37,3	38,0	38,7	39,4	39,0	33,8	
+/- Muut	0,0	-25,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-11,0	21,1	28,3	41,2	41,1	37,3	38,0	38,7	39,4	39,0	33,8	742
Diskontattu vapaa kassavirta		20,4	25,7	35,0	32,7	27,9	26,6	25,4	24,3	22,5	18,3	402
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		660	640	614	579	546	519	492	467	442	420	402
Velaton arvo DCF		660										
- Korolliset velat		-195,7										
+ Rahavarat		28,6										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-17,5										
Oman pääoman arvo DCF		475										
Oman pääoman arvo DCF per osake		12,5										

Rahavirranjakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	0,95
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,00 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	7,5 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	6,7 %

Lähde: Inderes

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	784,3	751,9	812,5	874,9	836,5	EPS (raportoitu)	0,91	0,50	0,90	0,78	0,82
Käyttökate	99,4	85,2	95,2	97,4	102,1	EPS (oikaistu)	0,79	0,80	0,91	0,79	0,82
Liikevoitto	45,0	28,2	42,2	41,6	46,3	Operat. kassavirta / osake	2,79	2,41	1,99	3,03	2,19
Voitto ennen veroja	42,0	23,3	38,9	36,9	39,3	Vapaa kassavirta / osake	0,23	0,99	-0,29	0,56	0,74
Nettovoitto	34,7	19,0	34,4	29,8	31,2	Omapääoma / osake	5,32	5,05	5,52	5,86	6,22
Kertaluontoiset erät	4,5	-11,5	-0,2	-0,3	0,0	Osinko / osake	0,92	0,40	0,46	0,46	0,46
Tase	2019	2020	2021	2022e	2023e	Kasvu ja kannattavuus	2019	2020	2021	2022e	2023e
Taseen loppusumma	583,7	596,6	635,3	668,1	656,1	Liikevaihdon kasvu-%	-2 %	-4 %	8 %	8 %	-4 %
Oma pääoma	203,0	192,5	210,4	223,3	237,1	Käyttökateen kasvu-%	10 %	-14 %	12 %	2 %	5 %
Liikearvo	151,9	154,0	172,1	182,1	182,1	Liikevoiton oik. kasvu-%	-15 %	-2 %	7 %	-1 %	11 %
Nettovelat	135,6	136,5	167,1	166,5	161,5	EPS oik. kasvu-%	-11 %	1 %	13 %	-13 %	4 %
Kassavirta	2019	2020	2021	2022e	2023e	Käyttökate-%	12,7 %	11,3 %	11,7 %	11,1 %	12,2 %
Käyttökate	99,4	85,2	95,2	97,4	102,1	Oik. Liikevoitto-%	5,2 %	5,3 %	5,2 %	4,8 %	5,5 %
Nettokäyttöpääoman muutos	16,0	7,5	-15,4	26,7	-9,5	Liikevoitto-%	5,7 %	3,8 %	5,2 %	4,8 %	5,5 %
Operatiivinen kassavirta	106,4	91,8	75,7	115,5	83,3	ROE-%	16,7 %	9,6 %	17,1 %	13,7 %	13,6 %
Investoinnit	-98,2	-55,7	-87,7	-69,8	-55,0	ROI-%	12,1 %	7,4 %	10,7 %	9,9 %	10,3 %
Vapaa kassavirta	8,7	37,7	-11,0	21,1	28,3	Omavaraisuusaste	34,8 %	32,3 %	33,1 %	33,4 %	36,1 %
						Nettovelkaantumisaste	66,8 %	70,9 %	79,4 %	74,6 %	68,1 %
Arvostuskertoimet	2019	2020	2021	2022e	2023e						
EV/Liikevaihto	0,9	0,9	0,9	0,6	0,7						
EV/EBITDA (oik.)	6,9	7,7	7,5	5,8	5,5						
EV/EBIT (oik.)	16,9	16,4	16,8	13,6	12,2						
P/E (oik.)	18,2	17,0	15,8	13,3	12,8						
P/B	2,7	2,7	2,6	1,8	1,7						
Osinkotuotto-%	6,4 %	3,0 %	3,2 %	4,4 %	4,4 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välttömät 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 arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

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

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

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

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

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
22.6.2022	Lisää	12,00 €	10,50 €

--

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömmen tarpeisiin.

Me Inderesillä uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja aktiivisen sijoittajayhteisön pariin.

Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon, ja että sijoittajilta kerätty tieto on yhtiöiden hyödynnettävissä.

Jo yli 100 suomalaista pörssiyhtiötä haluaa palvella omistajiaan ja sijoittajia kauttamme hyödyntämällä tarjoamiamme yhtiöseurantapalveluita, datapohjaisia sijoittajaviestinnän palveluita, sisältötuotantoa ja konsultointia.

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**