

Lassila & Tikanoja

Laaja raportti

26.6.2023 18:30



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Tasaista tekemistä kohtuuhintaan

Lassila & Tikanoja toimii defensiivisillä markkinoilla ja yhtiöllä on hyvät markkina-asetat. Historiallisesti kasvu on kuitenkin jäänyt vaatimattomaksi, mutta yhtiö on tehnyt tasaista tulosta ja kassavirtaa, jonka uskomme jatkuvan. Uskomme yhtiön pystyvän parantamaan tulostaan etenkin 2024-25 Ruotsin Kiinteistöpalvelujen tuloksen toipumisen myötä. Yhtiö on mielestämme maltillisesti arvostettu ja tasaisuutensa ansiosta riskiprofiili on matala. Toistamme L&T:lle lisää-suosituksen ja 11 euron tavoitehinnan.

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 ovat 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, reilut 80 % liikevaihdosta syntyy Suomessa ja loput Ruotsista. Liikevoitosta Ympäristöpalvelut teki viime vuonna noin 75%, Teollisuuspalvelut noin kolmanneksen, Kiinteistöpalveluiden tuloksen jäädessä nollassa.

Tulos ollut melko tasainen, viime vuosina 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 2005-22, keskiarvon ollessa 47 MEUR. Operatiivinen kassavirta on puolestaan pyörinyt 80 MEUR:n ympärillä. Yhtiön tulostasoa painaa tällä hetkellä etenkin tappiota tekevä Ruotsin Kiinteistöpalvelut, jossa tehostamistoimet on käynnistetty ja hinnankorotuksia päästään tekemään asteittain sopimusten uusiutuessa. Uskomme näiden toimien palauttavan Ruotsin Kiinteistöpalvelujen tulostason kohtuulliseksi 2025 mennessä. Olemme laskeneet marginaalisesti liikevaihtoennusteitamme 2023-25 (noin 1%) heikentyneen kruunun vuoksi.

Tasaista liikevoittoa ohjeistettu tälle vuodelle, odotamme parannusta 2024-25

L&T on ohjeistanut tämän vuoden liikevaihdon ja oikaistun liikevoiton olevan vertailukauden tasoa. Tämä on liikevaihdon osalta haastavampi, sillä vertailuluku sisältää yhteisyritykseen siirtyneen Biowatin liikevaihdon (noin 35 MEUR). Uskommekin liikevaihdon laskevan 4%, mutta orgaanisesti kasvavan hieman. Odotamme liikevoiton paranevan hieman Suomen Kiinteistöpalvelujen tulostäänne ansiosta. Ruotsin Kiinteistöpalvelujen tulostäänne ja pieni orgaaninen kasvu ajaa ennusteissamme konsernin liiketuloksen 45-50 MEUR haarukkaan 2024-25. Matalan orgaanisen kasvun ja tasaantuvan/laskevan marginaalin myötä emme kuitenkaan näe merkittävää tuloskasvua 2025 jälkeen.

Maltillinen arvostus, hyvä osinkotuotto ja lähivuosina kasvava, tasainen tulos

L&T:n tämän vuoden tuloskertoimet ovat mielestämme melko neutraalit (P/E ja EV/EBIT 12-13x), mutta odotammamme tuloskasvun ja osinkotuoton myötä näemme osakkeen vuosittaisen tuotto-odotuksen olevan 10-15% lähivuosina. Matalan riskitason ansiosta näemme tämän houkuttelevana riski/tuottosuhteena.

Suositus

Lisää

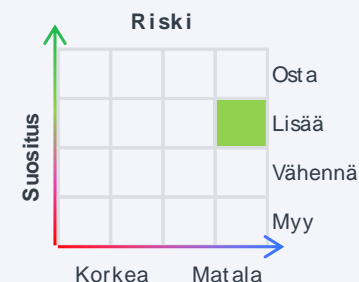
(aik. Lisää)

11,00 EUR

(aik. 11,00 EUR)

Osakekurssi:

10,04



Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	844,1	809,2	819,2	835,6
kasvu-%	4 %	-4 %	1 %	2 %
EBIT oik.	40,9	41,9	47,5	49,5
EBIT-% oik.	4,8 %	5,2 %	5,8 %	5,9 %
Nettotulos	31,5	30,5	34,2	35,8
EPS (oik.)	0,77	0,80	0,90	0,94
P/E (oik.)	13,7	12,6	11,2	10,7
P/B	1,8	1,6	1,5	1,4
Osinkotuotto-%	4,4 %	4,8 %	4,9 %	5,5 %
EV/EBIT (oik.)	14,1	12,8	10,9	10,0
EV/EBITDA	5,9	5,5	5,0	4,7
EV/Liikevaihto	0,7	0,7	0,6	0,6

Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

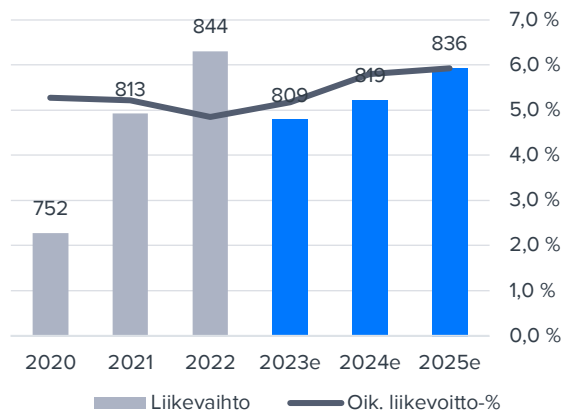
Vuoden 2023 liikevaihdon ja oikaistun liikevoiton arvioidaan olevan samalla tasolla edellisvuoteen verrattuna.

Osakekurssi



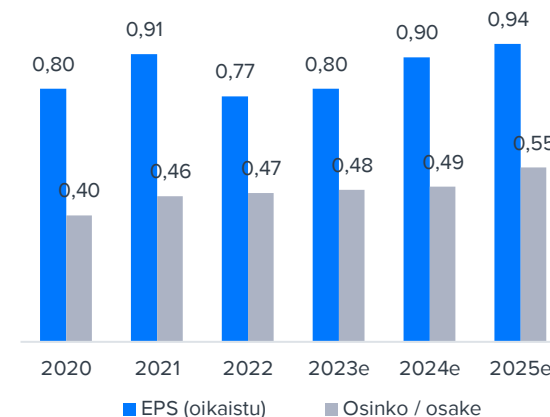
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Hyvät markkina-asetamat
- Tasainen tulos ja kassavirta
- Ympäristövaatimusten ja -tietoisuden nousu 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	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	10,0	10,0	10,0
Osakemäärä, milj. kpl	38,1	38,1	38,1
Markkina-arvo	383	383	383
Yritysarvo (EV)	535	517	495
P/E (oik.)	12,6	11,2	10,7
P/E	12,6	11,2	10,7
P/B	1,6	1,5	1,4
P/S	0,5	0,5	0,5
EV/Liikevaihto	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA (oik.)	5,5	5,0	4,7
EV/EBIT (oik.)	12,8	10,9	10,0
Osinko/tulos (%)	60,0 %	54,6 %	58,5 %
Osinkotuotto-%	4,8 %	4,9 %	5,5 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	s. 5-12
Sijoitusprofiili	s. 13-14
Toimiala ja kilpailijat	s. 15-19
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	s. 20-21
Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne	s. 22-23
Ennusteet ja arvonmääritys	s.24-30
Taulukot	s. 31-36
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	s. 37

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

Nykytuotoinen L&T syntyy, kun Suominen jakaantui erilliseksi yhtiöksi

844 MEUR (+3,9 % vs. 2021)

Liikevaihto 2022

11 kpl

Yritysostoa vuosina 2016-2021

40,9 MEUR (4.8 % lv:sta)

Oikaistu liikevoitto vuonna 2022

8 371

Henkilöstö vuoden 2022 lopussa

81 % / 19 %

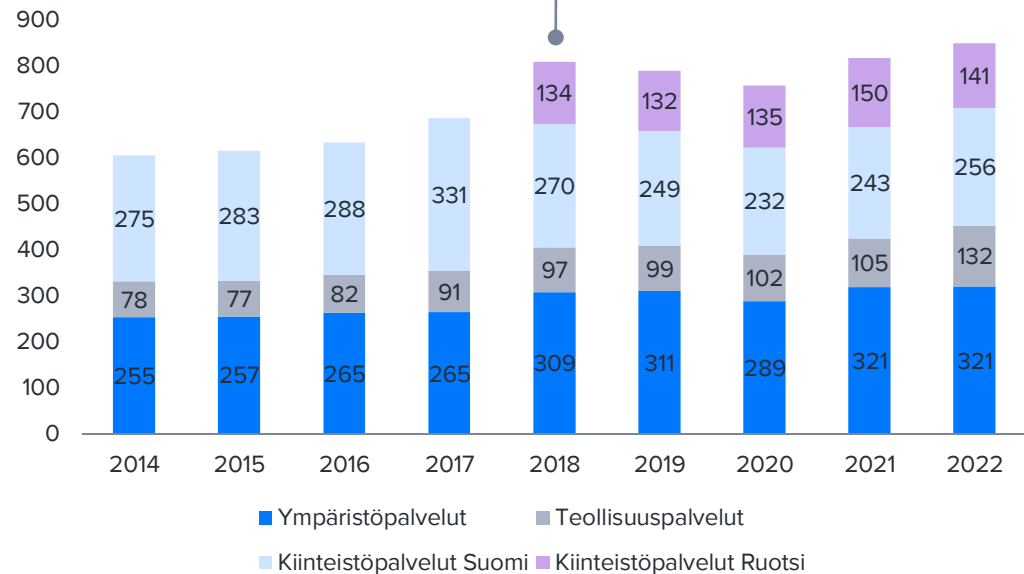
Suomi / Ruotsi osuus liikevaihdosta vuonna 2022

Tasaista orgaanista kehitystä

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

- L&T osti Ruotsista reilut 100 MEUR liikevaihtoa tehneen Veolia FM:n vuonna 2017
- Tämän jälkeen Kiinteistöpalvelut Ruotsi on raportoitu omana segmenttinä, aiempina vuosina Ruotsin ja Suomen Kiinteistöpalvelut raportoitiin yhdessä
- Vuonna 2018 Biowatti siirtyi Ympäristöpalveluihin, josta se siirtyi yhteisyhtykseen Q3'22 alkaen

Liikevaihdon kehitys divisioonittain (MEUR)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/6

Palveluliiketoimintaa Suomessa ja Ruotsissa

Lassila & Tikanojan liiketoiminta muodostuu pääasiassa erilaisista palveluista kolmella eri osa-alueella: Ympäristöpalvelut, Teollisuuspalvelut ja Kiinteistöpalvelut. Näistä Ympäristö- ja Teollisuuspalvelut ovat jossain määrin toisiaan tukevia, kun taas synergiat niiden ja Kiinteistöpalvelujen kanssa ovat 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:n heikoin liikevoiton suhteen.

Ympäristöpalvelut ja Teollisuuspalvelut tekivät suhteelliselta kannattavuudeltaan parasta tasoa 9-10 %:n EBIT-marginaalia vuonna 2022, kun taas Kiinteistöpalveluissa kannattavuus on selvästi heikompi. Toisaalta Kiinteistöpalveluissa sijoitettu pääoma on myös vähäisempi, mutta tällä hetkellä niiden pääoman tuotto on heikko.

L&T on maantieteellisesti keskittynyt Suomeen ja vuonna 2022 reilut 80 % liikevaihdosta tuli Suomesta 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 B2B-toimija. Vuoden 2022

liikevaihdosta reilut 60 % perustui pidempiin sopimuksiin, mutta myös lähinnä erikseen tilattavista palveluista ja materiaalityyppisestä syntyvä loppuosa on varsin vakaata vuodesta toiseen. Materiaalityyppisen osuus laski hieman vuonna 2022, kun Biowatti siirtyi vuoden puolivälissä yhteisyhteyteen ja siten uskomme saman kehityksen näkyvän myös vuoden 2023 luvuissa.

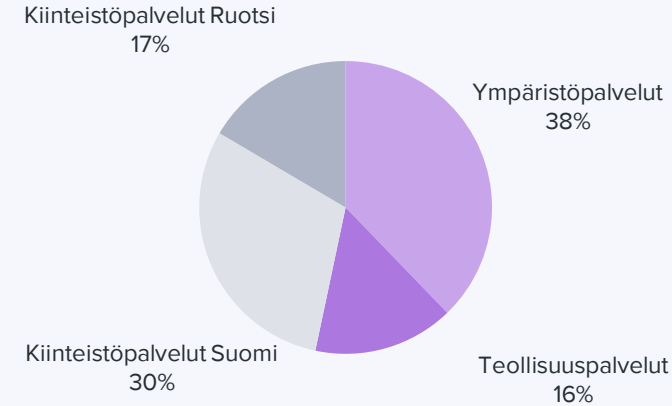
Strategiana arvonluonti kiertotaloudessa

Lassila & Tikanoja on profiloitunut vahvasti kiertotalousyhtiöksi ja se pyrkii toiminnallaan luomaan ratkaisuja ilmastomuutoksen ja luontokadon torjuntaan sekä kehittämään kestäväää taloutta. Tämä tapahtuu esimerkiksi 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.

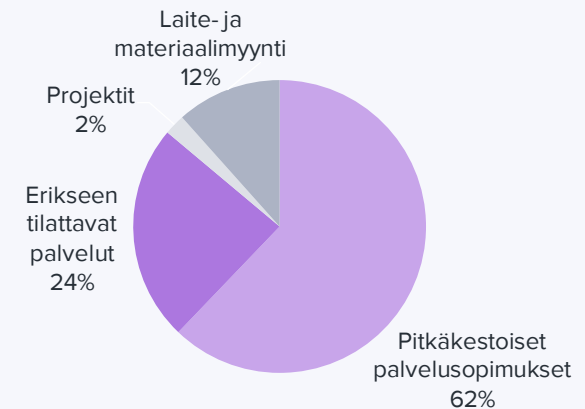
Yhtiön liiketoimintaa ohjaa myös lainsäädäntö ja muu sääntely, joka asettaa vaatimuksia sekä L&T:n asiakkaille että yhtiön omalle toiminnalle. Tämän suhteen pitkäaikainen trendi on kierrätysvaatimusten lisääntyminen, joka lähtökohtaisesti tukee Lassila & Tikanojan liiketoimintaa.

Markkinan kasvutrendin lisäksi L&T:n vahvuus on vahva markkina-asema etenkin Suomessa, jossa se on yhtiön arvion mukaan kaikissa toimintoissaan kolmen suurimman toimijan joukossa.

