

LASSILA & TIKANOJA

02.01.2026 19.00 EET



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS

LAAJA RAPORTTI



Tasaisen hyvää liiketoimintaa edullisin kertoimin

Uusi L&T jakaantui vanhasta emoyhtiöstään vuodenvaihteessa, ja osakkeen kaupankäynti alkoi 2.1. Yhtiön liiketoiminta on hyvin tasaista ja kohtuullisen kannattavaa. Uusi L&T tähtää aiempaa nopeampaan kasvuun, joka kuitenkin vaatii mielestämme investointeja ja/tai yritysostoja. Aloitamme yhtiön seurannan lisää-suosituksella ja 8,8 euron tavoitehinnalla. Tuotto-odotusta tukevat mielestämme tulokasvu, osinkotuotto, maltillinen arvostus sekä L&T:n mahdollinen päätyminen yrityskaupan kohteeksi.

Kiertotaloustoiminnot jakautuivat omaksi pörssiyhtiöksi

Vanha Lassila & Tikanoja -konserni jakautui vuodenvaihteessa kahdeksi yhtiöksi. Teknisesti vanhasta yhtiöstä irtaantui Kiertotaloustoiminnot -nimellä viime vuonna toiminut segmentti, joka jatkaa toimintaa Lassila & Tikanoja -nimellä uutena pörssiyhtiönä. Kiinteistöpalvelut jatkavat Luotea -nimellä, josta olemme julkaisseet oman päivitysraportin.

Lassila & Tikanojan liiketoiminta muodostuu tästä eteenpäin puhtaasti kiertotalouteen liittyvistä toiminnoista, jotka perustuvat jätteiden ja sivuvirtojen palauttamiseen kiertoon mahdollisimman korkealla jalostusasteella. Toimintaan kuuluu kolme palvelualueita: Jätehuolto ja kierrätys (66% liikevaihdosta 2024), Vaaralliset jätteet ja ennallistaminen (15 %) sekä Teolliset palvelut ja vesienkäsittely (19%). Yhtiö toimii Suomessa ja Ruotsissa, painopisteen ollessa selvästi Suomessa (yli 90% liikevaihdosta).

Defensiivinen ja tasainen liiketoiminta vahvoilla markkinaosuuksilla

L&T:n kohdemarkkinat ovat varsin defensiivisiä, mutta yhtiö arvioi niiden kasvavan lähivuosina noin 3 % vuodessa. Tämä on nopeampi kasvuvauhti, mihin yhtiö on historiallisesti orgaanisesti pystynyt (esim. viimeiset 10 vuotta alle 2 %). Yhtiön sopimukset ja asiakassuhteet ovat tyypillisesti hyvin pitkäkestoisia ja yhtiö

kuvailee 84 % liikevaihdosta olevan luonteeltaan toistuvaa, mikä luonnollisesti tuo jatkuvuutta ja vakautta sen liiketoimintaan. Yhtiö on Suomessa kaikilla kolmella edellä mainitulla palvelualueella joko suurin tai toiseksi suurin toimija. Tämä tuo sille skaalaa toimintaan, joka näkyy mm. hyvänä kannattavuutena. Yhtiön tulostaso onkin historiallisesti ollut erittäin vakaa, ja pääoman tuotto on ylittänyt arviomme mukaan sen kustannuksen. Haasteena onkin ollut lähinnä kasvun puute.

Uusi yhtiö tähtää historiaa vahvempaan kasvuun

Uuden L&T:n taloudelliset tavoitteet ovat 6 %:n vuosittainen liikevaihdon kasvu (sisältäen yritysostot), 11 %:n oik. EBITA ja nettovelka / oik. käyttökate 1,5-2,5x. Yhtiön carve-out -lukujen mukaan oik. EBITA-marginaali on 2022-Q3'25 ollut 10 %:n molemmin puolin ja ennustamme sen pysyvän samoilla tasoilla lähivuosina. Siten tavoitetaso on varsin lähellä ja viestii mielestämme siitä, että yhtiön fokus on kasvaa kannattavuutta heikentämättä. Kuten edellä on tullut esiin, yhtiön historiallinen kasvu on varsin vaatimatonta, ja siten orgaanisesti jo 3 %:n markkinakasvun saavuttaminen olisi mielestämme hyvä suoritus. Lähivuosina tätä vaikeuttavat Suomen jätehuollon kunnallistamisen vaikutukset. Ennusteemme odottavat selvästi tavoitetta vaatimattomampaa kasvua, mutta niihin ei sisälly isompia kasvuinvestointeja tai yritysostoja, joita kasvutavoitteen saavuttaminen käytännössä vaatii.

Arvostus on maltillinen

L&T:n lähivuosien tuotto-odotus muodostuu tasaisesta osinkotuotosta, maltillisesta tulokasvusta ja kertoimien nousupotentiaalista. Osakkeen arvostustaso on monilla mittareilla pikemminkin edullinen kuin kallis, mutta kertoimien nousu voi vaatia nykyistä selkeämpää näkymää liikevaihdon ja tuloksen kasvuun. Yhtiö on mielestämme myös hyvin potentiaalinen yritysostokohde, mikä tukee osaltaan tuotto-odotusta.

Suositus
Lisää

Liiketoimintariski



Tavoitehinta:
8,80 EUR

Arvostusriski



Osakekurssi:
8,20 EUR

	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	423,9	424,5	424,7	430,0
kasvu-%	0 %	0 %	0 %	1 %
Oik. EBITA	44,5	40,9	40,0	42,0
Oik. EBITA-%	10,5 %	9,6 %	9,4 %	9,8 %
Nettotulos	31,5	26,7	27,1	31,6
EPS (oik.)	0,93	0,77	0,76	0,88

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

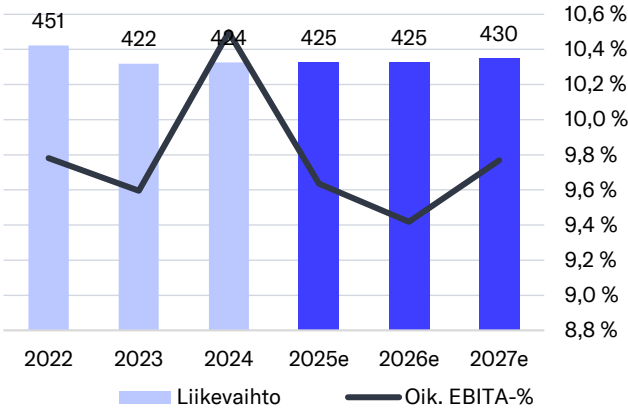
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Vuoden 2025 ohjeistus vain vanhalle L&T -konsernille)

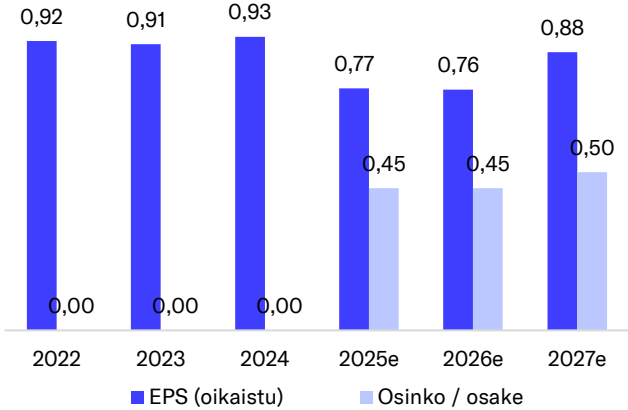
Osakekurssi

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Vahvat markkina-asetat
- Sääntelyn lisääntyminen tukee markkinan kasvua
- Tasainen tulos ja vahva kassavirta

Riskitekijät

- Kasvuhakuisuus voi painaa kannattavuutta
- Yritystojen hintaan ja integrointiin liittyvät riskit
- Jätehuollon kunnallistaminen vaikuttaa negatiivisesti 2026-27

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	8,20	8,20	8,20
Osakemäärä, milj. kpl	38,2	38,2	38,2
Markkina-arvo	313	313	313
Yritysarvo (EV)	430	417	399
P/E (oik.)	10,7	10,8	9,3
P/E	11,8	11,6	9,9
P/B	1,8	1,7	1,6
P/S	0,7	0,7	0,7
EV/Liikevaihto	1,0	1,0	0,9
EV/EBITDA	4,9	4,7	4,5
EV/EBIT (oik.)	10,5	10,4	9,5
Osinko/tulos (%)	64,5 %	63,4 %	60,4 %
Osinkotuotto-%	5,5 %	5,5 %	6,1 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-11
Sijoitus- ja riskiprofiili	12-14
Toimiala ja kilpailijat	15-20
Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne	21-22
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	23-25
Ennusteet ja arvonmääritys	26-31
Taulukot ja vastuuvapauslauseke	32-39

Lassila & Tikanoja lyhyesti

Lassila & Tikanoja on kiertotalouden monipalveluyritys. Yhtiön liiketoiminta painottuu vahvasti Suomeen, jonka lisäksi sillä on toimintaa Ruotsissa. Yhtiö jakaa toimintansa kolmeen palvelulinjaan, mutta tuloksen osalta raportoivia segmenttejä on vain yksi.

1905

Perustamisvuosi

2026

Kiertotaloustoiminnot irtosi omaksi yhtiöksi

421 MEUR

Liikevaihto viimeiseltä 12kk, Q3'25

42 MEUR (9,9 % liikevaihdosta)

Oikaistu EBITA viimeiseltä 12kk Q3'25

93 / 5 %

Suomi / Ruotsi osuus liikevaihdosta

1 875

Henkilöstö keskimäärin 2024 (FTE)

2014-2019
Tasaista liikevaihtokehitystä Jätehuollossa, mutta marginaali heikkeni

Teollisuuden palveluissa kasvua sekä liikevaihdossa että tuloksessa

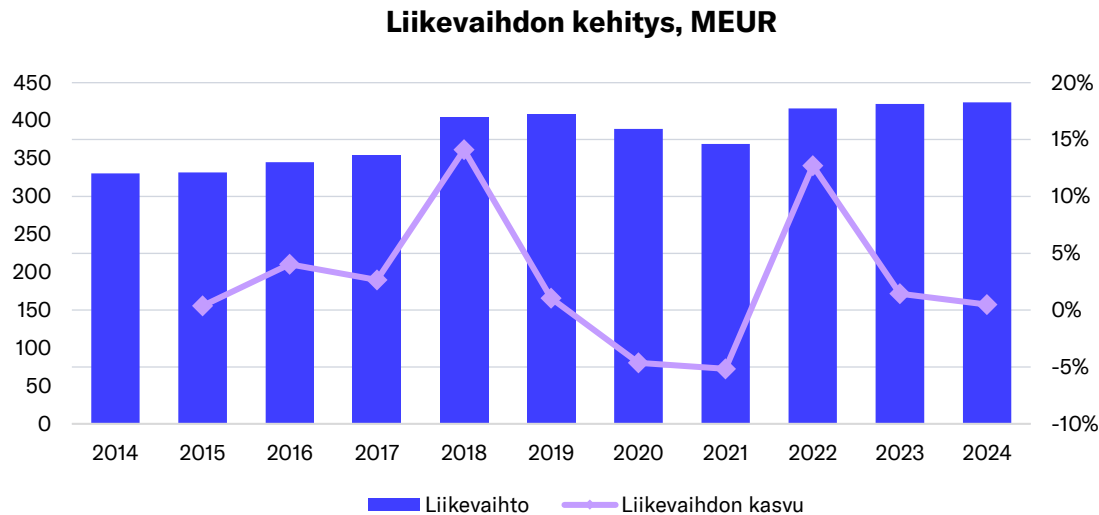
2020-22
Korona painoi tulosta 2020-21

Laajentuminen Ruotsiin SVB – yritysostolla 2022

Puuenergiatoiminta siirretään Neovan kanssa tehtyyn yhteisyritykseen (Laania) Q3'22

2023-25
Strateginen arviointi päättyy

Kiertotaloustoimintojen eriyttämiseen omaksi yhtiöksi vuoden 2026 alusta



Lähde: Lassila & Tikanoja (2022-25 yhtiön raportoimia carve-out lukuja, sitä aiemmat L&T:n Ympäristöpalvelut ja Teollisuuspalvelut yhteensä. Ympäristöpalveluihin sisältyy energiapuuliiketoiminta (Biowatti) vuosilta 2018-21 sekä Venäjän toiminnot 2020 asti)

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/7

Suomeen keskittynyttä palveluliiketoimintaa

Lassila & Tikanojan liiketoiminta muodostuu nykyisin puhtaasti kiertotalouteen liittyvistä toiminnoista. Yhtiön liiketoiminta perustuu jätteiden ja sivuvirtojen palauttamiseen kiertoon mahdollisimman korkealla jalostusasteella. Toimintaan kuuluu kolme palvelualuetta: Jätehuolto ja kierrätys (66% liikevaihdosta 2024), Vaaralliset jätteet ja ennallistaminen (15 %) sekä Teolliset palvelut ja vesienkäsittely (19%). Yhtiö toimii Suomessa ja Ruotsissa, painopisteen ollessa selvästi Suomessa (yli 90% liikevaihdosta).

Yhtiön toiminnot tekivät suhteelliselta kannattavuudeltaan noin 10 %:n EBIT-marginaalin vuonna 2024, mutta taso on hieman laskenut vuonna 2025. Yhtiö keskittyy jatkossa oik. EBITA-tunnuslukuun, joka viimeiseltä 12 kuukaudelta oli 9,9 %. Toiminta sitoo jonkin verran pääomia, mutta sijoitetun pääoman tuotto on hyvällä tasolla (14 % vuonna 2024).

L&T on maantieteellisesti keskittynyt Suomeen, ja vuonna 2024 yli 90 % liikevaihdosta tuli Suomesta ja loput pääosin Ruotsista. Suomen ulkopuolella liiketoimintaa on tällä hetkellä lähinnä teollisuuden palveluissa ja kierrätystuotteiden myynnissä, jätehuollon liiketoiminnan ollessa puhtaasti Suomessa.

Lassila & Tikanojan asiakkaat ovat yrityksiä, sisältäen taloyhtiöasiakkaita ja yksityishenkilöitä. Lukumääräisesti kaksi jälkimmäistä on tällä hetkellä enemmistö, mutta yritysasiakkaat tuovat pääosan liikevaihdosta. Asiakaskunta on laaja ja hajautunut, sillä yhtiöllä on yhteensä 140 tuhatta asiakasta. Sen suurin asiakas on 3 % liikevaihdosta ja 20 suurinta asiakasta yhteensä vain 25 % liikevaihdosta. Asiakkaiden pysyvyys on erittäin hyvä, sillä esimerkiksi 20

suurinta asiakasta ovat olleet L&T:n asiakkaina keskimäärin yli 20 vuotta. Nykyisessä sopimuskannassa keskimääräinen sopimuksen pituus on kuusi vuotta, ja sopimukset ovat tyypillisesti suojattu inflaatioehdolla. Myös nämä seikat tukevat tasaista liiketoimintaa niin liikevaihdon kuin kannattavuuden osalta. Luonteeltaan yhtiö on B2B-toimija.

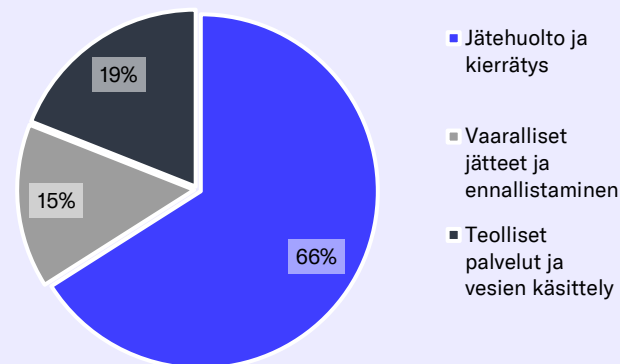
Vuoden 2024 liikevaihdosta lähes 70 % perustui pidempiin sopimuksiin, mutta myös lähinnä erikseen tilattavista palveluista ja laite- ja materiaalitynnistä syntyvä loppuosa on varsin vakaata vuodesta toiseen. Yhtiö kuvaileekin 84 % liikevaihdosta olevan luonteeltaan toistuvaa, mikä luonnollisesti tuo jatkuvuutta ja vakautta sen liiketoimintaan.

Fokus puhtaasti kiertotalouden ympärillä

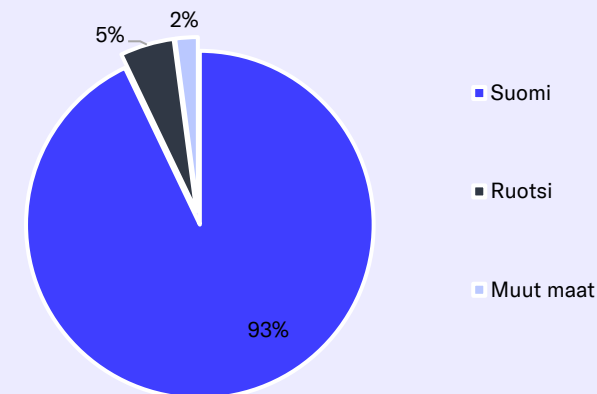
Lassila & Tikanoja on pyrkinyt jo aiemmin profiloitumaan vahvasti kiertotalousyhtiöksi. Kiertotaloustoimintojen ja Kiinteistöpalveluiden (nykyinen Luotea) jakautumisen jälkeen yhtiö on puhtaasti kiertotalouteen keskittynyt toimija. Se pyrkii toiminnallaan luomaan ratkaisuja ilmastonmuutoksen ja luontokadon torjuntaan sekä kehittämään kestäväää taloutta. Tämä tapahtuu esimerkiksi nostamalla asiakkaiden materiaalien kierrätysastetta sekä palauttamalla jätteitä ja sivuvirtoja hyötykäyttöön.

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 toiminnoissaan suurin tai toiseksi suurin toimija.

Liikevaihto palvelualueittain 2024



Liikevaihdon maantieteellinen jakauma asiakkaan sijainnin mukaan (9M'25)



Lähde: Lassila & Tikanoja

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/7

Palvelualueet

Jätehuolto ja kierrätys (67 % liikevaihdosta)

- Jätteen kerääminen ja kuljetukset
- Keräysvälineet
- Jätteiden lajittelu ja käsittely
- Asiantuntijapalvelut (ESG-raportointi, konsultointi)
- Tapahtuma- ja siirrettävät saniteettipalvelut (wc-palvelut)

Teolliset palvelut ja vesienkäsittely (19 %)

- Prosessipuhdistus
- Viemärihuolto
- Vesien käsittely

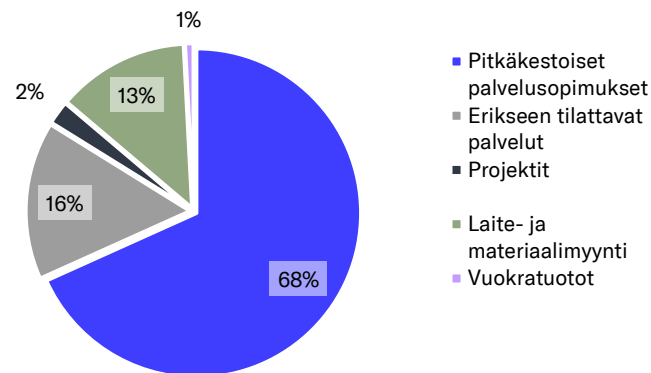
Vaaralliset jätteet ja ennallistaminen (15 %)

- Keräys ja kuljetus, sisältäen keräysvälineet
- Kierrättäminen
- Kierrätysraaka-aineiden myynti
- Ympäristörakentaminen eli esim. ennallistaminen ja loppusijoitusalueet

Liiketoimintamalli (jätteet ja kierrätys)



Liikevaihdon jakauma 2024



Asiakassegmentit



Teollisuus

- Esim. prosessit, sivuvirrat, vaarallinen jäte



Rakentaminen

- Rakennusjäte, kunnostus



Kauppa & Palvelut

- Esim. kauppojen ja toimistojen jätehuolto



Julkinen sektori

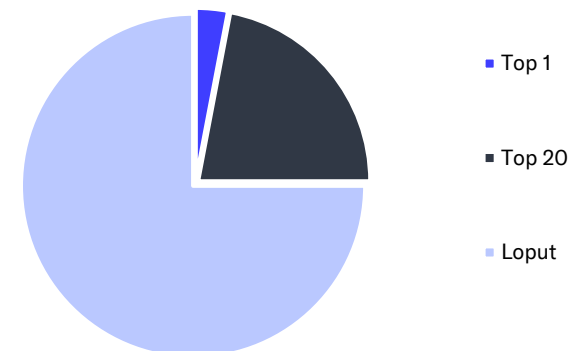
- Kunnat, kuntayhtiöt



Kiinteistöt

- Esim. asunto-osaakeyhtiöt, kiinteistöomistajat

Asiakasrakenne



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/7

Kiertotaloustoiminnot on jaettu kolmeen palvelualueeseen

Vanha L&T-konserni kertoi syksyllä 2023 strategiapäivityksensä yhteydessä keskittyvänsä jatkossa vahvemmin kiertotaloustoimintoihin. Näihin sisältyvät vuoden 2024 loppuun asti L&T:n sisällä erillisinä raportoidut Ympäristö- ja Teollisuuspalvelut. Vuoden 2025 alusta nämä toiminnot on raportoitu yhtenä segmenttinä (Kiertotaloustoiminnot) ja samat toiminnot muodostavat nykyisen Lassila & Tikanoja-yhtiön.

