

Lassila & Tikanoja

Laaja raportti

27.06.2024 07.48 EEST



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Rakennemuutoksessa arvonluontimahdollisuus

Lassila & Tikanoja (L&T) 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 2025-26 etenkin Ruotsin Kiinteistöpalvelujen tuloksen toipumisen myötä. Toisaalta Kiinteistöpalveluiden mahdollinen myynti tarjoaa arvonluontimahdollisuuden. Yhtiö on mielestämme maltillisesti arvostettu ja tasaisuutensa ansiosta riskiprofiili on matala. Toistamme L&T:lle lisää-suosituksen ja 9,5 euron tavoitehinnan. Laskimme ennusteitamme 2025-26 osalta tässä raportissa.

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 välillä ovat vähäisiä. Yhtiöllä onkin menossa strateginen selvitys Kiinteistöpalveluiden osalta, joka voi johtaa toimintojen myyntiin. Tämä olisi mielestämme strategisesti ja yhtiön rakenteen puolesta looginen ratkaisu. L&T:n liiketoiminta on luonteeltaan hyvin defensiivistä ja vakaata. Maantieteellisesti reilut 80 % liikevaihdosta syntyy Suomessa ja loput Ruotsista. Liikevoitosta Ympäristöpalvelut teki viime vuonna noin 70% ja Teollisuuspalvelut noin 30 %, Kiinteistöpalveluiden tuloksen jäädessä nollatasoon Ruotsin tappioiden takia.

Tulos ollut melko tasainen, mutta viime vuosina historialliseen tasoon nähden vaisu

Liikevoitto/oikaistu liikevoitto (raportointikäytännöstä riippuen) on vaihdellut 39 MEUR:n ja 55 MEUR:n välillä vuosina 2005-23, 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 ovat käynnissä. Uskomme Ruotsin Kiinteistöpalvelujen tulostason palautuvan asteittain kohtuulliselle tasolle 2026, kuitenkin 2018-21 tasoa alemmaksi. Olemme laskeneet tässä raportissa ennusteitamme vuosille 2025-26 lähinnä maltillisempien Ruotsin ennusteiden johdosta.

Tasaista tai paranevaa liikevoittoa ohjeistettu tälle vuodelle, odotamme parannusta vasta 2025-26

Liikevoitto jäi 2023 38,4 MEUR:oon (raportoitu) ja oikaistun liikevoiton osalta 39 MEUR:oon. Markkinan ja siten liikevaihdon kehityksen näyttäessä heikolta, mahdollinen parannus on lähinnä oman tehostamisen varassa. Ennustamme oik. liikevoiton jäävän viime vuoden tasoon eli 39 MEUR:oon. Lähinnä Ruotsin Kiinteistöpalvelujen tulostasoon ja pieni orgaaninen kasvu ajaa ennusteissamme konsernin liiketuloksen noin 45 MEUR:n tasolle 2026 mennessä. Matalan orgaanisen kasvun ja tasaantuvan marginaalin myötä emme kuitenkaan näe merkittävää tuloskasvua 2026 jälkeen.

Neutraali arvostus, hyvä osinkotuotto, kasvava lähivuosien tulos ja rakennejärjestelyistä lisäpotentiaalia

L&T:n tämän vuoden tuloskertoimet ovat mielestämme melko neutraalit (P/E ja EV/EBIT ~11,5x), mutta odotamme tuloskasvun ja osinkotuoton myötä näemme osakkeen vuosittaisen tuotto-odotuksen olevan ~10 % lähivuosina. Matalan riskitason ansiosta näemme tämän kohtuullisena riski/tuotto-suhteena. Uskomme myös, että Kiinteistöpalveluiden mahdollinen myynti voisi nostaa osakkeen hyväksyttävää arvostusta. Tämän suhteen potentiaalisista divestoinneista saatava hinta on toki ratkaisevassa roolissa niiden vaikutuksessa osakkeelle.

Suositus

Lisää

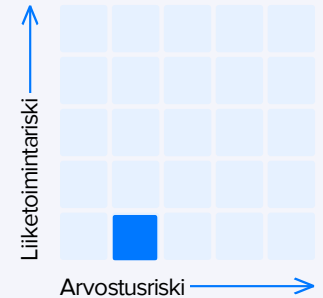
(aik. Lisää)

9,50 EUR

(aik. 9,50 EUR)

Osakekurssi:

8,57



Avainluvut

| | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|
| Liikevaihto | 802,1 | 791,8 | 805,9 | 823,6 |
| kasvu-% | -5 % | -1 % | 2 % | 2 % |
| EBIT oik. | 39,0 | 39,2 | 41,0 | 44,0 |
| EBIT-% oik. | 4,9 % | 5,0 % | 5,1 % | 5,3 % |
| Nettotulos | 30,0 | 26,7 | 31,8 | 34,2 |
| EPS (oik.) | 0,82 | 0,76 | 0,85 | 0,91 |

| | | | | |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|
| P/E (oik.) | 11,5 | 11,3 | 10,1 | 9,4 |
| P/B | 1,5 | 1,3 | 1,3 | 1,2 |
| Osinkotuotto-% | 5,2 % | 5,8 % | 6,4 % | 7,0 % |
| EV/EBIT (oik.) | 12,5 | 11,5 | 10,6 | 9,4 |
| EV/EBITDA | 5,1 | 4,9 | 4,4 | 4,1 |
| EV/Liikevaihto | 0,6 | 0,6 | 0,5 | 0,5 |

Lähde: Inderes

Ohjeistus

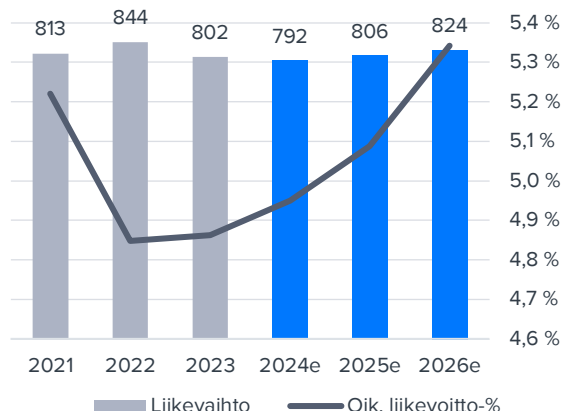
(Ennallaan)

Vuoden 2024 liikevaihdon arvioidaan olevan samalla tasolla edellisvuoteen verrattuna ja liikevoiton samalla tasolla tai parempi

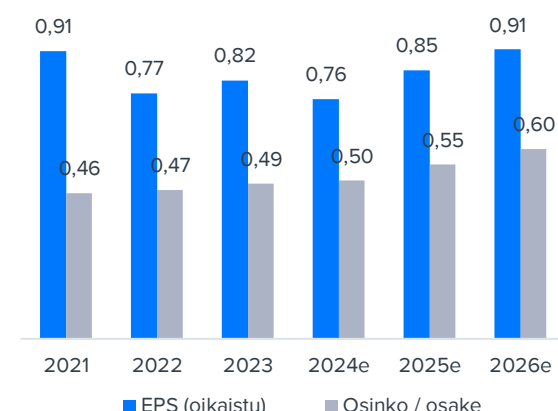
Osakekurssi



Liikevaihto ja liikevoitto-%



Osakekohtainen tulos ja osinko



Arvoajurit

- Hyvät markkina-asetamat
- Tasainen tulos ja kassavirta
- Ympäristövaatimusten ja -tietoisuuden 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 | 2024e | 2025e | 2026e |
|------------------------------|--------|--------|--------|
| Osakekurssi | 8,57 | 8,57 | 8,57 |
| Osakemäärä, milj. kpl | 37,5 | 37,5 | 37,5 |
| Markkina-arvo | 321 | 321 | 321 |
| Yritysarvo (EV) | 452 | 433 | 414 |
| P/E (oik.) | 11,3 | 10,1 | 9,4 |
| P/E | 12,0 | 10,1 | 9,4 |
| P/B | 1,3 | 1,3 | 1,2 |
| P/S | 0,4 | 0,4 | 0,4 |
| EV/Liikevaihto | 0,6 | 0,5 | 0,5 |
| EV/EBITDA | 4,9 | 4,4 | 4,1 |
| EV/EBIT (oik.) | 11,5 | 10,6 | 9,4 |
| Osinko/tulos (%) | 70,2 % | 64,9 % | 65,7 % |
| Osinkotuotto-% | 5,8 % | 6,4 % | 7,0 % |

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

| | |
|---|-----------------|
| Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli | s. 5-12 |
| Sijoitusprofili | 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.24-31 |
| Taulukot | s. 32-38 |
| Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria | s. 39 |

Lassila & Tikanoja lyhyesti

Lassila & Tikanoja on palveluyritys, jonka liiketoiminta jakautuu kolmeen toimialaan: Ympäristöpalvelut, Teollisuuspalvelut ja Kiinteistöpalvelut. Raporttisegmenttejä on neljä, kiinteistöpalveluiden jakautuessa Suomen ja Ruotsin kesken. Yhtiö pyrkii keskittymään kiertotaloutta tukeviin palveluihin ja ratkaisuihin.

1905

Perustamisvuosi

2001

Nykymuotoinen L&T syntyy, kun Suominen jakaantui erilliseksi yhtiöksi

802 MEUR (-5,0 % vs. 2022)

Liikevaihto 2023

39 MEUR (4.9 % lv:sta)

Oikaistu liikevoitto vuonna 2023

8 159

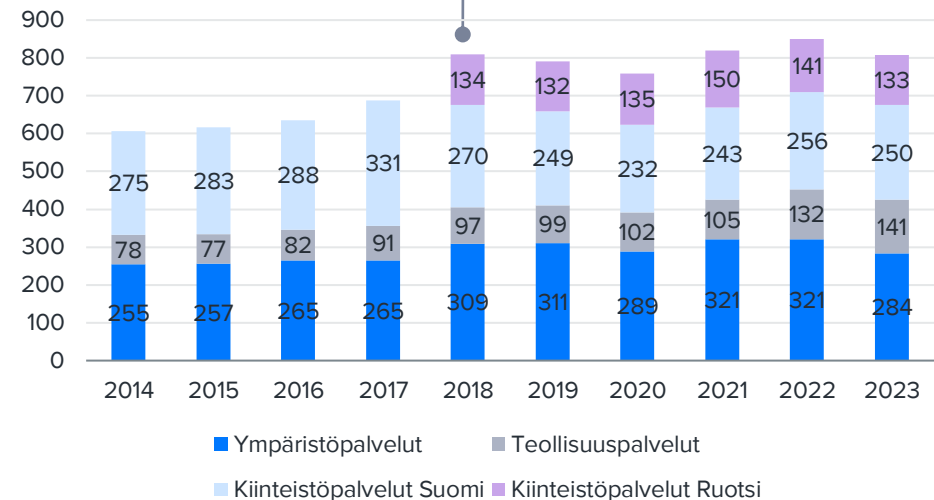
Henkilöstö vuoden 2023 lopussa

83 % / 17 %

Suomi / Ruotsi osuus liikevaihdosta vuonna 2023

- 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 yhteisyritykseen 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. Yhtiöllä onkin menossa strateginen arviointi Kiinteistöpalvelujen mahdollisesta myymisestä, jolloin yhtiö keskittyisi jatkossa Ympäristö- ja Teollisuuspalveluihin. 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 2023, kun taas Kiinteistöpalveluissa kannattavuus on selvästi heikompi. Toisaalta Kiinteistöpalveluissa sijoitettu pääoma on vähäisempi ja Suomen Kiinteistöpalveluiden pääoman tuotto on kohtuullisen hyvällä tasolla.

L&T on maantieteellisesti keskittynyt Suomeen ja vuonna 2023 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.

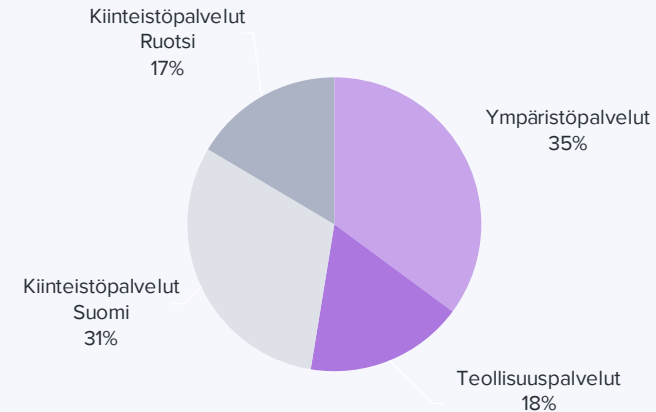
Lassila & Tikanojan asiakkaat ovat pääosin yrityksiä, joskin Ympäristöpalveluissa on myös paljon taloyhtiöasiakkaita. Luonteeltaan yhtiö on kuitenkin B2B-toimija. Vuoden 2023 liikevaihdosta noin 2/3 perustui pidempiin sopimuksiin, mutta myös lähinnä erikseen tilattavista palveluista ja materiaalityyppisestä syntyvä loppuosaa on varsin vakaata vuodesta toiseen. Materiaalityyppisen osuus laski 2022-23 kun Biowatti siirtyi vuoden 2022 puolivälissä yhteisyritykseen ja oli 2023 enää 7 %.

Strategiana arvonluonti kiertotaloudessa

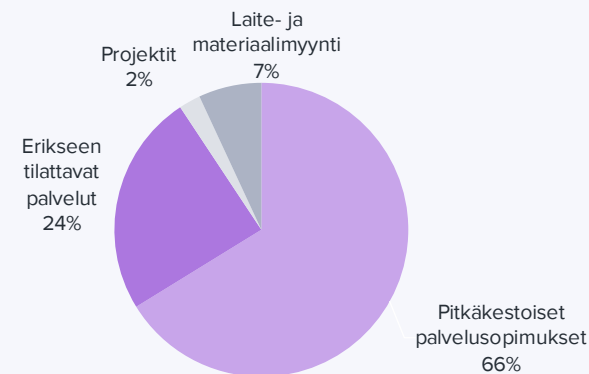
Lassila & Tikanoja on profiloitunut vahvasti kiertotalousyhtiöksi ja se pyrkii toiminnallaan luomaan ratkaisuja ilmastomuutoksen ja luontokadon torjuntaan sekä kehittämään kestävä taloutta. Tämä tapahtuu esimerkiksi nostamalla asiakkaiden materiaalien kierrätysastetta, palauttamalla jätteitä ja sivuvirtoja hyötykäyttöön sekä parantamalla kiinteistöjen arvoa ja energiatehokkuutta. Syksyllä 2023 päivitetty strategia korostaa entistä selvemmin kiertotaloutta strategisena fokuksena.

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 2023



Liikevaihdon jakauma 2023



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/6

Ympäristöpalvelut (35 % liikevaihdosta 2023)

Ympäristöpalvelut on sekä liikevaihdolla että liikevoitolla mitattuna Lassila & Tikanojan suurin toimiala luoden 35 % liikevaihdosta ja noin 70 % oikaistusta liikevoitosta 2023.

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
- Materiaalien kierrätys ja prosessointi

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. Kierrätys ja prosessointi on jätehuollosta seuraava askel arvoketjussa, jossa kerätty jäte, tai muuten lajiteltuna kierrätykseen saapunut jäte, käsitellään ja/tai jatkojalostetaan uusioraaka-aineeksi. Yhtiö toimittaa myös jätehuollon keräysvälineitä (esimerkiksi jätteastiat, puristimet ja paalaimet).

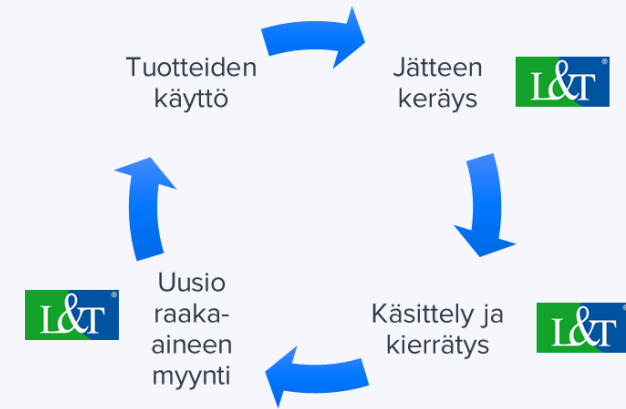
Ympäristöpalveluihin aiemmin kuulunut Biowatti yhdistyi Neovan vastaavien toimintojen kanssa heinäkuussa 2022 ja on nimeltään Laania. Laania on erikoistunut energiapuun, hakkeen ja muiden sivutuotteiden toimituksiin. L&T omistaa yhteisyrityksestä 55 %. Laania raportoidaan liikevoiton alapuolella osakkuusyhtiönä.