Liikevaihto toimialoittain (2022)



Liikevaihdon jakauma (2022)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/6

Ympäristöpalvelut (38 % liikevaihdosta 2022)

Ympäristöpalvelut on sekä liikevaihdolla että liikevoitolla mitattuna Lassila & Tikanojan suurin toimiala luoden lähes 40 % liikevaihdosta ja yli 70 % oikaistusta liikevoitosta 2022.

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 vuoteen 2025 asti, 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 esimerkiksi jäteastioihin, puristimiin ja paalaimiin.

Ympäristöpalveluihin aiemmin kuulunut L&T Biowatti yhdistyi Neovan vastaavien toimintojen kanssa heinäkuussa 2022 ja on nyt L&T:n yhteisyriys nimeltä Laania. Biowatti/Laania on erikoistunut energiapuun, hakkeen ja muiden sivutuotteiden toimituksiin. L&T omistaa yhteisyryksestä 55 %, mutta määräysvalta

jakaantuu tasan Neovan ja L&T:n kanssa. Laania raportoidaan liikevoiton alapuolella osakkuusyhtiönä.

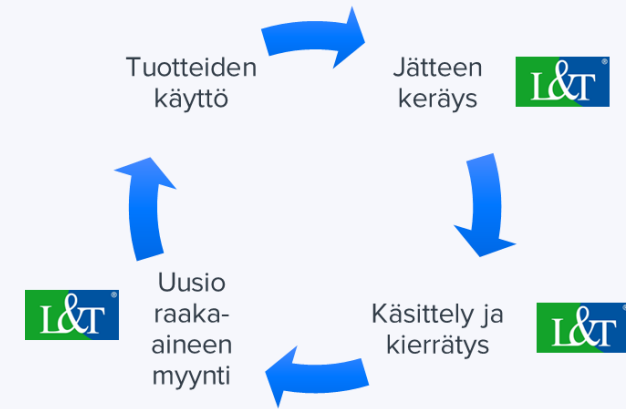
Vahva markkinaosuus ja hyvä, tasainen tulostaso

Lassila & Tikanoja arvioi heille relevantin ympäristöpalvelumarkkinan olevan noin 1,2 mrd. euroa 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.

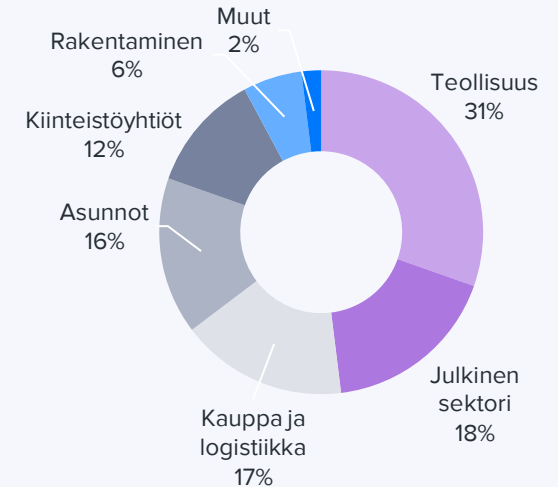
Ympäristöpalveluiden liikevaihdosta noin 70 % tuli pitkäkestoisista palvelusopimuksista (jätehuolto) ja vajaa 30 % materiaalitynnistä (uusioraaka-aine ja puupohjaiset tuotteet). Jälkimmäisen osuus laskee myös vuonna 2023, kun Biowatti on täysin pois liikevaihtoluvuista. Asiakasjakaumasta ei ole kovin tuoretta tietoa, mutta vuonna 2018 teollisuusyritykset muodostivat noin 30 % liikevaihdosta. Asiakkaita toimialalla on kymmeniä tuhansia ja siten asiakaskohtaiset riskit ovat pienet.

Tulostasoltaan Ympäristöpalvelut on ollut hyvin tasainen, liiketuloksen ollessa lähellä 30 MEUR viimeiset 7 vuotta. Liikevaihdon kasvaessa EBIT-marginaali on tosin luisunut alaspäin lähes 12 %:sta (2016) viime vuosien noin 9 %:iin. Tähän on vaikuttanut mm. heikosti kannattavan Biowatin sisällyttämisellä toimialan lukuihin Q2'22 asti sekä lähiaikoina myös ERP-projektin kulut. Arviomme kestävän kannattavuustason olevan noin 10 %:n luokkaa ja siten kannattavuus on jo nyt lähellä potentiaalista tasoaan.

L&T Ympäristöpalvelut osana kiertotaloutta



Ympäristöpalvelujen asiakkaat (2018)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/6

Liikevaihdon kasvu on ollut lähinnä orgaanista, mutta vuonna 2021 L&T osti Sihvari-nimisen jätehuollon yrityksen, joka tuki kasvua vuosina 2021-2022.

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

Teollisuuspalvelut (16% liikevaihdosta 2022)

Teollisuuspalvelut on liikevaihdoltaan L&T:n pienin toimiala, joskin kasvun myötä se on jo samaa luokkaa Ruotsin Kiinteistöpalvelujen kanssa. Liikevoitoltaan se on toiseksi suurin, vastaten yli 30 % vuoden 2022 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 syklistyyttä ole havaittavissa. Kysyntä kuitenkin myötäilee jossain määrin yleistä taloudellista/teollisuuden aktiviteettia, sillä heikommassa taloustilanteessa myös teollisuuden palvelujen kysyntä on hieman vaimeampaa.

Tällä toimialalla asiakkaita on rajallisesti, arviomme mukaan joitakin kymmeniä, ja siten yksittäisen asiakkaan menettäminen tai saaminen asiakkaaksi vaikuttaa myös toimialan tulokseen. Yhtiö osti Q1'22 Fortumilta vaarallisten jätteiden liiketoimintaa, joka tuki merkittävää kasvua (26 %) vuonna 2022.

Lassila & Tikanoja arvioi relevantin markkinan kooksi (Suomessa ja Ruotsissa yhteensä) noin 1,0 mrd. euroa ja vuotuiseksi markkinakasvuksi 2-3 %. Näin L&T:n markkinaosuus olisi 10 %:n 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 orgaanisen kasvun voimin ja EBIT-marginaali on keskimäärin ollut 9 %:n tuntumassa viimeisen 10 vuoden aikana. Viime vuonna marginaali nousi hyvän kysynnän ansiosta yli 10 %:iin, jossa se oli myös vuosina 2018-2019. Pääomia sitoutuu lähinnä kalustoon, mutta sijoitettu pääoma toimialalla oli kuitenkin noin 90 MEUR vuoden 2022 lopussa.

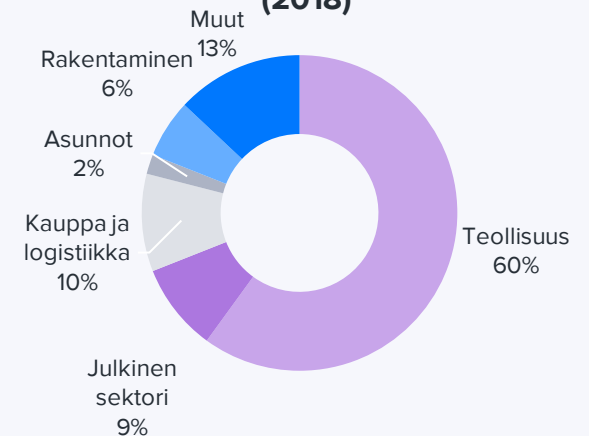
L&T Teollisuuspalvelujen palvelut

Prosessipuhdistus ja siivous, Viemärihuolto

Vaarallisen jätteen kuljetus ja käsittely

Loppusijoitus / uusiokäyttö

Teollisuuspalvelujen asiakkaat (2018)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/6

Kiinteistöpalvelut Suomi (30% liikevaihdosta 2022)

Kiinteistöpalvelut Suomi on liikevaihdoltaan 30 % yhtiöstä, mutta liikevoitoltaan heikoin, sillä viime vuoden oikaistu liikevoitto jäi negatiiviseksi. 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. Käsitsemme mukaan koko valikoiman ostavia asiakkaita on kuitenkin rajallisesti ja suurin osa ostaa L&T:ltä valikoidusti palveluita. Siivouspalveluiden lisäksi L&T tarjoaa esim. aula-, kokous- ja puhelinvaihdopalveluita. Kiinteistöhuollon palveluihin sisältyy esimerkiksi sisä- ja ulkoalueiden hoitoa sekä teknisiä huoltopalveluita. Kiinteistötექnisiin palveluihin sisältyy esimerkiksi LVI- ja sähköjärjestelmien huoltoa.

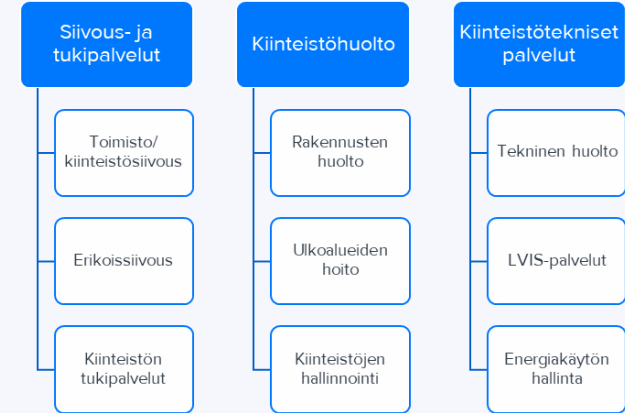
Kiinteistöpalveluiden liikevaihdosta noin 70 % perustuu pitkäaikaisiin sopimuksiin ja loput lähinnä erikseen tilattaviin palveluihin, projektien osuus on hyvin pieni. Siivouksessa ja kiinteistöhuollossa sopimuksiin perustuva liikevaihto on käsitsemme mukaan noin 80 %, kun taas kiinteistötექniikassa painottuvat 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.

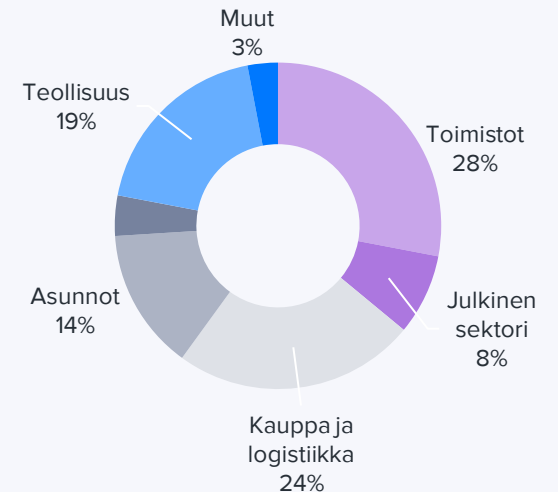
Lassila & Tikanoja arvioi markkinan kooksi 4,9 mrd. euroa ja markkinakasvuksi 2-3 % vuosittain. Tällä markkinakoolla L&T:n markkinaosuudeksi muotoutuu noin 5 % ja yhtiö itse arvioi olevansa numero kolme markkinalla. Vuonna 2019 yhtiö on eritellyt olevansa kiinteistötექnisissä palveluissa vasta #4-6 ja 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 vuosina 2018-2020 asiakasmenetysten ja kiristyneen hintakilpailun myötä. Tämä painoi myös kannattavuutta, joka on ollut heikolla tasolla, vain lievästi positiivinen oik. liikevoitto vuosina 2020-2021 ja vuonna 2019 jopa negatiivinen oik. liikevoitto. Tämän lisäksi vuoden 2022 alussa kiihtynyt kustannusinflaatio painoi myös viime vuoden liikevoiton negatiiviseksi. Käsitsemme mukaan haasteita on ollut etenkin kiinteistöhuolto- ja tekniikka -palvelulinjoilla, kun taas siivouspalvelut on tuottanut kohtuullisesti. Tarkempia numeroita palvelulinjoittain L&T ei kommentoi. Yhtiö on tehnyt jo vuosia tehostamista tässä segmentissä, johon liittyen se odottaa heikosti kannattavien sopimusten päättymisen painavan liikevaihtoa vuosina 2022-2023. Toisaalta kannattavuus parani Q1'23:lla merkittävästi.



Kiinteistöpalvelut Suomi asiakkaat (2018)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/6

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

Kiinteistöpalvelut Ruotsi (17% liikevaihdosta 2022)

Kiinteistöpalvelut Ruotsi muodosti noin 17 % L&T:n liikevaihdosta, mutta vain hienoisesti positiivisen oik. liikevoiton ansiosta 1 %:n konsernista. Kiinteistöpalvelut Ruotsi pyrkii tukemaan tuottavia kiinteistöjä, joilla on pitkä ja kestävä elinkaari. Ruotsissa L&T:n palveluvalikoima on rajatumpi kuin Suomessa ja sisältää:

- Kiinteistötöknikka
- Siivous ja tukipalvelut

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

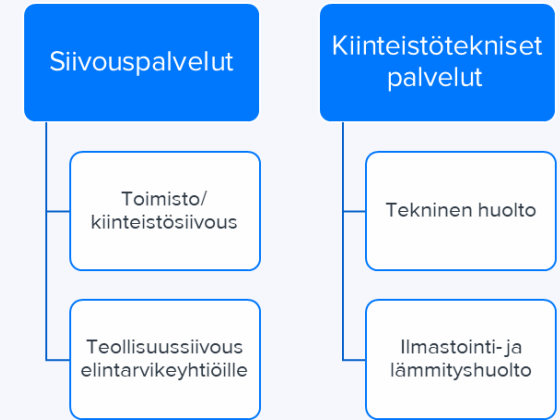
Kiinteistöpalvelut Ruotsin liikevaihdosta yli puolet tulee erikseen tilattavista palveluista ja reilu 40 % pitkestä palvelusopimuksista. Toimialan tasainen liikevaihtokehitys kuitenkin osoittaa, että palveluiden kysyntä on vakaata, vaikka se onkin

vähemmän sopimuksiin perustuvaa kuin L&T:n muilla toimialoilla. Periaatteessa tämä kuitenkin altistaa liikevaihdon laskulle heikommassa kysyntätilanteessa.