L&T jakaa liiketoiminnan palvelutarjooman kolmeen palvelualueeseen: Jätehuolto ja kierrätys, Vaaralliset jätteet ja ennallistaminen sekä Teolliset palvelut ja vesienkäsittely. Yhtiö ei kuitenkaan sisäisesti ole organisoitunut suoraan näiden palvelualueiden mukaan, vaan esim. myyntiorganisaatio on tehty asiakassektoreiden mukaan. Käymme alla kuitenkin läpi eri palvelualueet, sillä tällä jaolla on parhaiten tietoa tarjolla.

Jätehuolto ja kierrätys (66 % liikevaihdosta 2024)

Jätehuolto ja kierrätys on liikevaihdolla mitattuna selvästi Lassila & Tikanojan suurin palvelualue. Toimiala vastaa karkeasti vuoteen 2024 asti raportoitua Ympäristöpalvelut-segmenttiä.

Palvelualue sisältää seuraavia palveluita:

- Jätteen kerääminen ja kuljetukset
- Keräysvälineet
- Jätteiden lajittelu ja käsittely
- Asiantuntijapalvelut (ESG-raportointi, konsultointi)
- Tapahtuma- ja siirrettävät saniteettipalvelut

- Kuormalavaliiketoiminta

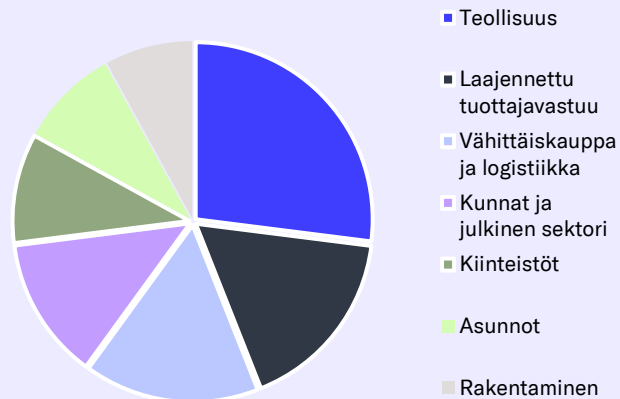
Asiakkaat ovat pääosin yritysasiakkaita, mutta jonkin verran myös asunto-osakeyhtiöitä ja kotitalouksia. Uuden jätelain myötä näiden osuus tulee kuitenkin entisestään laskemaan vuoteen 2027 asti, kuten se on tehnyt jo pitkään, kun taas yritysasiakkailta tuleva liikevaihto on kasvanut. Yhtiöllä on Suomessa kattava verkosto toimipisteitä, joissa se ottaa vastaan ja käsittelee jätteitä ja/tai jatkojalostaa niitä uusioraaka-aineeksi tai kierrätyspolttoaineeksi. L&T ottaa vastaan myös kolmansien osapuolien jättemateriaaleja. Käsiteltäviä materiaaleja ovat esim. muovit, paperi, kartonki, pahvi, lasi, metallit, rakennusjäte ja energiajäte. Yhtiö toimittaa myös jätehuollon keräysvälineitä (esimerkiksi jäteastiat, puristimet ja paalaimet).

L&T:n kannalta ansainta on lähinnä jätteen keräyksessä ja käsittelyssä, kierrätysraaka-aineiden myymisen ollessa vähäisemmässä roolissa tuloksen tekemisen kannalta. Toiminta on suhteellisen defensiivistä, joskin mm. kaupan alan ja rakentamisen aktiviteetti näkyy jätemäärissä.

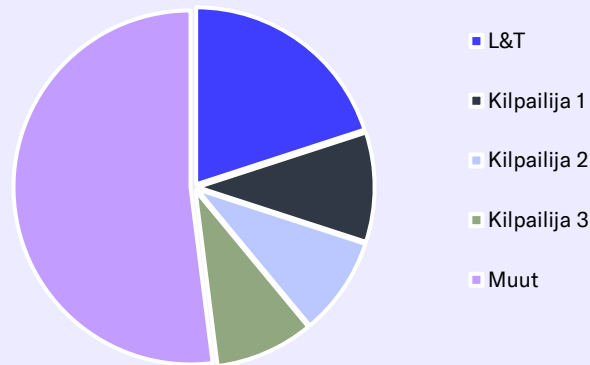
Vahvat markkina-asetat ja tasainen kannattavuus

Lassila & Tikanoja arvioi markkinaosuutensa koko Jätehuolto & kierrätys-kokonaisuudessa olevan noin 20 %, mikä tarkoittaa sen olevan noin kaksi kertaa lähimpiä kilpailijoita suurempi. Pelkästään jätehuollossa markkinaosuus on käsityksemme mukaan yli 30 %. Yhtiö arvioi kierrätysmarkkinan kooksi noin 1 mrd. EUR ja jätehuollon markkinan koon olevan 700 MEUR. Alalle tulon esteet ovat kohtuulliset, sillä etenkin Suomen laajuinen toiminta vaatii kalustoa ja toimipisteitä laajasti ympäri Suomea.

L&T asiakasektorit, osuus jättevolyymistä



Jätehuolto & kierrätys, markkinaosuudet 2024



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/7

L&T ei ole raportoinut Jätehuolto & kierrätys-palvelualueen tulosta, mutta toimiala vastaa käsityksemme mukaan karkeasti aiemmin Ympäristöpalveluina raportoitua segmenttiä. Sen oik. liikevoittoprosentti oli vuosina 2018-2024 9,5-10,5 % eli tasaisen hyvä. Arvioimme kannattavuuden olevan lähellä potentiaalista tasoaan.

Vanhan Ympäristöpalvelut-segmentin liikevaihdon kehitys on ollut orgaanisesti lähellä nollaa viimeisen 10 vuoden ajalta. Sen lukuihin sisältyy vuonna 2021 L&T:n ostama Sihvari-niminen jätehuoltoyritys ja Q2'25 alusta lukuihin sisältyy Stenan kuormalavaliiketoiminnan hankinta, joka luo noin 10 MEUR liikevaihtoa vuosittain. Ympäristöpalveluiden historiallisissa luvuissa näkyy myös Biowatti-toiminnan siirtäminen Ympäristöpalveluihin vuonna 2018 ja sieltä pois yhteisyritykseen (Laania) Q3'22 alkaen (oheisessa taulukossa Biowatti mukana vuosien 2018-20 luvuissa).

Arvioimme Jätehuolto ja kierrätys-palvelualueen sitovan myös kohtuullisesti pääomia, vaikka yhtiö ei tätä palvelualueittain raportoi. Pääomaa sitoo esimerkiksi jätehuollon kalusto ja käsittely- ja kierrätysasemat, joita yhtiöllä on ympäri Suomea yhteensä 53.

Teolliset palvelut ja vedenkäsittely (19 % liikevaihdosta 2024)

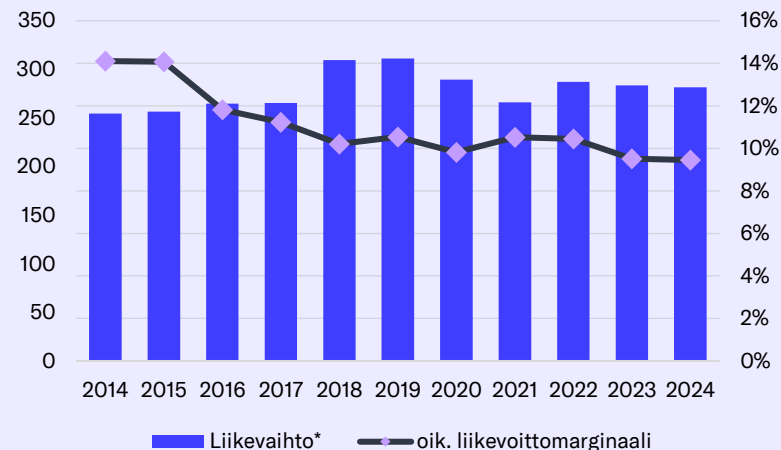
Palvelualue on yhtiön toiseksi isoin. Sen toiminta liittyy teollisuuden asiakkaiden prosessien kunnossapitoon. Se on siten jossain määrin erillinen muista toiminnoista, jotka nivoutuvat selvästi jätekeräyksen, -käsittelyn ja kierrätyksen ympärille (sisältäen vaaralliset jätteet). Teolliset palvelut kuitenkin yhdistyvät osin mm. vaarallisten jätteiden käsittelyyn. Palvelualueen tärkeimmät palvelut ovat:

- Prosessipuhdistus erilaisin puhallus- ja puhdistusmenetelmin
- Viemärihuolto
- Vesien käsittely

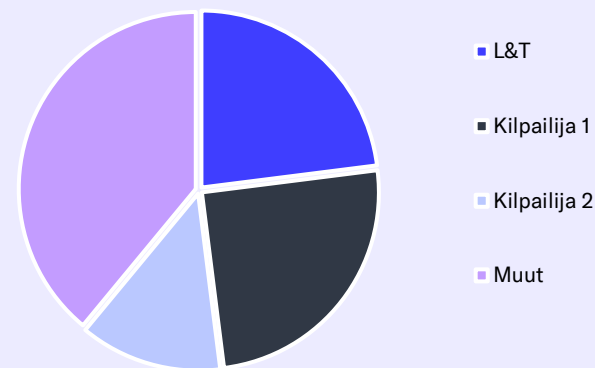
Palvelualueen nimen mukaisesti palveluita myydään pääasiassa teollisuusyrityksille sekä viemärihuollon osalta pienessä määrin myös kotitalouksille/asuntoyhtiöille. Teollisuusasiakkaiden osalta uskomme asiakaskunnan olevan varsin keskittynyt, arviolta joitain kymmeniä, ja siten yksittäisen asiakkaan menettäminen tai saaminen asiakkaaksi vaikuttaa toimialan kehitykseen. Arviomme mukaan prosessipuhdistus on palvelualueen suurin palvelu, jossa sen markkinaosuus Suomessa on vahva, noin 30 %, joskin se on hieman pääkilpailijaa pienempi. Viemärihuollossa markkinaosuus Suomessa on 13 %. Koko palvelualueen yhdistetty markkinaosuus Suomessa on 23 %.

Ruotsissa L&T toimii vuoden 2022 alussa ostamansa SVB-brändin alla, joka toimii prosessipuhdistuksessa. Ruotsin toimintoja laajennettiin 2024 ostamalla PF Industriservice. Ostohetkellä näiden liikevaihdot olivat yhteensä 12,5 MEUR. Yhtiön liikevaihto Ruotsista on kasvanut vuoden 2022 16 MEUR:sta 21 MEUR:oon vuonna 2024, mikä on käsityksemme mukaan pitkälti näiden kahden ostetun yrityksen ajamaa. Ruotsin liiketoiminta on kasvanut yritysostojen jälkeen, ja se vastaa noin neljänneksestä Teolliset palvelut ja vedenkäsittely palvelualueen liikevaihdosta. Ruotsissa L&T arvioi markkinaosuudekseen prosessipuhdistuksessa 6 %.

Vanha Ympäristöpalvelut-segmentti



Teollisuuspalvelut ja vedenkäsittely, markkinaosuudet 2024



Lähde: Lassila & Tikanoja *sisältää Biowatti-liiketoiminnan 2018-2020

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/7

Teolliset palvelut ja vedenkäsittely oli aiemmin osa Teollisuuspalvelut-segmenttiä. Siten palvelualueen kannattavuustietoja tai liikevaihdon historiallista kehitystä ei ole saatavilla. Teollisuuspalvelut kokonaisuutena on kuitenkin kasvanut historiassa tasaisesti, ja sen kannattavuus on oik. liikevoittomarginaalin osalta ollut noin 10 %. Uskomme tämän kehityksen kuvastavan suhteellisen hyvin myös Teolliset palvelut ja vedenkäsittely-palvelualueetta.

Arvioimme palvelualueen kysynnän myötäilevän jossain määrin yleistä taloudellista/teollisuuden aktiviteettia, sillä heikommassa taloustilanteessa teollisuuden koneiden käyttö on vähäisempää ja siten myös teollisuuden palvelujen kysyntä on hieman vaimeampaa.

Vaaralliset jätteet ja ennallistaminen (15 % liikevaihdosta 2024)

Pienin yhtiön palvelualueista, jonka pääpalvelut selviävät jo sen nimestä. Vaarallisten jätteiden puolella sen palveluita ovat:

- Keräys ja kuljetus, sisältäen keräysvälineet
- Kierrättäminen
- Kierrätysraaka-aineiden myynti

Vaarallisia jätteitä ovat esim. kemikaalit, lääkkeet, öljyt, akut, paristot, liuottimet, maalit jne. L&T käsittelee ja kierrättää vaaralliset jätteet omissa kierrätyslaitoksissaan. Vaarallisten jätteiden käsittely edellyttää ympäristölupia, ja niiden kuljettamiseen tarvitaan erikoismääräykset täyttävä kalusto. Asiakkaat ovat mm. teollisuuden, vähittäiskaupan ja julkisen sektorin asiakkaita. Vuoden 2022 alussa yhtiö osti

Fortumilta vaarallisten jätteiden liiketoimintaa, mikä tuki toimintojen kasvua.

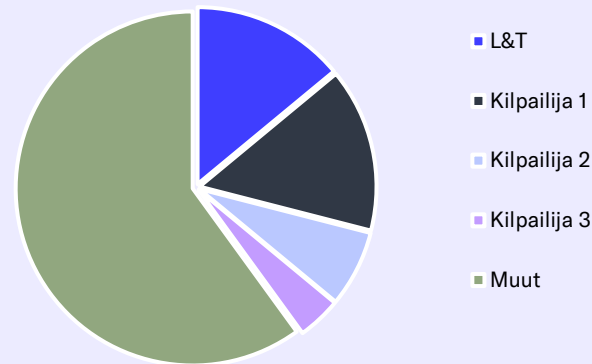
Ennallistaminen on muusta L&T:stä poikkeavaa liiketoimintaa, sillä se on pitkälti projektitoimintaa ja menee lähemmäksi rakentamista. Ennallistamisen palveluihin kuuluvat mm.

- Pilaantuneen maaperän puhdistus
- Jätealuerakentaminen sekä sulkeminen
- Teolliset ja kaupalliset purkutytöt
- Teollisten sivuvirtojen loppusijoitus

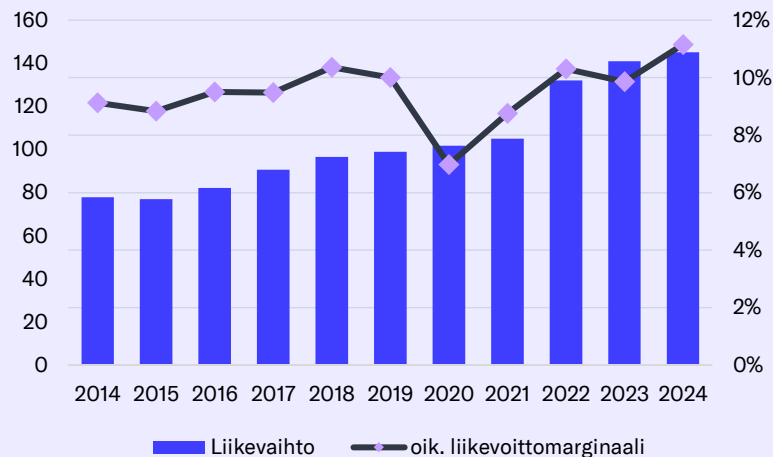
Ennallistamisen asiakkaita voivat olla mm. teollisuuden, julkisen sektorin sekä rakennus- ja infrasektorin toimijat. Kokonaisuutena yhtiö arvioi palvelualueen markkinaosuudeksi 14 %. Vaarallisten jätteiden markkina on hyvin keskittynyt, ja arvioimme L&T:n markkinaosuuden siellä olevan selvästi suurempi ja yhtiön olevan toinen suurista toimijoista Suomessa. Alalle tulon kynnykset ovat huomattavat siihen vaadittavan osaamisen, kaluston ja toimintahistorian/asiakasluottamuksen takia.

Vaaralliset jätteet ja ennallistaminen oli aiemmin pääosin osa Teollisuuspalvelut-segmenttiä. Siten palvelualueen kannattavuustietoja tai liikevaihdon historiallista kehitystä ei ole saatavissa. Teollisuuspalvelut kokonaisuutena on kasvanut historiassa tasaisesti ja sen kannattavuus on oik. liikevoittomarginaalin osalta ollut noin 10 %. Uskomme tämän kuvastavan kohtuullisen hyvin myös Vaaralliset jätteet ja ennallistaminen -palvelualueetta.

Vaarallinen jäte ja ennallistaminen, markkinaosuudet 2024



Vanha Teollisuuspalvelut-segmentti



Lähde: Lassila & Tikanoja

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/7

Yhteisyritys Laania

Yhtiöön kuuluu myös 55 %:n omistusosuus Laania-nimisestä yhtiöstä. Laania muodostettiin yhdistämällä L&T:n Biowatti-yhtiö Neovan vastaavien toimintojen kanssa heinäkuussa 2022. Laania on erikoistunut energiapuun, hakkeen ja muiden sivutuotteiden toimituksiin. Laania raportoidaan liikevoiton alapuolella osakkuusyhtiönä. Sen vaikutus L&T:n tulokseen oli 2023-24 yli 3 MEUR, mutta tänä vuonna odotamme tuloksen laskevan alle 2 MEUR:oon. Laania jakaa myös osinkoa L&T:lle.

Konsernin kustannusrakenne

Yhtiön suurin kuluerä on työsuhte-etuuksista aiheutuvat kulut, jotka olivat vuonna 2024 140 MEUR eli 33 % liikevaihdosta. Materiaalit ja palvelut muodostivat 29 % ja liiketoiminnan muut kulut 19 %. On hyvä huomioida että esim. ajoneuvojen polttoaine- ja korjauskulut sisältyvät liiketoiminnan muihin kuluihin.

Materiaalit ja palvelut-kuluerä on pitkälti muuttuvia kuluja, kuten alihankinta, materiaalit ja toimintaan liittyvät maksut. Lyhyellä aikavälillä henkilöstökulut ovat kiinteitä, mutta keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä ne muuttuvat pitkälti liikevaihdon mukaan. Henkilöstöstä noin neljännes on toimistotyöntekijöitä ja loput suorittavaa työtä tekeviä. Jälkimmäisten määrä joustaa luonnollisesti suuremmin työmäärän ja siten liikevaihdon suhteessa. Muista kuluista yli puolet on ajoneuvoihin liittyviä kuluja, jotka ovat luonteeltaan muuttuvia, ja loppu (alle 10 % kokonaiskustannuksista) on kiinteämpiä kuluja.

Liiketoiminnan joustavuus on kohtuullinen, sillä lähes 70 % liikevaihdosta perustuu pitkäaikaisiin sopimuksiin, jotka mahdollistavat inflaatiokorotukset. Tämä yhdistettynä tasaiseen kysyntään vuodesta toiseen mahdollistaa

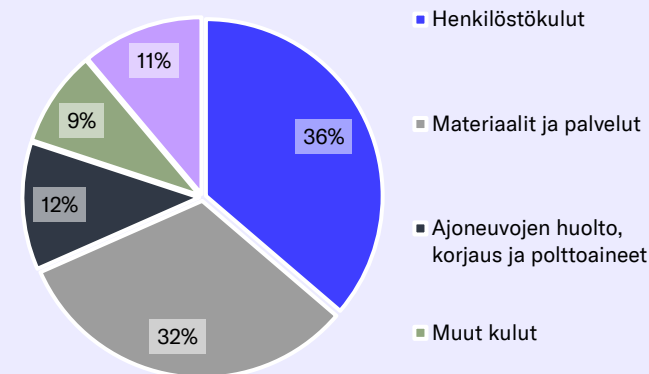
tasaisen tuloksen tekemisen, mikä on nähtävissä yhtiön historiasta. Toisaalta tämä tarkoittaa myös sitä, että toiminta ei ole kovin skaalautuvaa eli lisäliikevaihtoa (tai etenkin volyymia) luodakseen L&T:n tarvitsee myös lisätä kuluja. Tämäkin näkyy historiallisissa luvuissa, sillä kasvusta huolimatta esim. aiempi Teollisuuspalvelut-segmentti ei pystynyt merkittävästi parantamaan kannattavuuttaan, mikä on toki ollut hyvällä tasolla muutenkin.