Vahva markkinaosuus ja hyvä, tasainen tulostaso

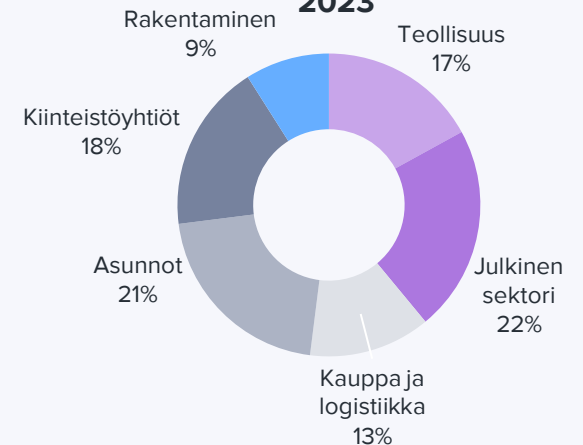
Lassila & Tikanoja arvioi jätteiden käsittelymarkkinan koon olevan 700 MEUR ja materiaalien käsittelymarkkinan 1,1 mrd. EUR. Näin kokonaismarkkina on yhtiön aiemmin arvioimaa (1,2 mrd. EUR) suurempi, joka johtunee materiaalien käsittelymarkkinan laajennetusta määritelmästä. Ympäristöpalveluiden liikevaihdosta noin 80 % tai 230 MEUR tuli pitkäkestoisista palvelusopimuksista (jätehuolto) ja vajaa 20 % tai 50 MEUR materiaali-myynnistä (uusioraaka-aine). Näiden lukujen perusteella L&T:llä on jätemarkkinasta yli 30 %:n osuus ja se on selvä johtaja. Materiaalien käsittelyssä sillä olisi noin 5 %:n osuus, joskin siellä yhtiö kertoo olevansa #1 niissä materiaaleissa, joissa se nykyisin on mukana. Asiakkaita toimialalla on kymmeniä tuhansia ja siten asiakaskohtaiset riskit ovat pienet. Jätemarkkinan kasvuvauhdiksi yhtiö arvioi 0-3 % ja materiaalien käsittelyn 3-5 % vuodessa. Alalle tulon esteet ovat kohtuulliset, sillä etenkin Suomen laajuinen toiminta vaatii kalustoa ja toimipisteitä laajasti ympäri Suomea.

Tulostasoltaan Ympäristöpalvelut on ollut melko tasainen hyvällä tasolla, liiketuloksen ollessa keskimäärin 30 MEUR viimeiset 8 vuotta. Liikevaihdon kasvaessa EBIT-marginaali on tosin luisunut alaspäin lähes 12 %:sta (2016) viime vuosien noin 9,5 %:iin. Tähän on viime vuosina vaikuttanut mm. jätelain muutoksen tuomat negatiiviset vaikutukset sekä ERP-projektin kulut. Arvioimme kestävän kannattavuustason olevan 9-10 %:n luokkaa ja siten kannattavuus on lähellä potentiaalista tasoaan. Liikevaihdon kasvu on ollut lähinnä orgaanista, mutta vuonna 2021 L&T osti Sihvari-nimisen jätehuollon yrityksen.

L&T Ympäristöpalvelut osana kiertotaloutta



Ympäristöpalvelujen asiakkaat, 2023



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/6

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

Teollisuuspalvelut (18 % liikevaihdosta 2023)

Teollisuuspalvelut ohitti liikevaihdolla mitattuna viime vuonna Ruotsin Kiinteistöpalvelut ja on nyt kolmanneksi suurin toimiala. Liikevoitoltaan se on toiseksi suurin, vastaten yli 30 % vuoden 2023 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 materiaalimyyntiin jäädessä vähäiseksi. Liikevaihto on historiallisesti kasvanut tasaisesti eikä merkittävää syklisyyttä ole havaittavissa. Kysyntä kuitenkin myötäilee jossain määrin yleistä taloudellista/teollisuuden aktiiviteettia, sillä heikommassa taloustilanteessa myös teollisuuden

palvelujen kysyntä on hieman vaimeampaa.

Tällä toimialalla asiakkaita on rajallisesti, arviomme mukaan joitakin kymmeniä (vaarallisissa jätteissä tosin asiakkaiden lukumäärä on suuri), ja siten yksittäisen asiakkaan menettäminen tai saaminen asiakkaaksi vaikuttaa myös toimialan tulokseen. Vuoden 2022 alussa yhtiö osti Fortumilta vaarallisten jätteiden liiketoimintaa ja Teollisuuspalvelut laajeni Ruotsiin yritysostolla. Nämä yritysostot tukivat merkittävää kasvua (26 %) vuonna 2022 ja hieman vielä 2023, mutta myös orgaaninen kasvu on ollut hyvää.

Lassila & Tikanoja arvioi relevantin markkinan kooksi (Suomessa ja Ruotsissa yhteensä) noin 1,1 mrd. euroa ja vuotuiseksi markkinakasvuksi 2-5 %. Näin L&T:n markkinaosuus olisi 10-15 %: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 Suomessa #2 ja Ruotsissa #3-4. Alalle tulon kynnykset ovat huomattavat siihen vaadittavan osaamisen, kaluston ja toimintahistorian/asiakasluottamuksen takia. Ruotsissa yhtiöllä on runsaasti kasvun varaa.

Teollisuuspalvelut on kasvanut orgaanisen kasvun voimin ja EBIT-marginaali on keskimäärin ollut 9 %:n tuntumassa viimeisen 10 vuoden aikana, viime aikoina noin 10 %. Pääomia sitoutuu lähinnä kalustoon, mutta sijoitettu pääoma toimialalla oli kuitenkin noin 90 MEUR vuoden 2023 lopussa ja sijoitetun pääoman tuotto oli noin 15 % eli konsernin tavoitteen mukainen. Näin ollen toimialan fokus on uskoaksemme kasvu nykyisellä hyvällä kannattavuus/tuottotasolla.

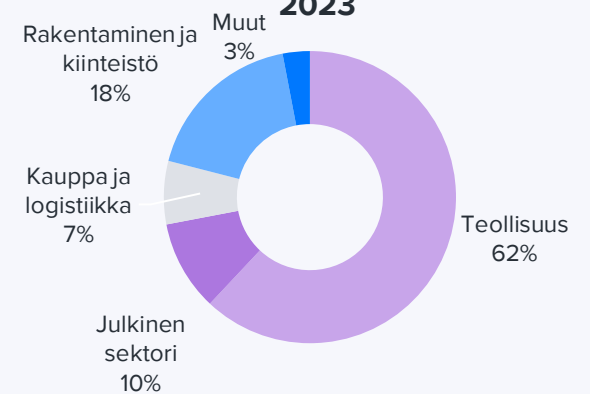
L&T Teollisuuspalvelujen palvelut

Prosessipuhdistus ja siivous, Viemärihuolto

Vaarallisen jätteen kuljetus ja käsittely

Loppusijoitus / uusiokäyttö

Teollisuuspalvelujen asiakkaat, 2023



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/6

Kiinteistöpalvelut Suomi (31% liikevaihdosta 2023)

Kiinteistöpalvelut Suomi on liikevaihdoltaan noin 30 % yhtiöstä, mutta vain reilut 10 % liiketuloksesta. Kiinteistöpalvelut pyrkivät parantamaan asiakkaiden kiinteistöjen arvoa ja tavoittelevat energiatehokkuuden jatkuvaa parantamista kiertotalouden periaatetta tukien. Suomessa kiinteistöpalvelut sisältää seuraavat palvelulinjat suurimmasta pienimpään:

- Siivous ja tukipalvelut
- Kiinteistöhuolto
- Kiinteistötექnikka

Suomessa L&T:n kiinteistöpalvelujen valikoima on kattava ja asiakas voikin ulkoistaa jopa koko kiinteistön hoidon ja ylläpidon L&T:lle. Käsityksemme 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 huolto.

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

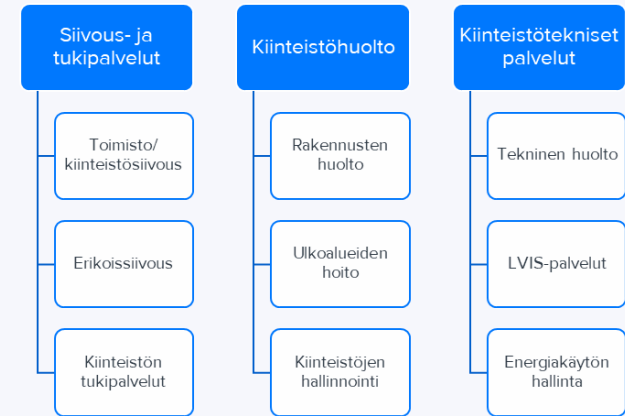
toimialalla asiakasmäärä on iso ja asiakasriski siten hyvin hajautunut. Sopimukset ovat tyypillisesti 1-3 vuotta pitkiä ja sisältää usein yhden optiovuoden.

Lassila & Tikanoja arvioi markkinan kooksi 4,5 mrd. euroa ja markkinakasvuksi 2-4 % vuosittain. Tällä markkinakoolla L&T:n markkinaosuudeksi muotoutuu noin 5 %. Yhtiö itse arvioi olevansa siivous- ja tukipalveluissa #2-3, kiinteistöhuollossa #3-4 ja kiinteistötექnikassa #7-9. Siivouksen ja kiinteistöhuollon osalta alalle tulon kynnys on hyvin matala ja siten kilpailijoita on paljon. Kiinteistötექnisellä puolella kynnys on hieman korkeampi, mutta kilpailukenttä on silti laaja ja varsin hajautunut.

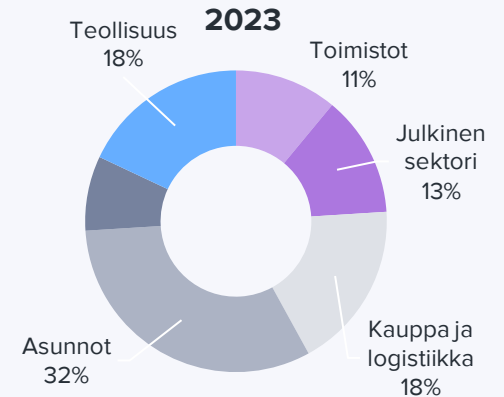
Kiinteistöpalveluiden kannattavuus kääntyi 2023

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 ja 2022 jopa negatiivinen oik. liikevoitto. Käsityksemme mukaan haasteita on ollut etenkin kiinteistöhuolto- ja tekniikka - palvelulinjoilla, kun taas siivouspalvelut on tuottanut kohtuullisesti tai hyvin. Tarkempia numeroita palvelulinjoittain L&T ei kommentoi.

Viime vuonna yhtiö teki kuitenkin näyttävän käänteeseen kannattavuudessa, kun oik. liikevoitto nousi 4,5 MEUR:oon ja sijoitetun pääoman tuotto oli yhtiön paras, lähes 20 %. Tätä tuki mm. vuosia jatkunut tehostaminen ja heikoista sopimuksista luopuminen. Toiminnan kasvattaminen ei vaadi juurikaan lisäpääomia ja olisi siten hyvin arvoa luovaa, jos se onnistutaan tekemään kannattavasti.



Kiinteistöpalvelut Suomi asiakkaat, 2023



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/6

Kiinteistöpalvelut Ruotsi (17% liikevaihdosta 2023)

Kiinteistöpalvelut Ruotsi muodosti noin 17 % L&T:n liikevaihdosta, mutta oik. liikevoitto oli selvästi negatiivinen (3,7 MEUR). Kiinteistöpalvelut Ruotsi pyrkii tukemaan tuottavia kiinteistöjä, joilla on pitkä ja kestävä elinkaari. Ruotsissa L&T:n palveluvalikoima on rajatumpi kuin Suomessa ja sisältää:

- Kiinteistötekniikka
- Siivous ja tukipalvelut

L&T:llä oli aiemmin pieni siivousliiketoiminta Ruotsissa (2023 liikevaihdoltaan noin 20 MEUR) ja vuonna 2017 he ostivat Veolia FM:n nimisen kiinteistötekniikan yrityksen, jonka liikevaihto oli reilu 100 MEUR. Nykyisin Ruotsissa kiinteistötekniikka vastaa arviomme mukaan yli 80 % liikevaihdosta ja siivous ja muut palvelut alle 20 % eli palveluiden jakauma on varsin erilainen kuin Suomessa.

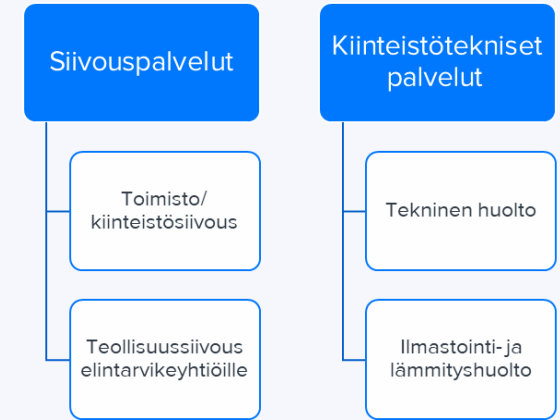
Kiinteistöpalvelut Ruotsin liikevaihdosta yli puolet tulee erikseen tilattavista palveluista ja reilu 40 % pitkistä palvelusopimuksista. Toimialan tasainen liikevaihtokehitys kuitenkin osoittaa, että palveluiden kysyntä on vakaata, vaikka se onkin vähemmän sopimuksiin perustuvaa kuin L&T:n muilla toimialoilla.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

L&T:n liikevaihdosta Ruotsissa noin kolmannes on julkista sektoria (sairaalat ja kunnat), mutta osuus on laskenut selvästi oltuaan yli puolet 2018. Nämä

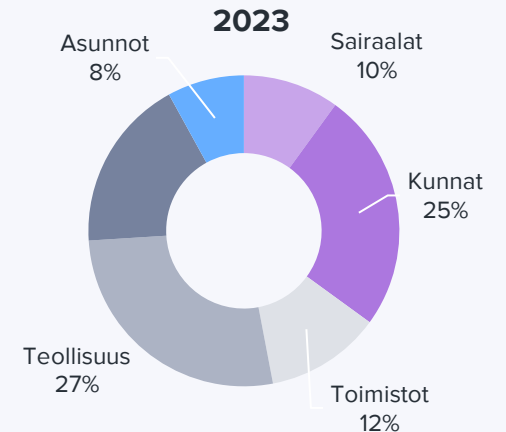
julkisen puolen sopimukset ovat tyypillisesti useamman vuoden pituisia ja ehdoiltaan tiukkoja, joka on osoittautunut L&T:lle hankalaksi kustannusten noustessa selvästi. Yhtiö arvioi kiinteistötekniikan markkinan kooksi noin 3 mrd. euroa ja siivouspalveluiden noin 2 mrd. euroa. Markkinakasvuksi yhtiö arvioi vuosittain 3-5 %, joka on aiempia arvioita korkeampi ja mielestämme korkeahkon kuuloinen. L&T on selvästi haastajan asemassa markkinalla ollen kiinteistötekniisissä palveluissa #4-5 ja siivouspalveluissa vain marginaalinen peluri (>#10) yhtiön arvion mukaan. L&T:llä on kuitenkin vahva asema etenkin sairaaloissa.

Ruotsin tulos on ollut heikko viime aikoina

Ruotsin liikevoitto oli noin 4 MEUR:n tasolla vuosina 2018-2021. Tätä kuormitti kuitenkin noin 2 MEUR:n yrityskauppojen hankintamenon poistot (jotka ei vaikuta kassavirtoihin) ja ilman niitä EBIT olisi ollut noin 6 MEUR. Kannattavuus kuitenkin tipahti vuonna 2022 nollassa tasolle ja edelleen selvästi tappiolliseksi 2023 johtuen mm. kustannusinflaatiosta jota ei pystytty siirtämään myyntihintoihin pitkien/jäykkien sopimusten vuoksi. Tämän lisäksi yhtiö menetti 2024 alussa merkittävän asiakkaan ja kannattavuus heikkeni edelleen Q1'24. Yhtiö käynnisti korjaavat toimenpiteet Ruotsissa. Näiden toimien on tarkoitus palauttaa tulos ainakin positiiviseksi vuonna 2025. Vuosina 2025-2026 hankintamenojen poistot loppuvat ja tukevat siten raportoituja lukuja. Tulos jää kuitenkin mielestämme lähivuosina historiallisten tasojen alle ja varsin vaatimattomalle tasolle.



Kiinteistöpalvelut Ruotsi asiakkaita, 2023



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/6

Kustannusrakenne

Lassila & Tikanojan kuluista pääosan muodostavat henkilöstökulut sekä materiaali- ja palvelukulut, jotka ovat yhteensä vajaat 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 volyyymiä) 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 tietyissä rajoissa 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. Eräs merkittävä yksittäinen kuluerä on diesel, jota yhtiö käyttää vajaa 15 miljoonaa litraa joka vuosi.