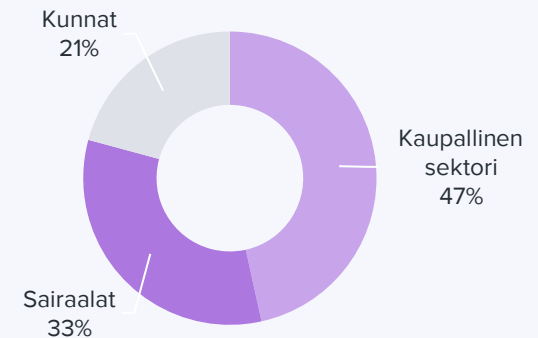
L&T:n asiakkaista Ruotsissa noin puolet on erilaisia kaupallisia kiinteistöjä, mutta korostuneessa roolissa ovat sairaalat ja kunnat, jotka vuonna 2018 vastasivat 33 % ja 21 % toimialan liikevaihdosta. Nämä julkisen puolen sopimukset ovat tyypillisesti useamman vuoden pituisia ja ehdoiltaan tiukkoja, joka on osoittautunut L&T:lle hankalaksi kustannusten noustessa selvästi. Yhtiö arvioi markkinan kooksi 5,4 mrd. euroa ja markkinakasvuksi vuosittain 2-3 %. L&T on selvästi haastajan asemassa markkinalla ollen #4 yhtiön arvion mukaan, mutta L&T:llä on kuitenkin vahva asema etenkin sairaaloissa.

Ruotsin tulos on ollut tasainen, marginaali vaatimaton

Ruotsin liikevoitto on pysynyt noin 4 MEUR:n tasolla vuosina 2018-2021. Tätä kuormittaa kuitenkin noin 2 MEUR:n yrityskauppojen hankintamenon poistot (jotka ei vaikuta kassavirtoihin) ja ilman niitä EBIT olisi ollut noin 6 MEUR eli samaa tasoa, jota vuonna 2017 ostettu Veolia FM oli tehnyt ennen L&T:n ostoa. Kannattavuus kuitenkin tipahti vuonna 2022 nollassa tasolle ja yhtiö käynnisti korjaavat toimenpiteet Ruotsissa. Arviomme mukaan näiden toimien on tarkoitus palauttaa tulos aiemmalle tasolle vuoteen 2025 mennessä. Vuosina 2025-2026 hankintamenojen poistot loppuvat ja tukevat siten raportoituja lukuja.



Kiinteistöpalvelut Ruotsi asiakkaita (2018)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/6

Kustannusrakenne

Lassila & Tikanojan kuluista pääosan muodostavat henkilöstökulut sekä materiaali- ja palvelukulut, jotka ovat yhteensä 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 sitä, että toiminta ei ole kovin skaalautuvaa eli lisäliikevaihtoa (tai etenkin volyyymia) 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 ole kuitenkaan pystynyt tällaiseen marginaalia kestävästi parantavaan kasvuun.

Selkeästi suurin yksittäinen kuluerä yhtiölle on siis palkkakustannukset ja siten palkankorotusten taso on yhtiölle oleellinen kustannustekijä. Tälle vuodelle palkankorotukset ovat varsin merkittäviä, joka tuo painetta yhtiön kannattavuuteen, jota sen pitää hinnankorotuksin kompensoida.

Eräs merkittävä yksittäinen kuluerä on diesel, jota yhtiö käyttää vajaa 15 miljoonaa litraa joka vuosi.

Yhtiö pystyi kompensoimaan vuoden 2022 keväällä nähdyin dieselin hinnannousun vaikutukset varsin ripeästi hinnankorotuksilla, joka antaa luottamusta L&T:n hinnoitteluvoimaan.

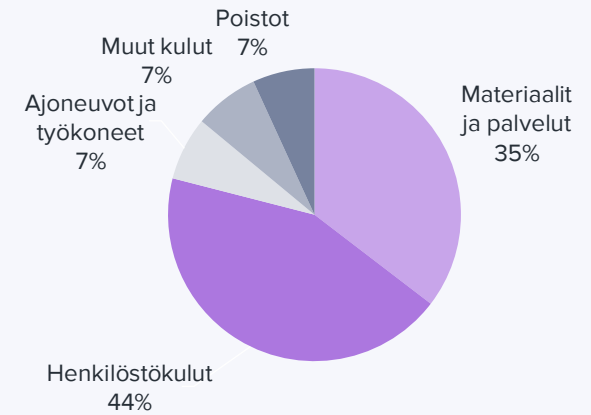
L&T pystyy yleensä viemään korkeammat kustannukset hintoihinsa, mutta niiden vaikutus tulee kvartaalin tai parin viiveellä kustannuksiin nähden aiheuttaen tilapäistä tulosheikkoutta.

Kassavirtarakenne ja pääomatarve

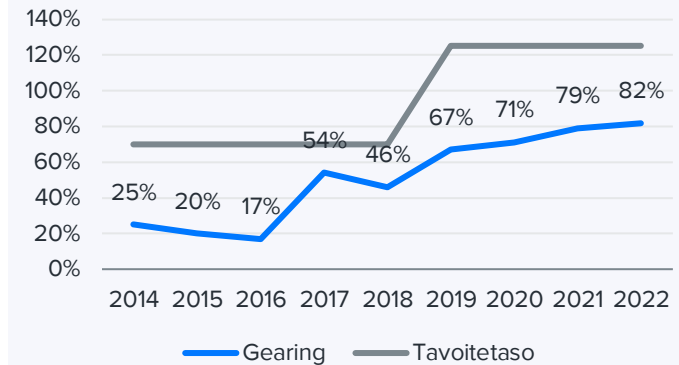
L&T:n kassavirtaprofiili on varsin tasainen ja suoraviivainen. Ilman yritysostoja sen investoinnit on suunnilleen poistojen tasolla ja rahoituskulut sekä verot ovat tyypillisesti samaa luokkaa tuloslaskelmassa ja rahavirtalaskelmassa. Näin ollen nettotulos kuvaa hyvin myös yhtiön vapaata kassavirtaa,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

Nostettuaan nettovelkaantumistavoitettaan vuonna 2019, L&T on rahoittanut yritysostoja oman kassavirran lisäksi myös velalla. Toukokuussa 2022 se laski liikkeelle uuden 75 MEUR:n joukkovelkakirjalainan, jolla osittain uudelleenrahoitettiin tänä vuonna erääntyvä 50 MEUR:n joukkovelkakirja ja loput 18 MEUR velkakirjasta maksetaan sen erääntyessä. Uusi joukkovelkakirja erääntyy vasta vuonna 2028 ja yhtiöllä erääntyy 50 MEUR pankkilaina vuonna 2024. Yhtiön tasetilanne on edelleen suhteellisen hyvä, joten mielestämme yhtiön rahoituksen saatavuus on myös hyvä.

Kustannusrakenne (2022)

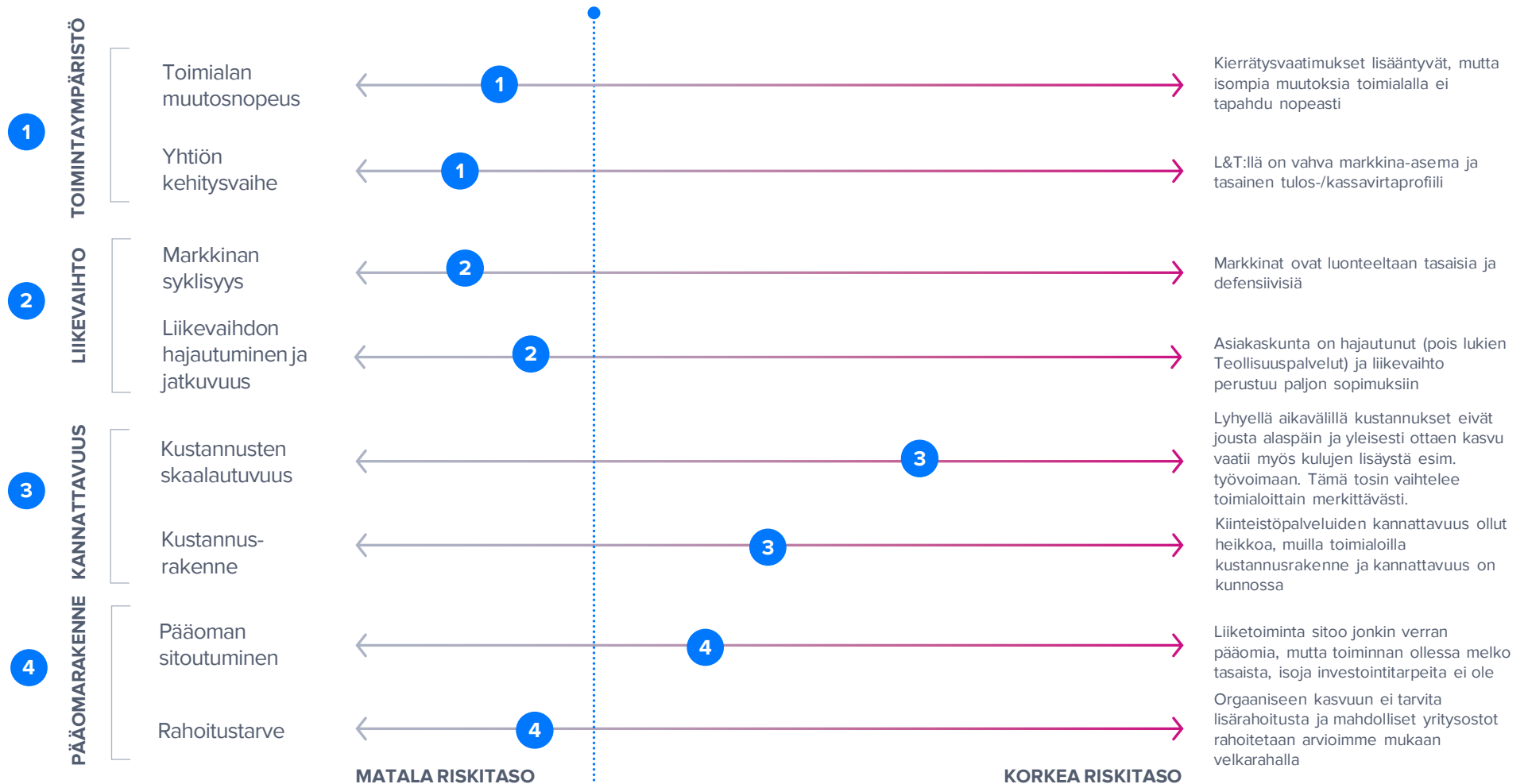


Gearing vs. tavoite



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 vuosina 2024-2025. Uskomme tätä tukevan tilapäisten vastatuulien (koronasta johtuneet sairauspoissaolot, nopeasti nousseet kustannukset) hellittäminen / kompensointi hinnankorotuksilla, jonka pitäisi heijastua tulokseen osittain jo vuonna 2023. Toinen tulosta tukeva tekijä on Suomen Kiinteistöpalvelujen tulostason nostaminen, jonka uskomme näkyvän selvästi jo vuonna 2023. Toiseen suuntaan tulosta kuitenkin painaa arviomme mukaan tänä vuonna heikkona pysyvä Ruotsin Kiinteistöpalvelut sekä huipputasolta hieman alaspäin tuleva Teollisuuspalvelut. Ruotsin Kiinteistöpalvelujen pitäisi parantua hieman vuona 2024 ja selvemmin vuonna 2025, joka tukee koko konsernin kannattavuuden parantumista.

Vaikka yhtiöllä on myös hyviä kasvumahdollisuuksia pidemmällä aikavälillä, vuosittainen kasvuvauhti tuskin tulee olemaan orgaanisesti muutamaa prosenttia enempää. Tämän takia emme usko liikevoiton lähivuosina nousevan merkittävästi 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, sekä jatkaa laajentumista Ruotsissa myös orgaanisesti, johon yhtiö hiljattain meni pienellä yritysostolla. Sen sijaan kiinteistöpalveluissa emme näe kovin vahvoja kasvuaikaisuuksia yli parin prosentin markkinakasvuun.

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

Lainsäädännön muutokset voivat vaikuttaa yhtiön sekä positiivisesti että negatiivisesti eli esimerkiksi lisääntyvät kierrätysvaatimukset tukevat L&T:n liiketoimintaa, mutta toisaalta kotitalouksien jätekeräyksessä toimintaa on kunnallistettu. Käsitksemme mukaan tämä kehitys on tosin tulossa tiensä päähän tuoreen jätelain muutosten vaikutusten toteutuessa vuoteen 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 junaavaksi yritykseksi, joka todennäköisesti loisi myös lisää kannattavuuspaineita.

Toimialakohtaisesti näemme 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. Käsitksemme mukaan yhtiön tavoite yritysostoissa on kuitenkin pienissä kohteissa.

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
- Vahva markkina-asema 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 kynnyks on pieni ja kilpailu voi entisestään kiristyä
- Ympäristöpalveluissa uudehkon jätelain vaikutukset vielä osin epäselviä, joskin ne joka tapauksessa vähentävät L&T:n liikevaihtoa vuosien 2022-2025 aikana
- Työvoimapula voi rajoittaa kasvua
- Halu kasvaa voi johtaa liian kalliiseen tai strategiaan sopimattomaan yritysostoon

Toimiala ja kilpailu 1/5

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. euroa 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 esimerkiksi yhtiön kyky palvella läpi Suomen. Kuntien kilpailuttamassa kotitalousjätteessä taas hinta on ratkaiseva elementti ja näin ollen näiden sopimusten kannattavuus on tyypillisesti vaatimatonta. Isoja teknologisia eroja toimijoiden kesken ei ole, mutta riittävä skaala vähintään paikallisesti, on mielestämme edellytys hyvään kannattavuuteen.

Kierrätysasemia omistavat tyypillisesti jätteitä keräävät yritykset ja esimerkiksi purkupalveluita tarjoavat yhtiöt. Lassila & Tikanojalla on johtava asema Suomen ympäristöpalveluiden markkinassa, joka tekee siitä myös houkuttelevan vaihtoehdon yrityksille, sillä L&T pystyy palvelemaan asiakkaita missä tahansa Suomessa.

Lassila & Tikanoja arvioi vuosittaiseksi markkinan kasvuvauhdiksi 1-3 %, jota tukee jatkuvasti kiristyvät lajittelu- ja kierrätyspalvelut. 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 tarvittava kalusto sekä polttoaine. Seuraavan sivun kuvaajasta voi nähdä, että jätteenpalveluiden hinnat ovat nousseet vuoden 2015 jälkeen kiinteistön kokonaiskustannusindeksin mukana ja L&T:n muita päätuotealueita nopeammin. Tämä kuvaa mielestämme alan kohtuullisen hyvää hinnoitteluvoimaa, joskin lyhyellä aikavälillä kustannusten nousut näkyvät negatiivisesti.