Palkankorotusten taso ja polttoaineiden hinnat ovat kriittisiä kustannustekijöitä, sillä yhtiö käyttää noin 15 miljoonaa litraa dieseliä vuosittain. Viime vuosina yhtiö on onnistunut siirtämään kustannusinflaation myyntihintoihin kohtuullisen tehokkaasti, vaikka yksittäisinä kvartaaleina on ollut viivettä.

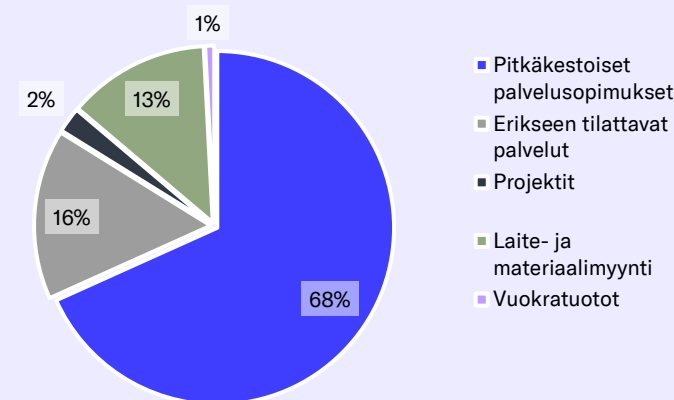
Konsernin kassavirtarakenne

L&T:n kassavirtaprofiili on varsin tasainen ja suoraviivainen. Carve-out-lukujen pohjalta yhtiön liiketoiminnan nettorahavirta on ollut noin 70-80 MEUR. Käyttöpääoman muutokset ovat historiallisesti olleet pieniä. Investointien määrä on ollut noin 30-40 MEUR, jota ovat vuosina 2023-24 nostaneet yhtiön tietojärjestelmäinvestoinnit ja jätahuollon kunnallistamisen vaatimat investoinnit. Normaalisti korvausinvestointitasoksi yhtiö kertoi pääomamarkkinapäivällään 20-25 MEUR. Tämän lisäksi tulee huomioida vajaan 15 MEUR:n vuokrasopimusvelkojen lyhennykset, jotka käytännössä ovat vuokranmaksuun menevää kassavirtaa. Näin laskettuna korvausinvestoinnit + vuokrasopimusmaksut yltäisivät noin 40 MEUR:oon eli hieman poistotason alapuolelle. Tällöin yhtiö voisi luoda noin 40 MEUR vapaata kassavirtaa, jonka se voi allokoida kasvuinvestointeihin (joko orgaanisiin tai yritysostoihin) ja osinkoihin. Investointitason vastatessa karkeasti poistotasoa, myös nettotulos toimii kohtuullisen hyvänä indikaattorina vapaan kassavirran tasosta.

Kustannusrakenne 2024



Liikevaihdon jakauma 2024



Lähde: Lassila & Tikanoja

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 7/7

Omistusrakenne tulee aluksi olemaan identtinen vanhan Lassila & Tikanojan kanssa

Vanhan Lassila & Tikanojan jakautuessa sen omistajat saavat yhden osakkeen uudessa Lassila & Tikanojassa. Tämän myötä yhtiöiden omistusrakenne on jakautumisen tapahduttua vuodenvaihteessa vielä identtinen.

Lassila & Tikanojan suurin omistaja on Evald ja Hilda Nissin Säätiö, joka on yhtiön hyvin pitkäaikainen omistaja. Evald Nissin oli L&T:ssä mukana sen alkuvaiheista 1900-luvun alusta aina vuosisadan puolivälille. Omistuslistalta löytyy myös yhtiön tuoreempia johtajia, kuten Heikki Bergholm ja Juhani Majjala. Sijoitusrahastoista merkittävämpi omistus löytyy vain toiseksi suurimmalta omistajalta eli Nordean yhdeltä rahastolta. Loput sijat omistuslistan kärjessä menevät pääasiassa kotimaisille eläkeyhtiöille.

Ulkomaalaisten omistus yhtiössä on 13 % ja kotitalouksien omistus suhteellisen korkea, yli 40 %. Yhtiöllä ei siis nähdäksemme ole selkeää valtaa käyttävää yksittäistä pääomistajaa eikä myöskään yhtään yli 10 %:n osuuden omistajaa. Tämä tekee yhtiöstä potentiaalisen yritysostokohteen. Yhtiön jakautumisen jälkeen se on myös rakenteeltaan selkeämpi ja siten mielestämme houkuttelevampi ostokohde kuin vanha L&T. Siitä voisi potentiaalisesti olla kiinnostuneita niin isommat teolliset ostajat kuin esim. pääomasijoitusrahastotkin. Alalla on ostettu viime aikoina yhtiöitä pois pörssistä, mitä kommentoimme myöhemmin arvostusosiossa.

Johdossa kohtuullisia omistuksia

Vanhan Lassila & Tikanojan toimitusjohtaja ja talousjohtaja siirtyivät jakautumisessa uuteen Lassila & Tikanojaan. Toimitusjohtajana on Eero Hautaniemi ja CFO:na Joni

Sorsanen. Hautaniemi aloitti L&T:ssä toimitusjohtajana vuoden 2019 alussa. Tätä ennen hän oli 2006-2017 Oriolan toimitusjohtaja ja toimi 2007-2017 L&T:n hallituksessa. L&T:n kehitys oli Hautaniemen kaudella pitkään vaisuhkoa, mutta tänä vuonna parantunut tulos ja yhtiön jakautuminen ovat mielestämme positiivista kehitystä. L&T:n osakkeen kokonaistuotto Hautaniemen kaudella on kuitenkin jäänyt nollan tuntumaan. Joni Sorsanen on ollut kesästä 2024 asti L&T:n CFO:na, ja hänellä on aiempaa taustaa mm. Constilta ja Caverionilta.

L&T on raportoinut johdon omistukset vuoden 2024 lopun tilanteen mukaan. Hautaniemellä oli tuolloin noin 55 000 L&T:n osaketta, mikä on mielestämme merkittävä määrä. Sorsasella on 10 000 osaketta, mikä lyhyehkö aika yhtiössä huomioiden on mielestämme hyvä määrä. Muilla yhtiön johtoryhmän jäsenillä on vaihtelevasti osakkeita nollan ja vajaan 13 000 välillä, viimeisimpänä yhtiöön tulleiden jäädessä pienimpiin omistuksiin. Pidämme johtoryhmän osakeomistuksia hyvänä asiana ja näkisimme mieluusti muillakin kuin toimitusjohtajalla merkittävämmät omistukset. Hallituksessa kaikilla on jonkinlainen osakeomistus. Hallituksen puheenjohtajalla Jukka Leinosella on reilut 40 000 osaketta.

Vanhalla L&T:llä on pitkän aikavälin kannustimena osakepalkkiojärjestelmä. Palkkion perusteena on ansaintajaksosta riippuen hieman vaihtelevilla painoilla konsernin sijoitetun pääoman tuotto, osakkeen suhteellinen kokonaistuotto sekä hiilijalanjäljen pienentäminen. Näemme käytetyt mittarit erittäin hyvinä. Uusi L&T tulee päättämään omista kannustimistaan todennäköisesti myöhemmin. Näkisimme vanhan L&T:n tyyppiset mittarit hyvinä myös jatkossa.

Suurimmat omistajat 31.12.2025	%-osuus
Evald ja Hilda Nissin Säätiö	9,0 %
Nordea Nordic Small Cap	5,2 %
Juhani Majjala	3,9 %
Heikki Bergholm	2,3 %
Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen	2,0 %
Mikko Majjala	1,9 %
Työeläkevakuutusyhtiö Varma	1,9 %
Stiftelsen för Åbo Akademi	1,7 %
Aktia-rahastot	1,5 %
Lassila & Tikanoja	1,5 %

Lähde: Inderes

Sijoitusprofiili 1/2

- 1 Hyvät markkina-asemat**
- 2 Ympäristövaatimusten ja -tietoisuuden nousu tukee markkinakasvua**
- 3 Tasainen tulos ja vahva kassavirta, joka mahdollistaa hyvän osingonjaon ja kasvun**
- 4 Historiallisesti kasvu jäänyt laimeaksi**
- 5 Kasvuhakuisuus lisää riskejä ja voi painaa kannattavuutta**

Potentiaali

- Vahvat markkina-asemat ja asiakassuhteet tarjoavat pohjaa kasvulle markkinan mukana
- Tasainen kassavirta antaa mahdollisuuden hyvään osingonjakoon ja/tai yritysostoihin
- Yhtiö tavoittelee aiempaa selvemmin kasvua jatkossa
- Ruotsin markkinalla on tilaa kasvaa

Riskit

- Kiertotaloustoiminnoissa uusitun jätelain vaikutukset vähentävät L&T:n liikevaihtoa vielä vuosina 2026-27
- Kasvuhakuisuus voi painaa kannattavuutta, etenkin kasvuinvestointien alkuvaiheessa
- Mahdollisten yritysostojen hintaan ja integrointiin liittyvät riskit

Sijoitusprofiili 2/2

Tasaista kassavirtaa kiertotaloudesta

Lassila & Tikanoja on mielestämme tasaista kassavirtaa luova vakaa yhtiö. Jakautumisen jälkeen sen fokus on vahvasti kiertotaloudessa, ja se pyrkii mielestämme myös aiempaa voimakkaammin kasvuun. Uskomme yhtiön tavoitteena olevan myös tasaisen ja hyvän osingon maksaminen. Tähän kassavirtaprofiili antaakin hyvät edellytykset, jonka ohella kassavirtaa pitäisi riittää myös kasvuinvestointeihin.

Yhtiöllä on vahva asema, osaaminen, kalusto ja laitosverkosto alallaan. Lisäksi yhtiöllä on esim. jätteen käsittelyyn vaadittavia ympäristölupia. Nämä luovat yhtiölle mielestämme jossain määrin kilpailuetua ja toisaalta kilpailijoille alalle tulon kynnystä. Mielestämme L&T:n kilpailuetu korostuu palveluissa, joissa sen markkinaosuus ja siten skaala on kilpailijoita suurempi.

Positiiviset ajurit / potentiaali

Yritysten lisääntyvät kierrätystarpeet ja -vaatimukset tukevat liiketoiminnan kasvua. Yhtiöllä on myös kasvumahdollisuuksia mahdollisten uusien tehdasinvestointien kautta saatavissa uusissa asiakkaissa, markkinaosuuden voittamisessa Suomessa sekä laajentumisen jatkamisessa Ruotsissa niin orgaanisesti kuin yritysostoin.

Tasainen kassavirta antaa myös hyvät mahdollisuudet velkarahoitteisiin yritysostoihin, joissa onnistuessaan L&T voi kasvattaa yhtiön arvoa. Entisen Teollisuuspalvelut-segmentin eli nykytoiminnoissa Teollisuuden palveluiden ja Vaarallisten jätteen osalta yritysostot ovat mielestämme olleet onnistuneita. Uskomme tässä suhteessa kohteiden

olevan todennäköisemmin pieniä tai keskisuuria, kuten historiassakin, mitä pidämme hyvänä asiana.

Vaikka yhtiöllä on hyviä kasvumahdollisuuksia pidemmällä aikavälillä, emme usko tyypillisen vuosittaisen kasvuvauhdin olevan orgaanisesti muutamaa prosenttia enempää. Tätä rajoittaa osaltaan yhtiön markkinoiden odotettu noin 3 %:n kasvu ja jo monin paikoin varsin hyvät markkinaosuudet. Liikevaihdon kasvu määrittää myös tuloskasvupotentiaalia, sillä suhteellisen kannattavuuden parantumiselle on rajansa, kun marginaali on jo nyt hyvällä tasolla.

Lainsäädännön muutokset voivat vaikuttaa yhtiöön sekä positiivisesti että negatiivisesti. Esimerkiksi lisääntyvät kierrätysvaatimukset tukevat L&T:n liiketoimintaa, mutta toisaalta kotitalouksien jätekeräyksessä toimintaa on kunnallistettu. Käsityksemme mukaan tämä kehitys on tosin tulossa tiensä päähän viimeisimpien jätelain muutosten vaikutusten toteutuessa vuoteen 2027 mennessä. Vuosina 2026-27 muutoksen vaikutus L&T:n liiketoimintaan on kuitenkin edelleen negatiivinen. Yksittäisiä merkittäviä sääntelymuutoksia ei käsityksemme mukaan ole tällä hetkellä näköpiirissä, mutta kunnallistaminen pois lukien nähtävissä olevien sääntelymuutosten vaikutukset ovat L&T:n toimintaa tukevia.

Negatiiviset ajurit / riskit

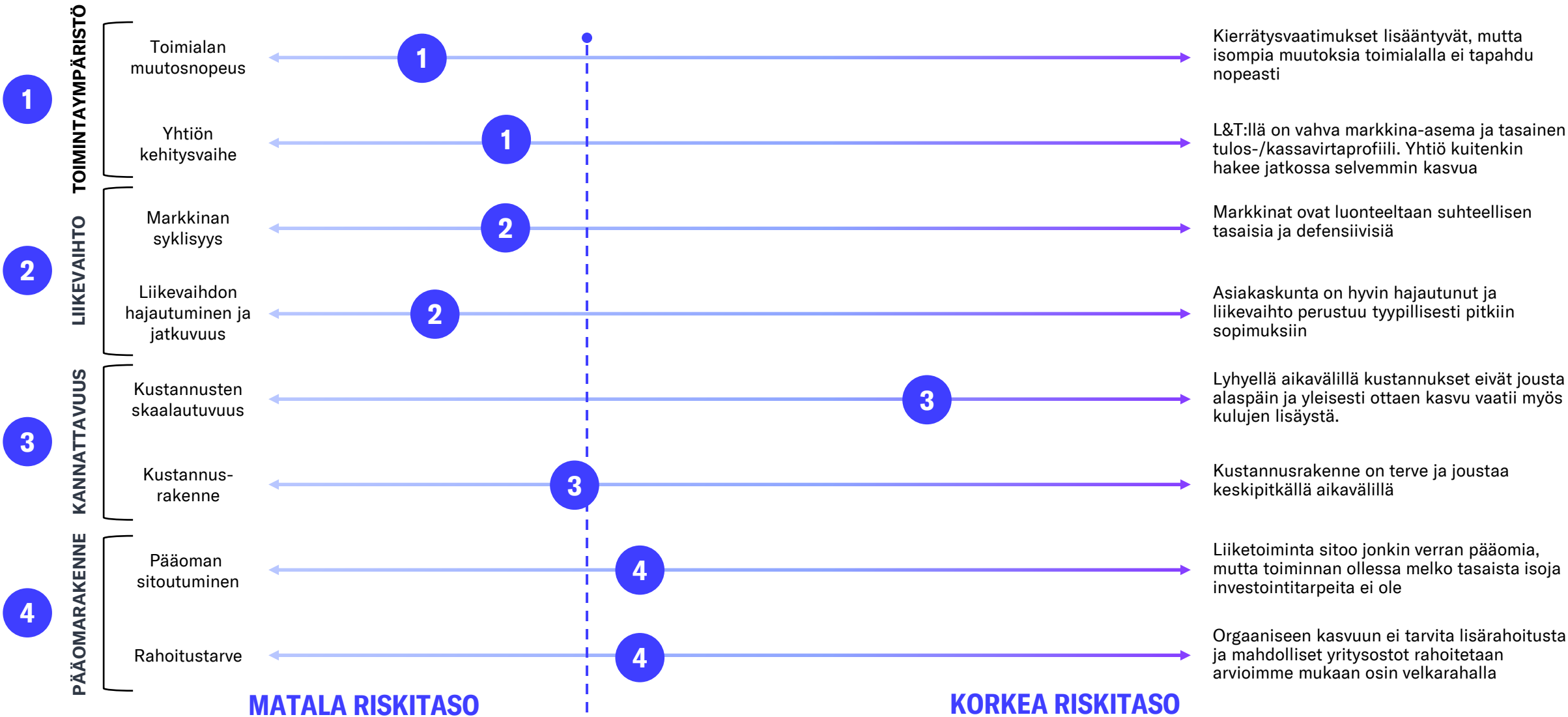
Erilaisista kasvutavoitteista ja -yrityksistä huolimatta L&T:n (etenkin orgaaninen) kasvu on jäänyt vuosien saatossa vaisuksi. Tähän ovat vaikuttaneet yllä mainittu Suomen jätehuollon kunnallistaminen sekä muutamien isompien kasvuhankkeiden jääminen pettymykseksi (esim. Biowatti).

Historiallisesti yhtiö ei ole mielestämme pystynyt merkittävään kannattavaan kasvuun, tai ainakin Jätehuollon osalta heikko orgaaninen liikevaihdon kehitys on peittänyt sen koko yhtiön tasolla. Riskinä on, että L&T ei jatkossakaan onnistu luomaan kunnollista orgaanista kasvua ja voi jopa taantua liikevaihdoltaan lähes paikallaan junnaavaksi yritykseksi, mikä todennäköisesti loisi myös kannattavuuspaineita.

Mahdolliset suuremmat yritysostot ovat selvä riski. Etenkin Ruotsin laajentumisessa on mielestämme mahdollista tehdä liian isoja ja riskisiä kauppia, jos kasvun tavoittelu nousee yhtiössä liian tärkeäksi päämääräksi.

Liiketoimintamallin riskiprofiili

Arvio L&T:n liiketoiminnan kokonaisriskitasosta



Toimiala ja kilpailijakenttä (1/6)

Kiertotaloustoimintojen markkinat jakautuvat useampaan alamarkkinaan

L&T:n kiertotaloustoimintojen markkinat voidaan jakaa sen kolmen palvelualueen mukaan ja niiden sisällä vielä alasegmentteihin. Osalla markkinoista L&T toimii vain Suomessa, osalla Suomessa ja Ruotsissa. Käymme tässä osiossa läpi markkinoiden koot, viimeaikaisen kehityksen ja näkymät sekä L&T:n markkina-asetat ja lähimmät kilpailijat.

Jätehuollon ja kierrätyksen markkinat

Tällä markkinalla L&T toimii vain Suomessa. Jätehuollon ja kierrätyksen relevantti markkina koostuu käytännössä jätteiden keräyksestä ja niiden käsittelystä kierrätysasemilla, jonka jälkeen jätteet päätyvät joko uusiokäyttöön tai loppusijoitukseen. Yhtiö arvioi jätehuollon ja kierrätyksen markkinan kooksi Suomessa 1,7 mrd. euroa. Tämä jakautuu kierrätysmarkkinan 1,0 mrd. euroon ja jätehuollon 0,7 mrd. euroon. Historiallinen kasvu vuosina 2019-24 on ollut yhtiön mukaan kierrätysmarkkinassa 1 % ja jätehuollossa 4 %. Vuosina 2024-29 yhtiö odottaa molempien markkinoiden kasvavan noin 3 %.

Jätteiden keräyksen markkinat voidaan 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, korostuvat hinnan lisäksi laadulliset seikat ja esimerkiksi yhtiön kyky palvella läpi Suomen. Kuntien kilpailuttamassa kotitalousjätteessä hinta on ratkaiseva elementti, ja näin ollen näiden sopimusten kannattavuus on tyypillisesti heikompi. Isoja teknologisia eroja toimijoiden kesken ei ole, mutta riittävä skaala,

vähintään paikallisesti, on mielestämme edellytys hyvään kannattavuuteen.

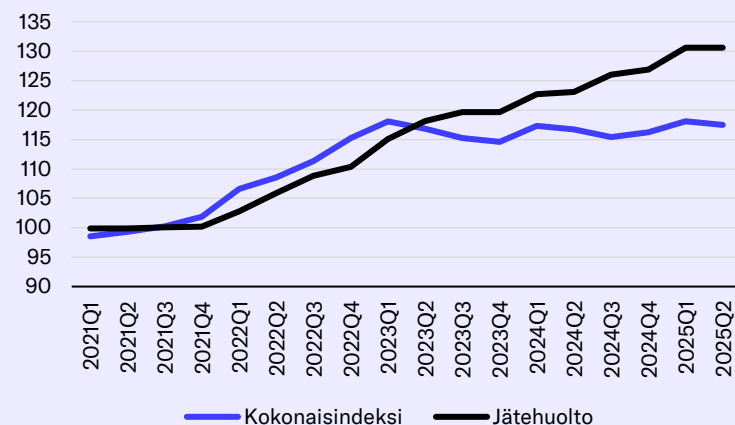
Kierrätysasemia omistavat tyypillisesti jätteitä keräävät yritykset ja esimerkiksi purkupalveluita tarjoavat yhtiöt. Lassila & Tikanojalla on johtava asema Suomen jätehuolto ja kierrätysmarkkinassa, mikä tekee siitä houkuttelevan vaihtoehdon yrityksille, sillä L&T pystyy palvelemaan maanlaajuisesti toimivia asiakkaita missä päin Suomea tahansa. L&T:n kannalta liikevaihtopotentiaalia toisaalta pienentää edelleen vuosina 2026-27 vähenevä kotitalousasiakkaiden määrä lainsäädännön muutosten vuoksi.

