

# LASSILA & TIKANOJA

27.06.2025 08.00 EEST



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS  
**LAAJA RAPORTTI**



# Tulos kasvutrendillä, jakautuminen lähestyy

Lassila & Tikanoja (L&T) toimii defensiivisillä markkinoilla ja yhtiöllä on hyvät markkina-asemat. Historiallisesti kasvu on kuitenkin jäänyt vaatimattomaksi, mutta yhtiö on tehnyt tasaista tulosta ja kassavirtaa, jonka uskomme jatkuvan. Uskomme yhtiön pystyvän parantamaan tulostaan 2025-26 etenkin Ruotsin Kiinteistöpalvelujen tuloksen toipumisen myötä. Toisaalta yhtiön todennäköinen jakautuminen luo mielestämme mahdollisuuden arvon kirkastumiseen. Yhtiö on mielestämme maltillisesti arvostettu ja sen riskiprofiili on matala. Toistamme L&T:lle lisää-suosituksen ja 10,5 euron tavoitehinnan.

## Yhtiön jakautuminen suunnitteilla

Lassila & Tikanojan liiketoiminta on jakautunut kahteen osaan: Kiertotaloustoiminnot ja Kiinteistöpalvelut. Yhtiö suunnittelee näiden toimintojen eriyttämistä omiin listattuihin yhtiöihin ensi vuoden alusta alkaen. Tämä olisi mielestämme strategisesti ja yhtiön rakenteen puolesta looginen ratkaisu. L&T:n liiketoiminta on luonteeltaan hyvin defensiivistä ja vakaata. Maantieteellisesti reilut 80 % liikevaihdosta syntyy Suomessa ja loput Ruotsista. Liikevoitosta Ympäristöpalvelut teki viime vuonna noin 70% ja Teollisuuspalvelut noin 30 %, Kiinteistöpalveluiden tuloksen jäädessä nollatasoon Ruotsin tappioiden takia.

## Tulos positiivisella trendillä

Liikevoitto/oikaistu liikevoitto (raportointikäytännöstä riippuen) on vaihdellut 39 MEUR:n ja 55 MEUR:n välillä vuosina 2005-24, keskiarvon ollessa 46 MEUR, joka on myös viimeisen 12 kuukauden ajalta saavutettu taso. Kiertotaloustoiminnot teki 43 MEUR ja Kiinteistöpalvelut 5 MEUR oik. liikevoiton (konsernikulut ja eliminoinnit -2 MEUR). Yhtiön tulos on ollut nousutrendillä viimeiset viisi kvartaalia lähinnä Suomen Kiinteistöpalveluiden tehostamistoimien ajaman vahvan tulosparannuksen ansiosta. Tulostasoa painaa tällä hetkellä

tappiota tekevä Ruotsin Kiinteistöpalvelut, jossa tehostamistoimet ovat käynnissä. Uskomme Ruotsin Kiinteistöpalvelujen tulostason paranevan asteittain ja sen tekevän ensi vuonna lievästi positiivisen oik. liikevoiton. Tämä on lähivuosien tärkein tulosajuri, joskin yhtiöllä käynnissä oleva 8 MEUR:n tulosparannusohjelma tukee myös tuloskehitystä.

Tälle vuodelle yhtiö on ohjeistanut liikevaihdon olevan samalla tasolla ja oik. liikevoiton olevan samalla tasolla tai paranevan. Hyvän alkuvuoden myötä yhtiölle riittää loppuvuodelta vertailukauden tasoinen suoritus, jotta sen koko vuoden tulos paranisi. Odotamme oik. liikevoiton nousevan tänä vuonna 47 MEUR:oon, mutta liikevaihdon laskevan hienoisesti.

Tulosparannus tulee käytännössä pelkästään Ruotsin Kiinteistöpalveluiden tappioiden pienentymisestä, muiden liiketoimintojen tuloksen säilyessä lähes ennallaan. Emme tehneet ennustemuutoksia tässä raportissa.

## Edullinen arvostus, jakautumisesta lisäpotentiaalia

L&T:n tämän vuoden tuloskertoimet ovat mielestämme edulliset (2025 P/E ja EV/EBIT ~10x) etenkin huomioiden, että tulostasoa painaa vielä tänä vuonna Ruotsin Kiinteistöpalveluiden tappiot. Uskomme, että yhtiöllä on potentiaalia parantaa tulostaan kohti 50 MEUR:n tasoa lähivuosina, jolloin arvostus laskee edelleen. Odottamamme tuloskasvun ja hyvän osinkotuoton myötä näemme osakkeen vuosittaisen tuotto-odotuksen olevan yli 10 % lähivuosina. Lisäksi näemme varaa kertoimien nousulle. Arvostukseen voi tulla tukea myös suunnitellusta jakautumisesta kahteen listayhtiöön. Näemme jakautumisen kirkastavan yhtiöiden fokusta niin sijoittajien kuin yhtiön oman toiminnan kannalta, ja mahdollistavan paremmin esim. ostotarjousten tekemisen niistä. Nykyrakenteelle DCF-arvomme on 12 euroa, mikä tarjoaa selkeää nousuvaraa.

## Suositus

### Lisää

(aik. Lisää)

## Tavoitehinta:

**10,50 EUR**

(aik. 10,50 EUR)

## Osakekurssi:

9,30 EUR

## Liiketoimintariski



## Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
<b>Liikevaihto</b>	770,8	766,5	765,8	776,3
<b>kasvu-%</b>	-4 %	-1 %	0 %	1 %
<b>EBIT oik.</b>	43,2	46,7	46,0	48,0
<b>EBIT-% oik.</b>	5,6 %	6,1 %	6,0 %	6,2 %
<b>Nettotulos</b>	-1,7	32,0	34,1	36,6
<b>EPS (oik.)</b>	0,83	0,89	0,89	0,96

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

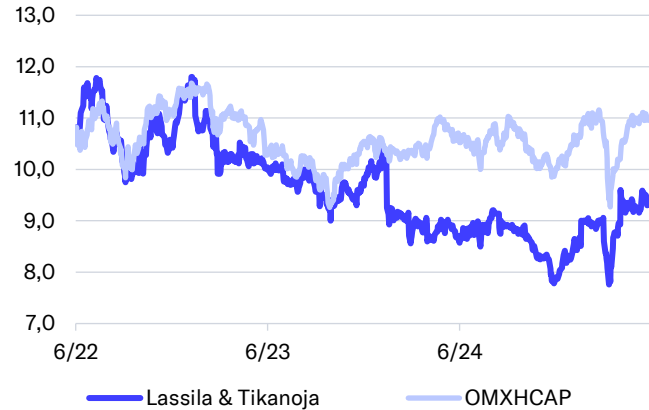
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

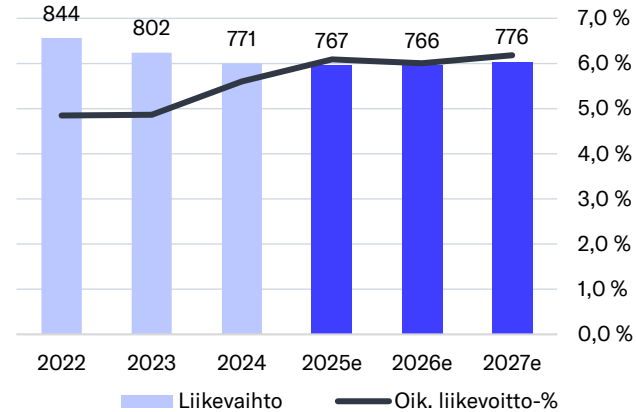
Vuoden 2025 liikevaihdon arvioidaan olevan samalla tasolla edellisvuoteen verrattuna ja oikaistun liikevoiton samalla tasolla tai parempi.