Alan toimijoista Remeo on tehnyt vuosina 2019-2021 noin 90 MEUR:n liikevaihtoa ja pystynyt vuosina 2020-2021 11,5-12 %:n liikevoittomarginaaliin eli L&T:n liikevoittomarginaaliin parempaan tasoon. Remeo osti viime vuonna Deleten pienen kierrätysliiketoiminnan, joka kasvatti sen liikevaihtoa noin 25 MEUR. Stena Recycling Oy eli Stenan Suomen yhtiö on kasvattanut liikevaihtoa viime vuosina 150 MEUR:oon, mutta liikevoittomarginaali on ollut viimeiset viisi vuotta alle 5 %. Stenan loppu vuonna 2022 ostama Encore Ympäristöpalvelut on tehnyt 60-70 MEUR liikevaihtoa viime vuodet, mutta oli vuonna 2020 selvästi tappiollinen ja vuonna 2021 liikevoitoltaan noin nollassa.

Näihin peilaten L&T:n Ympäristöpalveluiden 9-10 %:n liikevoittomarginaali näyttäisi olevan alan keskimääräisiä tasoja parempi, mutta ei kuitenkaan huipputasoa.

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 2/5

Kiinteistöpalveluiden markkinat

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

Kiinteistöpalvelut voi jakaa edelleen karkeasti kahteen alamarkkinaan eli kiinteistöhuoltoon ja kiinteistötekniisiin 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 ja nurmikon 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 vuoden 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.

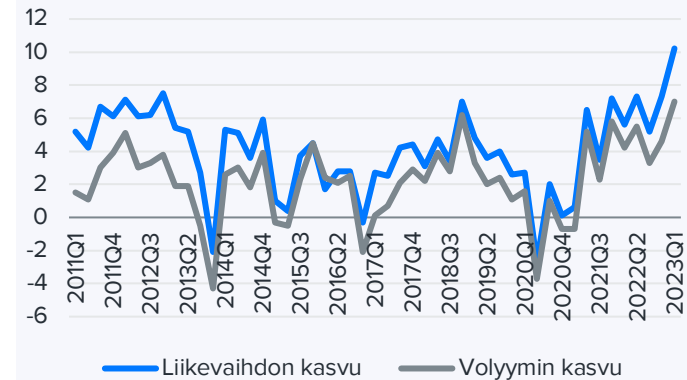
Siivouksessa ja kiinteistöhuollossa kilpailijoita ovat sekä pienet, vain tiettyyn palveluun keskittyneet yritykset, isommat paikalliset toimijat (esim. SOL ja RTK) että isot kansainväliset yhtiötkin (esim. ISS) jotka keskittyvät kaupallisiin kiinteistöihin, joka on myös L&T:lle isompi osa-alue kuin asuntoyhtiöt.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

Kiinteistötექniikka

Kiinteistötেকniisiin palveluihin sisältyy jonkin verran osaamista vaativia palveluita, joissa lisäarvo on kiinteistöhuoltoa korkeampi. Näitä ovat esimerkiksi pienet korjaukset/remontit, LVIS-palvelut (lämpö, vesi, ilma, sähkö) sekä 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.

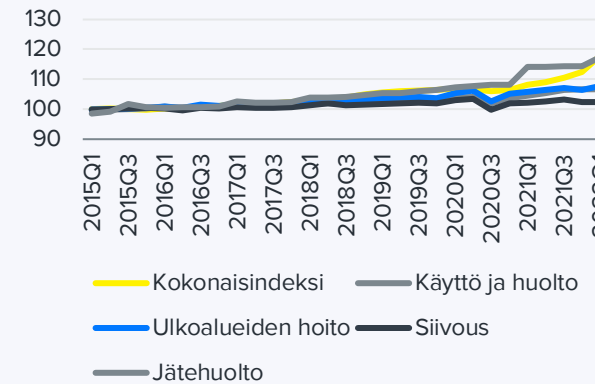
Lassila & Tikanoja on arvionsa mukaan Suomessa #2 kiinteistöpalveluissa ja Ruotsissa #3. Käsitksemme mukaan kiinteistötেকnisissä palveluissa Suomessa ja toisaalta siivouspalveluissa Ruotsissa, markkina-asema on kuitenkin selvästi näitä heikompi. Ruotsissa L&T:n markkina-asema onkin vahva ainoastaan kiinteistötেকnisissä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

Kiinteistöalan palvelujen kehitys Suomessa



Lähde: Tilastokeskus

Kiinteistön ylläpidon kustannusindeksi* (2015=100)



Lähde: Tilastokeskus *kaikki komponentit eivät ole kuvassa

Toimiala ja kilpailu 3/5

Kiinteistötekniisissä 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.

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 %. Kotimaisista kilpailijoista SOL on konsernina suurin 150-200 MEUR:n liikevaihdolla ja on tehnyt viime vuodet yli 7 %:n liikevoittomarginaalia. SOL:lla on tosin myös toimintoja, joita L&T:llä ei ole. RTK on tehnyt vuosina 2017-2021 100-110 MEUR:n liikevaihtoa ja keskimäärin 5-6 %:n liikevoittomarginaalia. Siivousyhtiö N-Clean on kasvanut vuosina 2017-2020 30-40 MEUR:n liikevaihtotasosta jo yli 50 MEUR:oon vuonna 2022, mutta liiketulos on pyörinyt nollan

molemmin puolin. Viemärihuoltoon keskittynyt Eerola on liikevaihdoltaan reilut 30 MEUR ja teki vuonna 2021 tappiota ja on muutenkin ollut kannattavuudeltaan vaatimaton. Menestyneiden kiinteistötekniisiin palveluihin keskittyneiden yhtiöiden (esim. Bravida, Assemblin) kannattavuus on jonkin verran 5 %:n yläpuolella, joskin yhtiökohtaiset erot ovat merkittäviä. Kiinteistöpalveluissa ei siis ole helppo tehdä tulosta, mutta L&T:n skaalalla pitäisi kilpailijoihin verraten olla mahdollisuus tehdä selvästi viime vuosia parempaa tulosta.

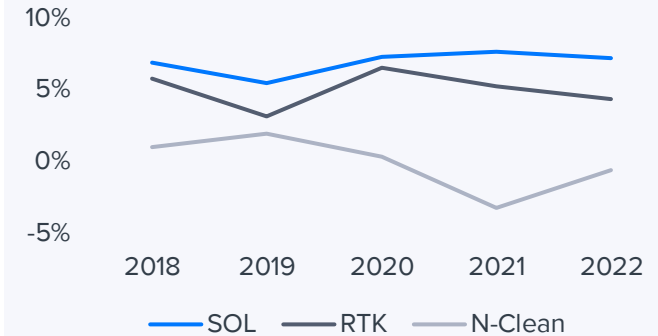
Koska tämä liiketoiminta sitoo varsin vähän pääomia, olisi pääoman tuotto jo 5 %:n marginaalitasolla L&T:n parhaimmista. Viime vuosina L&T:n kannattavuus kiinteistöpalveluissa on kuitenkin ollut selvästi tätä heikompi.

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

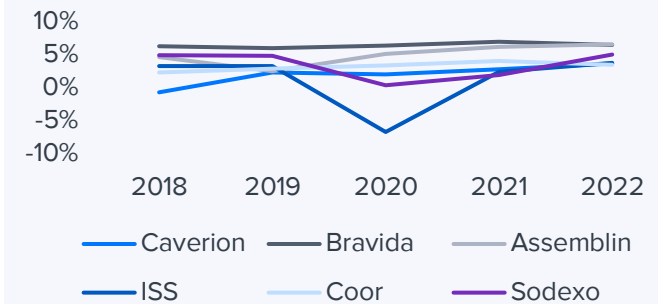
Lassila & Tikanoja toimii teollisuuspalveluiden markkinoilla sekä Suomessa että Ruotsissa, joskin valtaosa liiketoiminnasta on Suomessa. Yhtiö arvioi tämän markkinan kooksi Suomessa ja Ruotsissa yhteensä 1,0 mrd. euroa sekä vuosittaiseksi kasvuksi 2-3 %. Aiemmin yhtiö on arvioinut relevantiksi markkinakseen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

Kiinteistöpalveluiden kotimaisten verrokkien liikevoittomarginaali



Lähde: Yhtiöiden tilinpäätökset

Kiinteistöpalveluiden kansainvälisten verrokkien liikevoittomarginaali



Lähde: Yhtiöiden tilinpäätökset

Toimiala ja kilpailu 4/5

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 vuonna 2018 teollisuuspuhdistus- ja viemärihuoltomarkkinan olevan 225 MEUR:n suuruinen.

L&T:lle suurin toiminta on prosessipuhdistus, jota tehdään yleensä tehtaiden huoltoseisokkien yhteydessä, ja näin ollen ne toistuvat 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.

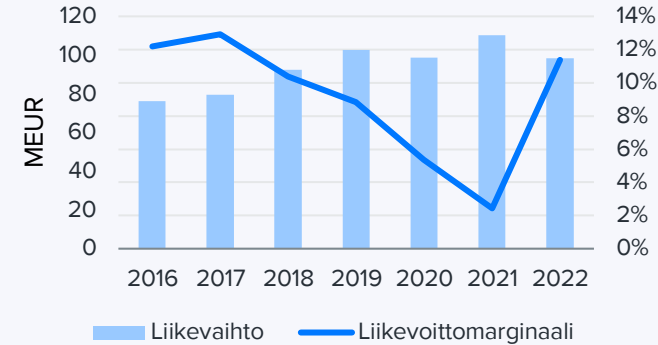
Asiakkaan kannalta prosessipuhdistus on tärkeää tehdä tehokkaasti ja oikein, jotta tehdas pysyy suunnitellusti toiminnassa seuraavaan huoltoseisokkiin asti. Tämän takia luotettavuus ja osaaminen ovat tärkeitä kriteereitä, eikä hintapaine ole arviomme mukaan niin kova kuin esimerkiksi kiinteistöpalveluiden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

Lassila & Tikanoja on valituilla markkinoillaan #2 Suomessa alan suurimman toimijan ollessa Delete. Saksalainen Remondis on sopinut ostavansa Deleten (jolla ei enää ole muuta toimintaa kuin teollisuuspuhdistus). Arvioimme näiden kahden toimijan hallitsevan yhteensä merkittävää osaa markkinasta, teollisuuspuhdistuksen ja viemärihuollon osalta yhteensä noin puolta, joiden jälkeen merkittävin toimija 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 teollisuuspuhdistusliiketoiminnan liikevoittomarginaali toipui viime vuonna yli 10 %:iin, jossa se on aiemminkin ollut. Huomioimme kuitenkin, että tämä kuvaa vain Puhdistuspalvelut-segmentin marginaalia ja yhtiöllä on hyvin isot hallinnon kulut, vaikka sillä nykyisellään on enää yksi liiketoimintasegmentti. Siten segmentin kannattavuus voi hieman liioitella todellista kannattavuustasoa. Deleten kannattavuustaso antaa kuitenkin viitettä siitä, että L&T:n tasaisesti saavuttama 8-10 %:n taso on kestäväällä pohjalla.

Delete Puhdistuspalvelut



Lähde: Delete, Inderes

Toimiala ja kilpailu 5/5

	Sivous	Kiinteistöhuolto	Kiinteistötექnikka	Kiinteistöhallinnointi	Teollisuuden prosessipuhdistus	Jätehuolto ja kierrätys
Kotimaiset kilpailijat		✓	✓	✓	✓	✓
		✓				
		✓	✓	✓		✓
		✓				
						✓
						✓
Kansainväliset kilpailijat						✓
						✓
		✓	✓	✓	✓	
		✓	✓	✓	✓	
		✓	✓	✓	✓	
				✓		
				✓		
				✓		

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 esimerkiksi 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 vuoteen 2026 mennessä
- Henkilöstön suositteluaste (eNPS): > 50 vuoteen 2026 mennessä
- Hiilijalanjälki (CO₂-intensiteetti): 50 %:n 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 32 % 2022 vs. 2018 eli se on hyvässä vauhdissa tavoitteeseen nähden. Hiilikädenjälki sen sijaan on laskenut vuosina 2021-2022

Sääntely ja vahvat markkina-asetukset 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 ovat vahva markkina-asema, 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 -asemaa heikompi.

Yritysostojen osalta L&T on viimeisimpinä 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 (annettu vuonna 2019)

Liikevaihdon kasvu 5 % (orgaaninen ja epäorgaaninen)

- L&T:n orgaaninen kasvu on arviomme mukaan historiassa ollut noin 2 %, joten kasvutavoitteen saavuttaminen vaatii mielestämme myös yritysostoja. Siten se ei ole erityisen hyödyllinen yhtiön orgaanisia näkymiä ja potentiaalia ajatellen.
- Yhtiö on saavuttanut tavoitteen mukaisen kasvun vuosina 2017-2018 (Ruotsin yritysoston ansiosta) sekä vuonna 2021, kun kysyntä nousi koronan painaman 2020 vuoden jälkeen.
- L&T etsii aktiivisesti pienempiä yritysostoja, joiden avulla tavoitteen saavuttaminen on mahdollista.

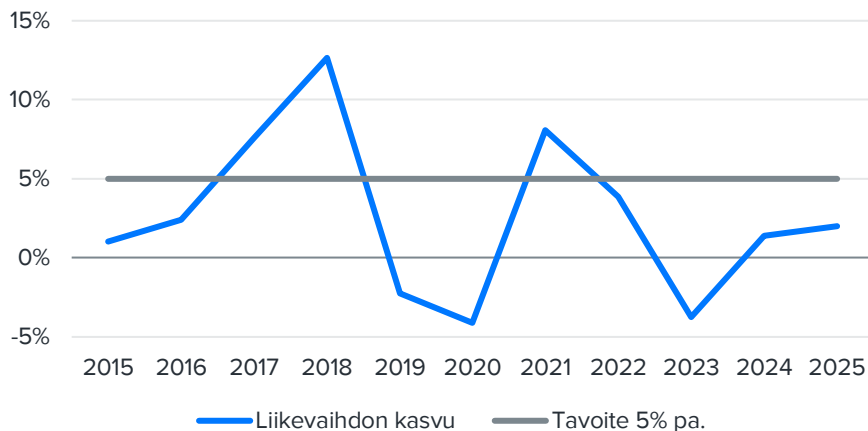
Sijoitetun pääoman tuotto 15 %

- L&T luopui liikevoittomarginaalitavoitteestaan vuonna 2019 ja laski sijoitetun pääoman tuottotavoitteen 15 %:iin 20 %:sta.
- Historiallisesti L&T on ylittänyt nykyisen tavoitteen, mutta vuonna 2017 tehdyn Ruotsin yritysoston jälkeen se on jäänyt sen alle. Tämä johtuu lähinnä Kiinteistöpalvelujen heikosta pääoman tuotosta.
- Arvioimme, että pelkän tuloksen parantamisen kautta tavoitteen saavuttaminen vaatisi liikevoittomarginaalin nousua noin 2 %-yksiköllä, johon emme usko. Emme myöskään näe mahdollisuuksia merkittävästi pienentää sidottua pääomaa, joten tavoite näyttää ainakin lähivuosille haastavalta.