Kustannuksista merkittävimmät ovat koko yhtiön tapaan työvoima ja jätteiden keräämiseen tarvittava kalusto sekä polttoaine. Oikealla olevasta kuvaajasta voi nähdä, että jätepalveluiden hinnat ovat nousseet viime vuodet tasaisesti ja vuodesta 2023 alkaen kiinteistön ylläpidon kokonaiskustannusindeksiä nopeammin. Tämä kuvaa mielestämme alan hyvää hinnoitteluvoimaa.

Jätehuollon ja kierrätyksen kilpailijat

L&T:n mukaan yhtiö on markkinan selvästi suurin toimija 20 %:n markkinaosuudella. Tämä markkinaosuus viittaa tosin hieman pienempään markkinaan kuin aiemmin mainittu 1,7 mrd. euroa, sillä siitä on karsittu segmentit, joissa L&T ei toimi. Suhteuttamalla Jätehuollon ja kierrätyksen palvelualueen liikevaihto 1,7 mrd. euron markkinaan, L&T:n osuudeksi tulee noin 16 %. Kolme suurinta kilpailijaa ovat selvästi pienempiä, noin 10 % tasossa (vrt. L&T:n 20 %). Yhtiö mainitsee pääkilpailijoiksi Stenan, Remeon, Verdisin ja Kuusakosken. Näistä Remeo ja Verdis ovat Suomeen keskittyneitä toimijoita, kun taas Stenalla ja Kuusakoskella on toimintoja muissakin maissa.

Kiinteistön ylläpidon kustannusindeksi (2021=100)



Lähde: Tilastokeskus

Toimiala ja kilpailijakenttä (2/6)

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 tai kolmeen yhtiöön, mikä on sekoittanut sen lukuja. Näiden yhtiöiden yhdistetty liikevaihto 2024 oli noin 120 MEUR ja liikevoittomarginaali vajaat 8 %. Remeo itse kertoo liikevaihdokseen 109 MEUR. Stena Recycling Oy:n eli Stenan Suomen yhtiön liikevaihto laski jo toista vuotta peräkkäin vuonna 2024 ja päättyi alle 110 MEUR:oon, liikevoiton pysyessä negatiivisena edellisvuoden tapaan. Stenan loppuvuonna 2022 ostaman Encore Ympäristöpalveluiden liikevaihto kasvoi ja oli 72 MEUR vuonna 2024, tuloksen ollessa hieman plussan puolella. Encore sulautui Stenaan elokuussa 2024. Verdis on kasvanut voimakkaasti ja ylsi 2024 70 MEUR:n liikevaihtoon ja vajaan 8 %:n liikevoittomarginaaliin. Kuusakosken Suomen yhtiön liikevaihto on vaihdellut 340-390 MEUR:n haarukassa vuosina 2021-24, mutta kannattavuus on painunut 9 %:n liikevoittotasolta miinukselle. Alan pienemmillä toimijoilla (Sortera ja Kuljetusrinki) kannattavuus on ollut 0-10 % välillä viime vuosina.

Kaikki yllä mainitut luvut ovat mielestämme jollain tasolla vertailukelpoisia L&T:n jätehuollon ja kierrätyksen palvelualueen (ja entisen Ympäristöpalvelut-segmentin) lukuihin, vaikka liiketoiminnoissa on toki aina joitain eroavaisuuksia. Uskomme L&T:n jätehuollon ja kierrätyksen palvelualueen kannattavuuden olevan kilpailijoihin nähden hyvällä tasolla, jopa paras. Tätä tukee sen korkean markkinaosuuden eli ison skaalan tuoma tehokkuus. Toisaalta emme näe kannattavuudessa merkittävää parannuspotentiaalia.

Teollisten palveluiden ja vesien käsittelyn markkinat

Lassila & Tikanoja toimii teollisten palveluiden ja vedenkäsittelyn markkinoilla sekä Suomessa että Ruotsissa, joskin valtaosa liiketoiminnasta on Suomessa. Markkinat voidaan jakaa edelleen prosessipuhdistukseen, viemärihuoltoon ja vesienkäsittelyyn. Ruotsissa yhtiö toimii vain prosessipuhdistuksessa.

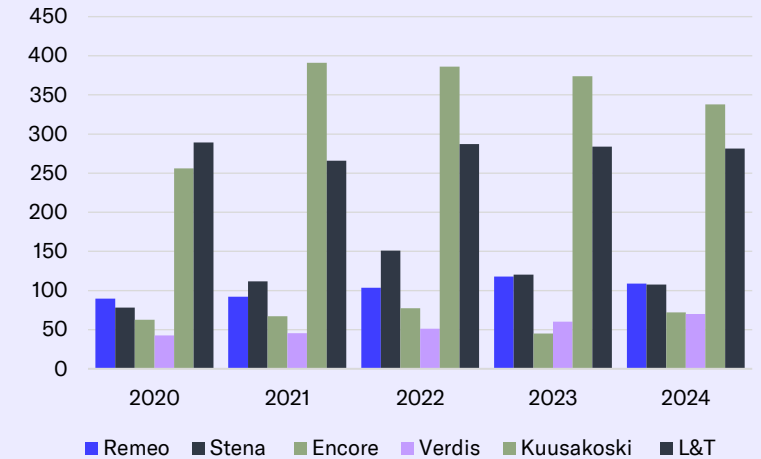
Markkinoiden kokoa määriteltäessä on syytä huomata, että L&T:n palvelutarjonta teollisuusasiakkaille keskittyy etenkin prosessipuhdistukseen ja vaarallisen jätteen käsittelyyn, jota käsitellään seuraavaksi. Näin ollen L&T ei kilpaile laajemmin ottaen teollisuuden ulkoistetuista kunnossapitopalveluista, joissa mm. Caverion, Enersense ja Viafin Service toimivat. Nämä ovat myös asiakkaan kannalta erilliset palvelut.

Prosessipuhdistuksen markkinat ja kilpailijat

Prosessipuhdistus kattaa tyypillisesti teollisten kiinteistöjen ja laitteiden, kuten tuotantolinjojen, puhdistuksen. Prosessipuhdistusta tehdään usein tehtaiden huoltoseisokkien yhteydessä, jolloin ne toistuvat 12-18 kuukauden välein. Nämä huoltoseisokit ovatkin kannattavuuden kannalta tärkeä osa prosessipuhdistuksen liiketoimintaa, sillä niissä resurssien tehokkuus on hyvä, kun toimitaan pidempi jakso yhdellä tehtaalla. Tämän lisäksi toimintaan sisältyy iso massa pienempiä tilauksia.

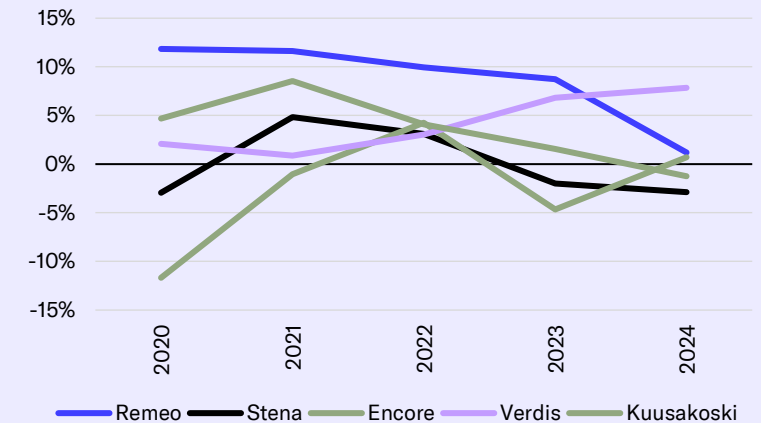
Asiakkaan kannalta prosessipuhdistus on tärkeää tehdä tehokkaasti ja oikein, jotta tehdas pysyy suunnitellusti toiminnassa seuraavaan huoltoseisokkiin asti. Tämän takia luotettavuus ja osaaminen ovat tärkeitä kriteereitä, eikä hinta ole niin usein ratkaiseva.

Jätehuolto ja kierrätys, liikevaihto (MEUR)



Lähde: Asiakastieto (kansvainvälisten konsernien osalta Suomen yhtiö), Lassila & Tikanoja (vanhan segmenttijaon mukainen Ympäristöpalvelut)

Jätehuolto ja kierrätys, kilpailijoiden liikevoitto-%



Lähde: Asiakastieto (kansvainvälisten konsernien osalta Suomen yhtiö)

Toimiala ja kilpailijakenttä (3/6)

L&T:n mukaan prosessipuhdistuksen markkinan koko Suomessa vuonna 2024 oli 160 MEUR ja Ruotsissa 240 MEUR. Markkina on molemmissa maissa kasvanut 2019-24 noin 5 % vuosivauhtia ja yhtiö ennustaa sen kasvavan noin 3 % 2025-2029. Markkinan kehitykseen vaikuttavat mielestämme oleellisesti investoinnit uusiin tehtaisiin ja toisaalta mahdolliset vanhojen tehtaiden sulkemiset. Yhtiön mukaan L&T:n markkinaosuus prosessipuhdistuksessa on noin 30 % ja se on alan toiseksi suurin. Suurempi kilpailija on saksalaiseen Remondis-konserniin vuoden 2023 lopusta alkaen kuulunut Delete, jolla on 36 %:n markkinaosuus. Loput kilpailijoista ovat huomattavasti pienempiä, sillä L&T:n mukaan Suomessa viisi suurinta toimijaa hallitsee noin 75 % markkinasta ja Ruotsissa 55 %. Ruotsissa L&T:n markkinaosuus on selvästi pienempi (6 %), ja pääkilpailija on niin ikään Remondis-konserniin kuuluva Buchen.

Deleten tarkempia talouslukuja julkaistiin vuosilta 2016-2023, kun yhtiöllä oli julkinen joukkovelkakirjalaina. Tältä ajalta Deleten Teollisuuspuhdistusliiketoiminnan liikevoittomarginaali oli keskimäärin vajaat 10 %.

Huomioimme kuitenkin, että tämä kuvaa vain Puhdistuspalvelut-segmentin marginaalia ja yhtiöllä oli merkittävät konsernihallinnon kulut. Koko yhtiön lukujen mukaan Deleten liikevoittomarginaali oli 2023-24 noin 5 %. Uskomme L&T:n pystyvän parempaan marginaaliin, mikä on kilpailukyvyn näkökulmasta positiivista, mutta kuvaa myös L&T:n marginaalin olevan jo hyvällä tasolla.

Viemärinhuollon markkinat ja kilpailijat

Viemärinhuoltopalvelut koostuvat mm. viemäreiden avauksista, viemäreiden ja putkistojen huuhteluista ja kuvauksista sekä kaivojen tyhjennyksistä. Nämä ovat luonteeltaan huomattavasti pienempiä yksittäisiä palveluita prosessipuhdistukseen verrattuna.

Viemärinhuollossa markkinan koko oli vuonna 2024 Suomessa L&T:n mukaan 120 MEUR ja kasvu 2019-24 oli noin 4 %. Yhtiö odottaa kasvun olevan tulevina vuosina noin 3 %. Viemärinhuollossa L&T arvioi markkinaosuutensa olevan 13 %, kun suurimmalla kilpailijalla (käsityksemme mukaan Eerola) se on 27 %. Suomessa viisi suurinta toimijaa hallitsee noin 55 % markkinasta. Eerolan liikevaihto vuonna 2024 oli 37 MEUR ja liikevoittomarginaali vaatimaton 2 %. Myös pienemmän kilpailijan Hurrikaanien kannattavuus oli vastaavalla tasolla.

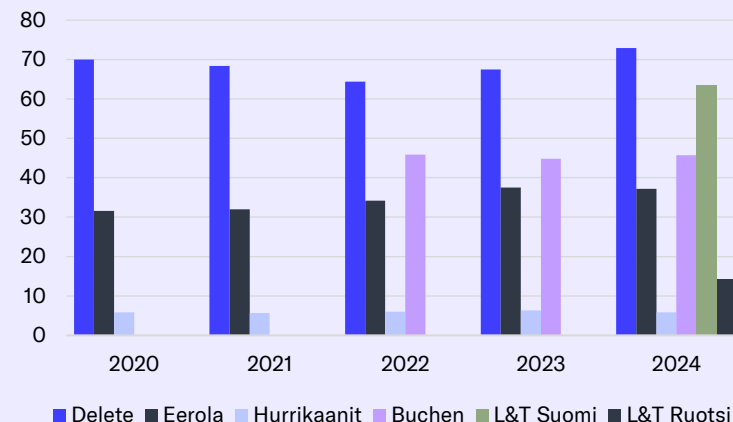
Vaarallisten jätteiden ja ennallistamisen markkinat

Lassila & Tikanoja toimii vaarallisten jätteiden ja ennallistamisen markkinoilla vain Suomessa. Markkinat voidaan jakaa edelleen vaarallisten jätteiden käsittelyyn, teollisiin sivuvirtoihin, maaperän kunnostamiseen sekä jätealueiden rakentamiseen. Yhtiö raportoi markkinaosuuden vain koko vaarallisten jätteiden ja ennallistamisen markkinoiden tasolla, ja se oli vuonna 2024 14 %.

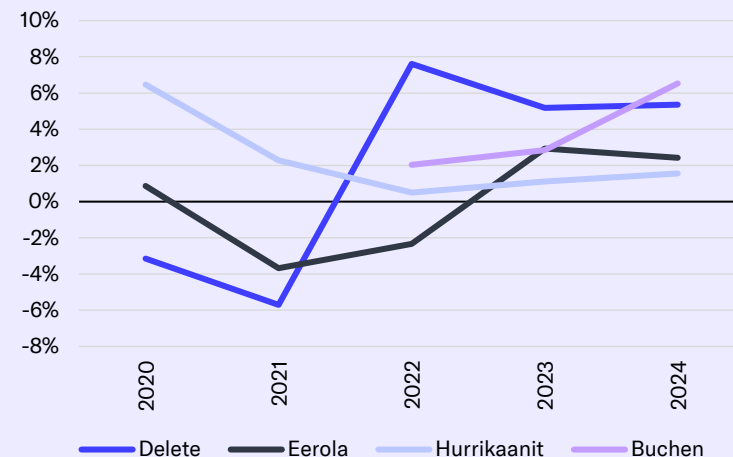
Vaarallisen jätteen käsittelyn markkinat ja kilpailijat

Vaarallisten jätteiden käsittely eroaa tavanomaisen jätteen markkinasta tiukemman sääntelyn ja korkeampien markkinoille tulon esteiden vuoksi. Toiminta edellyttää erikoislupia ja -osaamista, mikä rajoittaa kilpailijoiden määrää ja tukee korkeampia hintatasoja. Vaarallisia jätteitä syntyy pääasiassa teollisten ja kaupallisten yritysten toiminnasta, ja volyymit ovat tavanomaista jätettä pienempiä, mutta yksikköhinnat selvästi korkeampia vaativamman käsittelyn vuoksi. Kierrättämiseen ei pystytty ohjaamaan kaikkea vaarallista jätettä, jolloin osa täytyy polttaa tai loppusijoittaa.

Prosessipuhdistus ja viemärihuolto, liikevaihto (MEUR)



Prosessipuhdistus ja viemärihuolto, kilpailijoiden liikevoitto-%



Lähde: Asiakastieto, Allabolag.se, Lassila & Tikanoja

Toimiala ja kilpailijakenttä (4/6)

Asiakkaan kannalta kriittistä on toimittajan kyky hoitaa vaativa prosessi turvallisesti ja sääntelyn mukaisesti. Väärä käsittely altistaa asiakkaan merkittäville sakkoriskeille ja mainehaittoihin, minkä takia luotettavuus ja kokemus ovat tärkeämpiä valintakriteerejä kuin hinta. Lisäksi suuret asiakkaat arvostavat valtakunnallista toimintaa ja laajaa palveluvalikoimaa, joka mahdollistaa yhden kumppanin kautta tapahtuvan palvelun.

L&T:n mukaan vaarallisten jätteiden käsittelyn markkinan koko Suomessa oli vuonna 2024 noin 200 MEUR.

Markkinan kehitys on ollut heikkoa, sillä se on laskenut 2019-2024 keskimäärin 0,1 % vuodessa. Yhtiö odottaa kuitenkin markkinan kääntyvän lähivuosina, sillä tiukempi sääntely ja kasvavat kierrätysvaatimukset tukevat arvioitua 4 %:n vuosikasvua vuoteen 2029 asti.

L&T on yksi harvoista toimijoista Suomessa, joka operoi maanlaajuisesti ja tarjoaa palveluita koko arvoketjussa keräyksestä käsittelyyn, ja uskomme sen markkinaosuuden olevan suhteellisen vahva. Tärkein kilpailija on vaaralliseen jätteeseen erikoistunut NG. NG raportoi vuodelta 2024 reilun 240 MEUR:n liikevaihdon, mutta tappiollisen liiketuloksen. Tämä voi tosin selittyä kertaerillä, sillä aiempina vuosina liikevoittomarginaali on ollut 1-8 % positiivinen. Sen palveluihin sisältyy laajasti jäte- ja kierrätyspalveluita vaarallisten jätteiden lisäksi. Muut toimijat, kuten Stena Recycling tai Kuusakoski, tarjoavat vaarallisten jätteiden keräyspalveluita, mutta melko rajatulla palveluvalikoimalla tai maantieteellisellä alueella. Osa markkinasta on asiakkaiden omaa ns. inhouse-toimintaa.

Teollisten sivuvirtojen markkinat ja kilpailijat

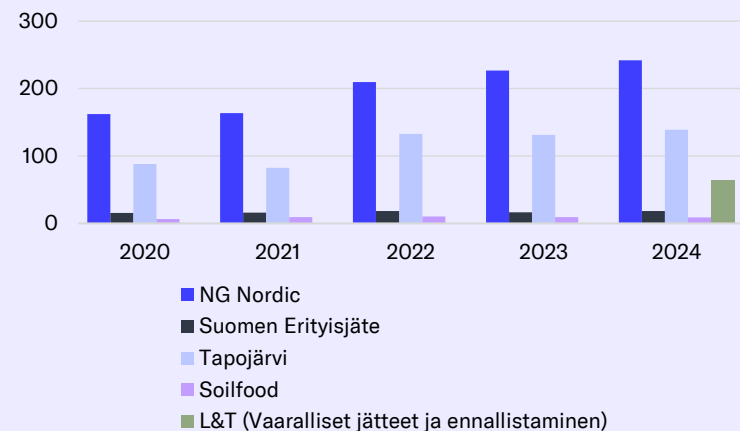
Teollisten sivuvirtojen hallinta koostuu teollisuuden ja rakentamisen sivuvirtojen prosessoinnista, kierrättämisestä ja tarvittaessa ohjaamisesta loppusijoitukseen. Liiketoiminta on luonteeltaan projektipohjaista ja vaihtelee merkittävästi suurten infrahankkeiden mukaan. Sivuvirrat voidaan usein käyttää uudelleen neitseellisen materiaalin sijaan, mikä tukee kiertotaloutta ja luo asiakkaalle kustannushyötyä. Materiaalit, joita ei voi hyötykäyttää, käsitellään valmiiksi ja ohjataan turvalliseen loppusijoitukseen.

Asiakkaan kannalta keskeistä on kumppanin kyky hallita vaativia projekteja ja löytää ratkaisuja, jotka maksimoivat sivuvirtojen hyötykäytön. Tämä edellyttää ymmärrystä materiaaleista, niiden käsittelymahdollisuuksista sekä laajaa lupien ja loppusijoitusvaihtoehtojen portfolioa. Paikallisuus on tärkeää, sillä sivuvirtojen kuljetuskustannukset voivat muodostua merkittäviksi. Asiakkaat arvostavat myös kykyä toimittaa ratkaisuja, jotka yhdistävät keräyksen, käsittelyn ja hyötykäytön tai loppusijoituksen.