## Osakekurssi



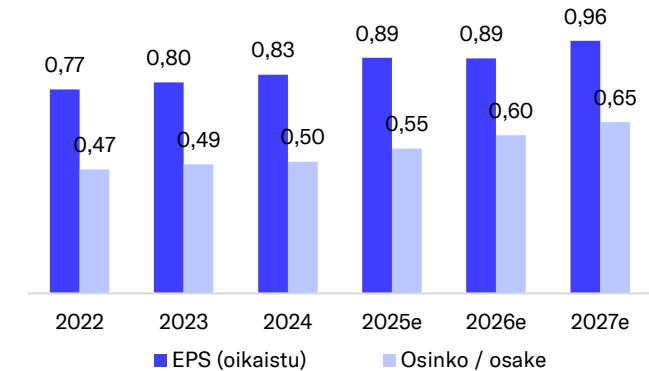
Lähde: Millistream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

## Arvoajurit

- Hyvät markkina-asetat
- Tasainen tulos ja kassavirta
- Ympäristövaatimusten ja -tietoisuuden nousu tukee markkinakasvua
- Ruotsin Kiinteistöpalveluiden tuloskäännö
- Yhtiön mahdollinen jakautuminen voi kirkastaa osien arvoa

## Riskitekijät

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

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
<b>Osakekurssi</b>	9,30	9,30	9,30
<b>Osakemäärä, milj. kpl</b>	38,2	38,2	38,2
<b>Markkina-arvo</b>	355	355	355
<b>Yritysarvo (EV)</b>	454	437	419
<b>P/E (oik.)</b>	10,4	10,4	9,7
<b>P/E</b>	11,1	10,4	9,7
<b>P/B</b>	1,6	1,5	1,4
<b>P/S</b>	0,5	0,5	0,5
<b>EV/Liikevaihto</b>	0,6	0,6	0,5
<b>EV/EBITDA</b>	4,6	4,3	4,0
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	9,7	9,5	8,7
<b>Osinko/tulos (%)</b>	65,7 %	67,2 %	67,8 %
<b>Osinkotuotto-%</b>	5,9 %	6,5 %	7,0 %

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>5-13</b>
Sijoitus- ja riskiprofiili	<b>14-16</b>
Toimiala ja kilpailijat	<b>17-21</b>
Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne	<b>22-23</b>
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	<b>24-26</b>
Ennusteet ja arvonmääritys	<b>27-31</b>
Taulukot ja vastuuvapauslauseke	<b>32-39</b>

# Lassila & Tikanoja lyhyesti

Lassila & Tikanoja on palveluyritys, jonka liiketoiminta jakautuu kahteen toimialaan: Kiertotaloustoiminnot ja Kiinteistöpalvelut. Raporttisegmenttejä on tämän vuoden alusta ollut kolme, Kiinteistöpalveluiden jakautuessa Suomen ja Ruotsin kesken.

## 1905

Perustamisvuosi

## 2001

Nykymuotoinen L&T syntyy, kun Suominen jakaantui erilliseksi yhtiöksi

## 771 MEUR

Liikevaihto 2024

## 43 MEUR (5,6 % liikevaihdosta)

Oikaistu liikevoitto 2024

## 81 / 17 %

Suomi / Ruotsi osuus liikevaihdosta

## 5 980

Henkilöstö keskimäärin 2024 (FTE)

### 2014-2018

Tasaista kehitystä Suomessa

L&T osti Ruotsista reilut 100 MEUR liikevaihtoa tehneen Veolia FM:n vuonna 2017

### 2019-22

Suomen Kiinteistöpalveluiden tulos heikolla tasolla

Puuenergiatoiminta (Biowatti) siirretään Neovan kanssa muodostuneeseen yhteisyritykseen (Laania) Q3'22

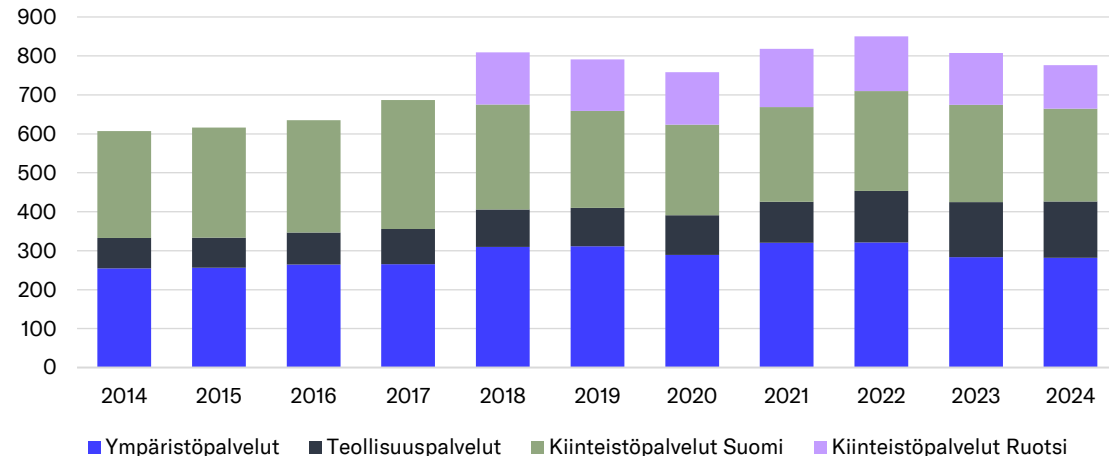
### 2023-24

Suomen Kiinteistöpalvelut tekee vahvan tulokäänteen

Ruotsin Kiinteistöpalvelut raskaasti tappiolla

Suunnitelma listata kiertotaloustoiminnot oman yhtiönä

Liikevaihdon kehitys divisioonittain (MEUR)



Lähde: Lassila & Tikanoja

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/8

## Palveluliiketoimintaa Suomessa ja Ruotsissa

Lassila & Tikanojan liiketoiminta muodostuu pääasiassa erilaisista palveluista kahdella eri osa-alueella: Kiertotaloustoiminnot (johon sisältyy Ympäristöpalvelut ja Teollisuuspalvelut) ja Kiinteistöpalvelut (johon sisältyy Kiinteistöpalvelut Suomi ja Ruotsi). Yhtiö päätti joulukuussa 2024 käynnistää suunnitelman kiertotaloustoimintojen eriyttämiseksi omaan pörssiyhtiönsä. Suunnittelun on arvioitu kestävän noin vuoden, eli jakautuminen voisi toteutua vuoden 2026 alusta. Jakautuminen on mielestämme loogista, sillä toiminnoilla ei ole juuri synergioita ja kiertotaloustoimintojen arvo on osin jäänyt Kiinteistöpalveluiden ongelmien varjoon. Käymme yhtiön palveluvalikoimaa läpi tarkemmin myöhemmin, mutta yleisesti voi todeta yhtiön liiketoiminnan olevan luonteeltaan hyvin defensiivistä ja vakaata.