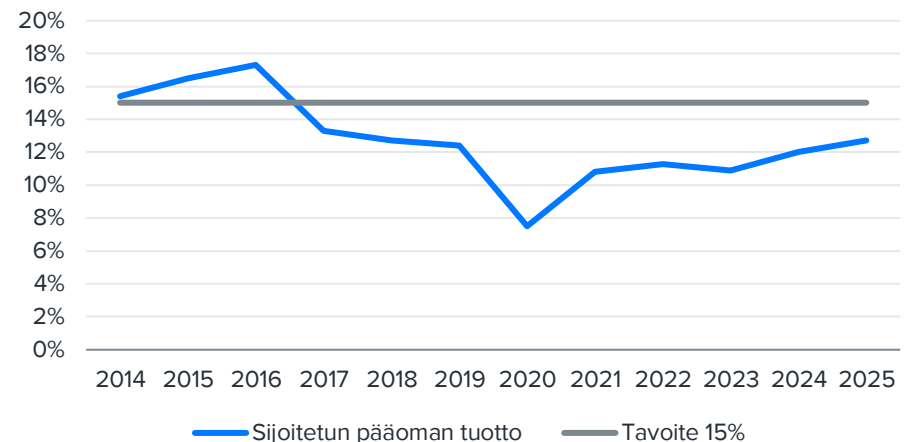
Nettovelkaantumisaste alle 125 %

- Nettovelkaantumistavoitetta nostettiin vuonna 2019 tasolle ”alle 125%” ja yhtiön velkaantuminen nousikin päätöksen jälkeen.
- Vuoden 2022 lopussa nettovelkaantumisaste oli noin 75 % eli runsaasti alle tavoitetason.
- Tämä antaa hyvin mahdollisuuksia yritysostojen toteuttamiseen.
- Uskomme, että yhtiö pyrkii säilyttämään noin nykytason velkaantumisen ilman yritysostoja ja yritysostojen yhteydessäkin pysymään tavoitteen puitteissa.
- Ennusteisiimme ei sisälly yritysostoja, jolloin velkaisuus laskee tulevina vuosina.

Liikevaihdon kasvu vs. tavoite



Sijoitetun pääoman tuotto vs. tavoite



Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne 1/2

Historiallinen tuloskehitys

Lassila & Tikanojan taloudellista kehitystä kuvaa tasaisuus. Arvioimme yhtiön orgaanisen kasvun vuosina 2005-2022 olleen noin 2 % vuodessa, jonka lisäksi yritys on ostanut liikevaihtoa noin 330 MEUR, joista suurimmat yksittäiset ostot ovat Biowatti vuonna 2007 (64 MEUR), joka ei enää nykyisin sisälly L&T:n liikevaihtoon, 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 vuonna 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:n ja 55 MEUR:n välillä vuosina 2005-2022, 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:n tasoa ei ole saavutettu viimeiseen viiteen vuoteen ja vuosina 2019-2020 tulostaso oli historiallisilla pohjatasoilla, eikä tästä ole nousu kuin hiukan vuosien 2021-2023 aikana. Nettotuloksen osalta L&T:n ”normaali” taso on ollut

30-35 MEUR, joka vastaa 0,80-0,90 euron EPS-tasoa.

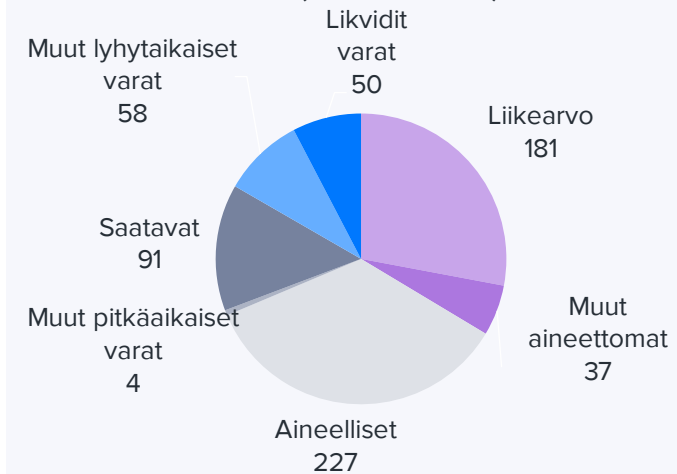
Taloudellinen tilanne

Lassila & Tikanojan varat muodostuvat pääasiassa yritysostoissa syntyneestä liikearvosta sekä aineellisista hyödykkeistä eli koneista ja kalustosta. Nämä kaksi erää kattavat yli 60 % taseesta. Molemmissa erissä suurin osa varoista on sitoutunut Ympäristöpalvelut-toimialle, jossa aineellisia hyödykkeitä ovat esimerkiksi kierrätyslaitokset ja jätteenkeräyskalusto. Liikearvojen suhteen Ruotsin Kiinteistöpalveluissa on alaskirjausriski, mikäli oletukset kannattavuuden tai diskonttokoron osalta heikkenisivät merkittävästi. Sinne kohdistuu 34 MEUR liikearvoa, jonka täysimääräinen alaskirjaus painaisi omavaraisuusasteen noin 30 %:iin (reilusta 33 %:sta). Tämäkään ei nähdäksemme aiheuttaisi ongelmia yhtiölle.

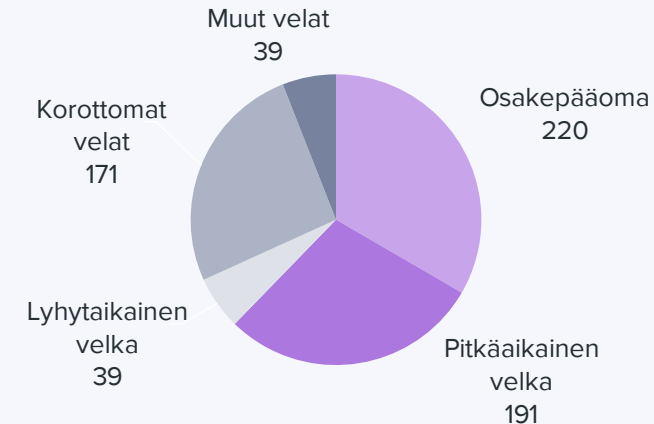
L&T:n liiketoiminnan luonteen vuoksi sillä on hyvin pienet varastot ja nettokäyttöpääoma on kokonaisuudessaankin varsin pieni, joka tarkoittaa, että L&T:llä ei orgaanisesti kasvaessa sitoudu merkittävästi lisää pääomia, joka tukee pääoman tuoton parantumista.

Taseen vastattavaa puoli oli vuoden 2021 lopussa melko tasapainoinen, jakautuen karkeasti 1/3 oma pääoma, 1/3 korolliset/leasing velat ja 1/3 korottomat/muut velat. Rahoituksen osalta yhtiöllä erääntyy ensi vuonna 50 MEUR:n pankkilaina, jonka uudelleenrahoitus tehtäneen vielä tämän vuoden aikana.

Varat (2022, MEUR)

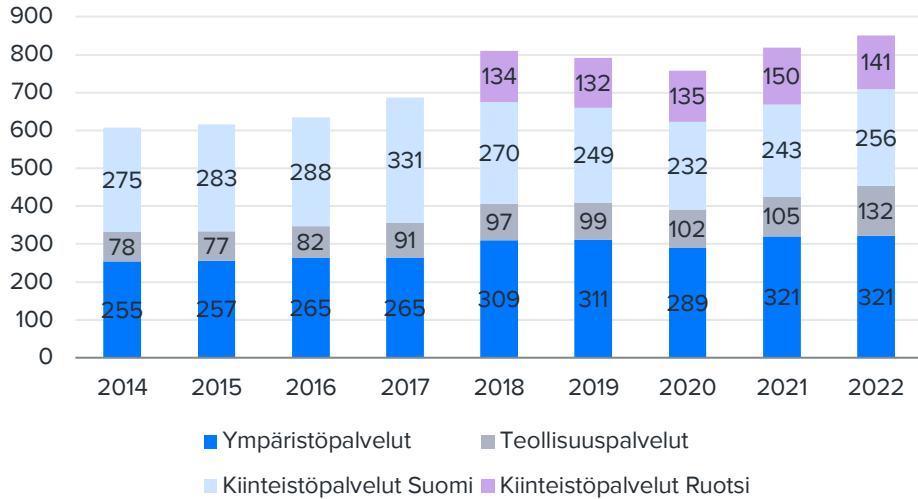


Oma pääoma ja velat (2022, MEUR)

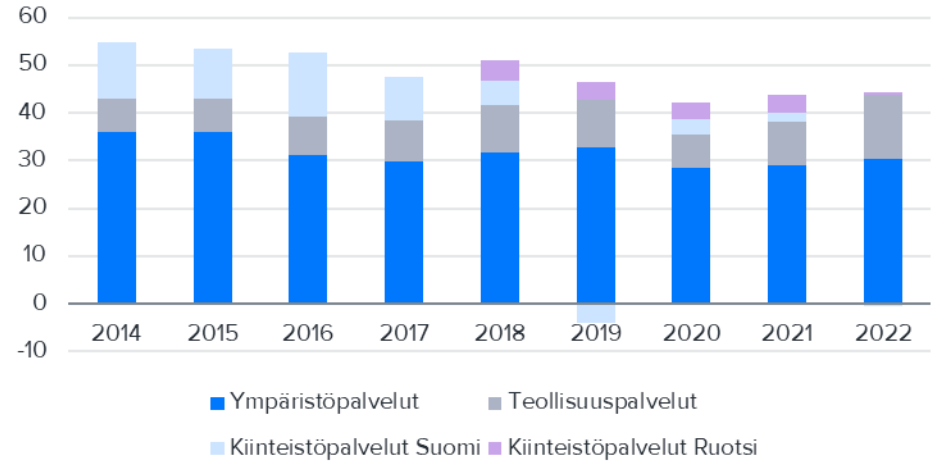


Historiallinen kehitys 2/2

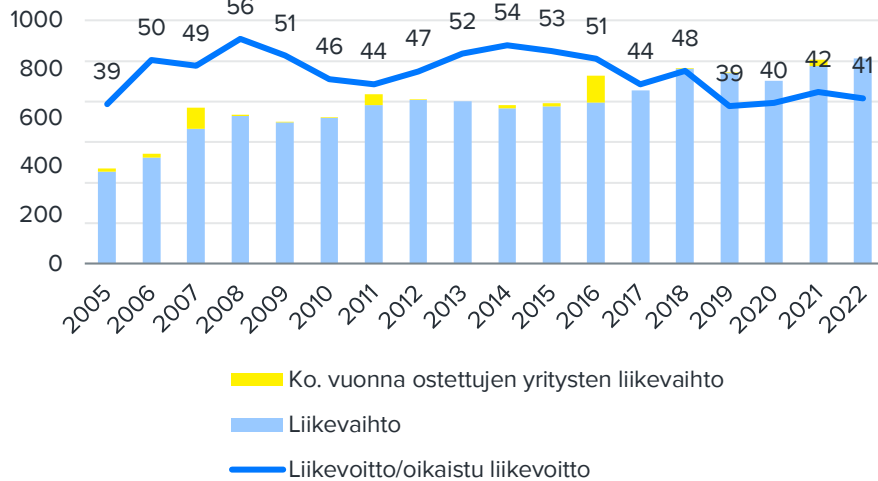
Liikevaihdon kehitys divisioonittain (MEUR)



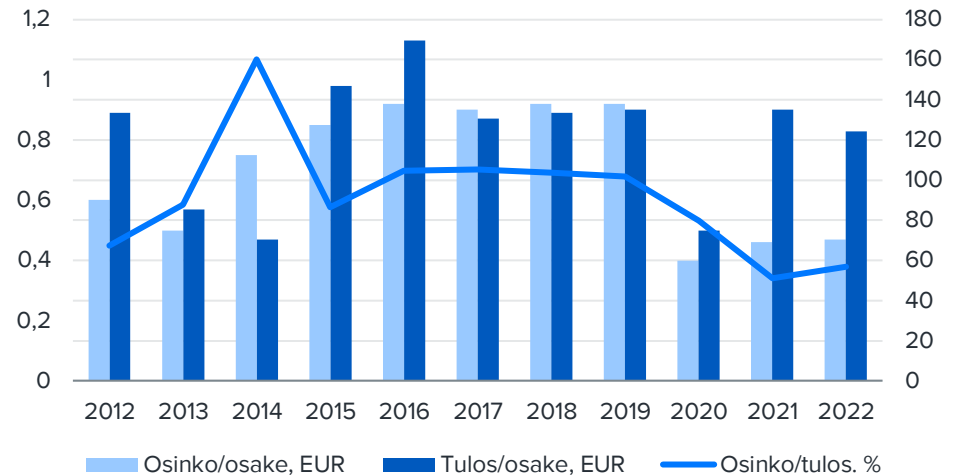
Liikevoiton kehitys divisioonittain (nykyinen strukturi ilman konsernieriä, MEUR)



Liikevaihto ja liikevoitto (MEUR)



Osakekohtainen tulos ja osinko



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 2023

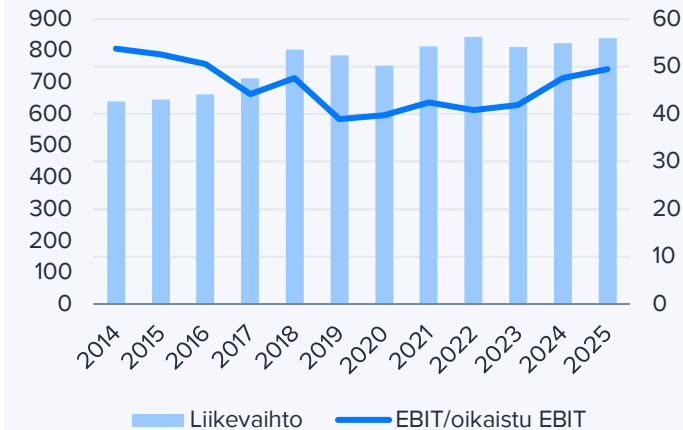
Lassila & Tikanojan vuosi 2023 lähti käyntiin odotetusti heikkoa vertailukautta paremmin, mutta kuitenkin suhteellisen vaisusti. Q1'23:n liikevaihto laski 8 % vertailukaudesta, joskin orgaanisesti se kasvoi 2 % (Biowatin siirtyminen yhteisyritykseen ja heikentynyt Ruotsin kruunu painoivat raportoitua lukua). Oikaistu liikevoitto parani 1,4 MEUR:oon vertailukauden nollassa, mutta jäi yhä kausiluonteisesti heikon Q1:n historiallisista tasoista. Positiivisena merkinä oli pitkään heikosti suorittaneen Suomen Kiinteistöpalvelujen merkittävästi parantunut tulostaso.