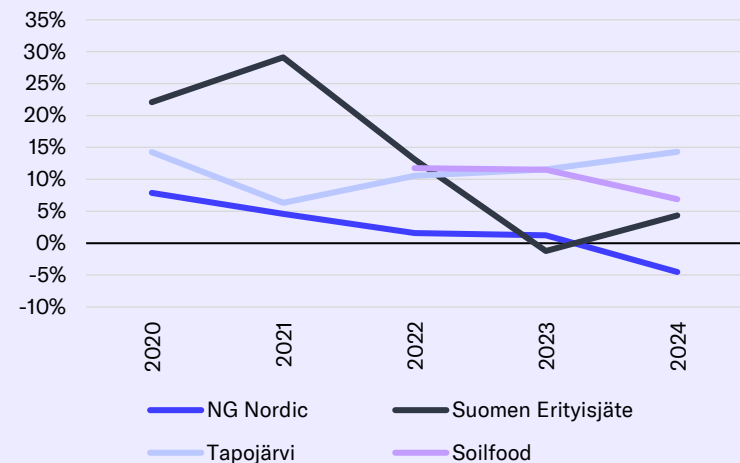
L&T:n mukaan teollisten sivuvirtojen markkinan koko Suomessa oli 175 MEUR vuonna 2024, ja se kasvoi noin 4 % vuodessa 2019-24. Vuoteen 2029 yhtiö odottaa markkinan kasvavan noin 3 %:n vuosikasvua. Kasvu on ollut maltillista, mutta vakaata, ja sitä tukevat kiristynyt sääntely sekä kasvavat vaatimukset sivuvirtojen hyötykäytölle.

L&T:n markkinaosuus teollisten sivuvirtojen markkinalla on arviomme mukaan kohtuullinen. Tälläkin markkinalla pääkilpailija on NG. Muita toimijoita ovat mm. Tapojärvi ja Soilfood. Varsinkin pienemmät toimijat ovat pystyneet alalla kohtuullisen hyviin marginaaleihin, kuten oheisesta kuvaajasta voi nähdä.

Vaaralliset jätteet ja ennallistaminen, liikevaihto (MEUR)



Vaaralliset jätteet ja ennallistaminen, kilpailijoiden liikevoitto-%



Lähde: Asiakastieto, Lassila & Tikanoja

Toimiala ja kilpailijakenttä (5/6)

Maaperän kunnostamisen markkinat ja kilpailijat

Pilaantuneen maaperän kunnostaminen sisältää maa-alueiden ennallistamista käyttökelpoiseksi tulevaisuuden käyttöön. Liiketoiminta on luonteeltaan projektipohjaista ja riippuu vahvasti rakentamisen ja infrahankkeiden määrästä. Asiakkaan kannalta keskeistä on toimittajan kyky hallita koko projektin elinkaari ja sääntely alusta loppuun. Luotettavuus ja kokemus vaativista kohteista ovat tärkeitä valintakriteerejä.

L&T:n mukaan pilaantuneen maaperän kunnostamisen markkinan koko Suomessa oli vuonna 2024 88 MEUR, ja se oli laskenut 11 % vuodessa vuoteen 2019 verrattuna. Markkinan heikko kehitys selittyy lähinnä laskeneella rakentamisaktiviteetilla. L&T arvioi markkinan palautuvan kasvutrendille ja saavuttavan noin 5 %:n vuosikasvun vuoteen 2029 asti. Markkinan toipumista tukee rakentamisen elpyminen ja kasvava tarve ennallistaa vanhoja teollisuusalueita uuteen käyttöön.

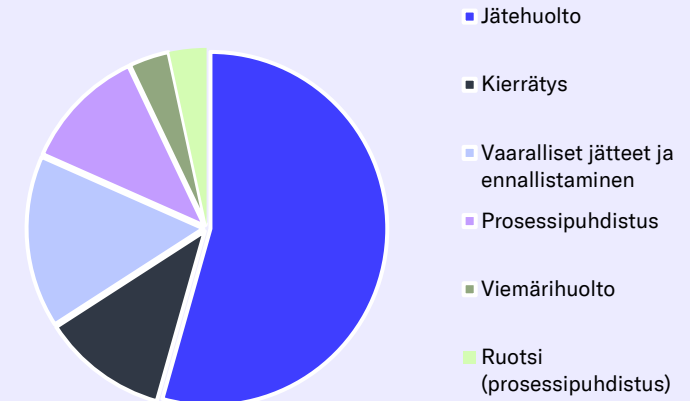
Tämä markkina on L&T:lle tyypillisen palveluliiketoiminnan ulkopuolella, ja kilpailukenttä on muita toimintoja laajempi. Uskomme yhtiön markkinaosuuden olevan koko palvelualueen keskiarvoa (14 %) matalampi. Markkinaosuus voi myös vaihdella riippuen projektien ajoituksesta. Tälläkin markkinalla pääkilpailija on NG. Muita toimijoita ovat esim. GRK ja Suomen Erytisjäte. Lisäksi markkinoilla toimii useita erikoistuneita toimijoita, kuten Ramboll ja Sweco, jotka tarjoavat asiantuntija- ja suunnittelupalveluita tai purkupalveluita, mutta eivät toteuta varsinaista ennallistamista.

Jätealueiden rakentamisen markkinat ja kilpailijat

Jätealueiden rakentaminen ja operointi käsittää jätealueen elinkaaren aikaisen kokonaisvaltaisen hallinnan rakentamisesta, hallinnoimisesta ja operoinnista aina sulkemiseen ja kunnostukseen asti. Liiketoiminta on luonteeltaan pitkäjänteistä ja vaatii merkittäviä investointeja.

L&T:n mukaan jätealueiden rakentamisen markkinan koko Suomessa oli vuonna 2024 vain 15 MEUR. Markkinan ei myöskään odoteta kasvavan lähivuosina. Pienen kokonsa vuoksi tämä markkina ei vaikuta oleellisesti koko L&T:n lukuihin.

L&T:n liikevaihdon jakauma 2024



Lähde: Lassila & Tikanoja, Inderesin arvio

Toimiala ja kilpailijakenttä (6/6)

	Vaaralliset jätteet ja ennallistaminen	Teolliset palvelut ja vesien käsittely	Jätehuolto ja kierrätys
	✓	✓	✓
	✓		
		✓	
 WORKING FOR THE FUTURE		✓	
		✓	
			✓
	✓		
	✓		
			✓
			✓
	✓		
	✓		
	✓		✓

Historiallinen kehitys

L&T:n historia yltää yli 100 vuoden päähän

L&T on perustettu vuonna 1905 tukkukauppana ja vaate- ja teollisuusyrityksenä. Yhtiö listautui pörssiin jo vuonna 1961. Nykyisen liiketoiminnan tausta on L&T:n vuonna 1989 ostamassa Säkkiväline Oy:ssä, joka toimi mm. jätteiden kuljetuksessa ja teollisuuden puhtaanapidossa. 1990-luvulla Säkkiväline kasvoi osana L&T:tä ja laajensi mm. vaarallisiin jätteisiin.

Merkittävä rakennemuutos tapahtui vuosina 2000-2001, jolloin Säkkiväline laajensi toimintaansa jätehuollossa ja kierrätyksessä ostamalla WM Ympäristöpalvelut. Tämän jälkeen 20 vuotta L&T:n omistuksessa ollut Suominen jakaantui omaksi pörssiyhtiöksi ja Säkkiväline sulautui L&T:hen. Samalla L&T-brändi otettiin käyttöön kaikissa yhtiön silloisissa toiminnoissa. Yhtiö on tämän jälkeenkin jatkanut kasvua myös yritysostoin. Nykyisessä konsernissa olevien toimintojen osalta yritysostot ovat kuitenkin olleet suhteellisen pieniä. Rakenteellisesti merkittävin niistä on ollut vuonna 2022 tehty laajentuminen Ruotsiin teollisuuden palveluiden puolella.

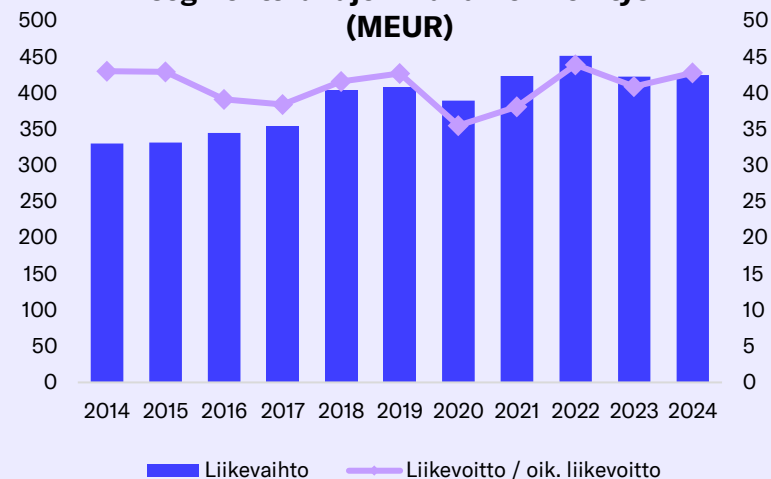
L&T:n liiketoiminta on kehittynyt hyvin tasaisesti

L&T:n Kiertotaloustoimintojen eli nykymuotoisen L&T:n kehitystä voidaan katsoa historiassa laskemalla yhteen aiempien Ympäristö- ja Teollisuuspalvelujen luvut, joita on saatavilla 2014-24. Vuosilta 2022-24 on tarjolla myös carve-out-luvut. Näistä selviää Kiertotaloustoimintojen orgaanisen kasvun olleen viimeisen 10 vuoden ajalta keskimäärin alle 2 % vuodessa. Arvioimme yhtiön orgaanisen kasvun vuosina 2005-2024 olleen vajaat 2 % vuodessa, jonka lisäksi yritys on ostanut liikevaihtoa noin 150 MEUR:n edestä. Näistä suurin yksittäinen osto on Biowatti vuonna 2007 (liikevaihto

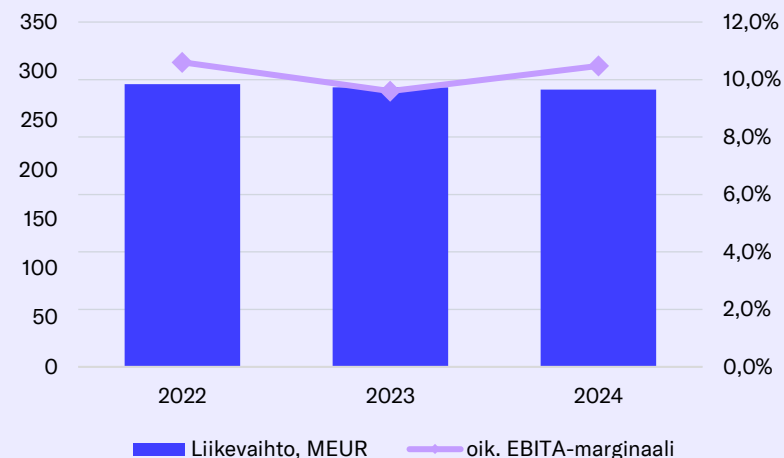
64 MEUR), joka tosin poistui yhtiön liikevaihdosta vuonna 2022 (liikevaihto oli tuolloin noin 55 MEUR) toiminnan siirtyessä osakkuusyhtiöön.

Absoluuttinen oik. liikevoitto Kiertotalous-segmentille viimeiseltä 12 kuukaudelta oli 41 MEUR. Vuonna 2014 vastaava segmenttitulos oli 43 MEUR ja 10 vuoden keskiarvo tuloksella on 41 MEUR. Oik. liikevoittomarginaali on keskimäärin ollut reilut 10 %, mikä oli myös viime vuoden taso. Tämä kertoo liiketoiminnan hyvin tasaisesta luonteesta, mutta toisaalta myös tuloskasvun puuttumisesta pidemmällä aikavälillä. Yhtiön viime vuosilta julkaisemat carve-out-luvut ovat varsin lähellä vanhoja segmenttikohtaisia lukuja, joten ne näyttävät myös hyvin tasaista kehitystä.

Kiertotaloustoiminnot, vanhojen segmenttilukujen mukainen kehitys (MEUR)



Uusi Lassila & Tikanoja (carve-out -luvut)



Lähde: L&T, Inderes

Taloudellinen tilanne

Tase kohtuullisessa kunnossa jakautumisen jälkeen

Lassila & Tikanoja on julkaissut carve-out-lukuja vuosilta 2022-24, mutta taseen osalta ne eivät kuvasta todellista tilannetta velkojen ja oman pääoman osalta. Siten taseen suhteen oleellista on katsoa yhtiön raportoimaa pro forma – tasetta Q3'25 lopussa. Vanhan L&T:n velat siirtyvät lähes täysin uuteen L&T:hen, ja sillä oli reilut 160 MEUR nettovelkaa Q3'25 lopussa. Yhtiön nettovelkaantumisaste Q3'25 lopussa oli 92 % ja nettovelka / käyttökatte 1,9x. Tasainen liiketoiminta pystyy mielestämme hyvin kantamaan nykyisen velkakuorman. Yhtiön tavoitteena on pitää nettovelka suhteessa käyttökatteeseen 1,5-2,5x tasolla, mikä mahdollistaa vapaan kassavirran käyttämisen kasvuun ja osinkoihin.

Taseen varat painottuvat pitkäaikaisiin eriin

L&T:n varat muodostuvat pääasiassa aineellisista hyödykkeistä, kuten koneista ja kalustosta, jotka kattavat merkittävän osan taseesta. Näihin kuuluvat esimerkiksi kierrätyslaitokset, jätteenkeräyskalusto ja käsittelykeskukset. Yhtiöllä on 53 käsittely- ja kierrätyslaitosta sekä viisi loppusijoitusalueita, jotka edustavat merkittävää pääomaa. Myös käyttöoikeusomaisuuserät ovat merkittävä erä raskaan kaluston ja toimitilojen vuokrasopimusten vuoksi. Aineelliset hyödykkeet vastaavat yhteensä reilut 40 % taseesta. Taseessa on myös merkittävä määrä liikearvoa, reilut 120 MEUR eli 25 % taseesta. Pääosa tästä on historiallisista yrityskaupoista jätehuollon puolella, mutta osin myös uudemmista yrityskaupoista esim. Ruotsissa. Yhtiön liiketoiminta tuottaa kuitenkin hyvää tulosta, kassavirtaa ja pääoman tuottoja, eikä liikearvo siten aiheuta mielestämme realistista alaskirjausriskiä.

Myyntisaatavat ovat tyypillisesti hajautuneet suureen

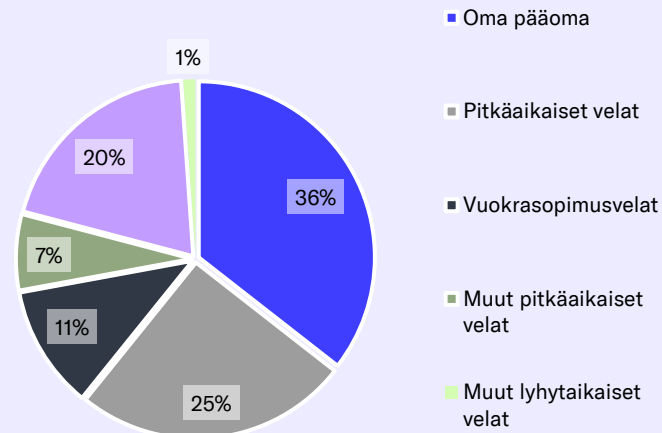
määrään pieniä saatavia, mikä vähentää luottoriskikeskittymiä yksittäisiin asiakkaisiin. Kokonaisuutena myyntisaamiset olivat 13 % taseesta. Liiketoiminnan luonteen vuoksi varastot ovat hyvin pienet ja nettokäyttöpääoma on negatiivinen, mikä tarkoittaa että orgaanisesti kasvaessa yhtiön pitäisi vapauttaa hieman pääomaa. Tämä tukee pääoman tuoton paranemista kasvun myötä. Taseen varojen ollessa pääasiassa pitkäaikaisissa varoissa pääoman tuoton parantaminen taseen tehokkuutta parantamalla on mielestämme mahdollista vain rajallisessa määrin, joten pääoman tuoton nostaminen tapahtuu lähinnä tulostasoa parantamalla.

Taseen vastattava puoli jakautuu kolmeen osaan

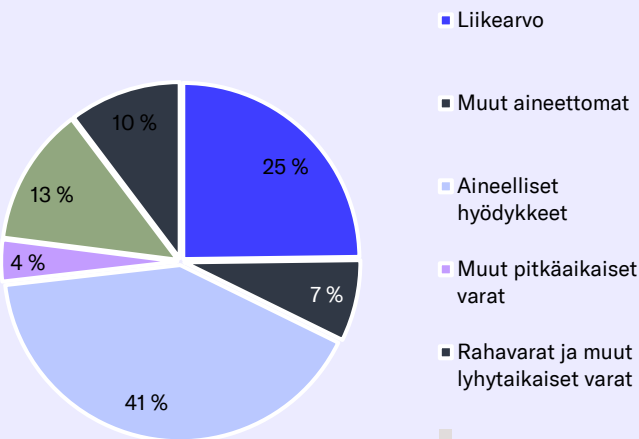
Pro forma -taseen mukaan yhtiön oma pääoma on 176 MEUR (36 % taseesta), korolliset velat ja vuokrasopimusvelat yhteensä noin 35 % taseesta, ostovelat 20 % ja muut korottomat velat loput. Tase on siis varsin tasapainoinen, velkaisuus hallinnassa, kuten aiemmin totesimme, eikä lyhytaikaisia velkoja juuri ole. Omavaraisuusaste 37 % on mielestämme hyvällä tasolla. Varoihin sisältyy myös L&T:n omistusosuus yhteisyritys Laaniassa, jonka kirja-arvo on 18 MEUR. Uskomme L&T:n ja Neovan pyrkivän keskipitkällä aikavälillä irtautumaan Laaniasta. Sen käypä arvo on mielestämme jonkin verran tasearvoa korkeammalla.

Sijoitetun pääoman tuotto (ROCE) oli pro forma-perusteisesti Q3'25 lopussa noin 11,4 %, mikä on kohtuullinen. Taseessa ei mielestämme ole merkittävästi tehostamisvaraa, mutta tuloksen kasvun kautta pääoman tehokkuuskin paranisi, kun nykyisiä varoja hyödynnettäisiin enemmän ja kasvun myötä käyttöpääomaa lähtökohtaisesti vapautuu.