Kiertotaloustoiminnot tekivät suhteelliselta kannattavuudeltaan noin 10 %:n EBIT-marginaalia vuonna 2024. Kiinteistöpalvelut tekivät kokonaisuutena vain pientä positiivista liikevoittoa, mutta Suomessa tulos ja etenkin pääoman tuotto olivat erittäin hyviä, kun taas Ruotsissa Kiinteistöpalvelut tekivät isoja tappiota. Kiinteistöpalveluissa sijoitettu pääoma on selvästi kiertotaloustoimintoja vähäisempi ja siten matalallakin marginaalilla voidaan päästä hyviin pääoman tuottoihin.

L&T on maantieteellisesti keskittynyt Suomeen, ja vuonna 2024 reilut 80 % liikevaihdosta tuli Suomesta ja loput pääosin Ruotsista (lähinnä Kiinteistöpalveluista). Liiketoiminta Kiinteistöpalveluissa on luonteeltaan varsin paikallista, eivätkä synergiat eri maiden välillä ole mielestämme merkittäviä, kun taas teollisuuspalvelussa osaamista ja kalustoa voidaan hyödyntää osittain eri maissa.

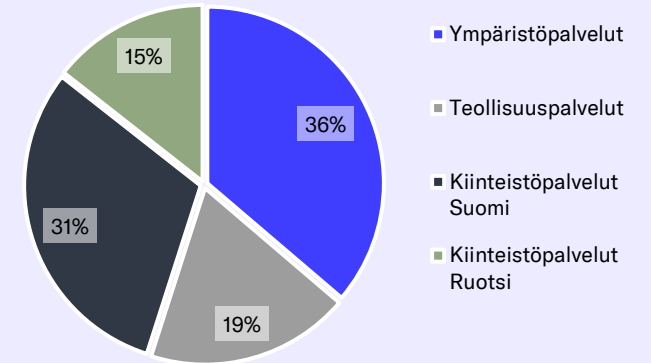
Lassila & Tikanojan asiakkaat ovat pääosin yrityksiä, joskin Ympäristöpalveluissa on myös paljon taloyhtiöasiakkaita. Luonteeltaan yhtiö on kuitenkin B2B-toimija. Vuoden 2024 liikevaihdosta noin 2/3 perustui pidempiin sopimuksiin, mutta myös lähinnä erikseen tilattavista palveluista ja laite- ja materiaalityyminnistä syntyvä loppuosa on varsin vakaata vuodesta toiseen. Laite- ja materiaalityyminnin osuus laski 2022-23 kun Biowatti siirtyi vuoden 2022 puolivälissä yhteisyhtykseen, ja oli vuonna 2024 enää 7 %.

## Fokus on ollut kiertotaloustoiminnoissa

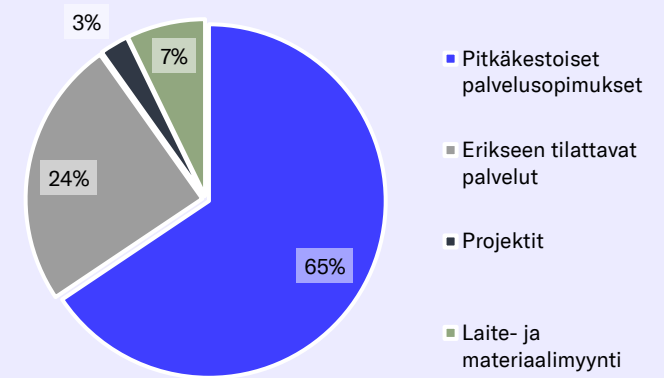
Lassila & Tikanoja on profiloitunut vahvasti kiertotalousyhtiöksi, ja se pyrkii toiminnallaan luomaan ratkaisuja ilmastomuutoksen ja luontokadon torjuntaan sekä kehittämään kestävää taloutta. Tämä tapahtuu esimerkiksi nostamalla asiakkaiden materiaalien kierrätysastetta, palauttamalla jätteitä ja sivuvirtoja hyötykäyttöön sekä parantamalla kiinteistöjen arvoa ja energiatehokkuutta. Syksyllä 2023 päivitetty strategia korostaa entistä selvemmin kiertotaloutta strategisena fokuksena. Yhtiön liiketoimintaa ohjaa myös lainsäädäntö ja muu sääntely, joka asettaa vaatimuksia sekä L&T:n asiakkaille että yhtiön omalle toiminnalle. Tämän suhteen pitkäaikainen trendi on kierrätysvaatimusten lisääntyminen, joka lähtökohtaisesti tukee Lassila & Tikanojan liiketoimintaa. Markkinan kasvutrendin lisäksi L&T:n vahvuus on vahva markkina-asema etenkin Suomessa, jossa se on yhtiön arvion mukaan kaikissa toiminnoissaan kolmen suurimman toimijan joukossa.

Mikäli kiertotaloustoiminnot eriytetään omaksi yhtiöksi, Lassila & Tikanojaan jää Kiinteistöpalvelut, joissa L&T on viime vuodet keskittynyt kannattavuusongelmien korjaamiseen ensin Suomessa ja nyt Ruotsissa.

## Liikevaihto segmenteittäin 2024



## Liikevaihdon jakauma 2024



Lähde: Lassila & Tikanoja

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/8 – Kiertotaloustoiminnot

## Kiertotaloustoiminnot yhdistää Ympäristö- ja Teollisuuspalvelut

L&T kertoi syksyllä 2023 strategiapäivityksensä yhteydessä keskittyvänsä jatkossa vahvemmin kiertotaloustoimintoihin. Näihin sisältyvät vuoden 2024 loppuun asti erillisinä raportoidut Ympäristö- ja Teollisuuspalvelut. Vuoden 2025 alusta nämä raportoidaan yhtenä segmenttinä. Aiempien kahden segmentin toiminta on myös yhtiön sisällä yhdistynyt myynnin ja tukipalvelujen suhteen yhtenäiseksi ja yhtiö on organisoitunut kiertotaloustoiminnoissa kuuteen alueeseen: Jätehuolto, Kiertotalous ja materiaalit, Vaaralliset jätteet, Ympäristörakentaminen, Prosessipuhdistus ja viemärihuolto, sekä Ruotsi (SVB).