Yhtiö ohjeistaa vuodelle 2023 viime vuoden tasoista liikevaihtoa, vaikka Uusiutuvat Energialähteet (Biowatti) liiketoiminnan siirtyminen yhteisyritykseen laskee liikevaihtoa noin 35 MEUR. Negatiivisella puolella vaikuttavat lisäksi Suomen Kiinteistöpalveluissa lopetetut heikompikatteiset sopimukset, jätelain tuoma siirtymä kunnalliseen jätekeräykseen sekä

heikomman yleisen taloudellisen aktiviteetin vaikutus esimerkiksi rakennusjätteen kautta Ympäristöpalveluihin sekä matalamman teollisuuden käyttöasteen kautta Teollisuuspalveluihin. Positiivisella puolella on lähinnä hinnankorotukset, joita odotamme yhtiön jatkuvan kustannusinflaation (etenkin palkat) jatkuessa. Uskomme kuitenkin Biowatti pois lukien yhtiön liikevaihdon jäävän noin viime vuoden tasoon ja siten tippuvan noin 4 %:lla viime vuoden raportoituun lukuun nähden. Yhtiöllä ei kuitenkaan ole tarkkaa määritelmää siitä mitä ”samaa tasoa” tarkoittaa, mutta uskomme, että noin 5 %:n lasku voidaan vielä nähdä olevan nykyisen ohjeistuksen puitteissa. Liikevaihdon suhteen näemme kuitenkin riskin, että yhtiö joutuu hieman tarkentamaan negatiiviseen suuntaan liikevaihto-ohjeistustaan.

Oikaistun liikevoiton yhtiö on niinikään ohjeistanut olevan samaa tasoa vertailukauden kanssa (2022: 40,8 MEUR). Koska Biowatti teki vain marginaalisesti positiivisen tuloksen vuonna 2022, se ei vaikuta tulokseen samalla tavalla kuin liikevaihtoon. Uskommekin yhtiön pystyvän hitusen (noin 1 MEUR) parempaan oikaistuun liiketulokseen tänä vuonna vertailukautteen nähden. Segmenttitasolla odotamme Teollisuuspalvelujen tuloksen heikentyvän viime vuoden vahvalta tasolta, Ruotsin Kiinteistöpalvelujen heikentyvän edelleen, Suomen Kiinteistöpalvelujen parantavan selvästi Q1:llä nähdyn kannattavuuskäänteen jatkuessa ja Ympäristöpalvelujen pystyvän noin edellisvuoden tasoon.

Konsernin kehitys (MEUR)



Ennusteet 2/3

Odotamme myös nettotuloksen ja osingon säilyvän lähes ennallaan 2023

Liikevoiton alapuolella ei ennusteissamme ole merkittäviä muutoksia vertailukauteen, joskin rahoituskulut lisääntyvät hieman vielä uuden joukkovelkakirjalainan myötä. Sen korko on kuitenkin nykytasoihin nähden hyvin matala. Veroasteen odotamme pysyvän lähellä Suomen 20 %:n verokantaa.

Tästä johtuen nettotulos ja osakekohtainen tulos nousevat kutakuinkin samaa tahtia liikevoiton kanssa eli hienoisesti vertailukautta paremmaksi. Odotamme osingon nousevan sentillä 0,48 euroon vuodelta 2023.

Tulostason parantuminen ennusteissa 2024

Vuonna 2024 ennustamme liikevaihdon kasvavan 1 %. Liikevaihdon kehitystä painaa edelleen mielestämme jätelain vaikutukset Ympäristöpalveluihin. L&T arvioi lain muutoksen vaikuttavan noin 10 %:iin Ympäristöpalveluiden liikevaihdosta (2021 lähtötasoon nähden), joka ei kuitenkaan kokonaan poistu, vaan L&T voi saada sopimuksen jätteiden keräyksestä kunnilta. Tämä kuitenkin vähentää yhtiön arvonluontia sekä tuloksentekeykyä ja osa liikevaihdosta tulee arviomme mukaan poistumaan kokonaan. Arvioimme noin 1 %-yksikön negatiivisen vaikutuksen Ympäristöpalveluihin vuosittain 2025 asti. 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 myös tämän vuoden kuluessa, joka näkyy täysimääräisesti vuonna 2024. Tämän pitäisi olla kuitenkin tuloksen ja arvonluonnin suhteen positiivista, jos kannattavuutta saadaan näin parannettua.

Liiketuloksen uskomme nousevan selvästi 48 MEUR:oon vuonna 2024, kun Ruotsin Kiinteistöpalvelujen tehostaminen etenee (kääntäen tuloksen takaisin plussalle) ja muut segmentit parantavat hieman tulostaan liikevaihdon ja/tai markkinatilanteen parantumisen myötä.

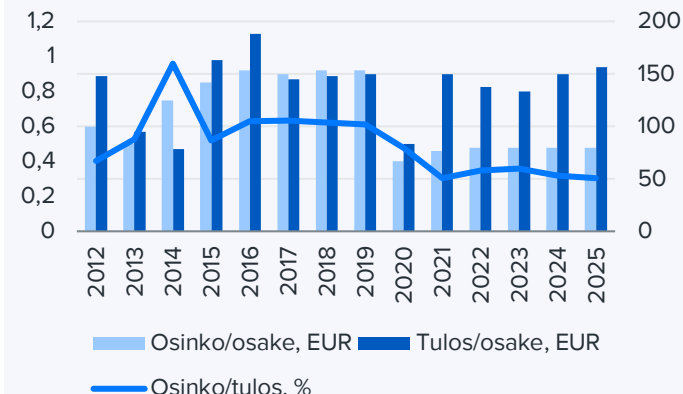
Pääoman tuotto on kohtuullisen hyvää

Lassila & Tikanojan pääoman tuotto on ollut viime vuosina yli 10 %, lukuun ottamatta vuotta 2020. Koska odotamme taseen pysyvän varsin nykyisen kaltaisena ja tuloksen nousevan hieman, ennusteissamme pääoman tuotto nousee hienoisesti, mutta pysyy 11-13 %:n haarukassa, jota L&T on nykyisellä rakenteella pystynyt tekemään. Tämä on tuottovaatimustamme korkeampi ja siten lisäarvoa luova taso, mutta kuten aiemmin todettu, jää yhtiön omasta 15 %:n tavoitetasosta.

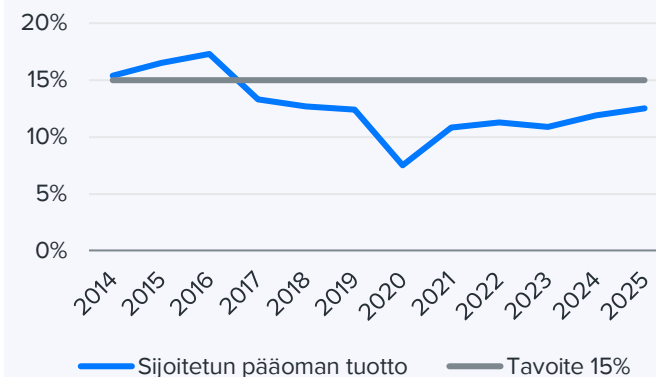
Tasaista kehitystä myös pidemmälle eteenpäin

Ennustamme L&T:n liikevaihdon kasvavan vuodesta 2025 eteenpäin 2 % vuodessa ja liikevoittomarginaalin olevan 5-6 %:n tasoa. Koska pieni kasvu ei vaadi kasvuinvestointeja, pysyy investointitaso lähellä poistoja. Tämä tuottaa 40-45 MEUR vapaata kassavirtaa vuosittain.

Osakekohtainen tulos ja osinko

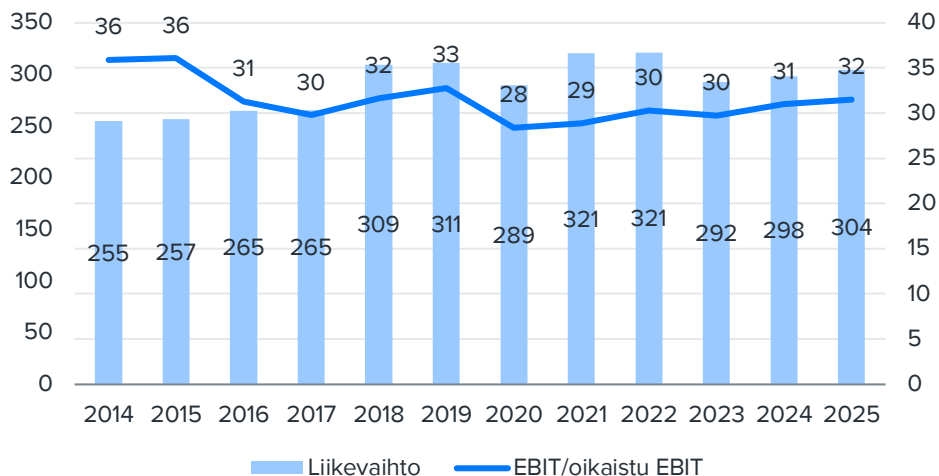


Sijoitetun pääoman tuotto vs. tavoite

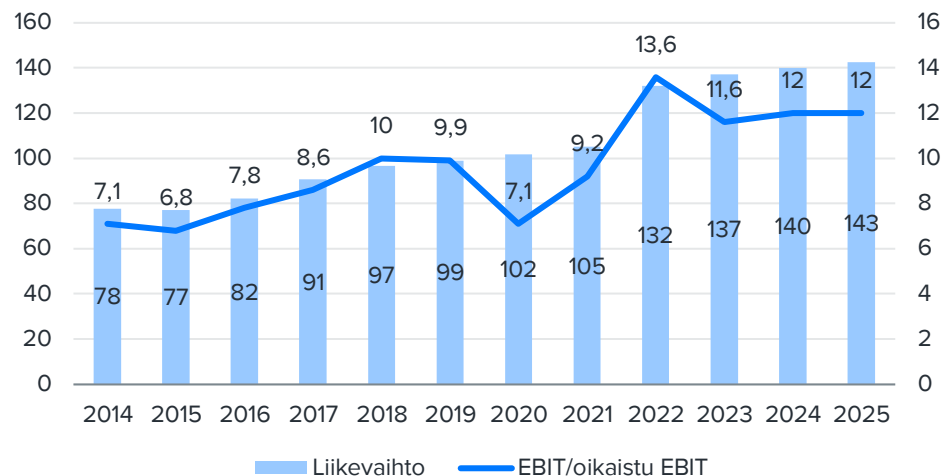


Ennusteet 3/3 – divisioonaennusteet

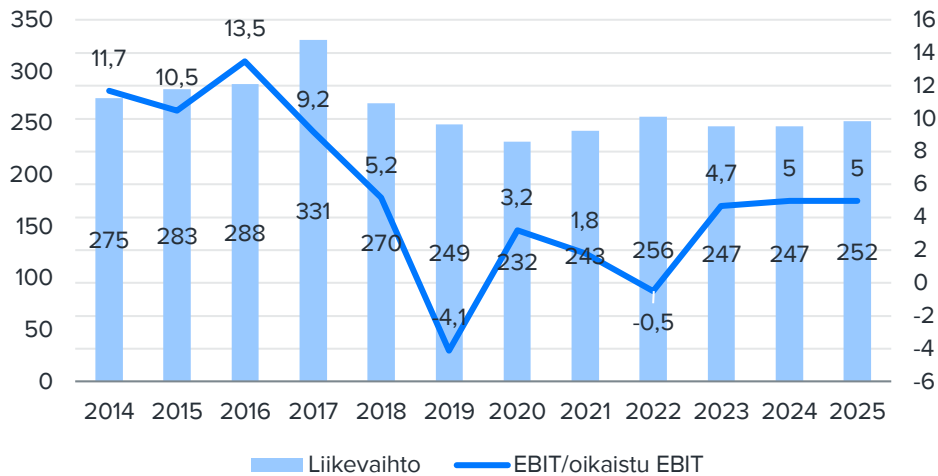
Ympäristöpalvelut



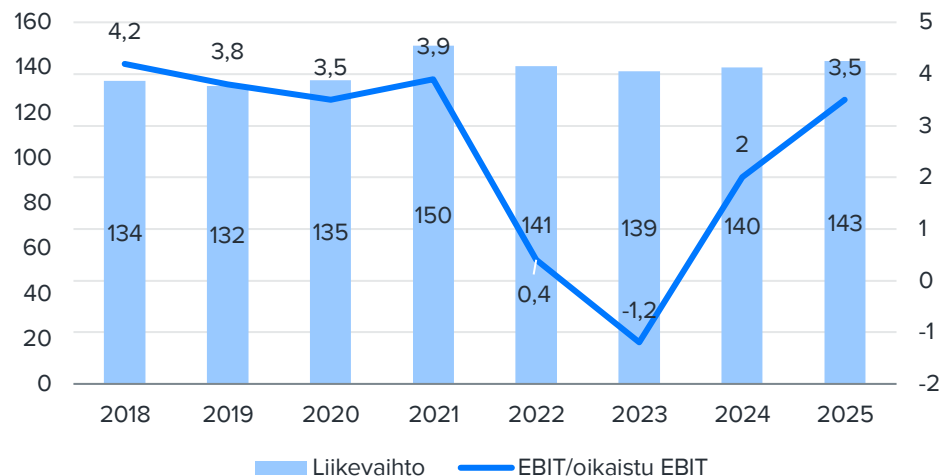
Teollisuuspalvelut



Kiinteistöpalvelut Suomi



Kiinteistöpalvelut Ruotsi



Ennustemuutokset

Hienosäätöä heikentyvän Ruotsin kruunun takia

Ruotsin kruunu on heikentynyt edelleen viime kuukausina, joka on johtanut pieneen laskuun liikevaihtoennusteissamme. Koska L&T:n Ruotsin toimintojen kulut ovat myös paikallisessa valuutassa, tällä ei ole liikevoittotasolla oleellista merkitystä ennusteisiin.