Oma pääoma ja velat, pro forma Q3'25



Varat, pro forma Q3'25



L&T:n strategiset painopistealueet (julkistettu elokuussa 2025)

Ydinliiketoiminnan ja palveluiden kehitys

- Yli 2 mrd. euron markkinapotentiaalin hyödyntäminen nykyisten palveluiden kasvulla ja laajentamisella
- Ristiinmyynnin lisääminen eri palvelualueiden kesken ja korkean lisäarvon palveluiden avulla myös uusien asiakkaiden hankinta
- Palveluverkoston kehittäminen ja vahvistaminen

Laajentuminen materiaaliarvoketjuissa

- Materiaaliketjut tarjoavat yhtiön mukaan Suomessa yli 3 mrd. euron markkinapotentiaalin
- L&T:n kilpailuetu syntyy yhtiön mukaan sen laajasta pääsystä materiaaleihin
- Ratkaisuja pyritään kehittämään kaupalliselle, teolliselle ja rakentamisen sektoreille sekä niissä syntyville jakeille
- Tämä voi tarkoittaa yhtiölle uusia toimintamalleja, investointeja tai teknologioita

Kiertotalousliiketoiminnan kasvu Ruotsissa

- Ruotsi tarjoaa yhtiön mukaan yli 5 mrd. euron markkinapotentiaalin kiertotaloudessa
- Kasvu painottuu epäorgaanisiin keinoihin
- Yhtiö pyrkii hyödyntämään Suomessa hankittua kokemusta ja osaamista

Inderesin kommentit L&T:n painopistealueista

- Nykymuotoinen L&T on viime vuonna uudelleenorganisoinut niin, että sen myynti on konserninlaajuinen ja jaettu asiakassegmenteittäin. Uskomme tämän tukevan tavoitetta ristiinmyynnin kasvattamisessa. Vaarallisen jätteen ja tavalliseen jätteen käsittely liittyvät selvästi toisiinsa ja tarjoavat yhtiölle synergiaa ja kilpailuetua. Toisaalta tavallisella jätehuollolla ja esim. prosessipuhdistuksella ei ole luontaista yhteyttä, ja myös asiakkaiden puolella vastapuolet ovat todennäköisesti eri tahoja, minkä näemme rajoittavan ristiinmyynnin mahdollisuuksia
- Yhtiön palveluverkosto on sen itsensäkin mukaan jo varsin laaja etenkin Suomessa, joten sen laajennuksilla emme odota saavutettavan merkittävää kasvua
- Kaiken kaikkiaan tämän kohdan toimet ovat mielestämme suhteellisen normaalia yhtiön kehitystoimintaa

- Vahvempi integraatio materiaalien käsittelyyn olisi mielestämme L&T:lle looginen ns. vertikaalinen integraatio sen nykyisiin toimintoihin ja siten järkevä strateginen valinta
- Alue on kuitenkin ollut yhtiön painopisteenä jo useamman vuoden, mutta yhtiö ei ole näkyvästi edennyt tämän suhteen
- Käsityksemme mukaan tämä johtuu osittain teknologioiden kehittymättömyydestä, eikä L&T halua olla uusien teknologiaratkaisujen kokeilija
- Laajentuminen arvoketjussa tulee vaatimaan myös investointeja, joko orgaanisia, tai yritysostoja, joten tämän strategisen kasvupolun suhteen olennaista on, millaista tuottoa pääomille L&T pystyy mahdollisista investoinneista saamaan

- Kuten aiemmin kerroimme, L&T toimii tällä hetkellä Ruotsissa vain prosessipuhdistuksessa, jonka koko on murto-osa koko yli 6 mrd. euron markkinasta
- Siten on loogista, että yhtiö pyrkii uusille palvelualueille laajentumiseen nimenomaan yritysostojen kautta. Yhtiön kommentteista käsitimme, että tämä ei todennäköisesti tapahdu vielä lähiaikoina
- Tähän mennessä Ruotsissa tehdyt kaksi pientä yritysostoa näyttävät onnistuneilta
- Näemme Ruotsin laajentumisstrategian järkevänä, joskin toivomme yritysostojen olevan jatkossakin pienempiä yhtiöitä, joilla Ruotsin liiketoimintaa rakennetaan asteittain.
- Ruotsin laajentumisen arvonluonti on pitkälti yrityskauppojen onnistumisen varassa

Taloudelliset tavoitteet (1/2)

Taloudelliset tavoitteet keskipitkällä aikavälillä (julkaistu elokuussa 2024)

Liikevaihdon keskimääräinen vuosittainen kasvu yli 6 % (orgaaninen ja epäorgaaninen)

- Yhtiö on jakanut kasvutavoitteen saavuttamisen kahteen osaan: Noin kolmen prosentin markkinakasvun pitäisi tuoda puolet kasvusta ja kolmen edellisellä sivulla mainitun strategisen kasvualueen vähintään kolmen prosentin vuosikasvun
- Kaksi kolmesta kasvualueesta sisältää mahdollisesti tai todennäköisesti myös yritysostoja, jonka perusteella voisi ajatella orgaanisen kasvutavoitteen olevan 4-5 %. Tätä yhtiö ei kuitenkaan ole tarkentanut. Siten tavoite voidaan teknisesti saavuttaa pelkästään yritysostoilla
- Kuten edellä on tullut esiin, yhtiön historiallinen kasvu on varsin vaatimatonta, ja siten orgaanisesti jo 3 %:n markkinakasvun saavuttaminen olisi mielestämme hyvä suoritus. Lähivuosina tätä vaikeuttavat Suomen jätehuollon kunnallistamisen vaikutukset. Ennustamme liikevaihdon kasvun olevan 2026-27 0-1 %, kun kunnallistaminen painaa vielä kehitystä. 2028 alkaen ennustamme 2 %:n kasvua
- Tavoitetasoksi yli 6 % on mielestämme kuitenkin hyvä, ja se indikoi yhtiön hakevan selvästi kasvua

Oik. EBITA-marginaali 11 %

- Yhtiön jatkossa seuraama kannattavuuden mittari on oik. EBITA eli aiempaan oik. liikevoittoon nähden luvusta ei vähennetä yrityskauppoihin liittyviä aineettomien omaisuuserien poistoja. Nämä ovat 2024-25 olleet vuositason noin 2 MEUR. Carve-out luvuissa huomioidaan myös osa vanhan L&T:n konsernikuluista.
- Yhtiön carve-out-lukujen mukaan oik. EBITA-marginaali on 2022-Q3'25 ollut 10 %:n molemmin puolin. Siten tavoitetaso on varsin lähellä ja viestii mielestämme käytännössä siitä, että yhtiön fokus on kasvua kannattavuutta heikentämättä
- Yhtiö on myös korostanut kasvutoimien (resurssien lisäys, investoinnit, yritysostot) olevan potentiaalisesti alkuvaiheessa marginaalia heikentäviä
- Tavoitetaso on mielestämme realistinen. Ennustamme oik. EBITA-marginaalin laskevan hieman 2026 noin 9,5 %:iin ja nousevan sen jälkeen vuosina 2027-28 noin 10 %:n tasoon

Nettovelka / oik. käyttökate 1,5-2,5x

- Yhtiöiden jakaantuessa lähes kaikki velka vanhasta L&T:stä siirtyi uuteen L&T:hen. Tämä on perusteltua, sillä Kiertotaloustoiminnot vastasi pääosasta sekä tuloksesta että sitoutuneesta pääomasta vanhassa L&T:ssä
- Uuden L&T:n liiketoiminta on erittäin tasaista, defensiivistä ja tekee hyvää kassavirtaa sekä pääoman tuottoa. Siten pidämme hyvänä, että yhtiöllä on velkaisuudessa myös alaraja eli se aikoo hyödyntää velkavipua
- Ylärajaksi 2,5x on mielestämme järkevä ja liiketoiminnan laatuun nähden varsin maltillinen. Uskomme, että käytännössä L&T voi ylittää rajan esim. isompien yritysostojen yhteydessä
- L&T:n pro forma -velkaisuus oli Q3'25 lopussa 1,9x eli alkutilanteessa yhtiön tase on käytännössä tavoitteen keskikohdassa
- Ennusteillamme tase paranee tulevina vuosina, mutta käytännössä uskomme yhtiön tekevän orgaanisia kasvuinvestointeja tai yritysostoja sen sijaan, että tase vahvistuisi selvästi tavoitehaarukkaa vahvemaksi

Osingonjakosuhde vähintään 50 % nettotuloksesta

- L&T on perinteisesti pyrkinyt olemaan hyvä osingonmaksaja, ja uskomme tämän näkyvän jatkossakin. Mikäli investointikohteita ei löydy, näemme keskipitkällä aikavälillä selvästikin tavoitetta korkeamman osingonjakosuhteen mahdollisena

Ennusteet (1/3)

Ennusteet ovat ainakin tässä vaiheessa konsernitasolla

Uusi L&T tulee raportoimaan käsityksemme mukaan kannattavuutta vain konsernitasolla. Yhtiö on jakanut liikevaihdon jakautumisesitteessä sekä kolmeen palvelualueeseen että maantieteellisesti Suomeen ja Ruotsiin, mutta on vielä epävarmaa, tullaanko näitä raportoimaan jatkossa ja miltä ajanjaksolta. Palvelualueiden liikevaihdosta ei myöskään ole tietoa kuin viime vuoden osalta. Tämän vuoksi ennusteemme on tehty suoraan konsernitasolla liikevaihdon ja oik. EBITA/liikevoiton osalta. Jakautumisen yhteydessä yhtiö siirtyy käyttämään kannattavuuden mittarina oik. liikevoiton sijaan oik. EBITA-lukua. Näiden erona on, että jälkimmäisessä ei ole huomioitu yrityskauppoihin liittyvien aineettomien omaisuuserien poistoja. Tapa on tyypillinen ja mielestämme perusteltu. Uuden L&T:n osalta näiden erien vaikutus on ollut viime vuosina noin 2 MEUR, ja odotamme saman jatkuvan myös lähivuosina. Poistamme nämä erät raportin oikaistuista tuloslukuista.

Lukujen osalta löytyy kohtuullisen hyvin historiatietoja yhtiön julkaisemista carve-out -lukuista vuosille 2022-25 sekä vanhan L&T:n segmenttiraportoinnista (viime vuonna Kiertotaloustoiminnot, aiemmin Ympäristö- ja Teollisuuspalvelut yhteensä). Historiallisten lukujen osalta huomautamme kuitenkin, että carve-out -luvut eivät edusta jakautumisen jälkeistä taserakennetta, ja siten velkaisuusluvut sekä rahoituskulut (ja tuloslaskelma siitä alaspäin) eivät ole edustavia. Olemmekin käyttäneet raportissamme carve-out -lukuja vuosille 2022-24, mutta vuodelle 2025 pyrkineet arvioimaan uuden L&T:n rakennetta vastaavan tuloksen. Yhtiö on esittänyt tämän kanssa samansuuntaisia pro forma -lukuja ensimmäiseltä

yhdeksältä kuukaudelta. Lisäksi historialliset luvut perustuvat vanhan L&T:n konsernikulujen jakoon uuden L&T:n ja Luotean kesken. Uskomme kulujen jakautuvan todellisuudessa hieman enemmän uudelle L&T:lle, jolla on siten pieni negatiivinen vaikutus tulokseen.

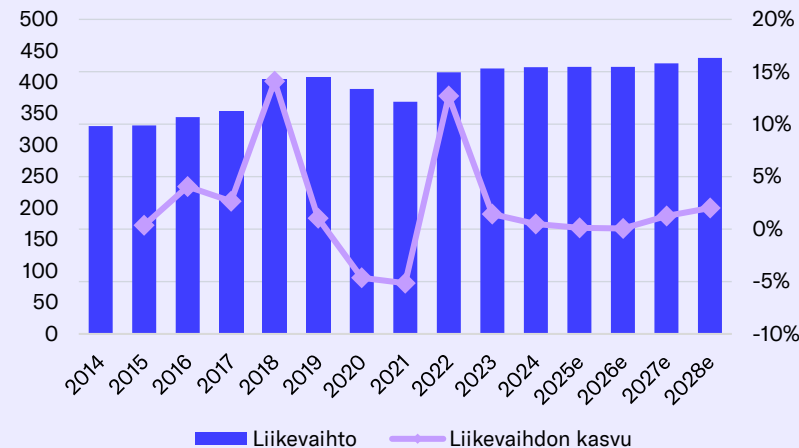
Sisällytämme ennusteisiin jo ilmoitetut yritysostot, mutta emme ennusta mahdollisia tulevia yrityskauppoja eli ennusteemme pohjautuu lähinnä orgaaniseen kehitykseen. Kuten olemme aiemmin tuoneet ilmi, L&T:n liiketoiminta on varsin defensiivistä ja tasaista, eivätkä talouden suhdanteet siten merkittävästi heiluta sen kehitystä.

Vuodelle 2025 ohjeistus on vielä vanhalla rakenteella

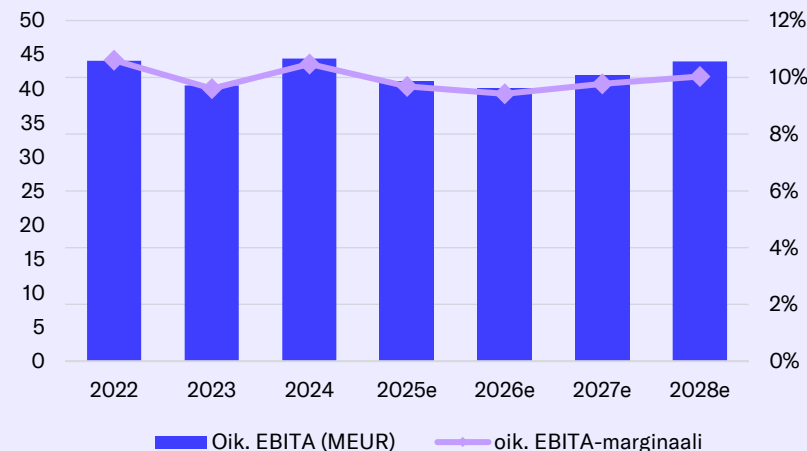
L&T jakautui vuodenvaihteessa eli vuoden 2025 se toimi vielä vanhalla rakenteella. Myös yhtiön ohjeistus on vanhalle rakenteelle, ja se viittaa Q4'25-tuloksen olevan vanhalle L&T:lle enintään vertailukauden tasoa. Uskomme tämän tarkoittavan vanhan L&T:n Kiertotaloustoimintojen osalta hieman vertailukautta heikompaa Q4'25-tulosta (oik. liikevoitto 9 MEUR vs. 10 MEUR). Osa laskusta johtuu uuden tietojärjestelmän myötä kasvaneista poistoista. Uuden L&T:n lukuihin verrattaessa Kiertotalous-segmentin ennusteisiin tulee kuitenkin lisätä sen osuus aiemmin konsernikuluina raportoiduista kuluista, jolloin tulos on muutaman satatuhatta euroa heikempi.

Uuden L&T:n raportoinnin mukainen oik. EBITA oli Q4'24 10,2 MEUR ja ennustamme Q4'25:lle 9,3 MEUR. Tällöin koko vuoden 2025 liikevaihto uudelle L&T:lle olisi 425 MEUR eli käytännössä vuoden 2024 tasoa ja oik. EBITA 41 MEUR, jonkin verran vuoden 2024 44 MEUR:a matalampi.

Liikevaihdon kehitys, MEUR



Oikaistu EBITA



Lähde: L&T, Inderes

Ennusteet (2/3)

Vuoden 2025 lukujen laskeminen etenkin liikevoiton alapuolella on osin keinotekoista, mutta käyttämiemme lukujen pohjalta L&T:n oik. osakekohtainen tulosennustemme on 0,77. Uskomme yhtiön jakavan tästä 0,45 euron osingon. Tätä voi verrata vanhan L&T:n jakamaan 0,50 euron osinkoon vuodelta 2024.

Ennustamme tasaista vuotta 2026 tehostamisen ja markkinakasvun kompensoidessa vastatuulet

Uskomme yhtiön ohjeistavan vuodelle 2026 tasaista liikevaihtoa ja oik. EBITA:a. Alkavalle vuodelle L&T:n liikevaihdon kehitystä hidastaa edelleen jätehuollon kunnallistaminen. Sen tarkasta vaikutuksesta ja ajoituksesta ei ole tietoa, mutta sillä tulee vääjäämättä olemaan jonkinlainen negatiivinen vaikutus. Liikevaihdon osalta vaikutuksen suuruus riippuu siitä, miten paljon L&T saa itselleen kuntien kilpailuttamia urakoita ja kuinka paljon siltä poistuu kokonaan liiketoimintaa.

Muissa toiminnoissa odotamme pientä kasvua, jonka lisäksi liikevaihtoa tukee H1'26:lla noin 5 MEUR:lla vuoden 2025 kesällä L&T:hen ostettu kuormalavaliiketoiminta sekä vuoden 2025 lopulla tehdyt pari pienempää yrityskauppaa. Kokonaisuutena ennustamme liikevaihdon pysyvän vuonna 2026 vertailukauden tasolla.

Kannattavuuden osalta yhtiö kohtaa useita vastatuulia. Jätehuollon kunnallistamisesta tulee liiketoiminnan vähenemisen ja/tai marginaalin heikentymisen kautta negatiivista tulosvaikutusta. Lisäksi yhtiön jakautuminen tulee todennäköisesti kasvattamaan hallinnon kuluja siihen nähden, mitä yhtiöllä oli osana vanhaa L&T:tä. Myös yhtiön aiempaa vahvempi kasvuhakuisuus voi tarkoittaa panostusten lisäämistä kasvuun, mikä aluksi painaa

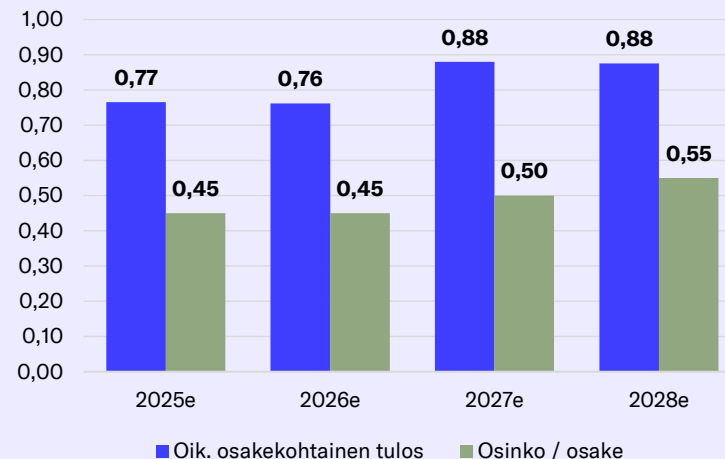
kannattavuutta. Liikevaihdon ollessa suunnilleen paikallaan myös normaali kuluinflaatio tuo kannattavuuspainetta. Negatiivisten tekijöiden vastapainona yhtiön saa tukea 8 MEUR:n tulosparannusohjelman vaikutusten näkyessä täysimääräisinä. Tämä kokonaisuus oli vanhalle L&T:lle, mutta uskomme pääosan säästöistä koskevan uuden L&T:n toimintoja. Yhtiö saattaa myös jakautumisen jälkeen jatkaa tehostamistoimia. Uskomme yhtiön pystyvän säästöillä kompensoimaan pääosan negatiivisista vaikutuksista. Ennustamme oik. EBITA:n kuitenkin laskevan vuonna 2026 40 MEUR:oon vuoden 2025 41 MEUR:sta.

Ennustamme vuoden 2026 oik. osakekohtaisen tuloksen pysyvän lähes ennallaan 0,76 eurossa ja osingon säilyvän 0,45 eurossa.

Positiivista tuloskehitystä 2027-28

Jätehuollon kunnallistamisen viimeiset vaikutukset pitäisivät näkyä 2027. Odotamme sen painavan kasvua vielä silloin, minkä vuoksi konsernin liikevaihdon kasvu jää ennusteissamme 1 %:iin. Tämän jälkeen odotamme Kiertotaloustoimintojen pääsevän lievälle kasvu-uralle ja kasvavan 2 % vuodessa. Tämä ennuste ei sisällä merkittäviä uusia avauksia erilaisten materiaali- tai sivuvirtojen käsittelyssä, johon yhtiö pyrkii. Nämä vaatisivat kuitenkin myös investointeja, ja sisällytämme niitä ennusteisiimme vasta, jos/kun yhtiö kertoo konkreettisista suunnitelmista näiden suhteen. Ennuste jää myös yhtiön kertoman 3 %:n markkinakasvun alle. Historiaan nähden 2 %:n orgaaninen kasvuvauhti on kuitenkin nähdäksemme L&T:lle varsin tyypillinen. Emme usko L&T:n oleellisesti menettävän markkinaosuuksia, kunnallistamisen mahdolliset vaikutukset poissulkien.

Oik. osakekohtainen tulos ja osinko, EUR



Lähde: Inderes

Ennusteet (3/3)

Odotamme kannattavuuden paranevan lievästi vuosina 2027-28 ja oik. EBITA-marginaalin olevan noin 10 %, eli viime vuosien tasoa, mutta hieman yhtiön tavoitteen (11 %) alapuolella. Tavoitteen saavuttaminen vaatisi mielestämme ripeämpää kasvua. Myös absoluuttisesti oik. EBITA pysyy ennustevuosina viime vuosien 40-45 MEUR:n haarukassa.

L&T:n raportoitua tulosta tulee joko 2026 lopussa tai 2027 alussa tukemaan Suomen yhteisöverokannan lasku. L&T:llä on taseessa verovelkoja reilut 20 MEUR, joiden arvo laskee verokannan laskun myötä. Tämä aiheuttaa arviomme mukaan noin 2 MEUR:n positiivisen laskennallisen tulosvaikutuksen, joka näkyy tuloslaskelmassa verorivillä. Olemme huomioineet erän vuoden 2027 tuloksessa. Muutoksella ei ole välitöntä kassavirtavaikutusta, mutta se laskee tulevaisuudessa maksettavia veroja. Ennustamme liikevoiton paranemisen ja tämän teknisemmän muutoksen ajavan myös oik. osakekohtaisen tuloksen kasvua 0,88 euroon vuonna 2027. Tämä mahdollistaa ennusteissamme osingon nousun 0,55 euroon. Verojen normalisoituessa vuonna 2028, ennustamme osakekohtaisen tuloksen jäävän vuoden 2027 tasoon.

Pääoman tuotto on hyvällä tasolla

Uudelle yhtiölle ei ole raportoitu vertailukelpoista tasetta, joten pääoman tuottoja voidaan tarkastella lähinnä tulevaisuuden osalta. Lassila & Tikanojan sijoitetun pääoman tuotto tulee ennusteidemme pohjalta olemaan lähivuosina hieman yli 10 %. Velkavivun käytön ansiosta oman pääoman tuotto asettuu noin 15 %:iin. Nämä luvut tarkoittavat, että yhtiö pystyy tuottovaatimuksiimme parempiin pääoman tuottoihin ja luo siten arvoa. L&T:llä ei ole enää pääoman tuoton suhteen tavoitetasoa kuten vanhalla L&T:llä. Tämä avaa teoriassa mahdollisuuden

yhtysostoihin, jotka laimentaisivat pääoman tuottoa. Nykyrakenteella uskomme pääoman tuoton pysyvän hyvänä jatkossakin, ja orgaanista kasvua kiihdyttämällä sitä pystyy mielestämme parantamaan edelleen.