Käymme alla kuitenkin läpi kiertotaloustoiminnot jaoteltuna Ympäristö- ja Teollisuuspalveluihin, sillä tällä jaolla on parhaiten tietoa tarjolla. Uskomme yhtiön avaavan enemmän uuden rakenteen mukaista toimintaa loppuvuoden aikana osana yhtiön jakautumisprosessia.

## Ympäristöpalvelut (36 % liikevaihdosta 2024)

Ympäristöpalvelut on sekä liikevaihdolla että liikevoitolla mitattuna Lassila & Tikanojan suurin toimiala, luoden noin 35 % liikevaihdosta ja noin 60 % oikaistusta liikevoitosta 2024. Ympäristöpalveluiden tehtävänä on palauttaa asiakkaiden materiaalit kiertoön mahdollisimman korkealla jalostusasteella. L&T:n kannalta ansainta on lähinnä jätteen keräyksessä ja käsittelyssä, kierrätysraaka-aineiden myymisen ollessa vähäisemmässä roolissa tuloksen tekemisen kannalta. Toimiala sisältää seuraavia palveluita:

- Jätehuolto

- Kiertotalous ja materiaalit

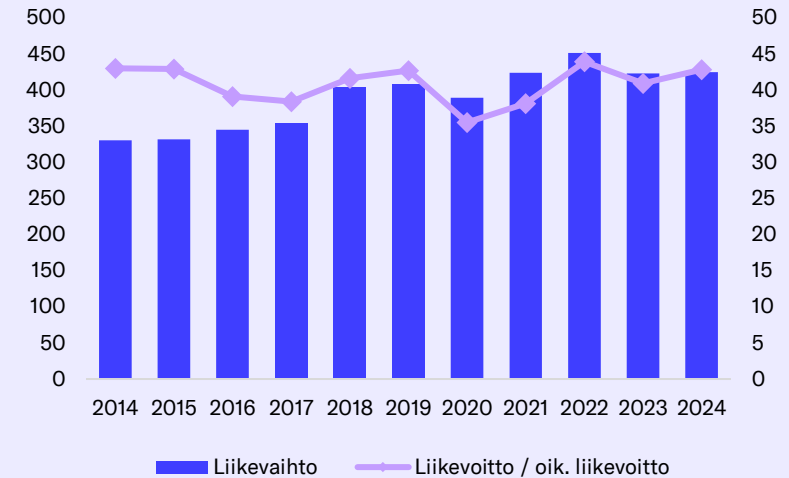
Jätehuolto sisältää jätteiden keräystä ja kierrätystä, pääosin yritysasiakkailta, mutta jonkin verran myös kotitalouksilta. Uuden jätelain myötä kotitalouksien osuus tulee kuitenkin entisestään laskemaan vuoteen 2027 asti, kuten se on tehnyt jo pitkään, kun taas yritysasiakkailta tuleva liikevaihto on kasvanut. Kiertotalous ja materiaalit on jätehuollosta seuraava askel arvoketjussa, jossa kerätty jäte, tai muuten lajiteltuna kierrätykseen saapunut jäte, käsitellään ja/tai jatkojalostetaan uusiorka-aineeksi. Yhtiö toimittaa myös jätehuollon keräysvälineitä (esimerkiksi jätteastiat, puristimet ja paalaimet).

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

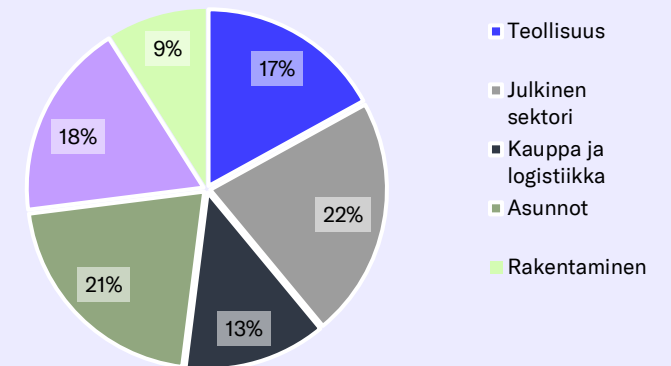
## Vahvat markkina-asetat ja melko tasainen tulostaso

Lassila & Tikanoja ei ole viime aikoina antanut tuoreita arvioita markkinoista, tuoreimpien tietojen ollessa syksyn 2023 pääomamarkkinapäivältä. Yhtiö arvioi tuolloin jätteiden käsittelymarkkinan koon olevan 700 MEUR ja materiaalien käsittelymarkkinan 1,1 mrd. euroa. Ympäristöpalveluiden liikevaihdosta noin 80 % eli 230 MEUR tuli pitkäkestoisista palvelusopimuksista (jätehuolto) ja vajaa 20 % eli 50 MEUR materiaalitynnistä (uusiorka-aine). Näiden lukujen perusteella L&T:llä on jätemarkkinasta yli 30 %:n osuus ja se on selvä johtaja.

## Kiertotaloustoiminnot (MEUR)



## Ympäristöpalvelujen asiakkaat, 2023



Lähde: Lassila & Tikanoja

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/8 – Kiertotaloustoiminnot

Materiaalien käsittelyssä sillä olisi noin 5 %:n osuus, joskin siellä yhtiö kertoo olevansa #1 niissä materiaaleissa, joissa se nykyisin on mukana. Asiakkaita toimialalla on kymmeniä tuhansia ja siten asiakaskohtaiset riskit ovat pienet. Jätemarkkinan kasvuvauhdiksi yhtiö arvioi 0-3 % ja materiaalien käsittelyn 3-5 % vuodessa. Alalle tulon esteet ovat kohtuulliset, sillä etenkin Suomen laajuinen toiminta vaatii kalustoa ja toimipisteitä laajasti ympäri Suomea.

Tulostasoltaan Ympäristöpalvelut on ollut melko tasainen hyvällä tasolla, liiketuloksen ollessa keskimäärin 30 MEUR viimeiset 9 vuotta. Liikevaihdon kasvaessa EBIT-marginaali on tosin luisunut alaspäin lähes 12 %:sta (2016) viime vuosien noin 9,5 %:iin ja samalla absoluuttinen tulos on lievästi laskenut. Tähän on viime vuosina vaikuttanut mm. jätelain muutoksen tuomat negatiiviset vaikutukset sekä ERP-projektin kulut. Arvioimme kestävän kannattavuustason olevan 9- 10 %:n luokkaa ja siten kannattavuus on lähellä potentiaalista tasoaan. Liikevaihdon kehitys on ollut lähinnä orgaanista, mutta vuonna 2021 L&T osti Sihvari-nimisen jätehuollon yrityksen ja Q2'25 alusta lukuihin sisältyy tuore Stenan kuormalavaliiketoiminnan hankinta, joka luo noin 10 MEUR liikevaihtoa vuosittain. Historiallisissa luvuissa näkyy myös Biowatti-toiminnan siirtäminen Ympäristöpalveluihin 2018 ja sieltä pois yhteisyritykseen Q3'22 alkaen.