Osinkoennusteita ylös

Olemme myös nostaneet hieman osinkoennusteitamme. Uskomme yhtiön tasaisen kassavirran ja paranevan tuloksen mahdollistavan nousevan osinkotrendin lähivuosina. Koska emme ennusta yritysostoja, osingonjakosuhte kasvaa keskipitkällä aikavälillä. Mikäli yhtiö tekee yritysostoja tämä olettamamme muutos osingonjakosuhteessa voi jäädä näkemättä.

Ennustemuutokset	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	812	809	0 %	824	819	-1 %	840	836	-1 %
Käyttökate	97,6	97,6	0 %	104	104	0 %	106	106	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	41,9	41,9	0 %	47,5	47,5	0 %	49,5	49,5	0 %
Liikevoitto	41,9	41,9	0 %	47,5	47,5	0 %	49,5	49,5	0 %
Tulos ennen veroja	38,0	38,0	0 %	42,5	42,5	0 %	44,5	44,5	0 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,80	0,80	0 %	0,90	0,90	0 %	0,94	0,94	0 %
Osakekohtainen osinko	0,47	0,48	2 %	0,48	0,49	2 %	0,50	0,55	10 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys ja suositus 1/3

Arvostuksen yhteenveto – Lisää, tavoitehintaa 11 euroa

Yhteenvetona toteamme, että L&T:n lähivuosien tuotto-odotus muodostuu sekä tasaisesta osinkotuotosta että maltillisesta tuloskasvusta 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 osakkeelle hyvänä riski/tuotto-suhteena. Tämän vuoksi annamme osakkeelle lisää-suosituksen.

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 (2023-25, jotka on käyty läpi aiemmin) jälkeen ennustamme yhtiölle tasaista 2% liikevaihdon kasvua. Liikevoittomarginaalin oletamme olevan 2027-29 5,5 % ja tämän jälkeen 5,2 %. Tämä tarkoittaa liikevoiton olevan pääosin hieman alle 50 MEUR ja investointien pysyvän noin poistojen suuruisena tai hieman alempana, 50-55 MEUR:n tasolla.

Koska yhtiö on hyvin defensiivinen ja tasainen, käytämme tuottovaatimuksena (WACC) suhteellisen alhaista 7,6 %:n tasoa. Matalan tuottovaatimuksen takia iso osa (vajaa 60 %) rahavirroista syntyy vasta vuoden 2032 jälkeen eli terminaalijaksolla.

DCF-mallimme antaa L&T:n velattomaksi arvoksi noin 660 MEUR, joka tarkoittaa osakepääoman arvoksi noin 485 MEUR eli noin 12,5 euroa osakkeelta.

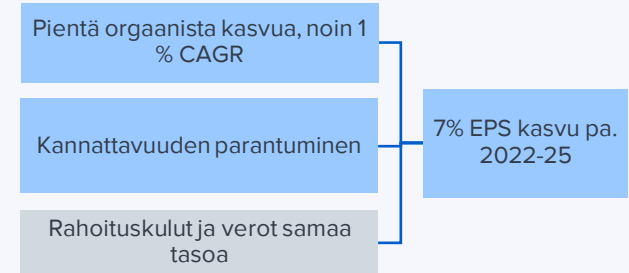
Tulospohjainen arvostus

Lassila & Tikanojan EV/EBIT arvostus on 2023 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. Myös nousut korkotaso heijastuu hyväksytyihin kertoimiin negatiivisesti. Hyväksyttävänä EV/EBIT-kertoimena näemme yhtiölle 11-13x.

Osaketuoton ajurit 2022-2025

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

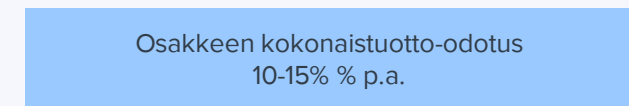
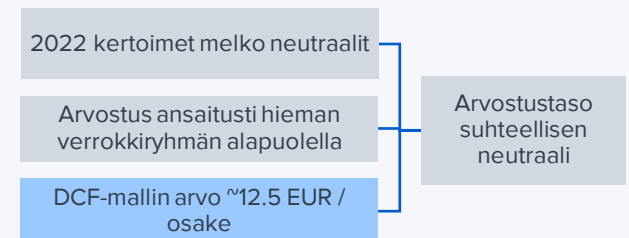
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Arvonmääritys 2/3

Odotamme, että L&T:n pitäisi pystyä sen pitkän aikavälin keskimääräiseen 45-50 MEUR:n tulostasoon, jota ennustammekin vuosille 2024-25. Näiden vuosien EV/EBIT on 10-11x, joka on mielestämme melko vaatimaton kerroin L&T:n kaltaiselle tasaiselle yhtiölle. Tuloskasvun pitäisikin mielestämme heijastua osakekurssissa, jolloin kertoimet pysyisivät lähempänä vuoden 2023 tasoa.

P/E-luvulla L&T on hinnoiteltu vuoden 2023 tuloksella 12,5x, joka laskee 2024-25 ennusteilla noin 11x 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. Hyväksyttävänä haarukkana P/E-luvulle näemme 12-14x.

L&T:n nettotulos vastaa varsin hyvin sen vapaata kassavirtaa, joten vapaa kassavirtatuotto on karkeasti P/E:n käänteisluku eli noin 8 % vuonna 2023, joka vastaa tuottovaatimustamme. Vuosille 2024-25 tämä paranee 9 %:iin.

L&T tarjoaa nykykurssilla ja kestäväällä noin 50-60 % osingonjakosuhteella noin 5 %:n osinkotuoton. Mikäli yhtiö ei tee merkittäviä yritysostoja, voi osingonjako nousta selvästi korkeammaksikin. Meidän ennusteissa osingonjakosuhte on 2026 alkaen 75 %.

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 keskittyvä 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.

Verrokkiryhmästä 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 17x, molemmat jonkin verran L&T:tä korkeammalla tasolla. Arvostuskuva on samantyyppinen myös vuoden 2024 kertoimilla. 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:an. Huomioimme kuitenkin, että sekä EBIT-marginaalin että pääoman tuoton suhteen verrokkiryhtiöiden 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.

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	10,0	10,0	10,0
Osakemäärä, milj. kpl	38,1	38,1	38,1
Markkina-arvo	381	381	381
Yritysarvo (EV)	534	516	494
P/E (oik.)	12,5	11,1	10,6
P/E	12,5	11,1	10,6
P/B	1,6	1,5	1,4
P/S	0,5	0,5	0,5
EV/Liikevaihto	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA (oik.)	5,5	5,0	4,7
EV/EBIT (oik.)	12,7	10,9	10,0
Osinko/tulos (%)	60,0 %	54,6 %	58,5 %
Osinkotuotto-%	4,8 %	4,9 %	5,5 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 3/3

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 (alle 5 MEUR) ja aktiviteetti on viimeisen 5 vuoden aikana ollut selvästi sitä aiempaa vähäisempää. Q1'23 lopussa yhtiön velkaantumisaste oli noin 85 %, joka on tosin kausiluontoisesti korkealla, kun osingot on juuri maksettu.

Velkaantumisavoitteensa puitteissa L&T:llä on arviomme mukaan mahdollisuus lähes 100 MEUR:n lisävelan ottamiseen. Tämä voisi ostetun yrityksen arvostuskertoimista riippuen tarkoittaa karkeasti 5-10 MEUR liiketuloksen lisäystä eli 12-24 % nykytasoon. Olettamalla 5 % korkokulun, tämä tarkoittaisi noin 0-15 % lisäystä osakekohtaiseen

tulokseen. Onnistuneella yritysosto(i)lla voisi siis olla 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. Yhtiön nykyinen tähtäin on pienemmissä yritysostoissa, joten yksittäisen yritysoston vaikutus tuskin tulee olemaan merkittävä L&T:n tulokselle tai arvolle.

Mikäli velkaantumisaste (gearing) nousisi yrityskaupan myötä lähelle 125 %:n maksimitasoa, olettaisimme yhtiön pyrkivän palaamaan ainakin

alle 100 % tasoon säilyttääkseen taloudellisen liikkumavaran ja siten keskipitkällä aikavälillä merkittävää 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.

L&T:n yli 10 MEUR liikevaihdon yritysostot 2005 jälkeen

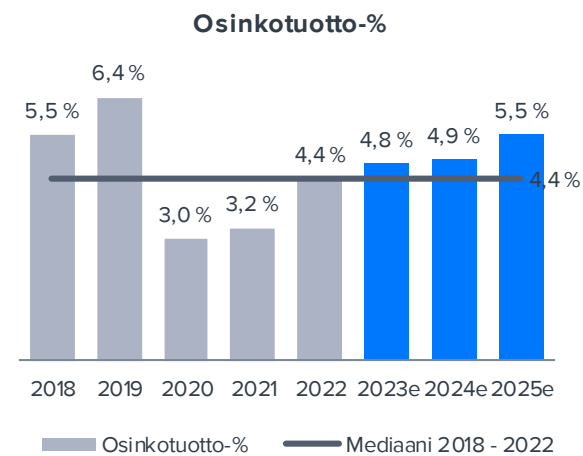
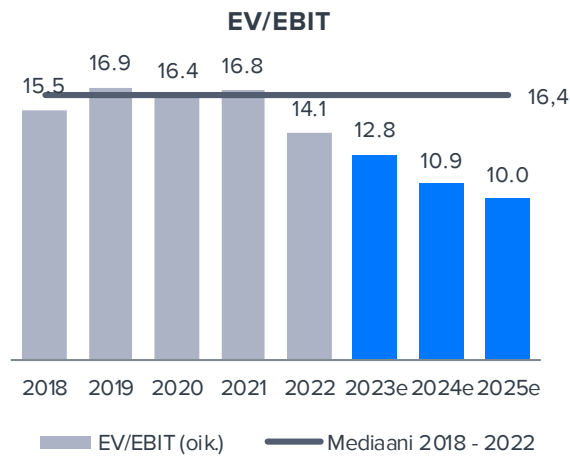
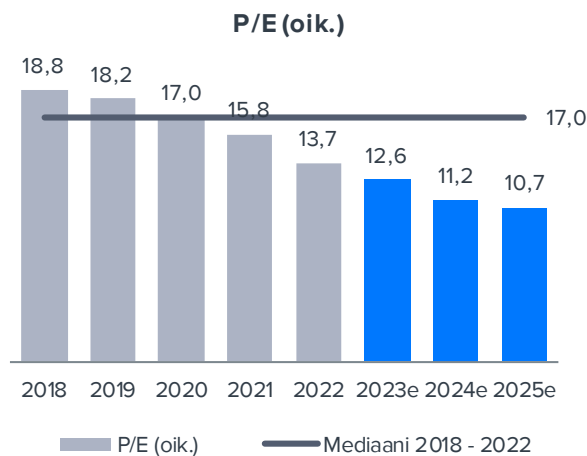
Yritys	Toimiala	Liikevaihto (MEUR)	Ajankohta
Sand & Vattenbläst i Tyringe	Teollisuuspalvelut	10	2/22
Sihvari	Ympäristöpalvelut	14	6/21
Veolia FM	Kiinteistöpalvelut	102	8/17
Östgöta Stad	Kiinteistöpalvelut	12	5/11
Hansalaiset	Kiinteistöpalvelut	11	4/12
Biowatti	Ympäristöpalvelut	64	2/07
Skånsk All Service	Kiinteistöpalvelut	11	1/07
Allied Service Partners	Kiinteistöpalvelut	12	1/06