Viime vuosien inflatorisessa ympäristössä yhtiö on mielestämme Suomessa pärjännyt

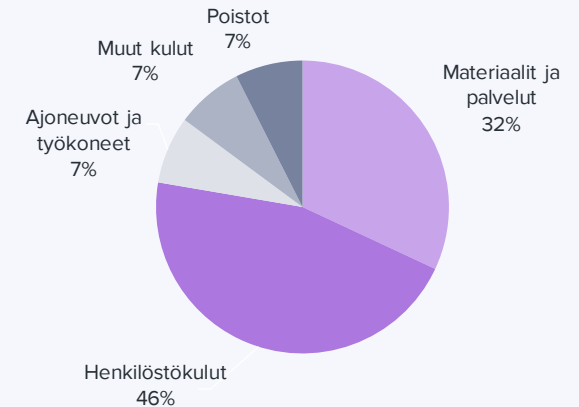
kokonaisuudessaan hyvin, vaikka yksittäiset kvartaalit ovat kärsineet hintojen nousun viiveestä suhteessa kustannusten nousuun. Tämä antaa meille luottamusta L&T:n hinnoitteluvoimaan etenkin Ympäristö- ja Teollisuuspalveluissa. Ruotsissa sen sijaan kustannusinflaatio on iskenyt pahasti tulokseen kiinteähintaisten sopimusten takia kuten edellä kerrottiin.

Kassavirtarakenne ja pääomatarve

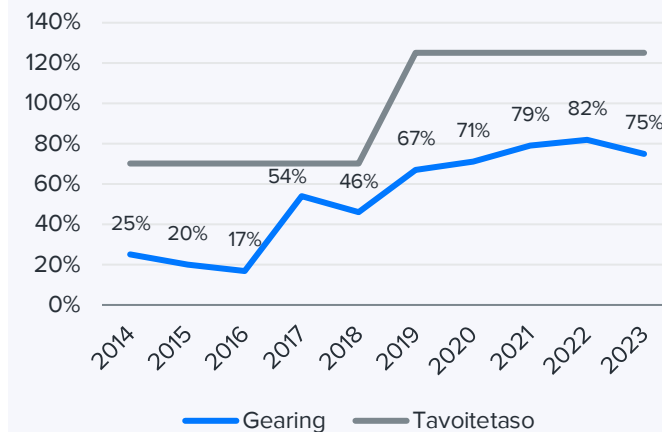
L&T:n kassavirtaprofiili on varsin tasainen ja suoraviivainen. Ilman yritysostoja sen investoinnit on suunnilleen poistojen tasolla ja rahoituskulut sekä verot ovat tyypillisesti samaa luokkaa tuloslaskelmassa ja rahavirtalaskelmassa. Näin ollen nettotulos kuvaa hyvin myös yhtiön vapaata kassavirtaa, 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 uudelleenrahoitettiin 2023 erääntynyt 50 MEUR:n joukkovelkakirja. Uusi joukkovelkakirja erääntyy vasta vuonna 2028 ja yhtiöllä erääntyy 40 MEUR:n pankkilaina vuonna 2026. Yhtiön tasetilanne ja siten rahoituksen saatavuus esimerkiksi mahdollisiin yritysostoihin on hyvä. Lisäksi Kiinteistöpalveluiden mahdollisesta/todennäköisesti myynnistä saatavat varat vahvistavat tasetta.

Kustannusrakenne 2023

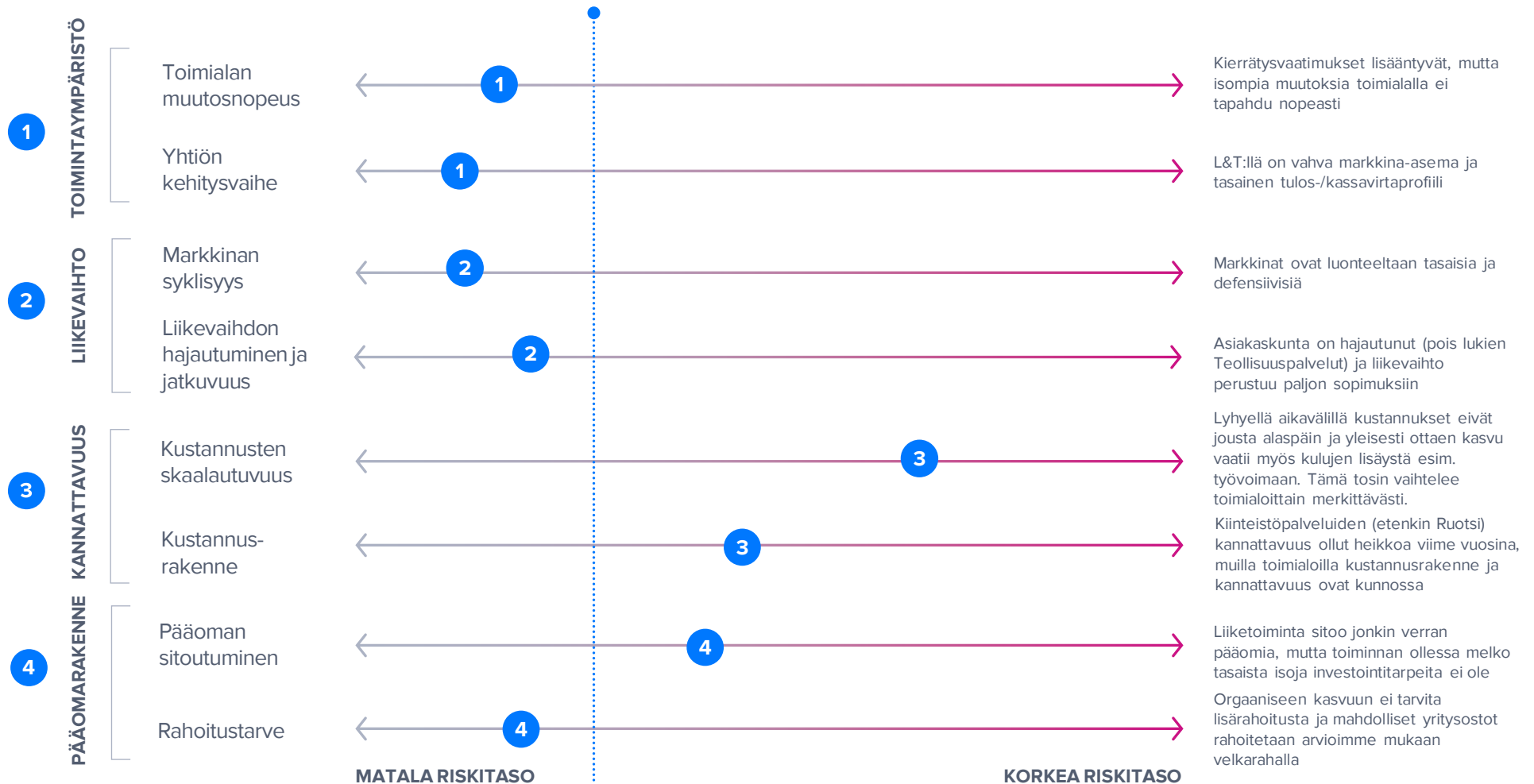


Gearing vs. tavoite



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 noin 45 MEUR:oon vuosina 2025-2026. Uskomme tätä tukevan etenkin Ruotsin Kiinteistöpalveluiden kääntyminen selkeältä tappiolta takaisin positiiviseen tulokseen.

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

Mahdollisesti toteutuva Kiinteistöpalveluiden myynti on potentiaalisesti positiivinen ajuri, sillä se on mielestämme strategisesti erittäin perusteltua ja jäljellä jäävä liiketoiminta on mielestämme laadullisesti parempaa. Tämä voisi myös mahdollistaa yhtiöllä korkeammat arvostuskertoimet jatkossa. Samaa voisi tukea selkeämpään orgaaniseen kasvuun yltäminen.

Potentiaalia vahvempaan orgaaniseen kasvuun näemme lähinnä Ympäristöpalveluista, jossa yritysten lisääntyvät kierrätystarpeet/-vaatimukset voisivat tukea liiketoimintaa selvempään kasvuun.

Teollisuuspalveluissa yhtiöllä on kasvumahdollisuuksia mahdollisten uusien tehdasinvestointien kautta saatavissa uusissa asiakkaissa, markkinaosuuden voittamisessa Suomessa, sekä jatkaa laajentumista Ruotsissa myös orgaanisesti, johon yhtiö meni pienellä yritysostolla 2022. Sen sijaan Kiinteistöpalveluissa emme näe kovin vahvoja kasvua-aineita yli parin prosentin markkinakasvuun, jonka vuoksi niistä toiminnoista luopuminen parantaisi myös kasvuprofiilia.

Tasainen kassavirta ja mahdollisista divestoinneista saatavat varat antavat 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. Käsityksemme mukaan tämä kehitys on tosin tulossa tiensä päähän tuoreen jätelain muutosten vaikutusten toteutuessa vuoteen 2025 mennessä.

Heikkoudet ja riskit

Erilaisista kasvatavoitteista ja -yrityksistä huolimatta L&T:n (etenkin orgaaninen) kasvu on jäänyt vuosien saatossa vaisuksi. Tätä selittää osaltaan se, että Kiinteistöpalveluiden puolella kilpailu on kireää ja varmasti pysyy sellaisena. Toisaalta kiertotalouden ratkaisujen puolellakaan

kasvuyritykset eivät ole tuottaneet haluttua tulosta. Toinen kasvua vaikeuttava seikka on työvoiman saatavuus, joka voi hidastaa yhtiön kasvua tulevaisuudessa.

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

Toimialakohtaisesti näemme suurimpana riskinä, että Kiinteistöpalveluiden kannattavuus pysyy hyvin matalana tai jopa heikkenee entisestään (Suomessa), 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. Käsityksemme mukaan yhtiön tavoite yritysostoissa on kuitenkin pienissä kohteissa. Hyviä kohteita olisi nähdäksemme esim. Teollisuuspalveluiden laajentaminen ja vahvemman roolin saaminen jättemateriaalien jatkokäsittelyssä.

Sijoitusprofiili

1.

Hyvät markkina-asetat

2.

Ympäristövaatimusten ja -tietoisuuden nousu tukee markkinakasvua

3.

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

4.

Historiallisesti kasvu jäänyt laimeaksi ja suhteellinen kannattavuus heikentynyt

5.

Kiinteistöpalveluiden mahdollinen myynti selkeyttää/parantaa yhtiön rakennetta

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 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 jätteiden käsittelyn ja materiaalien prosessoinnin markkinan kooksi Suomessa 1,8 mrd. euroa ja vuosittaiseksi kasvuksi jätepuolella 0-3 %, mutta materiaalien käsittelyssä 2-5 %.

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 maanlaajuisesti toimivia asiakkaita missä päin Suomea tahansa.

L&T:n kannalta liikevaihtopotentiaalia toisaalta pienentää vähenevä kotitalousjätteen määrä johtuen lainsäädännön muutoksista. 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 jätepalveluiden 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 tuloksessa.

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 ympäristöpalveluita parempaan tasoon. Remeo osti vuonna 2022 Deleten pienen kierrätysliiketoiminnan ja jakautui 2023 kahteen yhtiöön, joka on sekoittanut sen lukuja. Näiden kahden yhtiön yhdistetty liikevaihto 2023 oli noin 120 MEUR ja liikevoittomarginaali noin 9 % eli L&T:n ympäristöpalveluiden tasoa. Stena Recycling Oy eli Stenan Suomen yhtiön liikevaihto laski 2023 120 MEUR:oon ja liikevoitto painui negatiiviseksi. Stenan loppuvuonna 2022 ostama Encore Ympäristöpalveluiden liikevaihto laski niinkään selvästi ja oli 45 MEUR vuonna 2023, tuloksen ollessa negatiivinen.

Näihin peilaten L&T:n ympäristöpalveluiden 9-10 %:n liikevoittomarginaali näyttäisi olevan alan parhaimmistoa, josta on mielestämme vaikea kestävästi tehdä oleellista parannusta.

| Toimiala | Markkinan koko | Markkinakasvu vuodessa | L&T:n markkina-asema |
|---------------------------|--------------------------------|------------------------|------------------------------|
| Ympäristöpalvelut | 1,8 mrd. EUR | 0-5 % | #1 |
| Teollisuuspalvelut | 1,1 mrd. EUR (Suomi ja Ruotsi) | 2-5 % | Suomi #2, Ruotsi #3-4 |
| Kiinteistöpalvelut Suomi | 4,5 mrd. EUR | 2-4 % | Vaihtelee palvelulinjoittain |
| Kiinteistöpalvelut Ruotsi | 5 mrd. EUR | 3-5 % | #4-5 (Kiinteistötექnikka) |

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 4,5 mrd. euroa ja Ruotsissa 5 mrd. euroa sekä vuosittaiseksi kasvuksi 2-5 %. Suomessa viimeisen 10 vuoden kiinteistöalan palvelujen keskimääräinen kasvu on ollut noin 4 % vuodessa, mutta tämä sisältää palveluja myös L&T:n markkinan ulkopuolelta.

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

Kiinteistöhuolto

Kiinteistöhuolto sisältää matalan lisäarvon palveluita, joissa työvoimalta ei vaadita erikoistunutta koulutusta. Näitä ovat esim. huoltopalvelut, kuten lamppujen vaihto, oven avaukset, siivous, ulkoalueiden hoito kuten auraus, hiekoitus 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 hyvin vaatimattomasti 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, joskin viime vuonna se parani jo kohtuullisen hyvälle tasolle.

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

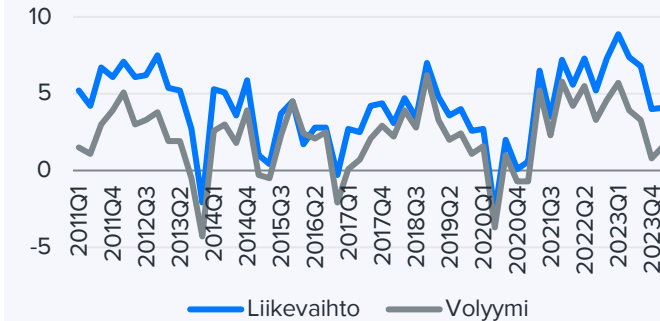
Kiinteistötekniikka

Kiinteistöteknisiin 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 siivous- ja tukipalveluissa #2-3, kiinteistöhuollossa #3-4 ja kiinteistötekniikassa #7-9. Ruotsissa asema on kiinteistöteknisissä palveluissa #4-5 ja siivouspalveluissa yhtiö arvioi olevansa vain marginaalinen peluri (>#10).

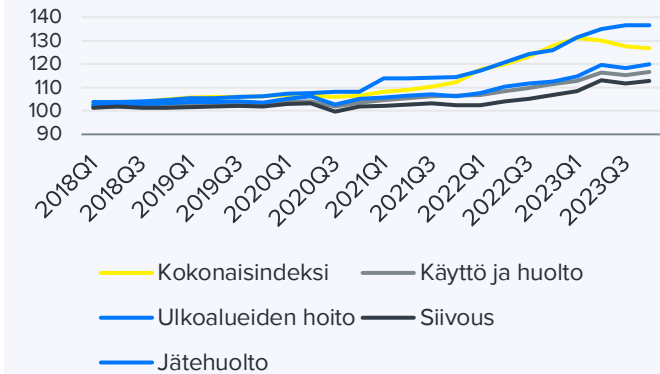
Kiinteistöteknisissä palveluissa kilpailijoita ovat toisaalta sekä enemmän kiinteistöhuollon palveluihin keskittyneet yritykset kuten RTK (Suomessa), toisaalta kiinteistötekniikan asennuksia ja palveluita tarjoavat yritykset kuten Caverion, Bravida, Are ja Assemblin, mutta myös laajasti kiinteistöpalveluita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

Kiinteistöalan palvelujen kehitys Suomessa (%)



Lähde: Tilastokeskus

Kiinteistön ylläpidon kustannusindeksi* (2015=100)



Lähde: Tilastokeskus *kaikki komponentit eivät ole kuvassa

Toimiala ja kilpailu 3/5

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 2-5 %, 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.