Ympäristöpalvelut on myös taseen osalta yhtiön suurin toimiala, sitoen noin puolet toimialoille allokoiduista varoista. Tähän sisältyvät esimerkiksi jätehuollon kalusto ja kierrätysasemat. Raskaan taseen myötä sijoitetun pääoman tuotto on viime vuodet olleet noin 13 % eli yhtiön 15 %:n tavoitteen alapuolella.

## Teollisuuspalvelut (19 % liikevaihdosta 2024)

Teollisuuspalvelut on liikevoitoltaan toiseksi suurin, vastaten yli 35 % vuoden 2024 oikaistusta liikevoitosta. Teollisuuspalvelut palauttaa teollisuuden jätteitä ja sivuvirtoja hyötykäyttöön sekä huolehtii teollisuuden prosessien huollosta. Toimialan tärkeimmät palvelut ovat:

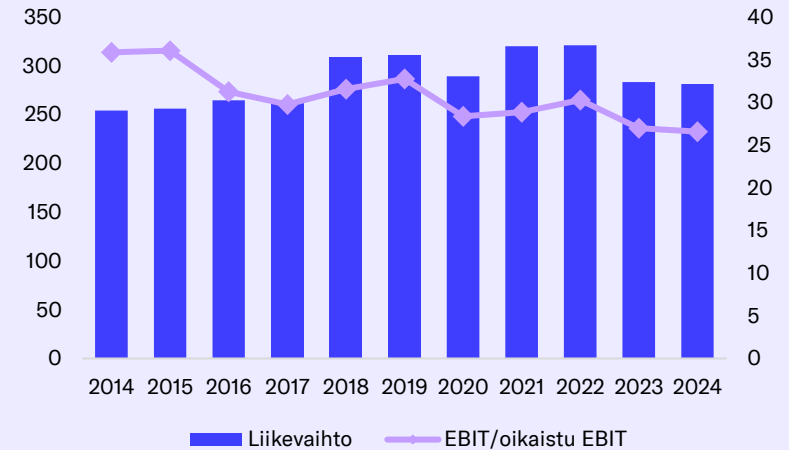
- Prosessipuhdistus, viemärihuolto
- Vaaralliset jätteet
- Ympäristörakentaminen

Näiden lisäksi kiertotaloustoimintojen Ruotsin toiminnot sisältyvät aiemman Teollisuuspalvelut –segmentin alle. Ruotsissa L&T toimii vuoden 2022 alussa ostaneensa SVB-brändin alla.

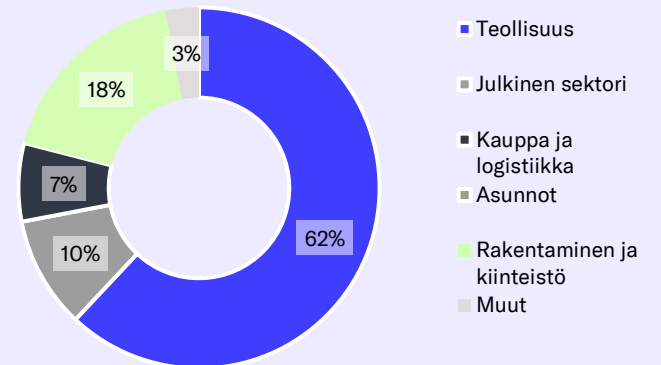
Nimensä mukaisesti näitä palveluita myydään pääasiassa teollisuusyrityksille, mutta myös kaupan alalle, julkiselle sektorille ja rakennusyrityksille sekä viemärihuollon osalta pienessä määrin myös kotitalouksille/asuntoyhtiöille. Arvioimme mukaan prosessipuhdistus on toimialan suurin palvelu.

Teollisuuspalveluiden liikevaihto jakaantuu lähes 50/50 pitkäkestoisiin palveluihin ja erikseen tilattaviin palveluihin, projektien ja materiaalimyyntiin jäädessä vähäisemmiksi. Liikevaihto on historiallisesti kasvanut tasaisesti eikä merkittävää syklistä ole havaittavissa. Kysyntä kuitenkin myötäilee jossain määrin yleistä taloudellista/teollisuuden aktiviteettia, sillä heikommassa taloustilanteessa myös teollisuuden palvelujen kysyntä on hieman vaimeampaa.

## Ympäristöpalvelut (MEUR)



## Teollisuuspalvelujen asiakkaat, 2023



Lähde: Lassila & Tikanoja



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/8 – Kiertotaloustoiminnot

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

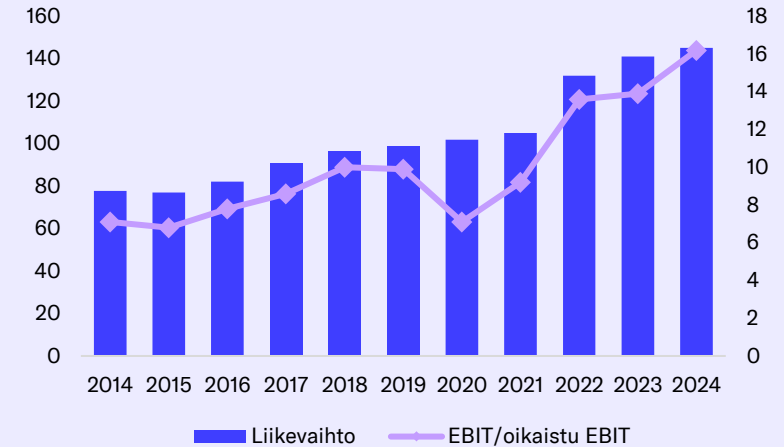
Lassila & Tikanoja arvioi relevantin markkinan kooksi (Suomessa ja Ruotsissa yhteensä) noin 1,1 mrd. euroa ja vuotuiseksi markkinakasvuksi 2-5 %. Näin L&T:n markkinaosuus olisi 10-15 %:n luokkaa.

L&T:n liiketoiminnan ollessa huomattavasti suurempaa Suomessa, arvioimme markkinaosuuden Suomessa olevan 15-20 % ja Ruotsissa alle 5%. Markkina-asema on yhtiön mukaan Suomessa #2 ja Ruotsissa #3-4. Alalle tulon kynnykset ovat huomattavat siihen vaadittavan osaamisen, kaluston ja toimintahistorian/asiakasluottamuksen takia. Ruotsissa yhtiöllä on runsaasti kasvunvaraa.

Teollisuuspalvelut on kasvanut pääosin orgaanisen kasvun voimin, ja EBIT-marginaali on keskimäärin ollut 9-10 % viimeisten 10 vuoden aikana, viime vuonna jopa 11 %. Pääomia sitoutuu lähinnä kalustoon, mutta sijoitettu pääoma toimialalla oli kuitenkin noin 90 MEUR vuoden 2024 lopussa, ja sijoitetun pääoman tuotto oli noin 15 % eli konsernin tavoitteen mukainen. Näin ollen toimialan fokus on uskoaksemme kasvu nykyisellä hyvällä kannattavuus- ja

tuottotasolla.