Rahavirta ja tase

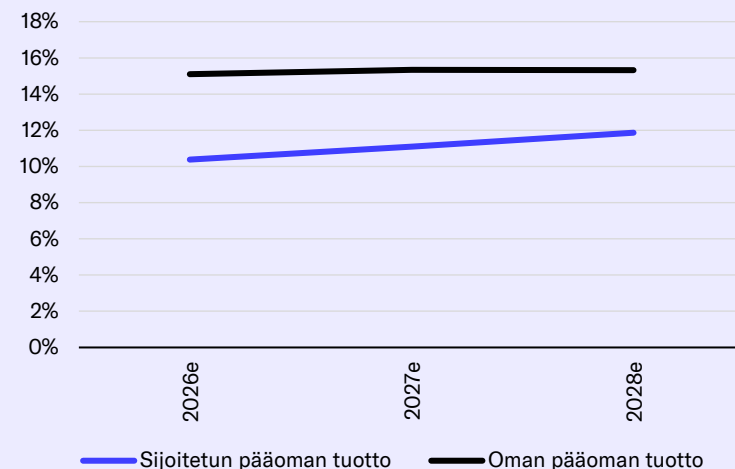
Investointien odotamme pysyvän noin poistojen tasolla. Lähivuosina ne voivat olla matalammatkin, kun yhtiön iso tietojärjestelmämuutos on valmis, mikä laskee investointitasoa. Toisaalta yhtiö todennäköisesti investoi jossain vaiheessa kasvuhankkeisiin. Isompia kasvuinvestointeja ennusteemme eivät kuitenkaan ole. Odotamme yhtiön vapaan kassavirran pysyvän tasaisen hyvänä ja olevan noin 30 MEUR tulevina vuosina. Tästä ennustamme osingonjaon olevan lähivuosina 15-20 MEUR.

Tämä tarkoittaa, että ennusteissamme velka vähenee ja tase vahvistuu asteittain ennusteperiodin aikana. Käytännössä emme usko nettovelka/käyttökateen painuvan selvästi tavoitehaarukan alarajan (1,5x) alle, vaan yhtiö allokoii pääomia joko kasvuinvestointeihin, yritysstoihin tai osinkoihin. L&T:n historia isommista kasvuinvestoinneista tai yritysstoista on melko vähäinen, joten emme näe tällä hetkellä selvää paremmuusjärjestystä näiden kohteiden välillä. Yhtiön kasvutavoite kuitenkin käytännössä vaatii jonkinlaisia kasvuinvestointeja. Toivomme ettei niitä kuitenkaan tehdä, ellei arvonluontipotentiaali ole selvä.

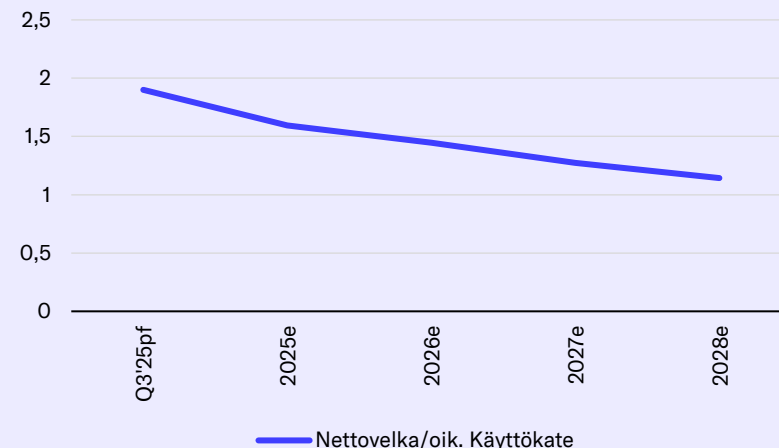
Pidemmän aikavälin ennusteet

Ennustamme L&T:n liikevaihdon kasvavan vuodesta 2029 eteenpäin 2 % vuodessa ja liikevoittomarginaalin olevan 9,5 %:n tasolla. Terminaalijakson kasvuoletuksemme on niin ikään 2 % ja liikevoittomarginaali 8,5 %.

Pääoman tuotot hyvällä tasolla



Nettovelka / oik. käyttökate



Lähde: Inderes

Arvostus (1/3) – Tuotto-odotus on hyvä

Yhteenveto: Tuotto-odotus saa tukea monesta suunnasta

Yhteenvetona toteamme, että L&T:n lähivuosien tuotto-odotus muodostuu tasaisesta osinkotuotosta, maltillisesta tulokasvusta ja kertoimien nousupotentiaalista. Osakkeen arvostustaso on monilla mittareilla pikemminkin edullinen kuin kallis, mutta kertoimien nousu voi vaatia nykyistä selkeämpää näkymää liikevaihdon ja tuloksen kasvuun. Yhtiö on mielestämme myös hyvin potentiaalinen yritysostokohde. Toteutuessaan yritysosto oletettavasti nostaisi arvostuksen kertaheitolla korkeammaksi.

L&T:n tasainen tulos- ja kassavirtakehitys tekee useiden perinteisten arvostusmetodien käytön suhteellisen helpoksi. Se mahdollistaa sekä DCF-mallin että tulospohjaisen arvostuksen käytön ja tekee myös osinkotuotosta ennustettavaa. Käyvän arvon haarukka yhtiölle on mielestämme 8-9,5 euroa osakkeelta perustuen DCF-malliin, verrokkiarvostukseen ja arvioimiimme hyväksytyihin kertoiimiin.

Tulospohjainen arvostus on edullinen

Uusi L&T on ennusteillamme arvostettu EV/EBIT-pohjaisesti noin 10x vuosina 2025-26. Hyväksyttävänä EV/EBIT-kertoimena näemme yhtiölle 12-13x, joten nykyarvostus on mielestämme edullinen. Tämä arvostustaso tosin todennäköisesti vaatii vähintäänkin näkymää tulokasvusta, jota emme usko yhtiön tarjoavan vielä vuonna 2026. EV/EBIT 10x on kuitenkin absoluuttisesti ottaen mielestämme vaatimaton kerroin L&T:n kaltaiselle tasaiselle yhtiölle.

EV/EBIT-luvun osalta tulee huomioida vielä erikseen L&T:n omistus osakkuusyritys Laaniassa, joka raportoidaan liikevoiton alapuolella. Se on tuottanut L&T:lle 2023-25 2-4 MEUR tulosta vuodessa. L&T:n taseessa Laania –omistus

on arvioitu 19 MEUR:n arvoon, mutta meidän arviomme on lievästi korkeampi, 25 MEUR. Laania ei siis vaikuta ratkaisevasti arvostukseen, mutta mielestämme korostaa EV/EBIT-kertoimen edullisuutta.

P/E-luvulla L&T on hinnoiteltu vuosien 2025-26 tuloksella 11x, mikä on mielestämme niin ikään vaatimaton taso. Hyväksyttävänä haarukkana P/E-luvulle näemme 12-14x.

L&T:n nettotulos vastaa varsin hyvin sen vapaata kassavirtaa, joten vapaa kassavirtatuotto on karkeasti P/E:n käänteisluku eli noin 9 % vuonna 2025, mikä on hieman yli tuottovaatimuksemme.

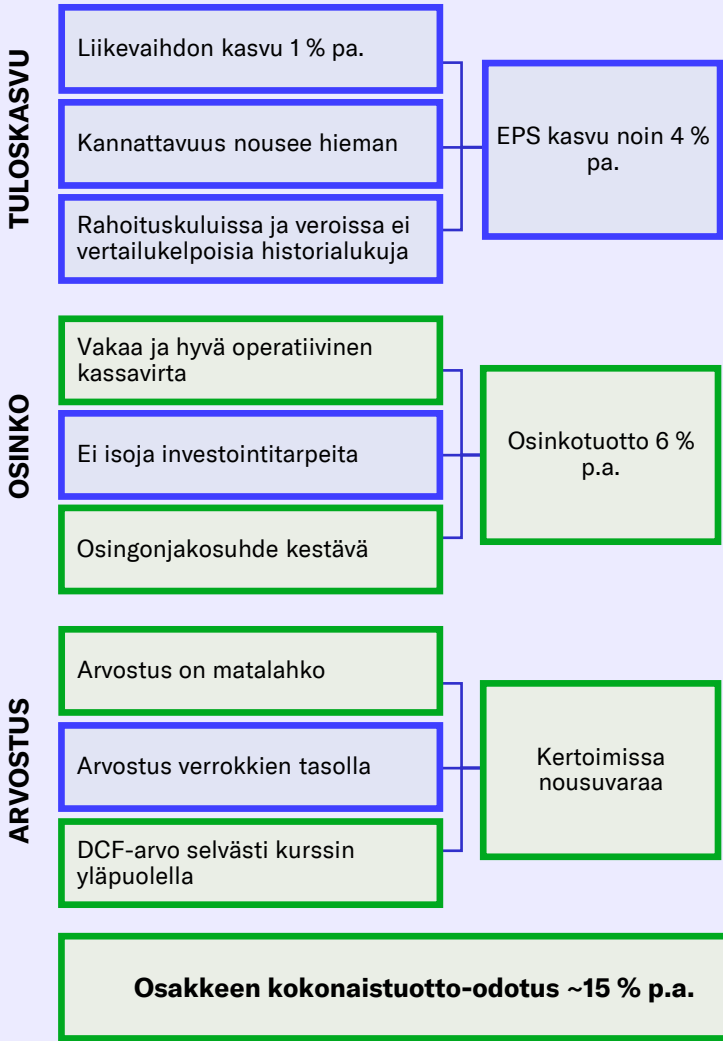
L&T tarjoaa nykykurssilla ja kestävällä noin 60-70 % osingonjakosuhteella noin 6 %:n osinkotuoton. Mikäli yhtiö ei tee merkittäviä yritysostoja, voi osingonjako nousta korkeammaksikin. Kuten aiemmin raportissa on todettu, yhtiön kasvutavoitteet kuitenkin vaativat joko orgaanisia investointeja tai yritysostoja, joten ne ovat arviomme mukaan yhtiölle ensisijaisia pääoman käytön kohteita. Osingonjakosuhteen nostaminen lähemmäs 100 %:a tai ylimääräisten osinkojen jakaminen on mielestämme epätodennäköisempää.

DCF-malli tarjoaa nousuvaraa

Vakaan toimialan, tasaisen kasvun ja melko hyvin ennustettavan liiketoiminnan takia DCF-malli on mielestämme L&T:lle relevantti arvonmääritysmenetelmä. DCF-mallin ennusteet on käyty läpi jo ennusteosassa. Koska uudella L&T:llä ei ole vertailukelpoista historiallista tasetta, eikä myöskään todellisia tulos/kassavirtalukuja vuodelle 2025, olemme joutuneet tekemään oletuksia niiden suhteen. Tämä lisää jonkin verran epävarmuutta DCF:n arvoon, jonka pitäisi selkeytyä, kunhan vuoden 2025 luvut julkaistaan.

Osaketuoton ajurit 2025-2028e

Positiivien Neutraali Negatiivinen



Arvostus (2/3)

Koska yhtiö on hyvin defensiivinen ja tasainen, käytämme tuottovaatimuksena (WACC) suhteellisen alhaista 8,0 %:n tasoa. Noin 50 % rahavirroista syntyy vuoden 2034 jälkeen eli terminaalijaksolla.

DCF-mallimme antaa L&T:n velattomaksi arvoksi noin 490 MEUR, joka arvioimamme velkamäärän jälkeen tarkoittaa osakepääoman arvoksi noin 340 MEUR eli noin 8,9 euroa osakkeelta. DCF-arvo tarjoaa siis nousuvaraa nykyiseen kurssitasoon nähden.

Arvostus verrokkiryhmän tasoa vuodelle 2026

Lassila & Tikanojan liiketoimintojen keskittyessä kiertotalouteen, ja pitkälti jätehuoltoon, sille on aiempaa helpompi löytää verrokkeja. Täysin vastaavia yhtiöitä on kuitenkin edelleen rajallisesti. Olemme valinneet verrokkiryhmään seuraavat yhtiöt: **Seche Environnement** on ranskalainen jätehuolto- ja ympäristöpalveluyritys. Se on erikoistunut vaarallisten ja vaarattomien jätteiden käsittelyyn, hyödyntämiseen ja varastointiin. **Veolia** tarjoaa laajoja palveluita vesi-, jäte- ja energiahuollon aloilla. **Befesa** on eurooppalainen teollisuusjätteiden hallintaan keskittyvä yritys. Se on erikoistunut teräs- ja alumiiniteollisuuden vaarallisten jätteiden kierrätykseen. **Derichebourg** on ranskalainen ympäristö- ja yrityspalvelukonserni. Ympäristöpalveluihin kuuluvat kierrätys ja jätehuolto, kun taas yrityspalvelut kattavat muun muassa kiinteistöhuollon ja henkilöstövuokrauksen.

Näistä Veolia on selvästi L&T:tä suurempi ja toimii monilla eri aloilla. Muut kolme ovat kokoluokaltaan lähempänä L&T:tä. Befesa ja Derichebourg painottuvat vahvemmin metallijätteisiin. Siten näemme Sechen parhaimpana yksittäisenä verrokkina L&T:lle. Yhtiön omista materiaaleissa

mainitaan myös Rentokil, mutta se on mielestämme kokoluokaltaan, liiketoimintamalliltaan ja liiketoiminta-alueiltaan selkeästi L&T:stä poikkeava, eikä siten kovin hyvä verrokki.

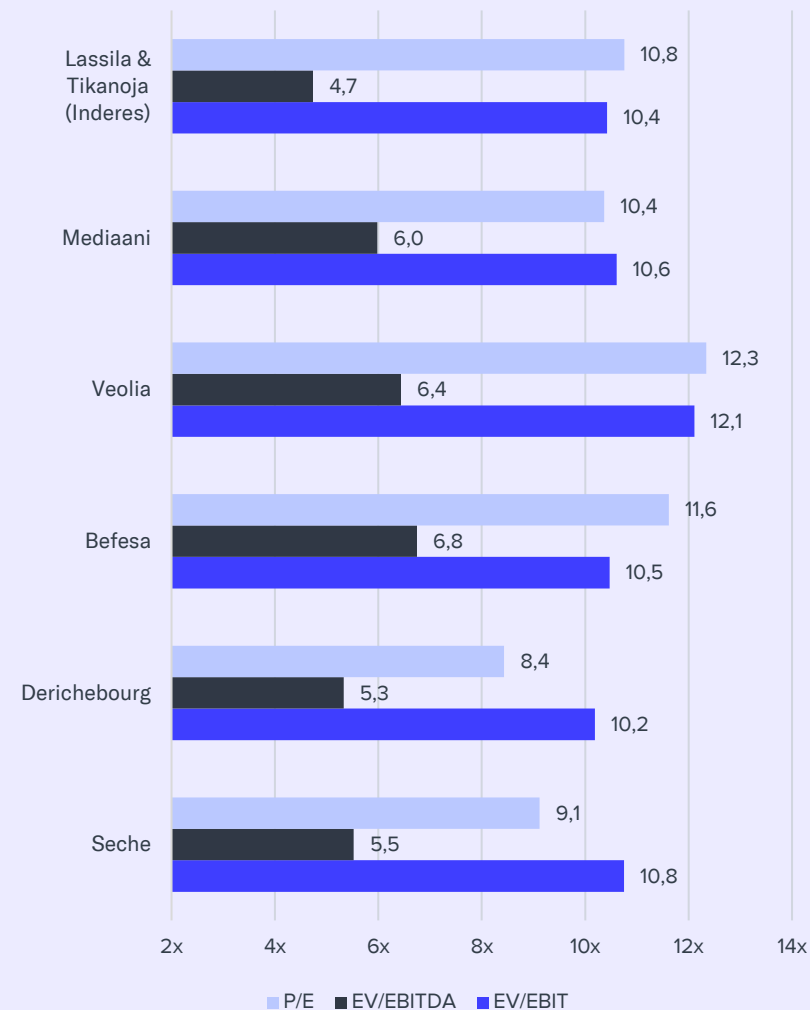
Olemme jättäneet pois vertailuryhmästä myös vanhassa L&T:ssä verrokkeina mukana olleet USA:laiset jätehuollon yhtiöt. Nämä ovat L&T:tä huomattavasti suurempia ja toimivat markkinadynamiikaltaan erilaisella markkinalla. Niiden arvostuskertoimet ovat tyypillisesti selvästi eurooppalaisia yhtiöitä korkeammat, emmekä kokonaisuutena näe niitä järkevänä vertailukohtana L&T:lle.

Nykyisen melko suppean verrokkiryhmän mediaani EV/EBIT vuodelle 2025 on noin 12x ja P/E 13x, molemmat 15-20 % L&T:tä korkeammalla tasolla. Vuoden 2026 kertoimilla L&T:n arvostus on kuitenkin pitkälti samaa tasoa kuin verrokkiryhmällä eli sekä EV/EBIT:n että P/E:n osalta noin 10,5x. Osinkotuotto verrokkiryhmällä on 3 %:n luokkaa eli selvästi L&T:tä matalampi. Kokonaisuutena näemme L&T:n arvostuksen suhteessa verrokkeihin maltillisena, mutta suhteellisen neutraalina.

Tasepohjainen arvostus neutraali

L&T:n P/B-luku laskee lähivuosina asteittain vuoden 2025 1,8x -tasolta. Oman pääoman tuotto on ennusteissamme noin 15 %, joka 8,5 %:n oman pääoman tuottovaatimukseemme suhteutettuna viittaa 1,7-1,8x P/B-luvun olevan perusteltu. Tasepohjainen arvostus viittaa siten arvostuksen olevan neutraalihko.

Verrokkiryhmän arvostus



Arvostus (3/3)

Yritystojen potentiaali

Kuten aiemmin mainittu, L&T:n strategiaan kuuluu yritysostot, ja se on niitä historiassa tehnyt lukumääräisesti melko paljon, joskin tyypillisesti kohteet ovat olleet hyvin pieniä liikevaihdoltaan (alle 5 MEUR). Myös aktiviteetti on viimeisen viiden vuoden aikana ollut selvästi aiempaa vähäisempää.

Velkaantumistavoitteensa puitteissa L&T:llä on arviomme mukaan vuoden 2025 lopun tilanteeseen verrattuna mahdollisuus noin 80 MEUR:n lisävelan ottamiseen. Tämä voisi ostetun yrityksen arvostuskertoimista riippuen tarkoittaa karkeasti 4-8 MEUR liiketuloksen lisäystä eli 10-20 % nykytasoon. Olettamalla 5 %:n korkokulun, tämä tarkoittaisi noin 0-12 %:n lisäystä osakekohtaiseen tulokseen. Onnistunee(i)lla yritysosto(i)lla voisi siis olla positiivinen vaikutus myös yhtiön arvoon.

Huomioimme kuitenkin että historiallisesti L&T on tehnyt vain pari isompaa yritysostoa (sisältäen Kiinteistöpalveluiden kaupat), eikä niillä ole onnistuttu mielestämme luomaan arvoa. Selvästi suurin yksittäinen kauppa historiassa on Kiinteistöpalveluiden isompi laajentuminen Ruotsiin vuonna 2017. Tämä kauppa epäonnistui, sillä tulos on ollut siellä viime vuodet tappiolla ja kaupasta syntynyttä liikearvoa alaskirjattiin. Nyt L&T harkitsee vastaavasti kiertotaloustoimintojen laajentamista vahvemmin Ruotsiin yritysostoin. Kuten aiemmin totesimme, toivomme tämän toteutuvan asteittain pienemmillä yrityskaupoilla, sillä suuremmassa kaupassa on luonnollisesti selvästi enemmän riskiä. Pienemmistä yrityskaupoista historiassa kertynyt liikevaihto/-voitto on taas osittain kompensoinut muun liiketoiminnan pienemistä, eikä siten ole suoraan kasvattanut yhtiön tulosta, mikä on

tasaista liikevoittohistoriaa katsoessa helposti havaittavissa.

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

Fokusoidumpi yhtiö on myös selvä yritysostokohde

L&T:n jakaannuttua kahteen yhtiöön molempien fokus on huomattavasti selkeämpi. Uskomme uuden L&T:n olevan potentiaalinen yritysostokohde seuraavista syistä: sillä on vahva markkina-asema Suomessa, se on kohtuullisen kokoinen, mutta kuitenkin pieni kohde esim. kansainvälisille ostajille, ja omistusrakenne on hajautunut. Kiertotalouden ja jätehuollon alalla on ollut runsaasti yrityskauppa-aktiviteettia viime vuosina. Hyvän ja tasaisen kassavirran vuoksi ala (ja myös L&T) sopii hyvin myös pääomasijoittajille, jotka ovatkin Euroopassa monessa alan yhtiössä omistajana.