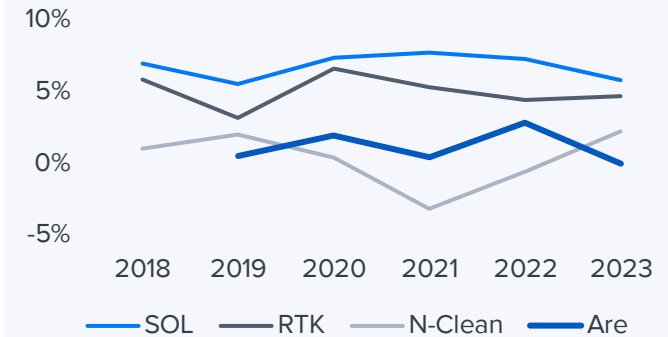
Markkinoilla kannattavuus parempi kiinteistötekniikassa

Lassila & Tikanoja on arvioinut että heidän kiinteistöpalveluille hyvä EBIT-marginaalitaso olisi 4-5 %. Tämä tarkoittaisi jo todella kovia pääoman tuottoja, emmekä usko kiinteistöpalveluiden yltävän läheskään näihin lukemiin. Kotimaisista kilpailijoista SOL on konsernina suurin 150-200 MEUR:n liikevaihdolla ja on tehnyt viime vuodet 5-8 %:n liikevoittomarginaalia. SOL:lla on tosin myös toimintoja, joita L&T:llä ei ole. RTK on tehnyt vuosina 2017-2022 100-120 MEUR:n liikevaihtoa ja keskimäärin 5-6 %:n liikevoittomarginaalia. Siivousyhtiö N-Clean on kasvanut vuosina 2017-2020 30-40 MEUR:n liikevaihtotasosta jo yli 60 MEUR:oon vuonna 2023, mutta liiketulos on pyörinyt nollan molemmin puolin. Viemärihuoltoon keskittynyt Eerola on liikevaihdoltaan reilut 30 MEUR ja teki vuonna 2022 tappiota ja on

muutenkin ollut kannattavuudeltaan ja kasvultaan vaatimaton (2023 lukuja ei vielä saatavilla). Menestyneiden kiinteistötekniisiin palveluihin keskittyneiden yhtiöiden (esim. Bravida, Assemblin) kannattavuus on jonkin verran 5 %:n yläpuolella, joskin yhtiökohtaiset erot ovat merkittäviä. Pääomasijoittaja Tritonin ostettua Caverionin pois pörssistä, se yhdisti omistamansa Caverionin ja Assemblinin alkuvuonna 2024. Kiinteistöpalveluissa ei siis ole helppo tehdä tulosta, mutta L&T:n skaalalla pitäisi kilpailijoihin verraten olla mahdollisuus tehdä kohtuullista tulosta ja hyvää pääoman tuottoa, kuten Suomessa viime vuonna pystyttiin. L&T:n skaala etenkin kiinteistötekniikassa on kuitenkin selvästi kilpailijoita pienempi ja siellä yhtiöllä onkin ollut kannattavuushaasteita ja kannattavuuden kääntäminen hyväksi voi olla mielestämme haastavaa myös jatkossa.

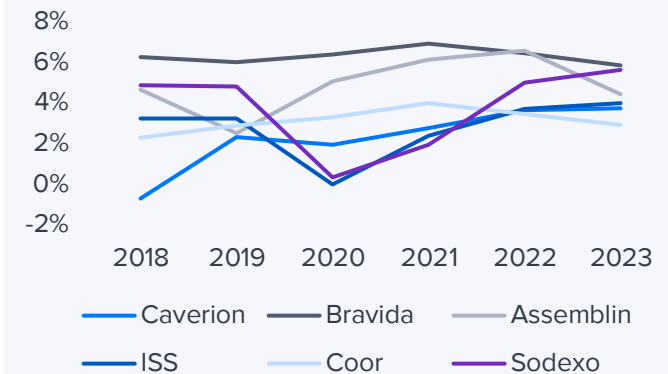
Markkinoiden kasvuvauhdiksi L&T arvioi Suomessa 2-3 % vuodessa ja Ruotsissa 2-5 %, mutta mielestämme on syytä huomata, että ajoittain kovan hintakilpailun johdosta kaikki kasvu ei ole välttämättä kannattavuudeltaan tervettä, joten tähänkin kasvuun pääseminen ja samaan aikaan kannattavuuden parantaminen (joka koskee etenkin Ruotsia) vaatii erinomaista operatiivista suoritusta.

Kiinteistöpalveluiden kotimaisten verrokkien liikevoittomarginaali



Lähde: Yhtiöiden tilinpäätökset

Kiinteistöpalveluiden ulkomaisten verrokkien liikevoittomarginaali



Lähde: Yhtiöiden tilinpäätökset

Toimiala ja kilpailu 4/5

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 1,1 mrd. euroa sekä vuosittaiseksi kasvuksi 3-5 %. Markkinan kasvuun vaikuttavat oleellisesti investoinnit uusiin tehtaisiin ja toisaalta mahdolliset vanhojen tehtaiden sulkemiset.

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

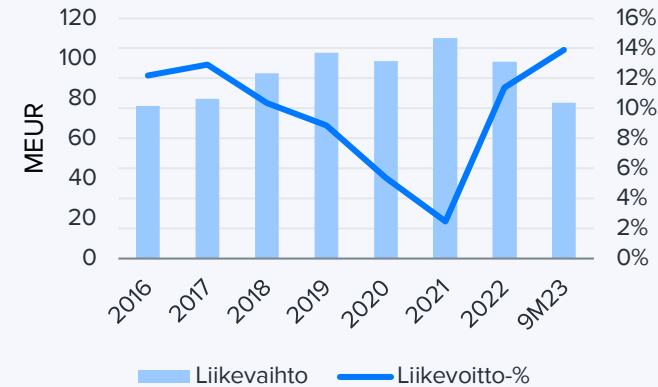
toimintaan sisältyy iso massa pienempiä tilauksia.

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 osti Deleten vuoden 2023 lopussa (jolla ei enää ollut 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.

Deleten tarkempia talouslukuja on julkaistu Q3'23 loppuun asti. Teollisuuspuhdistusliiketoiminnan liikevoittomarginaali kohosi viime vuonna lähes 14 %:iin eli viime aikojen korkeimmalle tasolle. Huomioimme kuitenkin, että tämä kuvaa vain Puhdistuspalvelut-segmentin marginaalia ja yhtiöllä oli merkittävät konsernihallinnon kulut, vaikka sillä oli enää yksi liiketoimintasegmentti. Koko konsernin liikevoittomarginaali olikin vain noin 7 % viime vuoden yhdeksältä raportoidulta kuukaudelta. Deleten kannattavuustaso antaa kuitenkin mielestämme viitettä siitä, että L&T:n saavuttama 9-10 %:n taso on kestäväällä pohjalla, mutta yli 10 %:n kannattavuus voi olla vaikea ylläpitää.

Delete Puhdistuspalvelut



Lähde: Delete, Inderes

Toimiala ja kilpailu 5/5

| | Sivous | Kiinteistöhuolto | Kiinteistötექnikka | Kiinteistöhallinnointi | Teollisuuden prosessipuhdistus | Jätehuolto ja kierrätys |
|----------------------------|---|------------------|--------------------|------------------------|-----------------------------------|-------------------------|
| Kotimaiset kilpailijat |  | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| |  | ✓ | | | | |
| |  | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | |
| |  | | ✓ | ✓ | | |
| |  | | | | | ✓ |
| |  | | | | | ✓ |
| Kansainväliset kilpailijat |  | | | | | ✓ |
| |  | | | | | ✓ |
| |  | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | |
| |  | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | |
| |  | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | |
| |  | | | ✓ | | |
| | Assemblin Caverion | | | ✓ | | |
| |  | | ✓ | ✓ | ✓ | |

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 ja 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 uusiutuvilla raaka-aineilla sekä neitseellisiä luonnonvaroja kierrätys raaka-aineilla. Tavoitteena on jatkuvasti kasvattaa toiminnan 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 suosittelu (eNPS): > 50 vuoteen 2026 mennessä
- Hiilijalanjälki (CO2-intensiteetti): 50 %:n lasku 2030 vs. 2018

Palveluiden suositteluluku oli 2023 35 (2022: 26) ja henkilöstö suosittelu 21 (2022: 24). Näiden osalta tavoitteisiin on siis vielä matkaa. Hiilijalanjälki on vähentynyt 36 % 2023 vs. 2018 eli se on hyvässä vauhdissa tavoitteeseen nähden.

Sääntely ja vahvat markkina-asetat tukena

Yhtiön liiketoimintaa ohjaa myös paljon lainsäädäntö ja muu sääntely, joka asettaa vaatimuksia sekä L&T:n asiakkaille että yhtiön omalle toiminnalle. Tämän suhteen pitkäaikainen

trendi on kierrätysvaatimusten lisääntyminen, joka lähtökohtaisesti tukee Lassila & Tikanojan liiketoimintaa. Markkinan kasvutrendin lisäksi L&T:n vahvuus ovat vahva markkina-asema, etenkin Suomessa, jossa se on yhtiön arvion mukaan kaikissa toiminnoissaan kolmen suurimman joukossa, strategisten kriteerien mukaisesti.

Kiinteistöpalveluiden myynti olisi selkeä ja positiivinen strateginen ratkaisu

L&T:n strategiset kriteerit ovat varsin selvät, mutta mielestämme yhtiö ei ole tähän mennessä kovin vahvasti toteuttanut niitä tukevia toimenpiteitä. Esimerkiksi siivouspalveluita tai kiinteistöpalveluita laajemminkaan on mielestämme vaikea nähdä osana kiertotaloutta, eikä siinä myöskään ole helppo saavuttaa kilpailuetuja. Lisäksi Suomen kiinteistötekniikassa ja Ruotsin siivouspalveluissa L&T:n asema on selvästi tavoiteltua top 3 -asemaa heikompi. Käynnissä oleva strateginen selvitys Kiinteistöpalveluiden mahdollisesta myynnistä korjaisi kuitenkin tämän epäsuhtaan tavoitteiden ja toiminnan suhteen. Siksi pidämmekin todennäköisenä, että selvityksen perusteella yhtiö pyrkii irtautumaan kiinteistöpalveluista.

Yritysostojen osalta L&T:n viime vuosien ostokset ovat suuntautuneet eri toimialoille ja näkisimme tässäkin fokuksen kiertopalvelustrategiaan tukeviin ostoihin parempana, johon yhtiö jatkossa keskittyneekin. Ruotsiin laajentumista tukevat yritysostot ovat tyypillisesti olleet pieniä bolt-on-yritysostoja kuin strategisia tavoitteita edistäviä valintoja.

Taloudelliset tavoitteet



Taloudelliset tavoitteet (annettu vuonna 2019, toistettu marraskuussa 2023)

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.

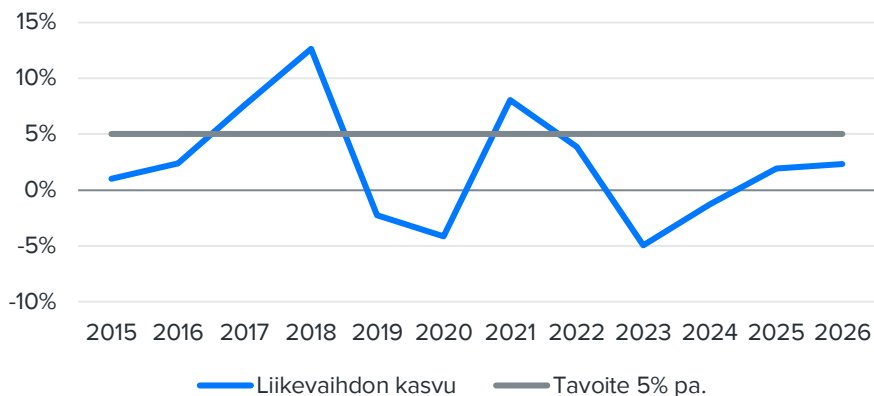
Sijoitetun pääoman tuotto 15 %

- 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 parantumisen 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 orgaanisesti haastavalta.

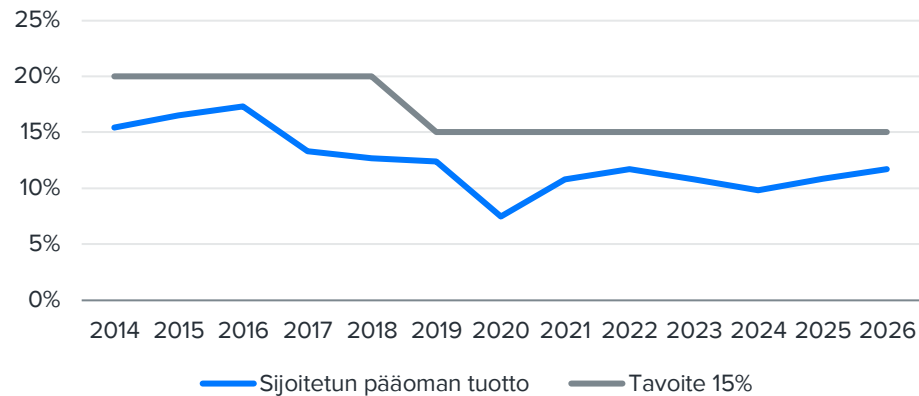
Nettovelkaantumisaste alle 125 %

- Nettovelkaantumistavoitetta nostettiin vuonna 2019 tasolle "alle 125 %" ja yhtiön velkaantuminen nousikin päätöksen jälkeen.
- Vuoden 2023 lopussa nettovelkaantumisaste oli noin 70 % eli runsaasti alle tavoitetason.
- Tämä antaa hyvin mahdollisuuksia yritysostojen toteuttamiseen.
- Uskomme, että yhtiö pyrkii säilyttämään noin nykytason mukaisen velkaantumisen ilman yritysostoja ja yritysostojen yhteydessäkin pysymään tavoitteen puitteissa.
- Ennusteisiimme ei sisälly yritysostoja, jonka vuoksi velkaisuus laskee ennusteissamme 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 2005-2023 olleen vajaat 2 % vuodessa, jonka lisäksi yritys on ostanut liikevaihtoa noin 350 MEUR:n edestä. Näistä suurimmat yksittäiset ostot ovat Biowatti vuonna 2007 (64 MEUR), joka tosin poistui yhtiön liikevaihdosta vuonna 2022 (liikevaihto oli tuolloin noin 55 MEUR) toiminnan siirtyessä osakkuusyhtiöön, ja Veolia FM Ruotsista vuonna 2016 (110 MEUR). Suurin vuosittainen liikevaihdon orgaaninen pudotus viimeisen 15 vuoden aikana on ollut vain 4 %, jonka yhtiö koki sekä finanssikriisissä vuonna 2009 että koronavuonna 2020. Tämä kuvaa hyvin yhtiön liiketoiminnan defensivisyyttä.

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 2005-2023, 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 alle 5 %:iin. Samoin pientä huolta aiheuttaa että absoluuttisinkin tuloksen osalta yli 50 MEUR:n tasoa ei ole saavutettu viimeiseen kuuteen vuoteen ja viime vuoden tulos oli

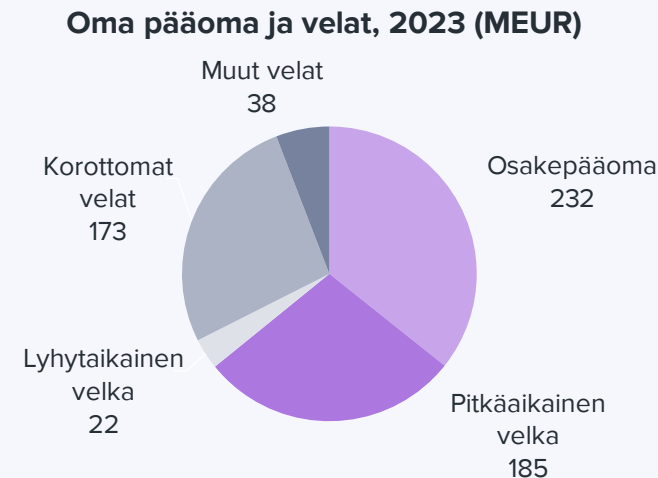
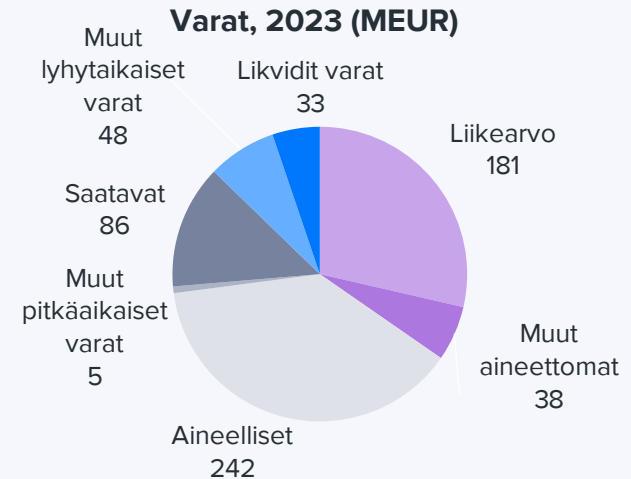
historiallisilla pohjatasoilla. Nettotuloksen osalta L&T:n ”normaali” taso on ollut 30-35 MEUR, joka vastaa 0,80-0,90 euron EPS-tasoa.

Taloudellinen tilanne

Lassila & Tikanojan varat muodostuvat pääasiassa yritysostoissa syntyneestä liikearvosta sekä aineellisista hyödykkeistä eli koneista ja kalustosta. Nämä kaksi erää kattavat noin 65 % 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 35 %:sta). Tämäkään ei nähdäksemme aiheuttaisi ongelmia yhtiölle.