Teollisuuspalvelut (MEUR)



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/8 – Kiinteistöpalvelut

## Kiinteistöpalvelut Suomi (31 % liikevaihdosta 2024)

Kiinteistöpalvelut Suomi on liikevaihdoltaan noin 30 % yhtiöstä ja oik. liiketuloksesta reilut 20 %. Kiinteistöpalvelut pyrkivät parantamaan asiakkaiden kiinteistöjen arvoa ja tavoittelevat energiatehokkuuden jatkuvaa parantamista kiertotalouden periaatetta tukien. Suomessa kiinteistöpalvelut sisältää seuraavat palvelulinjat suurimmasta pienimpään:

- Siivous ja tukipalvelut
- Kiinteistöhuolto
- Kiinteistötekniikka

Suomessa L&T:n kiinteistöpalvelujen valikoima on kattava, ja asiakas voikin ulkoistaa koko kiinteistön hoidon ja ylläpidon L&T:lle. Käsitksemme mukaan koko valikoiman ostavia asiakkaita on kuitenkin rajallisesti, ja suurin osa ostaa L&T:ltä valikoidusti palveluita. Siivous- ja tukipalveluihin kuuluu siivouksen lisäksi esim. aula-, kokous- ja puhelinvaihdopalveluita. Kiinteistöhuollon palveluihin sisältyy esimerkiksi sisä- ja ulkoalueiden hoitoa sekä teknisiä huoltopalveluita. Kiinteistötekniisiin palveluihin sisältyy esimerkiksi LVI- ja sähköjärjestelmien huoltoa.

Kiinteistöpalveluiden liikevaihdosta yli 70 % perustuu pitkäaikaisiin sopimuksiin ja loput lähinnä erikseen tilattaviin palveluihin, projektien osuus on hyvin pieni. Siivouksessa ja kiinteistöhuollossa sopimuksiin perustuva liikevaihto on käsitksemme mukaan noin 80 %, kun taas kiinteistötekniikassa painottuvat enemmän erilliset tilaukset ja jossain määrin myös projektit. Tälläkin toimialalla asiakasmäärä on iso ja asiakasriski siten hyvin hajautunut.

Sopimukset ovat tyypillisesti 1-3 vuotta pitkiä ja sisältävät usein yhden optiovuoden.

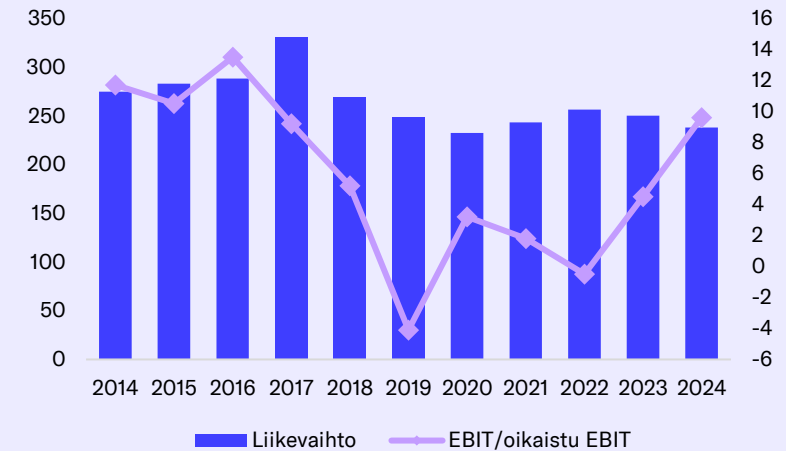
Lassila & Tikanoja arvioi kaikkien palvelulinjojen markkinan yhteenlasketuksi kooksiksi 8,5 mrd. euroa ja markkinakasvuksi 2-4 % vuosittain. Tällä markkinakoolla L&T:n markkinaosuudeksi muotoutuu vajaat 3 %, mikä kuvaa markkinoiden hajautunutta luonnetta. Yhtiö itse arvioi olevansa siivous- ja tukipalveluissa #2-3, kiinteistöhuollossa #3-4 ja kiinteistötekniikassa #7-9. Siivouksen ja kiinteistöhuollon osalta alalle tulon kynnyks on hyvin matala ja siten kilpailijoita on paljon. Kiinteistötekniikalla puolella kynnyks on hieman korkeampi, mutta kilpailukenttä on silti laaja ja varsin hajautunut.

## Kannattavuus on kääntynyt voimakkaasti viime vuosina

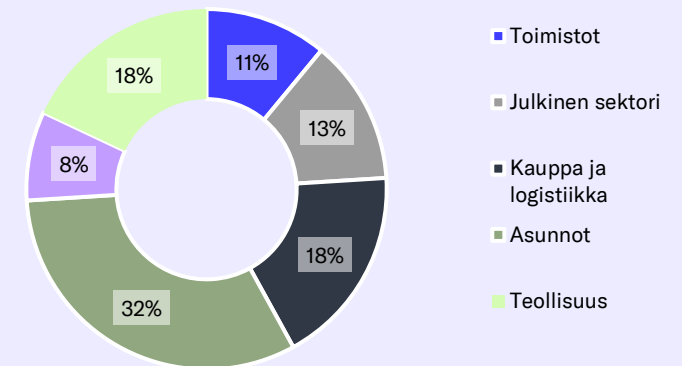
Kiinteistöpalvelut Suomen liikevaihto laski vuosina 2018-2020 asiakasmenetysten ja kiristyneen hintakilpailun myötä. Tämä painoi myös kannattavuutta, joka oli heikolla tasolla, vain lievästi positiivinen oik. liikevoitto vuosina 2020-2021 ja vuonna 2019 ja 2022 jopa negatiivinen oik. liikevoitto. Käsitksemme mukaan haasteita on ollut etenkin kiinteistöhuolto- ja -tekniikkapalvelulinjoilla, kun taas siivouspalvelut on tuottanut kohtuullisesti tai hyvin. Tarkempia numeroita palvelulinjoittain L&T ei kommentoi.

Vuosina 2023-24 yhtiö teki kuitenkin näyttävän käänteen kannattavuudessa, kun oik. liikevoitto nousi 10 MEUR:oon ja sijoitetun pääoman tuotto erittäin vahvalle 50 %:n -tasolle. Tätä tuki mm. vuosia jatkunut tehostaminen ja heikoista sopimuksista luopuminen. Toiminnan kasvattaminen ei vaadi juurikaan lisäpääomia ja olisi siten hyvin arvoa luovaa, jos se onnistutaan tekemään kannattavasti.