Tänä vuonna esim. brittiläinen Renewi ostettiin pois pörssistä pääomasijoittajan toimesta, ja aiemmin raportissa mainittu NG Nordic on pääomasijoittajan nykyisin omistama entinen Fortumin Recycling & Waste -liiketoiminta. Samoin esim. Sortera ja Urbaser ovat pääomasijoittajien omistuksessa.

Viime vuosina kaupoissa maksetut hinnoittelukertoimet vaihtelevat melko paljon, joten selkeää ”yrityskauppa-arvostusta” on vaikea antaa, mutta näemme L&T:n nykyisen arvostuksen olevan maltillinen ja jonkinlaisen preemion maksaminen sen päälle mahdollisessa yrityskaupassa on mielestämme hyvinkin realistinen vaihtoehto. Tämä on mielestämme yksi sijoittajan tuotto-odotusta tukeva mahdollisuus.

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	8,20	8,20	8,20
Osakemäärä, milj. kpl	38,2	38,2	38,2
Markkina-arvo	313	313	313
Yritysarvo (EV)	430	417	399
P/E (oik.)	10,7	10,8	9,3
P/E	11,8	11,6	9,9
P/B	1,8	1,7	1,6
P/S	0,7	0,7	0,7
EV/Liikevaihto	1,0	1,0	0,9
EV/EBITDA	4,9	4,7	4,5
EV/EBIT (oik.)	10,5	10,4	9,5
Osinko/tulos (%)	64,5 %	63,4 %	60,4 %
Osinkotuotto-%	5,5 %	5,5 %	6,1 %

Lähde: Inderes

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
			2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e
Seche	570	1602	13,6	10,8	6,3	5,5	1,3	1,2	12,6	9,1	1,8	2,0	1,4
Derichebourg	1089	1776	11,4	10,2	5,7	5,3	0,5	0,5	9,4	8,4	2,3	2,9	1,0
Befesa	1168	1781	11,6	10,5	7,3	6,8	1,4	1,3	13,3	11,6	3,4	4,0	1,3
Veolia	22066	48179	12,9	12,1	6,9	6,4	1,1	1,0	13,5	12,3	5,1	5,6	1,7
Lassila & Tikanoja (Inderes)	313	430	10,5	10,4	4,9	4,7	1,0	1,0	10,7	10,8	5,5	5,5	1,8
Keskiarvo			12,4	10,9	6,5	6,0	1,1	1,0	12,2	10,4	3,1	3,6	1,3
Mediaani			12,3	10,6	6,6	6,0	1,2	1,1	12,9	10,4	2,8	3,5	1,4
Erotus-% vrt. mediaani			-14 %	-2 %	-25 %	-21 %	-13 %	-10 %	-17 %	4 %	93 %	59 %	29 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25e	2025e	Q1'26e	Q2'26e	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	424	90	110	116	109	425	92	112	112	109	425	430	439
Käyttökate	83,9	14,5	25,5	26,4	20,5	86,9	14,5	23,5	27,5	22,5	88,0	89,1	90,2
Poistot ja arvonalennukset	-43,4	-12,0	-12,0	-12,4	-12,5	-48,9	-12,5	-12,5	-12,5	-12,5	-50,0	-49,1	-48,2
Oik. EBITA	44,5	2,9	14,0	14,5	9,5	40,9	2,5	11,5	15,5	10,5	40,0	42,0	44,0
Liikevoitto	40,5	2,5	13,5	14,0	8,0	38,0	2,0	11,0	15,0	10,0	38,0	40,0	42,0
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	3,2	1,7	-0,5	-0,2	0,8	1,8	1,4	-0,2	-0,2	1,0	2,0	2,0	2,0
Nettorahoituskulut	-4,8	-1,6	-1,8	-1,8	-1,8	-7,0	-1,7	-1,7	-1,6	-1,6	-6,6	-6,0	-6,0
Tulos ennen veroja	38,9	2,6	11,2	12,0	7,0	32,8	1,7	9,1	13,2	9,4	33,4	36,0	38,0
Verot	-7,4	-0,5	-2,2	-2,4	-1,2	-6,4	-0,1	-1,9	-2,7	-1,7	-6,3	-4,4	-6,6
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	31,5	2,1	9,0	9,6	5,8	26,4	1,6	7,2	10,5	7,7	27,1	31,6	31,4
EPS (oikaistu)	0,93	0,06	0,25	0,26	0,18	0,76	0,06	0,20	0,29	0,22	0,76	0,88	0,88
EPS (raportoitu)	0,82	0,05	0,23	0,25	0,15	0,70	0,04	0,19	0,28	0,20	0,71	0,83	0,82

Tunnusluvut	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25e	2025e	Q1'26e	Q2'26e	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	0,4 %					0,1 %	2,2 %	1,9 %	-3,4 %	0,0 %	0,0 %	1,2 %	2,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	9,9 %					-8,1 %	-13,8 %	-17,9 %	6,9 %	10,5 %	-2,2 %	5,0 %	4,8 %
Käyttökate-%	19,8 %	16,2 %	23,2 %	22,7 %	18,8 %	20,5 %	15,8 %	21,0 %	24,5 %	20,6 %	20,7 %	20,7 %	20,6 %
Oikaistu liikevoitto-%	10,5 %	3,2 %	12,7 %	12,5 %	8,7 %	9,6 %	2,7 %	10,3 %	13,8 %	9,6 %	9,4 %	9,8 %	10,0 %
Nettotulos-%	7,4 %	2,3 %	8,2 %	8,3 %	5,3 %	6,2 %	1,8 %	6,5 %	9,4 %	7,1 %	6,4 %	7,4 %	7,2 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	379	383	382	377	374
Liikearvo	118	119	123	123	123
Aineettomat hyödykkeet	28,6	35,1	37,2	34,2	31,4
Käyttöomaisuus	214	210	201	197	194
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	17,6	18,9	20,9	22,9	24,9
Muut sijoitukset	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Muut pitkäaikaiset varat	0,9	0,4	0,4	0,4	0,4
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	75,2	69,5	110	90,7	91,7
Vaihto-omaisuus	7,7	9,2	8,5	8,5	8,6
Muut lyhytaikaiset varat	10,5	9,0	10,0	10,0	10,0
Myyntisaamiset	54,6	49,4	53,1	55,2	55,9
Likvidit varat	2,4	1,9	38,5	17,0	17,2
Taseen loppusumma	454	453	492	468	466

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	251	252	177	187	201
Osakepääoma	251	252	150	150	150
Kertyneet voittovarot	0,0	0,0	26,7	36,6	51,0
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	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	89,4	87,0	212	148	136
Laskennalliset verovelat	20,6	21,7	21,7	21,7	21,7
Varaukset	7,3	6,4	6,4	6,4	6,4
Korolliset velat	48,3	45,5	170	107	94,4
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	13,2	13,4	13,4	13,4	13,4
Lyhytaikaiset velat	114	114	104	133	129
Korolliset velat	16,7	23,8	10,0	38,7	33,3
Lyhytaikaiset korottomat velat	96,5	89,4	93,4	93,4	94,6
Muut lyhytaikaiset velat	0,5	0,7	0,7	0,7	0,7
Taseen loppusumma	455	453	492	468	466

Huom! Historialliset taseluvut eivät ole mm. oman pääoman ja velan suhteen vertailukelpoisia ennusteiden kanssa

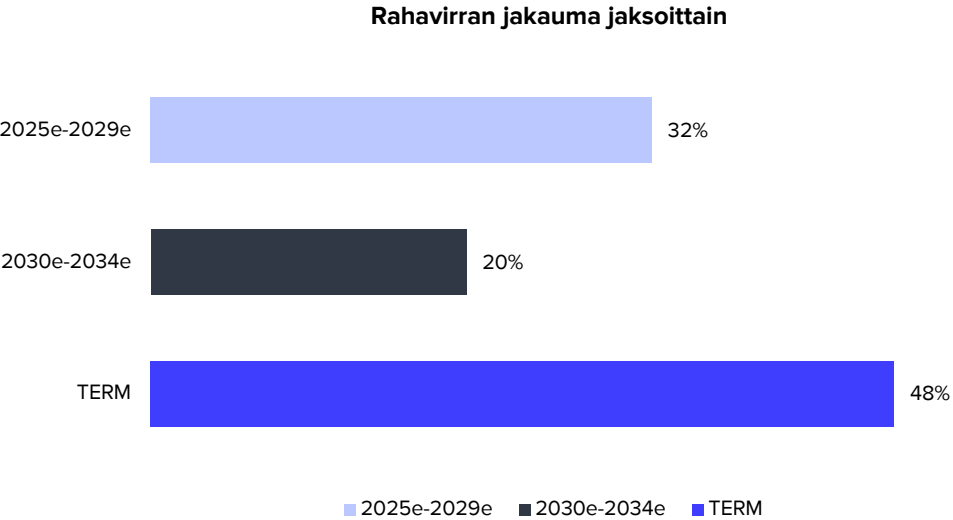
DCF-laskelma

	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	0,4 %	0,1 %	0,0 %	1,2 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	9,6 %	9,0 %	8,9 %	9,3 %	9,6 %	9,5 %	9,5 %	9,5 %	9,5 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %
Liikevoitto	40,5	38,0	38,0	40,0	42,0	42,5	43,4	44,2	45,1	41,2	42,0	
+ Kokonaispoistot	43,4	49,2	50,0	49,1	48,2	47,9	47,8	47,9	48,2	48,6	49,2	
- Maksetut verot	-6,3	-6,2	-6,3	-4,4	-6,6	-6,6	-6,8	-7,0	-7,1	-6,4	-7,6	
- verot rahoituskuluista	-1,0	-1,4	-1,3	-0,8	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	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	-1,7	0,0	-2,1	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	
Operatiivinen kassavirta	74,9	79,6	78,3	84,3	83,2	83,3	83,9	84,8	85,8	83,0	84,2	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-46,3	-46,0	-43,0	-43,8	-46,6	-47,4	-48,3	-49,2	-50,0	-51,0	-56,8	
Vapaa operatiivinen kassavirta	27,9	33,6	35,3	40,5	36,6	35,8	35,6	35,6	35,7	32,0	27,4	
+/- 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	27,9	33,6	35,3	40,5	36,6	35,8	35,6	35,6	35,7	32,0	27,4	464
Diskontattu vapaa kassavirta		33,6	32,7	34,7	29,0	26,3	24,2	22,4	20,8	17,2	13,7	232
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		487	453	420	386	357	330	306	284	263	246	232
Velaton arvo DCF		487										
- Korolliset velat		-154										
+ Rahavarat		1,9										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-19										
Oman pääoman arvo DCF		340										
Oman pääoman arvo DCF per osake		8,9										

Pääoman kustannus (WACC)

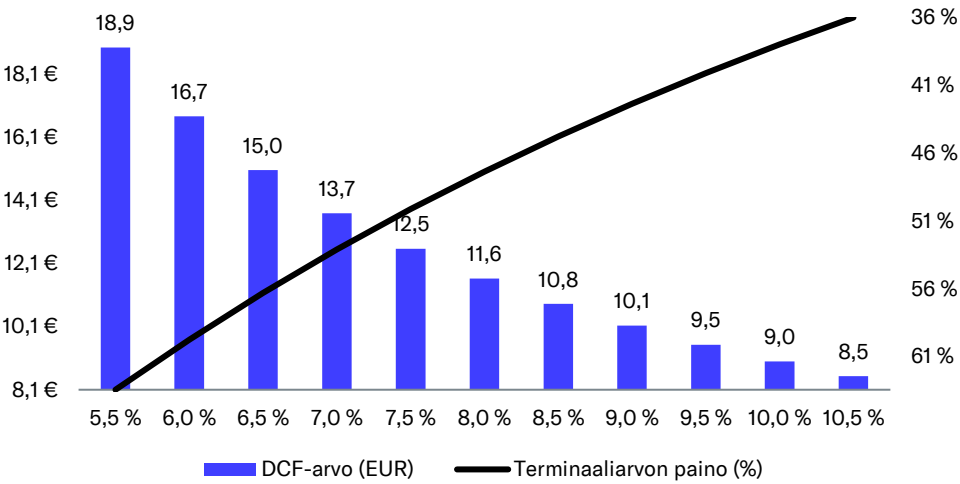
Vero-% (WACC)	18,2 %
Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,15
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,50 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	8,5 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,0 %

Lähde: Inderes

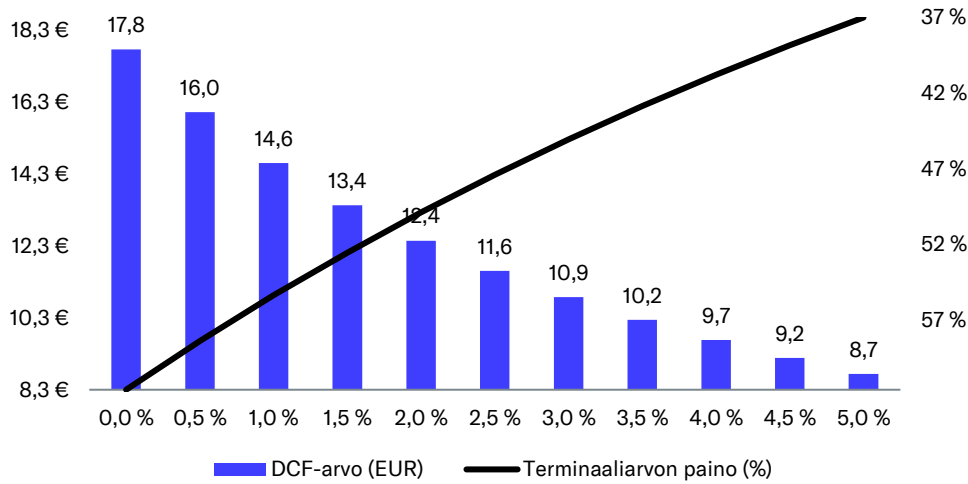


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

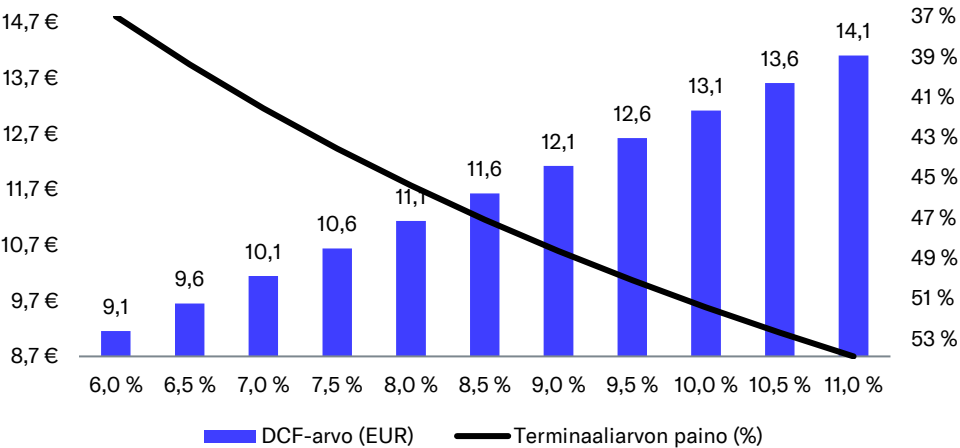
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



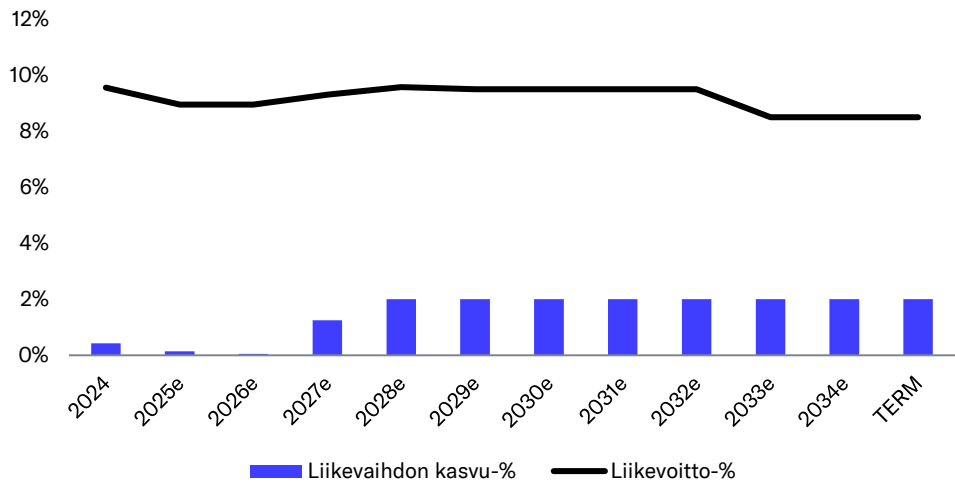
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



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

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e	Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	450,9	422,1	423,9	424,5	424,7	EPS (raportoitu)	0,93	0,85	0,82	0,70	0,71
Käyttökate	84,0	80,7	83,9	87,2	88,0	EPS (oikaistu)	0,92	0,91	0,93	0,77	0,76
Liikevoitto	44,6	38,3	40,5	38,0	38,0	Operat. Kassavirta / osake	2,29	2,78	1,96	2,08	2,05
Voitto ennen veroja	43,8	39,0	38,9	32,9	33,4	Operat. Vapaa kassavirta / osake	-7,06	1,06	0,73	0,88	0,92
Nettovoitto	35,5	32,4	31,5	26,7	27,1	Omapääoma / osake	6,75	6,58	6,60	4,62	4,88
Kertaluontoiset erät	0,5	-2,2	-4,0	-2,9	-2,0	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,45	0,45
Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e	Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	455,7	454,4	452,9	492,3	467,9	Liikevaihdon kasvu-%	11272400 %	-6 %	0 %	0 %	0 %
Oma pääoma	257,8	251,4	252,1	176,7	186,6	Käyttökatteen kasvu-%		-4 %	4 %	4 %	1 %
Liikearvo	118,2	118,2	118,8	122,8	122,8	Liikevoiton oik. kasvu-%		-8 %	10 %	-8 %	-2 %
Nettovelat	62,2	62,6	67,4	141,5	128,7	EPS oik. kasvu-%		-1 %	3 %	-18 %	0 %
						Käyttökate-%	18,6 %	19,1 %	19,8 %	20,5 %	20,7 %
Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e	Oik. Liikevoitto-%	9,8 %	9,6 %	10,5 %	9,6 %	9,4 %
Käyttökate	84,0	80,7	83,9	87,2	88,0	Liikevoitto-%	9,9 %	9,1 %	9,6 %	9,0 %	8,9 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-8,6	32,8	-1,7	0,0	-2,1	ROE-%	27,5 %	12,7 %	12,5 %	12,4 %	14,9 %
Operatiivinen kassavirta	87,5	106,3	74,9	79,6	78,3	ROI-%	28,1 %	13,1 %	13,7 %	11,7 %	11,6 %
Investoinnit	-378,0	-65,4	-46,3	-46,0	-43,0	Omavaraisuusaste	56,6 %	55,3 %	55,7 %	35,9 %	39,9 %
Vapaa kassavirta	-269,7	40,6	27,9	33,6	35,3	Nettovelkaantumisaste	24,1 %	24,9 %	26,7 %	80,1 %	69,0 %
Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e						
EV/Liikevaihto	0,1	0,1	0,2	1,0	1,0						
EV/EBITDA	0,7	0,8	0,8	4,9	4,7						
EV/EBIT (oik.)	1,4	1,5	1,5	10,5	10,4						
P/E (oik.)	0,0	0,0	0,0	10,7	10,8						
P/B	0,0	0,0	0,0	1,8	1,7						
Osinkotuotto-%				5,5 %	5,5 %						

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 sijoituspäätöstensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

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

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

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
------	---

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin 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 sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n mallisalkussa.

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

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
05/01/2026	Lisää	8,80 €	8,20 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderes demokratisoi sijoittajatiedon yhdistämällä sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Sijoittajille olemme luotetun tiedon analyysipalvelu ja yhteisö, ja pörssiyhtiöille olemme laadukkaan sijoittajaviestinnän kumppani. Yli 500 pörssiyhtiötä Euroopassa hyödyntää sijoittajaviestinnän tuotteitamme ja osakeanalyysipalveluitamme tarjotakseen parempaa sijoittajaviestintää omistajilleen.

Tavoitteemme on olla finanssialan sijoittajalähtöisin yhtiö. Inderes on perustettu vuonna 2009 sijoittajien toimesta, sijoittajia varten. Nasdaq First North -listattuna yhtiönä ymmärrämme asiakkaidemme arjen.

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

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

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

inderes.se

**inde
res.**