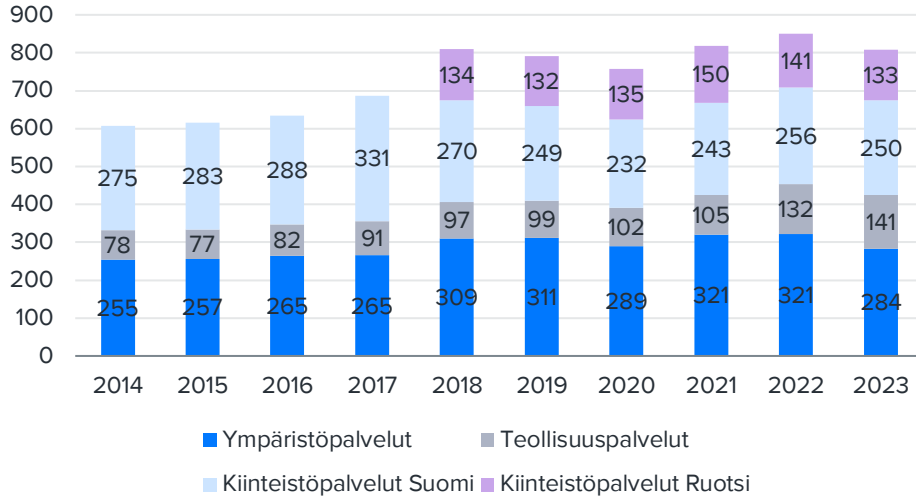
L&T:n liiketoiminnan luonteen vuoksi sillä on hyvin pienet varastot ja nettokäyttöpääoma on kokonaisuudessaankin varsin pieni, joka tarkoittaa, että L&T:llä ei orgaanisesti kasvaessa sitoudu merkittävästi lisää pääomia, joka tukee pääoman tuoton parantumista.

Taseen vastattavaa puoli oli vuoden 2023 lopussa melko tasapainoinen, jakautuen karkeasti 1/3 omaan pääomaan, 1/3 korollisiin/leasing velkoihin ja 1/3 korottomiin/muihin velkoihin. Lainat erääntyvät vasta vuosina 2026 ja 2028, joten tasetilanne näyttää kaikin puolin vakaalta.

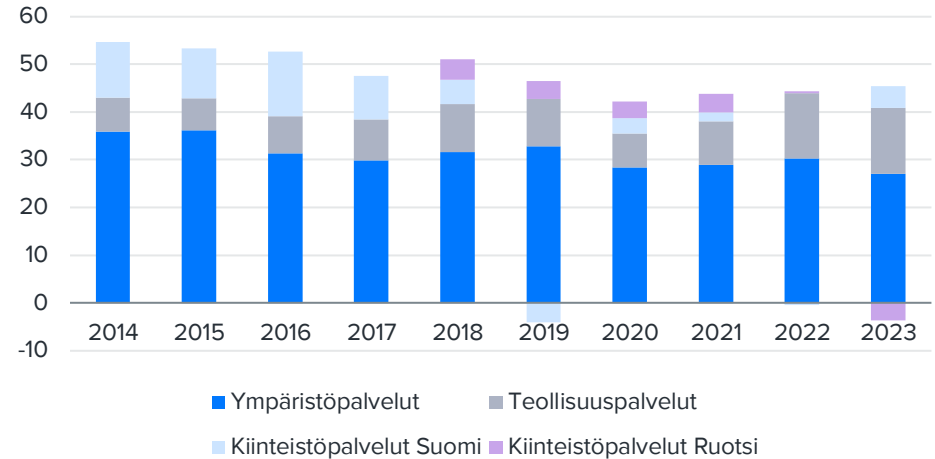


Historiallinen kehitys 2/2

Liikevaihdon kehitys divisioonittain (MEUR)



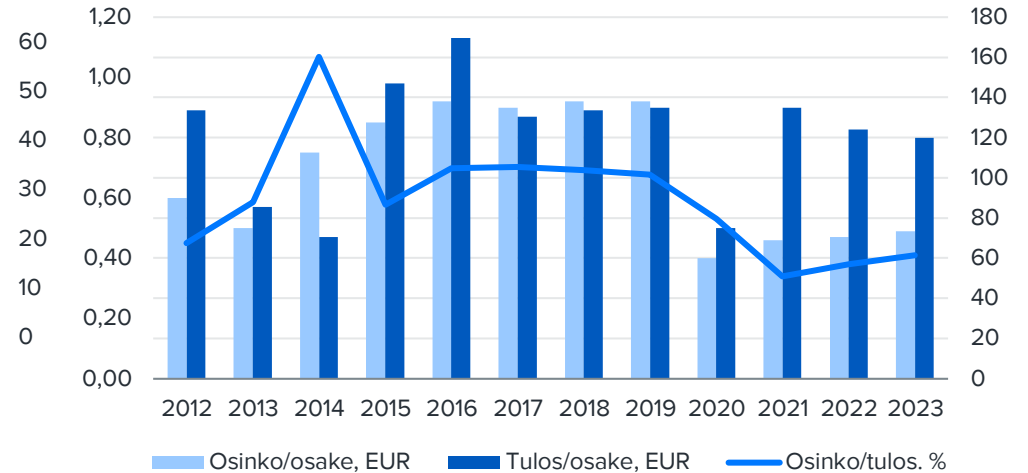
Liikevoiton kehitys divisioonittain (nykyinen strukturi ilman konsernieriä, MEUR)



Liikevaihto ja liikevoitto (MEUR)



Osakekohtainen tulos ja osinko



Ennusteet 1/3

Ennustamme orgaanista kehitystä

Mallinnamme 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, että L&T:n liiketoiminta on varsin defensiivistä ja tasaista, eikä talouden suhdanteet siten merkittävästi heiluta sen kehitystä.

Tasaista kehitystä näköpiirissä vuodelle 2024

Lassila & Tikanojan vuosi 2024 lähti käyntiin vaisusti. Q1'24:n liikevaihto laski 4 % vertailukaudesta ja oikaistu liikevoitto heikkeni nollatasolle (1,4 MEUR vertailukaudella) jääden heikoksi vaikka huomioidaan Q1:n kausiluonteinen heikkous.

Yhtiö ohjeistaa vuodelle 2024 viime vuoden tasoista liikevaihtoa. Negatiivisella puolella vaikuttavat jätelain tuoma siirtymä kunnalliseen jätekeräykseen sekä heikomman yleisen taloudellisen aktiviteetin vaikutus esimerkiksi rakennusjätteen kautta Ympäristöpalveluihin. Lisäksi Ruotsissa koettu iso asiakasmenetykseen näkyy tänä vuonna luvuissa ja ennustamme segmentille 10 %:n liikevaihdon laskua. Positiivisella puolella on lähinnä Teollisuuspalveluiden 5 %:n kasvu. Ennustamme yhtiön liikevaihdon laskevan 1 % viime vuodesta. Yhtiöllä ei ole tarkkaa määritelmää siitä mitä "samaa tasoa" tarkoittaa, mutta uskomme, että

noin +/- 5 %:n muutos on nykyisen ohjeistuksen puitteissa. Haarukka on yhtiön tasainen liiketoiminta huomioiden varsin laeva ja uskomme sen potentiaalisesti ylittävän tai alittuvan lähinnä yrityskauppojen vuoksi.

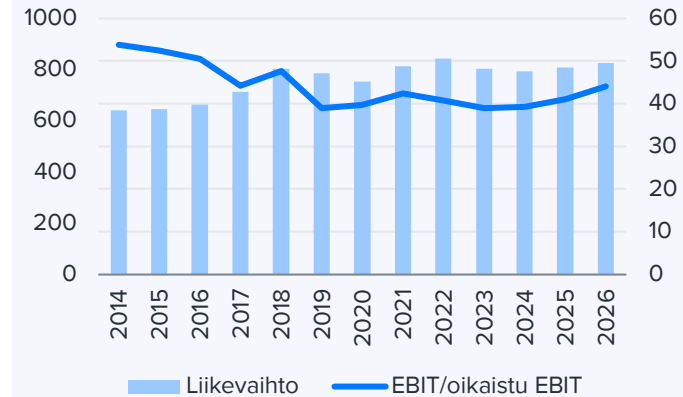
Oikaistun liikevoiton yhtiö on ohjeistanut olevan samaa tasoa tai parempi vertailukauteen nähden (2023: 39 MEUR). Uskomme yhtiön päätyvän lähellä vertailukauden tasoa ja näemme merkittävän parannuksen epätodennäköisenä. Segmenttitasolla odotamme Teollisuuspalvelujen tuloksen heikentyvän kasvusta huolimatta viime vuoden vahvalta tasolta, Suomen Kiinteistöpalvelujen parantuvan hieman, Ympäristöpalveluiden tuloksen pysyvän ennallaan ja Ruotsin Kiinteistöpalvelujen parantuvan vertailukaudesta, mutta pysyvän selvästi tappiollisena.

Ennustamme nettotuloksen laskua tänä vuonna

Liikevoiton alapuolella ennusteissamme on tänä vuonna vertailukautta jonkin verran korkeammat rahoituskulut, joka painaa nettotuloksen viime vuotta matalammaksi. Veroasteen odotamme pysyvän lähellä Suomen 20 %:n verokantaa.

Osakohtainen tulos painuu ennusteissamme vertailukautta alemmaksi, mutta odotamme kuitenkin yhtiön nostavan yhdellä sentillä osakekohtaista osinkoaan 0,50 euroon.

Konsernin kehitys (MEUR)



Ennusteet 2/3

Tulostason lievä parantuminen ennusteissa 2025-26

Vuonna 2025 ja 2026 ennustamme liikevaihdon kasvavan 2 % vuodessa. Liikevaihdon kehitystä painaa vielä 2025 jätelain vaikutukset Ympäristöpalveluihin, jossa näemme liikevaihdon pysyvän paikallaan, mutta kääntyvän 2 %:n kasvuun 2026.

Muiden segmenttien arvioimme kääntyvän osittain markkinan lievän piristymisen tukemana kasvuun jo 2025 ja kasvavan 2-3 % sekä 2025 että 2026. Muutosten jäädessä pieniksi ennusteemme tarkoittavat käytännössä yhtiön markkina-asemien pysyvän varsin ennallaan.

Liiketuloksen uskomme nousevan 41 MEUR:oon vuonna 2025, kun Ruotsin Kiinteistöpalvelujen tehostaminen etenee (kääntäen tuloksen nollatasolle) muiden segmenttien pystyessä karkeasti vertailukauden tasoiseen tulokseen. Vuonna 2026 odotamme tuloksen nousutrendin jatkuvan 44 MEUR:oon, jonka pääajuri on edelleen Ruotsin tuloskäänte. Tämän arvioimme olevan yhteensä lähes 6 MEUR vuodesta 2023 vuoteen 2026. Kiinteistöpalveluiden mahdolliset ja mielestämme todennäköiset divestoinnit kuitenkin tarkoittavat, että yhtiö tuskin nykyrakenteella toimii enää vuonna 2026.

Pääoman tuotto on kohtuullisen hyvää

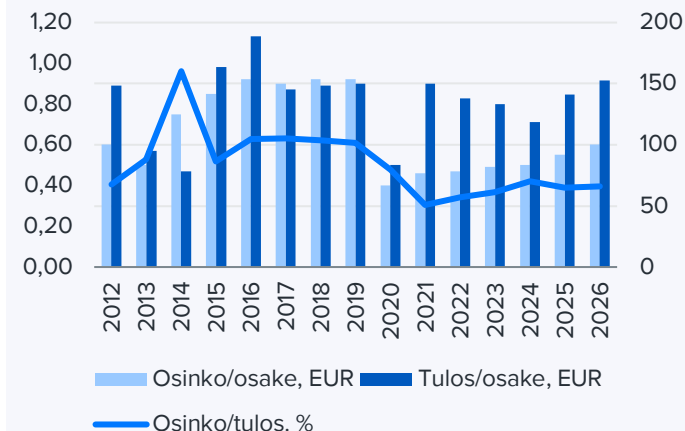
Lassila & Tikanojan pääoman tuotto on ollut viime vuosina yli 10 %, lukuun ottamatta vuotta 2020. Koska odotamme taseen pysyvän varsin nykyisen

kaltaisena ja tuloksen nousevan hieman, ennusteissamme pääoman tuotto nousee hienoisesti, mutta pysyy 10-12 %: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. Nopein korjaava toimi lähemmäksi tavoitetasoa pääsemisessä olisi ennusteissammekin vain pientä tulosta, ja siten heikohkoa pääoman tuottoa tekevän, Ruotsin Kiinteistöpalveluiden myynti, mutta myös orgaanista parannusta pitäisi saada mielestämme aikaan.

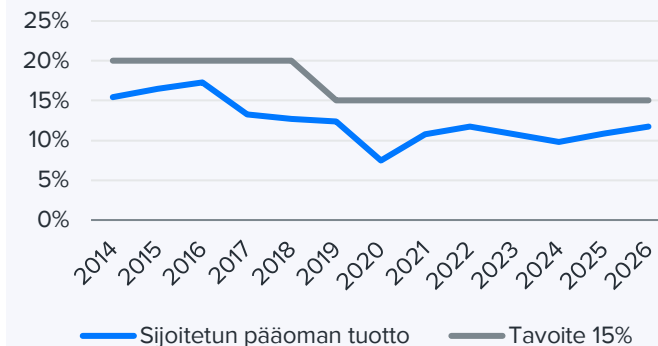
Tasaista kehitystä myös pidemmälle eteenpäin

Ennustamme L&T:n liikevaihdon kasvavan vuodesta 2027 eteenpäin 2 % vuodessa ja liikevoittomarginaalin olevan 5 %:n tasoa. Koska pieni kasvu ei vaadi kasvuinvestointeja, pysyy investointitaso lähellä poistoja. Tämä tuottaa noin 35-40 MEUR vapaata kassavirtaa vuosittain.

Osakekohtainen tulos ja osinko

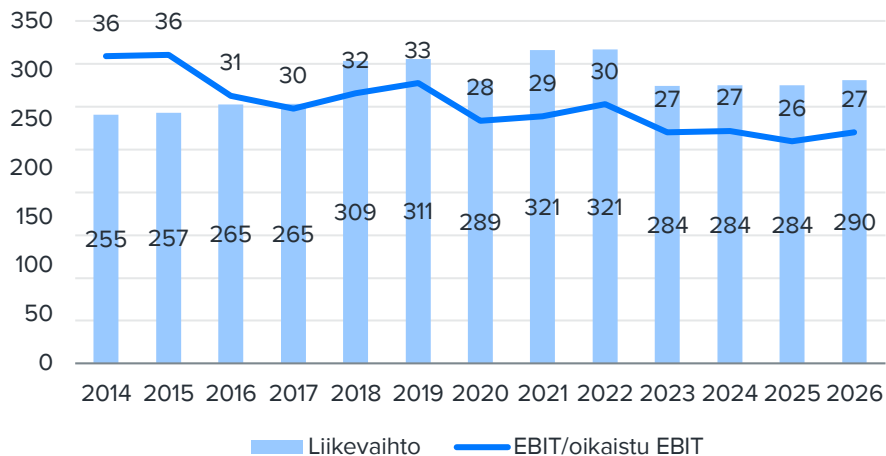


Sijoitetun pääoman tuotto vs. tavoite

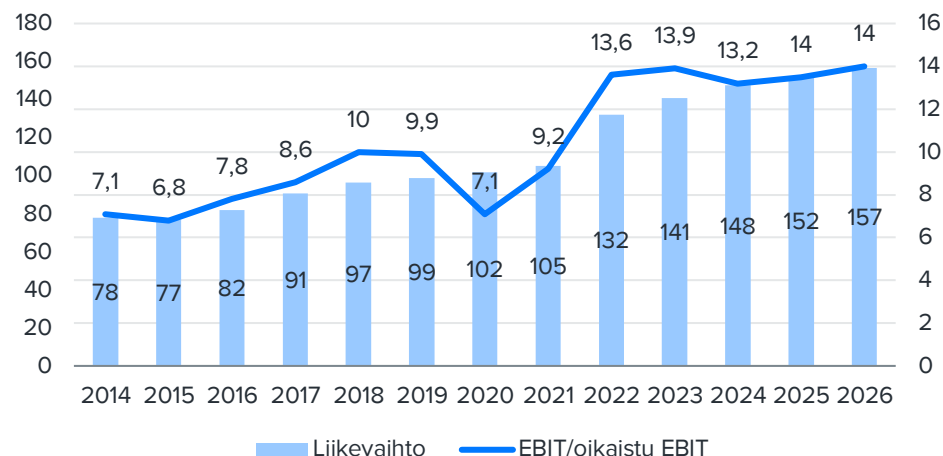


Ennusteet 3/3 – divisioonaennusteet

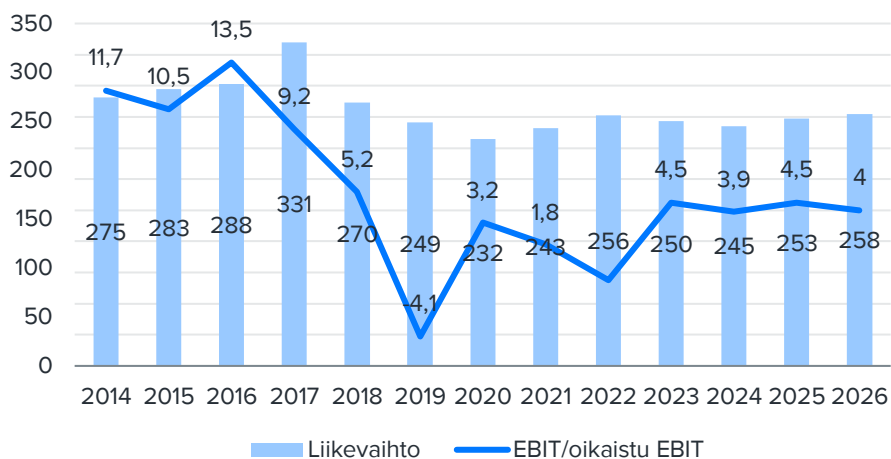
Ympäristöpalvelut (MEUR)