## Kiinteistöpalvelut Suomi (MEUR)



## Kiinteistöpalvelut Suomi asiakkaat, 2023



Lähde: Lassila & Tikanoja

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/8 – Kiinteistöpalvelut

## Kiinteistöpalvelut Ruotsi (15% liikevaihdosta 2024)

Kiinteistöpalvelut Ruotsi muodosti noin 17 % L&T:n liikevaihdosta, mutta oik. liikevoitto oli selvästi negatiivinen (7,5 MEUR). Kiinteistöpalvelut Ruotsi pyrkii tukemaan tuottavia kiinteistöjä, joilla on pitkä ja kestävä elinkaari. Ruotsissa L&T:n palveluvalikoima on rajatumpi kuin Suomessa ja sisältää seuraavat palvelut:

- Kiinteistötekniikka
- Siivous ja tukipalvelut

L&T:llä oli aiemmin pieni siivousliiketoiminta Ruotsissa (2024 liikevaihdoltaan noin 25 MEUR), ja vuonna 2017 he ostivat Veolia FM:n nimisen kiinteistötekniikan yrityksen, jonka liikevaihto oli reilu 100 MEUR. Tämän toiminnan liikevaihto on kuitenkin laskenut, sillä koko Ruotsin liiketoiminnan koko oli viime vuonna reilut 110 MEUR. Nykyisin Ruotsissa kiinteistötekniikka vastaa arviomme mukaan vajaat 80 % liikevaihdosta ja siivous ja muut palvelut reilut 20 % eli palveluiden jakauma on varsin erilainen kuin Suomessa.

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

L&T:n liikevaihdosta Ruotsissa vuonna 2023 noin kolmannes oli julkista sektoria (sairaalat ja kunnat), mutta osuus on laskenut selvästi oltuaan yli puolet 2018. Vuoden

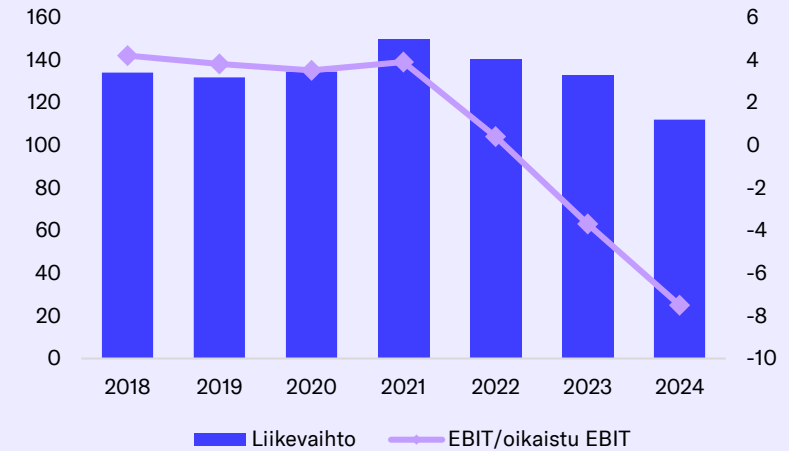
2024 menetetty iso asiakas oli yksityinen, joka on voinut muuttaa painoa taas enemmän julkisen suuntaan. Julkisen puolen sopimukset ovat tyypillisesti useamman vuoden pituisia (jopa yli 5-v) ja ehdoiltaan tiukkoja, mikä on osoittautunut L&T:lle hankalaksi kustannusten noustua selvästi 2022-23.

Yhtiö arvioi kiinteistötekniikan markkinan kooksi noin 3 mrd. euroa ja siivouspalveluiden noin 2 mrd. euroa. Markkinakasvuksi yhtiö arvioi vuosittain 3-5 %, joka on mielestämme korkeahkon kuuloinen. L&T on selvästi haastajan asemassa markkinalla ollen kiinteistötekniisissä palveluissa #4-5 ja siivouspalveluissa vain marginaalinen peluri (>#10) yhtiön arvion mukaan. L&T:llä on kuitenkin vahva asema etenkin sairaaloissa.

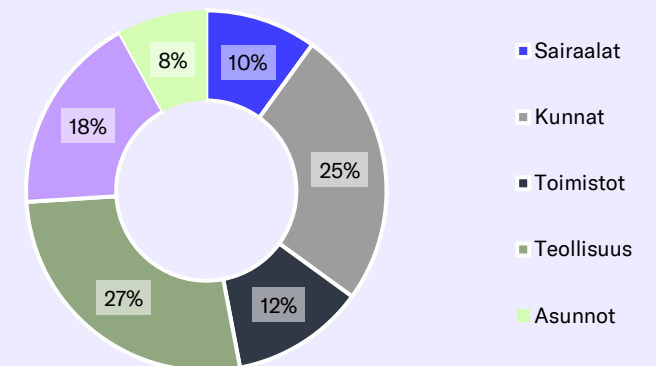
## Ruotsin tulos painui syvemmälle 2024

Ruotsin liikevoitto oli noin 4 MEUR:n tasolla vuosina 2018-2021. Tätä kuormitti kuitenkin noin 2 MEUR:n yrityskauppojen hankintamenon poistot (jotka eivät vaikuta kassavirtoihin), ja ilman niitä EBIT olisi ollut noin 6 MEUR. Kannattavuus kuitenkin tipahti vuonna 2022 nollassa tasolle ja edelleen selvästi tappiolliseksi 2023 johtuen mm. kustannusinflaatiosta, jota ei pystytty siirtämään myyntihintoihin pitkien/jäykkien sopimusten vuoksi (etenkin julkisella sektorilla kuten mainittu yllä). Käsityksemme mukaan pääosa julkisen sektorin sopimuksista onkin viime vuodet ollut tappiollisia, mikä on painanut koko segmentin kannattavuutta. Sopimusten pituuksien vuoksi niiden uusiminen kestää vielä vuosia. Näin ollen kannattavuutta pitää lähivuosina ensisijaisesti omilla tehostamistoimilla, joita onkin tehty aktiivisesti.

## Kiinteistöpalvelut Ruotsi (MEUR)



## Kiinteistöpalvelut Ruotsi asiakkaat, 2023



Lähde: Lassila & Tikanoja

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 7/8

Tämän lisäksi yhtiö menetti 2024 alussa merkittävän asiakkaan, ja kannattavuus heikkeni selvästi vuonna 2024. Tuloksen kääntäminen nousuun on kuitenkin vienyt odotettua pidempään, joskin Q1'25 nähtiin pieni parannus vertailukaudesta. Hankintamenojen poistot loppuvat vuonna 2027, mikä tukee tuolloin raportoituja lukuja. Ruotsin tulostukäänne on koko L&T:n ja etenkin Kiinteistöpalvelujen tuloksen kannalta keskeistä. Emme kuitenkaan odota paluuta aiempien vuosien tulostasoon.

## Konsernin kustannusrakenne

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

Toisaalta tämä tarkoittaa myös sitä, että toiminta ei ole kovin skaalautuvaa eli lisäliikevaihtoa (tai etenkin volyyymia) luodakseen L&T:n tarvitsee myös lisätä kuluja. Tässä suhteessa eräs haaste (etenkin Kiinteistöpalveluissa) on työvoiman saatavuus eli vaikka kasvuhaluja ja -mahdollisuuksia olisi, työvoiman saatavuus voi olla kasvua rajoittava tekijä. Kiertotaloustoiminnoissa on mahdollista tietyissä rajoissa luoda lisämyyntiä myös nykyisillä resursseilla, minkä pitäisi tukea marginaalia. Historiallisesti L&T ei ole kuitenkaan pystynyt tällaiseen marginaalia kestävästi parantavaan kasvuun.