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	16,8	14,4	13,6	14,3	10,6	10,0	10,0	10,0	10,0
Osakemäärä, milj. kpl	38,1	38,1	38,1	38,1	38,1	38,1	38,1	38,1	38,1
Markkina-arvo	639	549	516	545	405	383	383	383	383
Yritysarvo (EV)	738	685	653	712	578	535	517	495	476
P/E (oik.)	18,8	18,2	17,0	15,8	13,7	12,6	11,2	10,7	10,4
P/E	18,8	15,8	27,2	15,9	12,9	12,6	11,2	10,7	10,4
P/B	3,0	2,7	2,7	2,6	1,8	1,6	1,5	1,4	1,3
P/S	0,8	0,7	0,7	0,7	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4
EV/Liikevaihto	0,9	0,9	0,9	0,9	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA (oik.)	8,2	6,9	7,7	7,5	5,9	5,5	5,0	4,7	4,5
EV/EBIT (oik.)	15,5	16,9	16,4	16,8	14,1	12,8	10,9	10,0	9,4
Osinko/tulos (%)	102,9 %	101,2 %	80,4 %	51,0 %	56,8 %	60,0 %	54,6 %	58,5 %	75,0 %
Osinkotuotto-%	5,5 %	6,4 %	3,0 %	3,2 %	4,4 %	4,8 %	4,9 %	5,5 %	7,2 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e
Caverion	1161	1316	13,4	9,4	7,8	6,4	0,5	0,5	16,5	12,1	2,9	3,2	4,0
Coor	409	549	12,3	10,7	7,4	6,9	0,5	0,5	10,7	9,7	9,1	9,5	2,7
ISS	3458	5117	10,8	9,3	7,3	6,5	0,5	0,5	11,4	9,5	2,7	3,3	2,1
Veolia	20160	42805	13,6	12,5	6,6	6,2	1,0	0,9	15,1	12,6	4,5	5,3	1,7
Sodexo	15099	17799	13,9	12,6	9,9	9,1	0,8	0,7	17,4	15,9	2,9	3,2	2,8
Seche Environnement	852	1431	14,2	13,4	6,6	6,1	1,3	1,3	15,7	14,6	1,0	1,1	2,4
Casella Waste Systems	4559	5043	45,2	42,0	19,5	16,8	4,5	4,0	71,2	70,3			6,0
Republic Services	42587	53424	21,4	19,7	13,4	12,5	3,9	3,7	27,8	25,0	1,4	1,5	4,3
Waste Connection	32234	38648	27,7	24,8	16,8	15,3	5,2	4,9	32,2	28,4	0,8	0,8	4,5
Waste Management	61902	75803	21,8	20,1	14,0	13,0	4,0	3,8	27,4	24,5	1,7	1,8	9,7
Lassila & Tikanoja (Inderes)	383	535	12,8	10,9	5,5	5,0	0,7	0,6	12,6	11,2	4,8	4,9	1,6
Keskiarvo			19,4	17,4	10,9	9,9	2,2	2,1	24,5	22,3	3,0	3,3	4,0
Mediaani			14,0	13,0	8,8	8,0	1,2	1,1	17,0	15,3	2,7	3,2	3,4
Erotus-% vrt. mediaani			-9 %	-16 %	-38 %	-38 %	-42 %	-43 %	-26 %	-27 %	80 %	54 %	-52 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	813	210	219	205	210	844	193	207	202	209	809	819	836	852
Ympäristöpalvelut	321	87,3	87,8	75,0	71,1	321	66,3	75,0	76,0	75,0	292	298	304	310
Teollisuuspalvelut	105	23,1	33,7	38,9	36,3	132	26,1	36,0	39,0	36,0	137	140	143	145
Kiinteistöpalvelut Suomi	243	68,3	63,1	60,3	64,6	256	67,1	62,0	58,0	60,0	247	247	252	257
Kiinteistöpalvelut Ruotsi	150	32,9	35,9	31,9	39,7	140	34,5	35,0	30,0	39,0	139	140	143	146
Muut & eliminoinnit	-6,0	-1,2	-1,4	-1,6	-1,8	-6,0	-1,2	-1,5	-1,5	-1,5	-5,7	-5,8	-5,9	-6,0
Käyttökate	95,2	13,5	24,2	34,1	26,5	98,3	15,4	25,6	31,8	24,8	97,6	104	106	105
Poistot ja arvonalennukset	-53,0	-13,8	-14,1	-13,9	-13,6	-55,4	-14,0	-13,9	-13,9	-13,9	-55,7	-56,4	-56,0	-54,8
Liikevoitto ilman kertaeriä	42,4	0,0	11,0	20,3	9,6	40,9	1,4	11,7	17,9	10,9	41,9	47,5	49,5	50,5
Liikevoitto	42,2	-0,3	10,1	20,2	12,9	42,9	1,4	11,7	17,9	10,9	41,9	47,5	49,5	50,5
Ympäristöpalvelut	29,8	2,9	10,0	11,2	6,2	30,3	3,2	9,0	11,0	6,5	29,7	31,0	31,5	31,5
Teollisuuspalvelut	9,2	0,2	3,3	6,9	3,2	13,6	0,1	3,5	5,0	3,0	11,6	12,0	12,0	12,5
Kiinteistöpalvelut Suomi	1,8	-2,3	-1,0	2,0	0,8	-0,5	0,2	0,5	2,5	1,5	4,7	5,0	5,0	5,0
Kiinteistöpalvelut Ruotsi	3,9	-0,2	-0,2	0,3	0,5	0,4	-1,0	-0,7	0,0	0,5	-1,2	2,0	3,5	4,5
Muut & eliminoinnit	-2,2	-0,6	-1,1	-0,1	-1,0	-2,8	-1,1	-0,6	-0,6	-0,6	-2,9	-2,5	-2,5	-3,0
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,9	0,7	1,5	-0,1	-0,1	0,8	2,1	1,0	1,0	1,0
Nettorahoituskulut	-3,3	-1,0	-1,8	-1,5	-1,6	-5,8	-1,6	-1,5	-1,5	-1,5	-6,1	-6,0	-6,0	-6,0
Tulos ennen veroja	38,9	-1,3	8,4	18,5	12,2	37,8	1,4	10,1	16,3	10,2	38,0	42,5	44,5	45,5
Verot	-4,6	0,5	-2,0	-3,8	-1,0	-6,3	-0,2	-2,0	-3,3	-2,0	-7,5	-8,3	-8,7	-8,9
Nettotulos	34,4	-0,7	6,3	14,7	11,2	31,5	1,2	8,1	13,0	8,2	30,5	34,2	35,8	36,6
EPS (oikaistu)	0,91	-0,01	0,19	0,39	0,21	0,77	0,03	0,21	0,34	0,21	0,80	0,90	0,94	0,96
EPS (raportoitu)	0,90	-0,02	0,17	0,39	0,29	0,83	0,03	0,21	0,34	0,21	0,80	0,90	0,94	0,96

Tunnusluvut	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	8,1 %	9,6 %	10,3 %	3,1 %	-6,0 %	3,9 %	-8,4 %	-5,8 %	-1,5 %	-0,8 %	-4,1 %	1,2 %	2,0 %	2,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	6,9 %	-100,0 %	7,8 %	9,7 %	-4,9 %	-3,5 %		6,4 %	-11,8 %	13,3 %	2,4 %	13,4 %	4,2 %	2,0 %
Käyttökate-%	11,7 %	6,4 %	11,0 %	16,7 %	12,6 %	11,6 %	8,0 %	12,4 %	15,8 %	11,9 %	12,1 %	12,7 %	12,6 %	12,4 %
Oikaistu liikevoitto-%	5,2 %	0,0 %	5,0 %	9,9 %	4,6 %	4,8 %	0,7 %	5,7 %	8,9 %	5,2 %	5,2 %	5,8 %	5,9 %	5,9 %
Nettotulos-%	4,2 %	-0,3 %	2,9 %	7,2 %	5,3 %	3,7 %	0,6 %	3,9 %	6,5 %	3,9 %	3,8 %	4,2 %	4,3 %	4,3 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Pysyvät vastaavat	435	462	471	470	467
Liikearvo	172	181	181	181	181
Aineettomat hyödykkeet	32,5	36,5	33,9	31,4	29,5
Käyttöomaisuus	223	227	239	240	238
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	14,0	14,0	14,0	14,0
Muut sijoitukset	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	2,2	1,9	2,0	2,0	2,0
Laskennalliset verosaamiset	5,6	1,9	1,9	1,9	1,9
Vaihtuvat vastaavat	200	199	188	190	193
Vaihto-omaisuus	5,9	7,8	8,1	8,2	8,4
Muut lyhytaikaiset varat	78,8	50,5	50,5	50,5	50,5
Myyntisaamiset	86,8	91,0	89,0	90,1	91,9
Likvidit varat	28,6	49,5	40,5	41,0	41,8
Taseen loppusumma	635	661	659	659	659

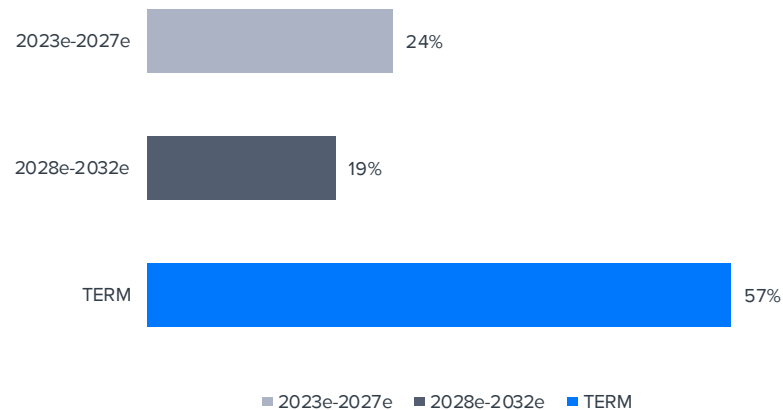
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Oma pääoma	210	220	238	254	271
Osakepääoma	19,4	19,4	19,4	19,4	19,4
Kertyneet voittovarot	197	211	224	239	257
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	-5,7	-10,0	-5,0	-5,0	-5,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	216	228	243	227	208
Laskennalliset verovelat	30,2	28,1	30,0	30,0	30,0
Varaukset	9,5	8,6	10,0	10,0	10,0
Lainat rahoituslaitoksilta	176	191	203	187	168
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	209	213	179	179	180
Lainat rahoituslaitoksilta	19,9	39,3	8,6	6,9	4,8
Lyhytaikaiset korottomat velat	172	171	170	172	175
Muut lyhytaikaiset velat	17,2	2,7	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	635	660	659	659	659

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	3,9 %	-4,1 %	1,2 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	5,1 %	5,2 %	5,8 %	5,9 %	5,9 %	5,5 %	5,5 %	5,5 %	5,2 %	5,2 %	5,2 %	5,2 %
Liikevoitto	42,9	41,9	47,5	49,5	50,5	47,8	48,8	49,7	48,0	48,9	49,9	
+ Kokonaispoistot	55,4	55,7	56,4	56,0	54,8	54,4	54,1	53,9	53,7	53,7	53,7	
- Maksetut verot	-4,7	-5,6	-8,3	-8,7	-8,9	-8,4	-8,6	-8,7	-8,4	-8,6	-10,0	
- verot rahoituskuluista	-1,0	-1,3	-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	5,9	-1,6	0,9	1,5	1,5	1,5	1,6	1,6	1,6	1,7	1,7	
Operatiivinen kassavirta	98,5	89,1	95,2	97,1	96,7	94,2	94,7	95,3	93,7	94,5	95,3	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-1,0	1,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-71,7	-64,9	-55,0	-53,0	-53,0	-53,0	-53,0	-53,0	-48,1	-53,3	-53,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	25,8	25,6	40,2	44,1	43,7	41,2	41,7	42,3	45,6	41,2	42,1	
+/- Muut	-25,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	0,8	25,6	40,2	44,1	43,7	41,2	41,7	42,3	45,6	41,2	42,1	767
Diskontattu vapaa kassavirta		24,7	36,0	36,7	33,8	29,6	27,9	26,2	26,3	22,1	21,0	382
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		666	641	605	569	535	505	477	451	425	403	382
Velaton arvo DCF		666										
- Korolliset velat		-230,1										
+ Rahavarat		49,5										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-17,9										
Oman pääoman arvo DCF		485										
Oman pääoman arvo DCF per osake		12,7										

Rahavirranjakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,00
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,75 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	8,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,6 %

Lähde: Inderes

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	751,9	812,5	844,1	809,2	819,2	EPS (raportoitu)	0,50	0,90	0,83	0,80	0,90
Käyttökate	85,2	95,2	98,3	97,6	103,9	EPS (oikaistu)	0,80	0,91	0,77	0,80	0,90
Liikevoitto	28,2	42,2	42,9	41,9	47,5	Operat. kassavirta / osake	2,41	1,99	2,59	2,34	2,50
Voitto ennen veroja	23,3	38,9	37,8	38,0	42,5	Vapaa kassavirta / osake	0,99	-0,29	0,02	0,67	1,06
Nettovoitto	19,0	34,4	31,5	30,5	34,2	Omapääoma / osake	5,05	5,52	5,78	6,25	6,66
Kertaluontoiset erät	-11,5	-0,2	2,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,40	0,46	0,47	0,48	0,49
Tase	2020	2021	2022	2023e	2024e	Kasvu ja kannattavuus	2020	2021	2022	2023e	2024e
Taseen loppusumma	596,6	635,3	660,6	659,1	659,4	Liikevaihdon kasvu-%	-4 %	8 %	4 %	-4 %	1 %
Oma pääoma	192,5	210,4	220,4	238,0	253,9	Käyttökateen kasvu-%	-14 %	12 %	3 %	-1 %	6 %
Liikearvo	154,0	172,1	180,7	180,7	180,7	Liikevoiton oik. kasvu-%	-2 %	7 %	-4 %	2 %	13 %
Nettovelat	136,5	167,1	180,6	170,7	152,6	EPS oik. kasvu-%	1 %	14 %	-15 %	3 %	12 %
Kassavirta	2020	2021	2022	2023e	2024e	Käyttökate-%	11,3 %	11,7 %	11,6 %	12,1 %	12,7 %
Käyttökate	85,2	95,2	98,3	97,6	103,9	Oik. Liikevoitto-%	5,3 %	5,2 %	4,8 %	5,2 %	5,8 %
Nettokäyttöpääoman muutos	7,5	-15,4	5,9	-1,6	0,9	Liikevoitto-%	3,8 %	5,2 %	5,1 %	5,2 %	5,8 %
Operatiivinen kassavirta	91,8	75,7	98,5	89,1	95,2	ROE-%	9,6 %	17,1 %	14,6 %	13,3 %	13,9 %
Investoinnit	-55,7	-87,7	-71,7	-64,9	-55,0	ROI-%	7,4 %	10,8 %	10,2 %	9,8 %	10,8 %
Vapaa kassavirta	37,7	-11,0	0,8	25,6	40,2	Omavaraisuusaste	32,3 %	33,1 %	33,4 %	36,1 %	38,5 %
						Nettovelkaantumisaste	70,9 %	79,4 %	81,9 %	71,7 %	60,1 %
Arvostuskertoimet	2020	2021	2022	2023e	2024e						
EV/Liikevaihto	0,9	0,9	0,7	0,7	0,6						
EV/EBITDA (oik.)	7,7	7,5	5,9	5,5	5,0						
EV/EBIT (oik.)	16,4	16,8	14,1	12,8	10,9						
P/E (oik.)	17,0	15,8	13,7	12,6	11,2						
P/B	2,7	2,6	1,8	1,6	1,5						
Osinkotuotto-%	3,0 %	3,2 %	4,4 %	4,8 %	4,9 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae 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 neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten 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 analyytiikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen 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 sijoittajatalaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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

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

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

Suositusistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
22.6.2022	Lisää	12,00 €	10,52 €
25.7.2022	Lisää	12,50 €	11,50 €
28.10.2022	Vähennä	11,00 €	10,26 €
10.2.2022	Vähennä	11,00 €	11,04 €
3.5.2023	Lisää	11,00 €	10,12 €
27.6.2023	Lisää	11,00 €	10,04 €

Inderes yhdistää pörssiyrityksiä ja sijoittajia. Asiakkainamme on yli 400 pohjoismaista pörssiyritystä, jotka haluavat palvella sijoittajia tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Yhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista sijoittajaa.

Yhteiskunnallisena tavoitteenamme on demokratisoida tieto finanssimarkkinoilla.

Rakennamme pörssiyrityksien tarpeisiin ratkaisuja, joiden avulla voidaan tehdä tehokasta ja oikeat kohderyhmät tavoitettavaa sijoittajaviestintää. Liikevaihdostamme suurin osa muodostuu pörssiyrityksiä asiakkailta, joille tarjottavia päätuotteitamme ovat Tilausanalyysi, Virtuaalitapahtumaratkaisut (Flik), Yhtiökokousratkaisut sekä Teknologia- ja IR-ratkaisut.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla jäsenet voivat oppia ja kehittyä, tutustua muihin sijoittajiin sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North markkinapaikalla ja toimii Suomessa, Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa.

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.**