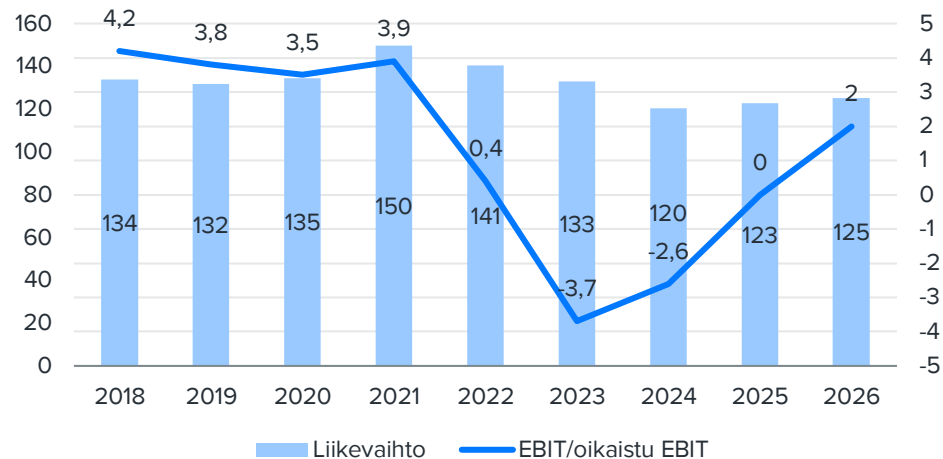
Teollisuuspalvelut (MEUR)



Kiinteistöpalvelut Suomi (MEUR)



Kiinteistöpalvelut Ruotsi (MEUR)



Ennustemuutokset

Tulevien vuosien tulosparannustahtia maltillisemmaksi

Olemme tehneet päivityksiä ennusteisiimme osana laajaa raporttia. Tämän vuoden ennusteet jäivät ennalleen, mutta olemme laskeneet 2025-26 ennusteita 2-5 % liikevoittotasolla. Tämä johtuu ensisijaisesti laskeneista odotuksista Ruotsin Kiinteistöpalveluiden suhteen, sillä arvioimme että kiinteähintaiset sopimukset ja vuoden alussa menetetty merkittävä asiakkuus painavat yhtiön tulosta/tulospotentiaalia aiempia arvioitamme enemmän lähivuosina. Kuten edellä totesimme, Ruotsin tulostäanne nykyiseltä tappiolliselta tasolta on silti tärkein tulosparannuksen ajuri 2025-26.

Tarkensimme myös hieman alaspäin Ympäristöpalveluiden ennusteita, jossa jätelain muutokset negatiiviset vaikutukset jarruttavat

kehitystä vielä lähivuodet. Teollisuuspalveluiden osalta sen sijaan nostimme hieman ennusteitamme.

| Ennustemuutokset | 2024e | 2024e | Muutos | 2025e | 2025e | Muutos | 2026e | 2026e | Muutos |
|-----------------------------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|
| MEUR / EUR | Vanha | Uusi | % | Vanha | Uusi | % | Vanha | Uusi | % |
| Liikevaihto | 792 | 792 | 0 % | 813 | 806 | -1 % | 831 | 824 | -1 % |
| Käyttökate | 92,7 | 92,7 | 0 % | 101 | 99,2 | -2 % | 102 | 101 | -1 % |
| Liikevoitto ilman kertaeriä | 39,2 | 39,2 | 0 % | 43,0 | 41,0 | -5 % | 45,0 | 44,0 | -2 % |
| Liikevoitto | 37,5 | 37,5 | 0 % | 43,0 | 41,0 | -5 % | 45,0 | 44,0 | -2 % |
| Tulos ennen veroja | 33,4 | 33,4 | 0 % | 40,8 | 38,8 | -5 % | 42,8 | 41,8 | -2 % |
| EPS (ilman kertaeriä) | 0,76 | 0,76 | 0 % | 0,89 | 0,85 | -5 % | 0,93 | 0,91 | -2 % |
| Osakekohtainen osinko | 0,50 | 0,50 | 0 % | 0,55 | 0,55 | 0 % | 0,60 | 0,60 | 0 % |

Lähde: Inderes

Arvonmääritys ja suositus 1/4

Yhteenveto – Lisää, tavoitehintaa 9,5 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.

Kiinteistöpalveluista irtautuminen hyvällä myyntihinnalla voisi luoda lisäarvoa ja siten tuoda lisätuottoa osakkeelle. Samoin onnistunut yritysosto voisi tuoda pientä lisäarvoa osakkeelle.

Matalaan riskitasoon suhteutettuna näemme noin 10 %:n tuotto-odotuksen ilman rakennemuutosten vaikutusta osakkeelle kohtuullisen hyvänä riski/tuotto-suhteena. Tämän vuoksi toistamme osakkeelle lisää-suosituksen.

L&T:n tasainen tulos- ja kassavirtakehitys tekee useiden perinteisten arvostusmetodien käytön suhteellisen helpoksi. Se mahdollistaa sekä DCF-mallin että tulos pohjaisen arvostuksen käytön ja tekee myös osinkotuotosta ennustettavaa. Käyvän arvon haarukka yhtiölle on mielestämme 9-12 euroa osakkeelta.

DCF-mallin arvo tarjoaa nousuvaraa

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

Tärkeimpien ennustevuosiemme (2024-26, jotka

on käyty läpi aiemmin) jälkeen ennustamme yhtiölle tasaista 2% liikevaihdon kasvua. Liikevoittomarginaalin oletamme olevan 2028 alkaen 5,0 %. Tämä tarkoittaa liikevoiton olevan 45 MEUR:n molemmin puolin 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 7,8 %:n tasoa. Matalan tuottovaatimuksen takia iso osa (vajaa 60 %) rahavirroista syntyy vasta vuoden 2033 jälkeen eli terminaalijaksolla.

DCF-mallimme antaa L&T:n velattomaksi arvoksi noin 580 MEUR, joka tarkoittaa osakepääoman arvoksi noin 450 MEUR eli noin 12 euroa osakkeelta. Tulos on kuitenkin madellut viime vuodet jonkin verran odotuksiamme matalammalla tasolla, jonka vuoksi käytämme mieluummin lähivuosien kertoimia tavoitehintaa asetettaessa.

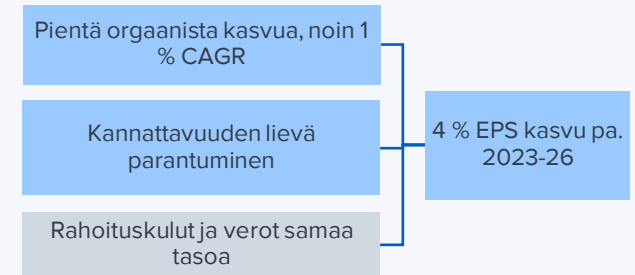
Tulospohjainen arvostus neutraali

Lassila & Tikanojan EV/EBIT arvostus on 2024 tuloksella noin 12x. 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 eli nykyinen arvostustaso on mielestämme oikea.

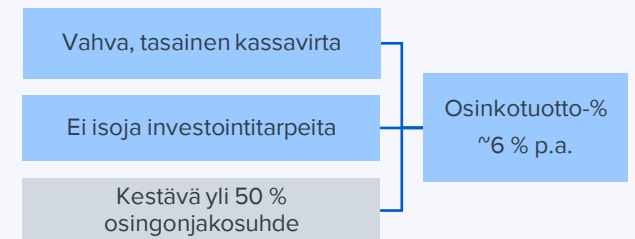
Osaketuoton ajurit 2023-2026

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

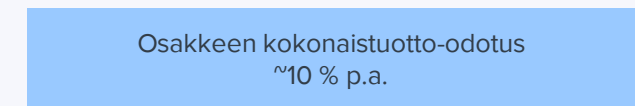
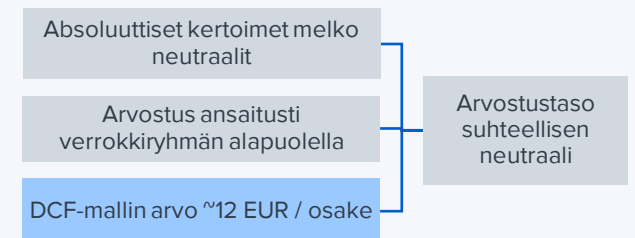
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Arvonmääritys 2/4

Odotamme, että L&T:n pitäisi pystyä sen pitkän aikavälin keskimääräiseen noin 45 MEUR:n tulostasoon, jota ennustammekin vuosille 2026-27. Näiden vuosien EV/EBIT on alle 10x, joka on mielestämme melko vaatimaton kerroin L&T:n kaltaiselle tasaiselle yhtiölle. Odotetun tuloskasvun pitäisikin mielestämme heijastua osakekurssissa, jolloin kertoimet pysyisivät lähempänä vuoden 2023 tasoa.

P/E-luvulla L&T on hinnoiteltu vuoden 2024 tuloksella ~11,5x, joka laskee 2026 alle 10x tasolle. Historiallisesti P/E-luku on ollut noin 16x, joskin pidämme tätä taas turhan korkeana tuloskasvupotentiaali ja nykyinen velkataso huomioiden. Hyväksyttävänä haarukkana P/E-luvulle näemme 12-14x eli tälläkin mittarilla nykyarvostus on neutraali.

L&T:n nettotulos vastaa varsin hyvin sen vapaata kassavirtaa, joten vapaa kassavirtatuotto on karkeasti P/E:n käänteisluku eli noin 8 % vuonna 2024, joka vastaa tuottovaatimustamme. Vuosille 2025-26 tämä paranee noin 9 %:iin.

L&T tarjoaa nykykurssilla ja kestäväällä noin 60-70 %:n osingonjakosuhteella noin 6 %:n osinkotuoton lähivuosina. Mikäli yhtiö ei tee merkittäviä yritysostoja, voi osingonjako nousta selvästi korkeammaksikin. Meidän ennusteissa osingonjakosuhte on 2027 alkaen 75 %, sillä mallimme ei ennusta yritysostoja.

Arvostus verrokkiryhmän alapuolella

Lassila & Tikanojalla ei ole mielestämme suoria verrokkeja sen paremmin Pohjoismaissa kuin

kansainvälisestikään. Käytämme vertailuryhmässä isoja kansainvälisiä jätehuollon yhtiöitä (joko osittain tai kokonaan jätehuoltoa/kierrätystä) kuten Casella Waste, Republic Services, Waste Connections, Waste Management, Veolia ja Seche. Toisena ryhmänä verrokkeina on kiinteistöhuollon toimijat Coor, ISS ja Sodexo. Caverion on poistunut pörssistä ja siten verrokkiryhmästä, emmekä ole sisältäneet joukkoon muita kiinteistöteknisten 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 noin 15x ja P/E 16x, molemmat jonkin verran L&T:tä korkeammalla tasolla. Arvostuskuva on samantyyppinen myös vuoden 2025 kertoimilla. Osinkotuotto verrokkiryhmällä on 2-3 %: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 verrokkiryhmäiden mediaani on hyvin lähellä L&T:n tasoa (joskin isojen jäteyhtiöiden marginaali on selvästi parempi). Kasvuvauhti verrokeilla on tosin parempi, joka oikeuttaa korkeammat kertoimet. Kokonaisuutena näemme L&T:n arvostuksen suhteessa verrokkeihin maltillisena, mutta suhteellisen neutraalina.

| Arvostustaso | 2024e | 2025e | 2026e |
|-----------------------|--------|--------|--------|
| Osakekurssi | 8,57 | 8,57 | 8,57 |
| Osakemäärä, milj. kpl | 37,5 | 37,5 | 37,5 |
| Markkina-arvo | 321 | 321 | 321 |
| Yritysarvo (EV) | 452 | 433 | 414 |
| P/E (oik.) | 11,3 | 10,1 | 9,4 |
| P/E | 12,0 | 10,1 | 9,4 |
| P/B | 1,3 | 1,3 | 1,2 |
| P/S | 0,4 | 0,4 | 0,4 |
| EV/Liikevaihto | 0,6 | 0,5 | 0,5 |
| EV/EBITDA | 4,9 | 4,4 | 4,1 |
| EV/EBIT (oik.) | 11,5 | 10,6 | 9,4 |
| Osinko/tulos (%) | 70,2 % | 64,9 % | 65,7 % |
| Osinkotuotto-% | 5,8 % | 6,4 % | 7,0 % |

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 3/4 – Kiinteistöpalveluiden arvo

Kiinteistöpalveluiden arvo voisi olla ~70 MEUR

Kiinteistöpalveluiden mahdollinen myynti voisi mielestämme vapauttaa / luoda arvoa yhtiölle. Suomen Kiinteistöpalvelut on viimeisen 12 kuukauden aikana palannut hyvälle, reilun 4 MEUR:n tulostasolle. Kuten edellä totesimme, Kiinteistöpalvelut on laadullisesti mielestämme Ympäristö- ja Teollisuuspalveluja heikompaa liiketoimintaa ja siten Kiinteistöpalveluiden myynti koko yhtiön kertoimia vastaavalla hinnalla olisi mielestämme positiivista. Arvostamalla Suomen Kiinteistöpalvelut karkeasti EV/EBIT kertoimella 10x, saisimme sen arvoksi noin 40 MEUR.

Ruotsin osalta tilanne on kiinnostavampi, sillä sen tulos tulee jäämään tänäkin vuonna negatiiviseksi ja on vielä ensi vuodenkin ennusteissa nollatasoa. Näin ollen sen myynti voisi potentiaalisesti luoda arvoa yhtiölle/osakkeenomistajille. Pääosa Ruotsin liiketoiminnasta on L&T:n vuonna 2017 ostama kiinteistötექnikkaan keskittyvä entinen Veolia FM. Kauppahinta oli tuolloin 650 MSEK, joka nykyisellä valuuttakursilla vastaa vajaata 60 MEUR:a. Tämän lisäksi yhtiöllä on Ruotsissa pieni siivousliiketoiminta, jonka arvo on uskoaksemme alle 10 MEUR. Käsittääksemme ostetun liiketoiminnan tulostaso oli 2018-2021 varsin vakaa (kuten koko Ruotsin liiketoiminnan luvut näyttävät). 2022-23 tulos laski selvästi voimakkaan inflaation painaessa kiinteähintaiset sopimukset kannattamattomiksi ja tämän vuoden alussa menetettiin merkittävä asiakkuus. Näin ollen näemme liiketoiminnan tulospotentiaalin ja arvon matalampana kuin esim. 2017. Ruotsin liiketoimintojen arvo kokonaisuudessaan voisi mielestämme olla noin 30 MEUR, perustuen samaan EV/EBIT 10x kertoimeen ja 3 MEUR ”normalisoituun” tulostasoon. Näin ollen

kokonaisuutena Kiinteistöpalveluiden arvo voisi olla noin 70 MEUR.

Onnistuneet divestoinnit nostaisivat L&T:n arvoa

Mikäli arvioimme Kiinteistöpalveluiden arvoksi karkeasti 70 MEUR, jäisi muun L&T:n EV:ksi 2023 lopussa karkeasti 380 MEUR. L&T ilman Kiinteistöpalveluja tekee arviomme mukaan tänä vuonna noin 38 MEUR oikaistua liikevoittoa. Näin jatkuvien toimintojen EV/EBIT asettuisi tasan 10x tasoon. Tämä olisi mielestämme liian alhainen taso, sillä ilman Kiinteistöpalveluja L&T:n tuloksen laatu ja tasaisuus olisi mielestämme selvästi aiempaa parempia. Lisäksi vahvistunut kiertotalousfokus voisi tehdä yhtiöstä houkuttelevamman sijoituskohteen. Kirkastunut fokus tekisi mielestämme myös jäljellä jäävästä L&T:stä helpomman ja kiinnostavamman yritysostokohteen. Ruotsin tappiollisen toiminnan myyminen kelpohintaan voi kuitenkin olla vaikeaa.

Kiinteistöpalvelut voisi myös irrottaa tai myydä paloissa

Kiinteistöpalveluiden myyminen kokonaisuutena ei välttämättä ole kuitenkaan mielestämme mahdollista tai järkevää. Toimintoja voisi myydä myös osissa, sillä ne koostuvat toisistaan erillisistä toiminnoista (yhtäältä Suomi vs. Ruotsi ja toisaalta jako kiinteistötექnikkaan, kiinteistöhuoltoon ja siivoukseen). Esimerkiksi koko L&T:n Suomen Kiinteistöpalveluille tuskin kotimaasta löytyy ostajaa, mutta osiin pilkottuna niitä voisi hyvinkin löytyä. Toki ulkomainen taho saisi kerralla hyvän markkina-aseman Suomessa ostamalla kaikki toiminnot. Yksi vaihtoehto olisi mielestämme myös Kiinteistöpalveluiden listaaminen erillisenä yhtiönä, joskin tämä ei todennäköisesti olisi yhtä helposti arvoa luova tie kuin toimintojen myynti.

Kiinteistöpalvelut (Ruotsi ja Suomi) yhteensä, MEUR



Arvonmääritys 4/4

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. Q1'24 lopussa yhtiön velkaantumistaso oli noin 85 %.

Velkaantumistavoitteensa puitteissa L&T:llä on arviomme mukaan mahdollisuus noin 100 MEUR:n lisävelan ottamiseen. Tämä voisi ostetun yrityksen arvostuskertoimista riippuen tarkoittaa karkeasti 5-10 MEUR liiketuloksen lisäystä eli 10-25 % nykytasoon. Olettamalla 5 %:n korkokulun, tämä tarkoittaisi noin 0-15 %:n 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. Kuten edelliseltä sivulta ilmenee, isoimman ostetun yhtiön arvo (Veolia FM) on arviomme mukaan laskenut ostohetkestä. 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. Kiinnostavin ja mielestämme potentiaalisin viimeaikaisista ostoista on 2022 tehty Teollisuuspalveluiden laajentuminen Ruotsiin.

Yhtiön nykyinen tähtäin on pienemmissä yritysostoissa, joten yksittäisen yritysoston vaikutus

tuskin tulee olemaan merkittävä L&T:n tulokselle tai arvolle. Mikäli velkaantumistaso (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

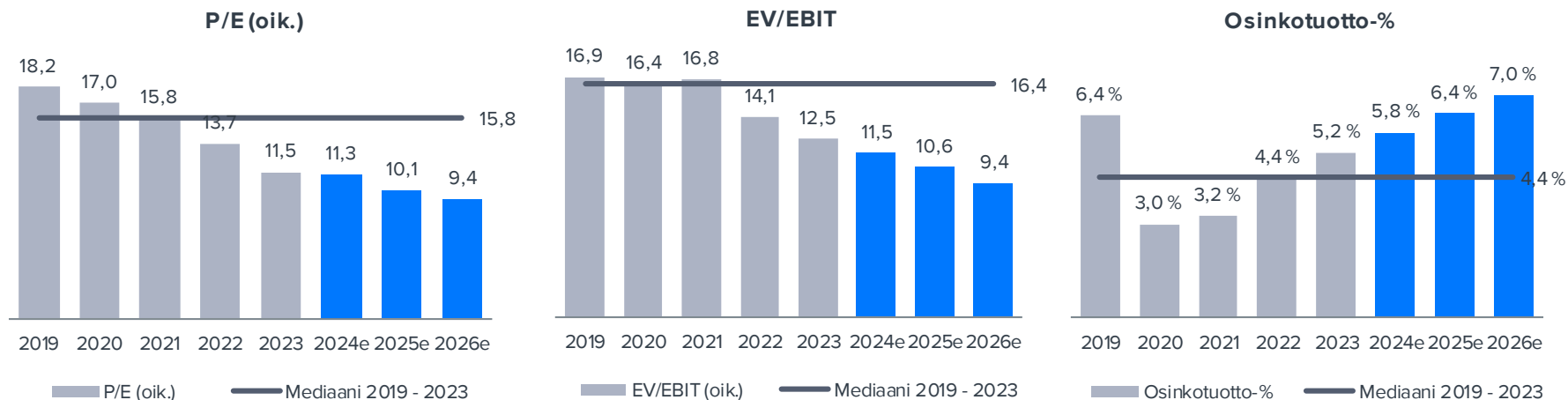
| Yritys | Toimiala | Liikevaihto (MEUR) | Ajankohta |
|------------------------------|--------------------|--------------------|-----------|
| Sand & Vattenbläst i Tyringe | Teollisuuspalvelut | 10 | 2/22 |
| Sihvari | Ympäristöpalvelut | 14 | 6/21 |
| Veolia FM | Kiinteistöpalvelut | 102 | 8/17 |
| 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 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e |
|-----------------------|---------|--------|--------|--------|--------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Osakekurssi | 14,4 | 13,6 | 14,3 | 10,6 | 9,40 | 8,57 | 8,57 | 8,57 | 8,57 |
| Osakemäärä, milj. kpl | 38,1 | 38,1 | 38,1 | 38,1 | 37,5 | 37,5 | 37,5 | 37,5 | 37,5 |
| Markkina-arvo | 549 | 516 | 545 | 405 | 353 | 321 | 321 | 321 | 321 |
| Yritysarvo (EV) | 685 | 653 | 712 | 578 | 489 | 452 | 433 | 414 | 396 |
| P/E (oik.) | 18,2 | 17,0 | 15,8 | 13,7 | 11,5 | 11,3 | 10,1 | 9,4 | 8,9 |
| P/E | 15,8 | 27,2 | 15,9 | 12,9 | 11,8 | 12,0 | 10,1 | 9,4 | 8,9 |
| P/B | 2,7 | 2,7 | 2,6 | 1,8 | 1,5 | 1,3 | 1,3 | 1,2 | 1,1 |
| P/S | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 0,5 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,4 |
| EV/Liikevaihto | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,7 | 0,6 | 0,6 | 0,5 | 0,5 | 0,5 |
| EV/EBITDA | 6,9 | 7,7 | 7,5 | 5,9 | 5,1 | 4,9 | 4,4 | 4,1 | 3,9 |
| EV/EBIT (oik.) | 16,9 | 16,4 | 16,8 | 14,1 | 12,5 | 11,5 | 10,6 | 9,4 | 8,6 |
| Osinko/tulos (%) | 101,2 % | 80,4 % | 51,0 % | 56,8 % | 61,3 % | 70,2 % | 64,9 % | 65,7 % | 75,0 % |
| Osinkotuotto-% | 6,4 % | 3,0 % | 3,2 % | 4,4 % | 5,2 % | 5,8 % | 6,4 % | 7,0 % | 8,4 % |

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

| Verrokkiryhmän arvostus | Markkina-arvo | Yritysarvo | EV/EBIT | | EV/EBITDA | | EV/Liikevaihto | | P/E | | Osinkotuotto-% | | P/B |
|---|---------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|--------------|--------------|--------------|----------------|--------------|--------------|
| Yhtiö | MEUR | MEUR | 2024e | 2025e | 2024e | 2025e | 2024e | 2025e | 2024e | 2025e | 2024e | 2025e | 2024e |
| Coor | 399 | 582 | 11,4 | 10,0 | 7,1 | 6,6 | 0,5 | 0,5 | 11,6 | 9,6 | 6,4 | 7,4 | 2,8 |
| ISS | 3030 | 4539 | 8,2 | 7,6 | 6,0 | 5,6 | 0,4 | 0,4 | 8,4 | 7,4 | 3,0 | 3,6 | 1,9 |
| Veolia | 20804 | 44181 | 12,7 | 11,5 | 6,5 | 6,1 | 1,0 | 0,9 | 14,0 | 12,7 | 5,0 | 5,5 | 1,6 |
| Sodexo | 12497 | 16558 | 15,0 | 13,2 | 10,7 | 9,6 | 0,7 | 0,7 | 15,9 | 14,7 | 3,2 | 3,6 | 2,8 |
| Seche Environnement | 768 | 1339 | 12,4 | 11,1 | 5,7 | 5,3 | 1,1 | 1,1 | 13,5 | 11,0 | 1,3 | 1,3 | 2,0 |
| Casella Waste Systems | 5355 | 6156 | 55,1 | 43,9 | 18,5 | 17,1 | 4,4 | 4,1 | 124,1 | 82,7 | | | 5,3 |
| Republic Services | 57226 | 69150 | 23,8 | 22,0 | 15,2 | 14,2 | 4,6 | 4,3 | 32,1 | 28,7 | 1,1 | 1,2 | 5,3 |
| Waste Connection | 41986 | 49100 | 29,9 | 26,8 | 18,2 | 16,5 | 6,0 | 5,5 | 36,4 | 32,1 | 0,7 | 0,7 | 5,5 |
| Waste Management | 79857 | 94620 | 23,5 | 21,4 | 15,6 | 14,3 | 4,7 | 4,4 | 29,1 | 26,5 | 1,5 | 1,5 | 11,0 |
| | 0 | | | | | | | | | | | | |
| Lassila & Tikanoja (Inderes) | 321 | 452 | 11,5 | 10,6 | 4,9 | 4,4 | 0,6 | 0,5 | 11,3 | 10,1 | 5,8 | 6,4 | 1,3 |
| Keskiarvo | | | 21,3 | 18,6 | 11,5 | 10,6 | 2,6 | 2,4 | 31,7 | 25,0 | 2,7 | 3,1 | 4,2 |
| Mediaani | | | 15,0 | 13,2 | 10,7 | 9,6 | 1,1 | 1,1 | 15,9 | 14,7 | 2,2 | 2,5 | 2,8 |
| Erotus-% vrt. mediaani | | | -23 % | -20 % | -54 % | -55 % | -50 % | -51 % | -29 % | -31 % | 164 % | 152 % | -52 % |

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

| Tuloslaskelma | 2022 | Q1'23 | Q2'23 | Q3'23 | Q4'23 | 2023 | Q1'24 | Q2'24e | Q3'24e | Q4'24e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e |
|------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Liikevaihto | 844 | 193 | 208 | 201 | 201 | 802 | 185 | 206 | 201 | 200 | 792 | 806 | 824 | 840 |
| Ympäristöpalvelut | 321 | 66,3 | 74,4 | 74,1 | 68,9 | 284 | 65,4 | 74,0 | 75,0 | 70,0 | 284 | 284 | 290 | 296 |
| Teollisuuspalvelut | 132 | 26,1 | 38,0 | 39,0 | 37,9 | 141 | 28,1 | 41,5 | 40,0 | 38,0 | 148 | 152 | 157 | 160 |
| Kiinteistöpalvelut Suomi | 256 | 67,1 | 62,7 | 58,8 | 61,4 | 250 | 63,3 | 62,0 | 59,0 | 61,0 | 245 | 253 | 258 | 263 |
| Kiinteistöpalvelut Ruotsi | 140 | 34,5 | 33,8 | 30,4 | 34,5 | 133 | 29,5 | 30,0 | 28,0 | 32,8 | 120 | 123 | 125 | 128 |
| Muut & eliminoinnit | -6,0 | -1,2 | -1,5 | -1,3 | -1,8 | -5,8 | -1,2 | -1,5 | -1,5 | -1,5 | -5,7 | -5,8 | -5,9 | -6,0 |
| Käyttökate | 98,3 | 15,4 | 23,2 | 36,7 | 20,5 | 95,8 | 12,1 | 25,5 | 32,8 | 22,3 | 92,7 | 99,2 | 101 | 103 |
| Poistot ja arvonalennukset | -55,4 | -14,0 | -14,0 | -15,6 | -13,8 | -57,4 | -13,8 | -13,8 | -13,8 | -13,8 | -55,2 | -58,2 | -57,2 | -56,3 |
| Liikevoitto ilman kertaeriä | 40,9 | 1,4 | 9,2 | 21,2 | 7,2 | 39,0 | 0,0 | 11,7 | 19,0 | 8,5 | 39,2 | 41,0 | 44,0 | 46,2 |
| Liikevoitto | 42,9 | 1,4 | 9,2 | 21,1 | 6,7 | 38,4 | -1,7 | 11,7 | 19,0 | 8,5 | 37,5 | 41,0 | 44,0 | 46,2 |
| Ympäristöpalvelut | 30,3 | 3,2 | 8,6 | 11,7 | 3,6 | 27,1 | 2,7 | 8,5 | 11,0 | 5,0 | 27,2 | 26,0 | 27,0 | 16,3 |
| Teollisuuspalvelut | 13,6 | 0,1 | 3,9 | 6,2 | 3,8 | 14,0 | -0,1 | 4,5 | 5,5 | 3,3 | 13,2 | 13,5 | 14,0 | 8,8 |
| Kiinteistöpalvelut Suomi | -0,5 | 0,2 | 0,0 | 3,2 | 1,0 | 4,4 | -0,1 | 0,5 | 2,5 | 1,0 | 3,9 | 4,5 | 4,0 | 14,5 |
| Kiinteistöpalvelut Ruotsi | 0,4 | -1,0 | -2,0 | 0,2 | -0,9 | -3,7 | -2,1 | -1,0 | 0,5 | 0,0 | -2,6 | 0,0 | 2,0 | 7,0 |
| Muut & eliminoinnit | -2,8 | -1,1 | -1,3 | -0,1 | -0,3 | -2,8 | -0,4 | -0,8 | -0,5 | -0,8 | -2,5 | -3,0 | -3,0 | -0,3 |
| Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta | 0,7 | 1,5 | 0,7 | 0,3 | 1,1 | 3,6 | 2,1 | 0,5 | 0,3 | 0,8 | 3,7 | 3,8 | 3,8 | 3,9 |
| Nettorahoituskulut | -5,8 | -1,6 | -0,7 | -1,9 | -2,1 | -6,3 | -1,8 | -2,0 | -2,0 | -2,0 | -7,8 | -6,0 | -6,0 | -6,0 |
| Tulos ennen veroja | 37,8 | 1,4 | 9,1 | 19,5 | 5,7 | 35,7 | -1,4 | 10,2 | 17,3 | 7,3 | 33,4 | 38,8 | 41,8 | 44,1 |
| Verot | -6,3 | -0,2 | -1,0 | -3,9 | -0,5 | -5,7 | 0,6 | -2,1 | -3,6 | -1,5 | -6,7 | -7,0 | -7,6 | -8,0 |
| Nettotulos | 31,5 | 1,2 | 8,1 | 15,6 | 5,1 | 30,0 | -0,8 | 8,1 | 13,7 | 5,8 | 26,7 | 31,8 | 34,2 | 36,1 |
| EPS (oikaistu) | 0,77 | 0,03 | 0,22 | 0,42 | 0,15 | 0,82 | 0,02 | 0,21 | 0,36 | 0,15 | 0,76 | 0,85 | 0,91 | 0,96 |
| EPS (raportoitu) | 0,83 | 0,03 | 0,22 | 0,42 | 0,14 | 0,80 | -0,02 | 0,21 | 0,36 | 0,15 | 0,71 | 0,85 | 0,91 | 0,96 |

| Tunnusluvut | 2022 | Q1'23 | Q2'23 | Q3'23 | Q4'23 | 2023 | Q1'24 | Q2'24e | Q3'24e | Q4'24e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e |
|--------------------------------------|--------|--------|---------|--------|---------|--------|----------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Liikevaihdon kasvu-% | 3,9 % | -8,4 % | -5,3 % | -1,7 % | -4,4 % | -5,0 % | -4,0 % | -0,7 % | -0,2 % | -0,3 % | -1,3 % | 1,8 % | 2,2 % | 2,0 % |
| Oikaistun liikevoiton kasvu-% | -3,5 % | | -16,4 % | 4,4 % | -25,2 % | -4,7 % | -100,0 % | 27,2 % | -10,4 % | 18,1 % | 0,5 % | 4,6 % | 7,3 % | 5,0 % |
| Käyttökate-% | 11,6 % | 8,0 % | 11,2 % | 18,3 % | 10,2 % | 11,9 % | 6,5 % | 12,4 % | 16,4 % | 11,1 % | 11,7 % | 12,3 % | 12,3 % | 12,2 % |
| Oikaistu liikevoitto-% | 4,8 % | 0,7 % | 4,4 % | 10,5 % | 3,6 % | 4,9 % | 0,0 % | 5,7 % | 9,5 % | 4,2 % | 5,0 % | 5,1 % | 5,3 % | 5,5 % |
| Nettotulos-% | 3,7 % | 0,6 % | 3,9 % | 7,8 % | 2,5 % | 3,7 % | -0,4 % | 3,9 % | 6,8 % | 2,9 % | 3,4 % | 3,9 % | 4,2 % | 4,3 % |

Lähde: Inderes

Tase

| Vastaavaa | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|--------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Pysyvät vastaavat | 462 | 483 | 489 | 483 | 479 |
| Liikearvo | 181 | 181 | 181 | 181 | 181 |
| Aineettomat hyödykkeet | 36,5 | 38,2 | 36,0 | 33,8 | 32,0 |
| Käyttöomaisuus | 227 | 242 | 249 | 246 | 244 |
| Sijoitukset osakkuusyrityksiin | 14,0 | 17,6 | 17,6 | 17,6 | 17,6 |
| Muut sijoitukset | 0,2 | 0,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Muut pitkäaikaiset varat | 1,9 | 1,5 | 2,0 | 2,0 | 2,0 |
| Laskennalliset verosaamiset | 1,9 | 3,1 | 3,1 | 3,1 | 3,1 |
| Vaihtuvat vastaavat | 199 | 167 | 190 | 193 | 196 |
| Vaihto-omaisuus | 7,8 | 7,8 | 7,9 | 8,1 | 8,2 |
| Muut lyhytaikaiset varat | 50,5 | 39,9 | 39,9 | 39,9 | 39,9 |
| Myyntisaamiset | 91,0 | 85,9 | 103 | 105 | 107 |
| Likvidit varat | 49,5 | 32,9 | 39,6 | 40,3 | 41,2 |
| Taseen loppusumma | 661 | 650 | 679 | 676 | 675 |

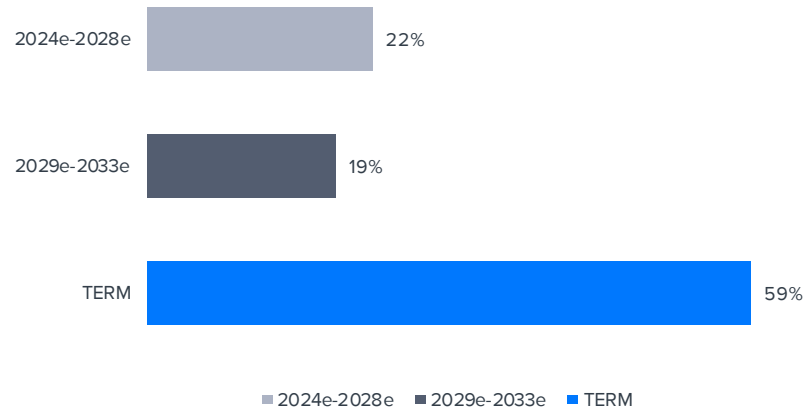
Lähde: Inderes

| Vastattavaa | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|--------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Oma pääoma | 220 | 232 | 240 | 253 | 267 |
| Osakepääoma | 19,4 | 19,4 | 19,4 | 19,4 | 19,4 |
| Kertyneet voittovarot | 211 | 224 | 232 | 245 | 259 |
| 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 | -10,0 | -10,9 | -10,9 | -10,9 | -10,9 |
| Vähemmistöosuus | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Pitkäaikaiset velat | 228 | 222 | 243 | 227 | 210 |
| Laskennalliset verovelat | 28,1 | 28,5 | 30,0 | 30,0 | 30,0 |
| Varaukset | 8,6 | 8,4 | 10,0 | 10,0 | 10,0 |
| Korolliset velat | 191 | 185 | 203 | 187 | 170 |
| Vaihtovelkakirjalainat | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Muut pitkäaikaiset velat | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Lyhytaikaiset velat | 213 | 196 | 195 | 196 | 198 |
| Korolliset velat | 39,3 | 22,1 | 28,7 | 26,9 | 25,0 |
| Lyhytaikaiset korottomat velat | 171 | 173 | 166 | 169 | 173 |
| Muut lyhytaikaiset velat | 2,7 | 1,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Taseen loppusumma | 660 | 650 | 679 | 676 | 675 |

DCF-laskelma

| DCF-laskelma | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e | 2029e | 2030e | 2031e | 2032e | 2033e | TERM |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|
| Liikevaihdon kasvu-% | -5,0 % | -1,3 % | 1,8 % | 2,2 % | 2,0 % | 2,0 % | 2,0 % | 2,0 % | 2,0 % | 2,0 % | 2,0 % | 2,0 % |
| Liikevoitto-% | 4,8 % | 4,7 % | 5,1 % | 5,3 % | 5,5 % | 5,0 % | 5,0 % | 5,0 % | 5,0 % | 5,0 % | 5,0 % | 5,0 % |
| Liikevoitto | 38,4 | 37,5 | 41,0 | 44,0 | 46,2 | 42,8 | 43,7 | 44,6 | 45,5 | 46,4 | 47,3 | |
| + Kokonaispoistot | 57,4 | 55,2 | 58,2 | 57,2 | 56,3 | 55,7 | 55,1 | 54,7 | 56,1 | 56,1 | 56,0 | |
| - Maksetut verot | -6,5 | -5,2 | -7,0 | -7,6 | -8,0 | -7,4 | -7,5 | -7,7 | -7,9 | -8,1 | -9,5 | |
| - verot rahoituskuluista | -1,1 | -1,8 | -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 | 16,5 | -24,9 | 1,0 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,3 | 1,3 | |
| Operatiivinen kassavirta | 105 | 60,9 | 92,0 | 93,6 | 94,4 | 91,1 | 91,3 | 91,6 | 93,7 | 94,4 | 95,2 | |
| + Korottomien pitkä aik. velk. lis. | -0,2 | 1,6 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | |
| - Bruttoinvestoinnit | -74,2 | -60,3 | -53,0 | -53,0 | -53,0 | -53,0 | -53,0 | -55,8 | -55,8 | -55,8 | -54,8 | |
| Vapaa operatiivinen kassavirta | 30,3 | 2,2 | 39,0 | 40,6 | 41,4 | 38,1 | 38,3 | 35,8 | 37,9 | 38,7 | 40,4 | |
| +/- Muut | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | |
| Vapaa kassavirta | 30,3 | 2,2 | 39,0 | 40,6 | 41,4 | 38,1 | 38,3 | 35,8 | 37,9 | 38,7 | 40,4 | 708 |
| Diskontattu vapaa kassavirta | | 2,1 | 34,8 | 33,6 | 31,8 | 27,1 | 25,3 | 21,9 | 21,6 | 20,4 | 19,7 | 346 |
| Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta | | 584 | 582 | 548 | 514 | 482 | 455 | 430 | 408 | 386 | 366 | 346 |
| Velaton arvo DCF | | 584 | | | | | | | | | | |
| - Korolliset velat | | -207 | | | | | | | | | | |
| + Rahavarat | | 32,9 | | | | | | | | | | |
| -Vähemmistöosuus | | 0,0 | | | | | | | | | | |
| -Osinko/pääomapalautus | | -18,4 | | | | | | | | | | |
| Oman pääoman arvo DCF | | 454 | | | | | | | | | | |
| Oman pääoman arvo DCF per osake | | 12,1 | | | | | | | | | | |

Rahavirranjakauma jaksoittain

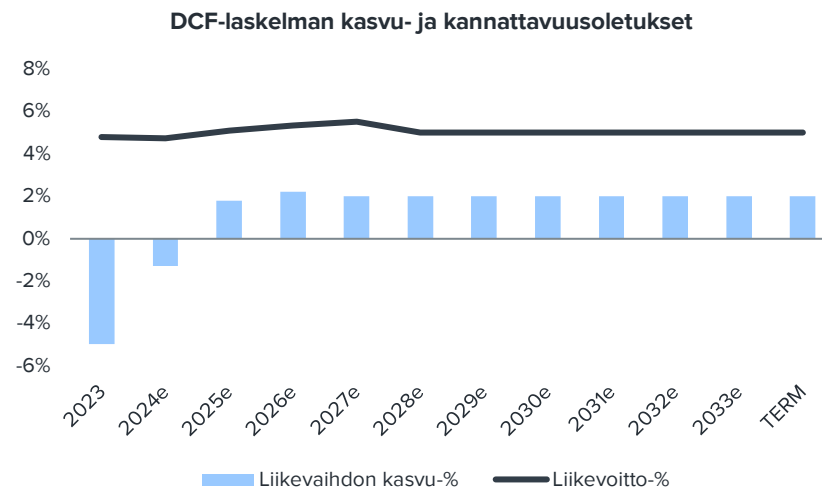
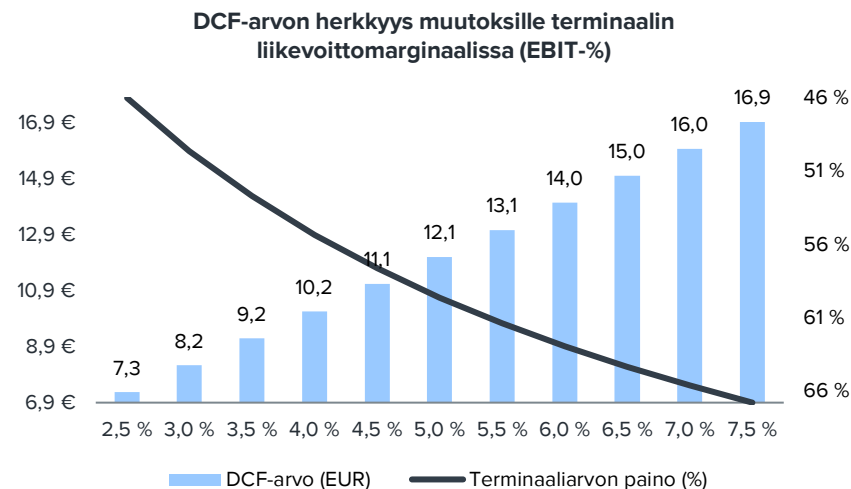
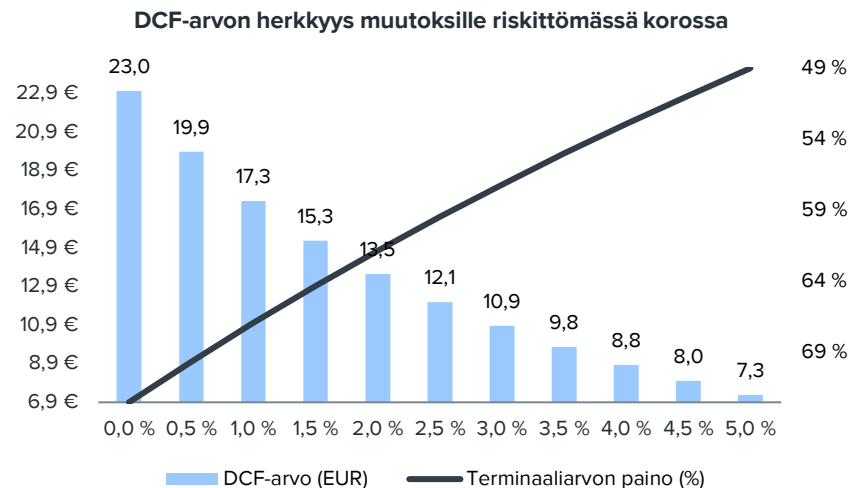
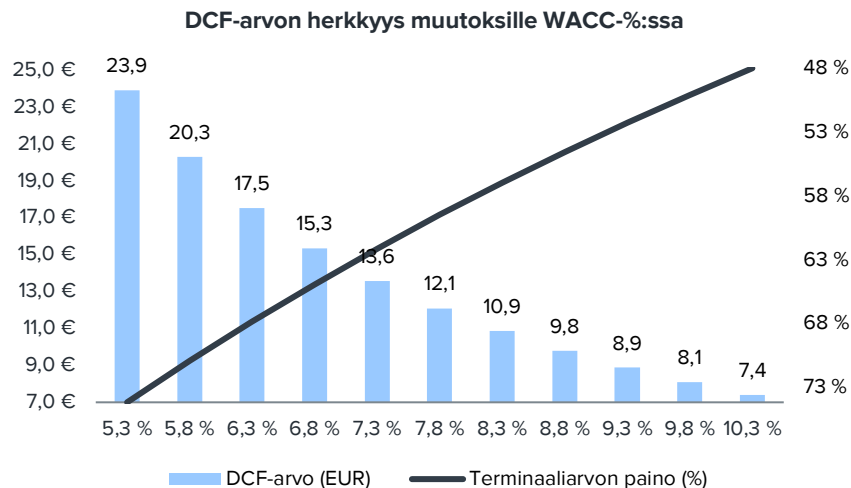


Pääoman kustannus (WACC)

| | |
|---|--------------|
| Vero-% (WACC) | 20,0 % |
| Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E) | 10,0 % |
| Vieraan pääoman kustannus | 5,0 % |
| Yrityksen Beta | 1,05 |
| Markkinoiden riski-premio | 4,75 % |
| Likviditeettipremio | 0,75 % |
| Riskitön korko | 2,5 % |
| Oman pääoman kustannus | 8,2 % |
| Pääoman keskim. kustannus (WACC) | 7,8 % |

Lähde: Inderes

DCF:n herkkyysskalkelmat ja avainoletukset graafeina



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

Yhteenveto

| Tuloslaskelma | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | Osakekohtaiset luvut | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e |
|---------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|------------------------------|-------------|-------------|-------------|---------------|---------------|
| Liikevaihto | 812,5 | 844,1 | 802,1 | 791,8 | 805,9 | EPS (raportoitu) | 0,90 | 0,83 | 0,80 | 0,71 | 0,85 |
| Käyttökate | 95,2 | 98,3 | 95,8 | 92,7 | 99,2 | EPS (oikaistu) | 0,91 | 0,77 | 0,82 | 0,76 | 0,85 |
| Liikevoitto | 42,2 | 42,9 | 38,4 | 37,5 | 41,0 | Operat. kassavirta / osake | 1,99 | 2,59 | 2,79 | 1,62 | 2,45 |
| Voitto ennen veroja | 38,9 | 37,8 | 35,7 | 33,4 | 38,8 | Vapaa kassavirta / osake | -0,29 | 0,02 | 0,81 | 0,06 | 1,04 |
| Nettovoitto | 34,4 | 31,5 | 30,0 | 26,7 | 31,8 | Omapääoma / osake | 5,52 | 5,78 | 6,19 | 6,41 | 6,76 |
| Kertaluontoiset erät | -0,2 | 2,0 | -0,6 | -1,7 | 0,0 | Osinko / osake | 0,46 | 0,47 | 0,49 | 0,50 | 0,55 |
| Tase | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | Kasvu ja kannattavuus | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e |
| Taseen loppusumma | 635,3 | 660,6 | 649,9 | 678,8 | 676,3 | Liikevaihdon kasvu-% | 8 % | 4 % | -5 % | -1 % | 2 % |
| Oma pääoma | 210,4 | 220,4 | 232,1 | 240,4 | 253,4 | Käyttökateen kasvu-% | 12 % | 3 % | -3 % | -3 % | 7 % |
| Liikearvo | 172,1 | 180,7 | 180,8 | 180,8 | 180,8 | Liikevoiton oik. kasvu-% | 7 % | -4 % | -5 % | 1 % | 5 % |
| Nettovelat | 167,1 | 180,6 | 174,1 | 192,6 | 173,3 | EPS oik. kasvu-% | 14 % | -15 % | 5 % | -7 % | 12 % |
| Kassavirta | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | Käyttökate-% | 11,7 % | 11,6 % | 11,9 % | 11,7 % | 12,3 % |
| Käyttökate | 95,2 | 98,3 | 95,8 | 92,7 | 99,2 | Oik. Liikevoitto-% | 5,2 % | 4,8 % | 4,9 % | 5,0 % | 5,1 % |
| Nettokäyttöpääoman muutos | -15,4 | 5,9 | 16,5 | -24,9 | 1,0 | Liikevoitto-% | 5,2 % | 5,1 % | 4,8 % | 4,7 % | 5,1 % |
| Operatiivinen kassavirta | 75,7 | 98,5 | 104,7 | 60,9 | 92,0 | ROE-% | 17,1 % | 14,6 % | 13,3 % | 11,3 % | 12,9 % |
| Investoinnit | -87,7 | -71,7 | -74,2 | -60,3 | -53,0 | ROI-% | 10,8 % | 10,2 % | 9,4 % | 9,0 % | 9,5 % |
| Vapaa kassavirta | -11,0 | 0,8 | 30,3 | 2,2 | 39,0 | Omavaraisuusaste | 33,1 % | 33,4 % | 35,7 % | 35,4 % | 37,5 % |
| | | | | | | Nettovelkaantumisaste | 79,4 % | 81,9 % | 75,0 % | 80,1 % | 68,4 % |
| Arvostuskertoimet | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | | | | | | |
| EV/Liikevaihto | 0,9 | 0,7 | 0,6 | 0,6 | 0,5 | | | | | | |
| EV/EBITDA | 7,5 | 5,9 | 5,1 | 4,9 | 4,4 | | | | | | |
| EV/EBIT (oik.) | 16,8 | 14,1 | 12,5 | 11,5 | 10,6 | | | | | | |
| P/E (oik.) | 15,8 | 13,7 | 11,5 | 11,3 | 10,1 | | | | | | |
| P/B | 2,6 | 1,8 | 1,5 | 1,3 | 1,3 | | | | | | |
| Osinkotuotto-% | 3,2 % | 4,4 % | 5,2 % | 5,8 % | 6,4 % | | | | | | |

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (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 arvion 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.

Suositushistoria (>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 € |
| 27.7.2023 | Lisää | 11,00 € | 9,97 € |
| 27.10.2023 | Lisää | 11,00 € | 9,40 € |
| 12.2.2024 | Lisää | 10,00 € | 9,25 € |
| 29.4.2024 | Lisää | 9,50 € | 8,60 € |
| 27.6.2024 | Lisää | 9,50 € | 8,57 € |

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

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

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

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

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

Inderes Oyj

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.**