Selkeästi suurin yksittäinen kuluerä yhtiölle on siis

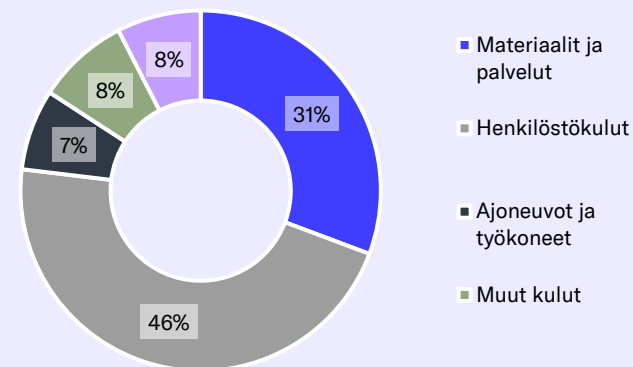
palkkakustannukset, ja siten palkankorotusten taso on yhtiölle oleellinen kustannustekijä. Työvoimavaltaisuus korostuu etenkin Kiinteistöpalveluissa. Kiertotaloustoiminnoissa on jonkun verran aineellista omaisuutta, mutta sielläkin niihin liittyvät kiinteät kulut ovat rajallisia. Eräs merkittävä yksittäinen kuluerä on diesel, jota yhtiö käyttää noin 15 miljoonaa litraa joka vuosi.

Viime vuosien inflatorisessa ympäristössä yhtiö on mielestämme Suomessa pärjännyt kokonaisuudessaan hyvin, vaikka yksittäiset kvartaalit ovat kärsineet hintojen nousun viiveestä suhteessa kustannusten nousuun. Tämä antaa meille luottamusta L&T:n hinnoitteluvoimaan etenkin Kiertotaloustoiminnoissa. Ruotsissa sen sijaan kustannusinflaatio on iskenyt pahasti tulokseen kiinteähintaisten sopimusten takia, kuten edellä kerrottiin.

## Konsernin kassavirtarakenne

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

## Konsernin kustannusrakenne 2024



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 8/8

## Omistusrakenne suhteellisen hajautunut

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 alussa 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 vajaat 15 % ja kotitalouksien omistus suhteellisen korkea, yli 40 %. Yhtiöllä ei siis nähdäksemme ole selkeää valtaa käyttävää yksittäistä pääomistajaa, eikä myöskään yhtään yli 10 %:n osuuden omistavaa. Tämä tekee yhtiöstä teoriassa potentiaalisen yritysostokohteen. Yhtiön monialarakenne on kuitenkin todennäköisesti tehnyt siitä tähän asti vähemmän houkuttelevan ostokohteen. Mahdollisen kahteen yhtiöön jakaantumisen myötä uskomme erillisten yhtiöiden olevan entistä kiinnostavampia myös yritysostokulmaa ajatellen.

## Johdossa kohtuullisia omistuksia

Nykyinen toimitusjohtaja Eero Hautaniemi aloitti L&T:ssä vuoden 2019 alussa. Tätä ennen hän oli 2006-2017 Oriolan toimitusjohtaja ja toimi 2007-2017 L&T:n hallituksessa. L&T:n kehitys on ollut Hautaniemen kaudella vaisuhkoa (tulos polkenut paikallaan 2024:ää lukuun ottamatta ja osakkeen kokonaistuotto on negatiivinen), joskin kautta on

leimannut ailahteleva liiketoimintaympäristö mm. koronan ja voimakaan inflaation myötä. CFO:na on kesästä 2024 alkaen toiminut Joni Sorsanen, jolla on aiempaa taustaa mm. Constilta ja Caverionilta.

Hautaniemellä on 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. Yhtiön hallituksessa kaikilla on jonkinlainen osakeomistus. Hallituksen puheenjohtajalla Jukka Leinosella on reilut 40 000 osaketta.

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. Pitkän aikavälin kannustimia tukevat lyhyen aikavälin enemmän tulokseen sidotut palkkiot.

## Suurimmat omistajat 31.5.2025 %-osuus

<b>Evald ja Hilda Nissin Säätiö</b>	9,0 %
<b>Nordea Nordic Small Cap</b>	4,7 %
<b>Juhani Majjala</b>	3,9 %
<b>Heikki Bergholm</b>	2,3 %
<b>Stiftelsen för Åbo Akademi</b>	2,1 %
<b>Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen</b>	2,0 %
<b>Työeläkevakuutusyhtiö Varma</b>	1,9 %
<b>Mikko Majjala</b>	1,9 %
<b>Lassila &amp; Tikanoja</b>	1,5 %
<b>Työeläkevakuutusyhtiö Elo</b>	1,5 %

Lähde: Inderes

# Sijoitusprofiili 1/2

- 1 Hyvät markkina-asetat kiertotaloustoiminnoissa**
- 2 Ympäristövaatimusten ja -tietoisuuden nousu tukee markkinakasvua**
- 3 Tasainen tulos ja kassavirta, joka mahdollistaa hyvän osingonjaon ja/tai yritysostoja**
- 4 Historiallisesti kasvu jäänyt laimeaksi**
- 5 Ruotsin Kiinteistöpalveluissa erittäin heikko tulostaso, mutta käännepotentiaalia**

## Potentiaali

- Vahva markkina-asema ja asiakassuhteet tarjoavat pohjaa kasvulle
- Liiketoimintojen eriyttäminen kahteen yhtiöön voisi kirkastaa yhtiöiden profiilia ja arvostusta
- Tasainen kassavirta antaa mahdollisuuden hyvään osingonjakoon ja/tai yritysostoihin

---

## Riskit

- Kiinteistöpalveluissa alalle tulon kynnys on pieni ja kilpailu voi entisestään kiristyä
- Ruotsin Kiinteistöpalveluiden tappioiden jatkuminen
- Kiertotaloustoiminnoissa uusitun jätelain vaikutukset vähentävät L&T:n liikevaihtoa vuosien 2022-2027 aikana
- Työvoimapula voi rajoittaa kasvua

# Sijoitusprofiili 2/2

## Tasaista kassavirtaa ja osinkoa

Lassila & Tikanoja on mielestämme tasaista kassavirtaa luova vakaa yhtiö, jonka tavoitteena on myös olla hyvä osingonmaksaja. Tähän kassavirtaprofiili antaakin hyvät edellytykset. Yhtiön mahdollisen jakautumisen myötä uusien yhtiöiden sijoitusprofiili muuttuu jonkin verran nykyisestä L&T:stä, mikä sijoittajien on hyvä huomioida.

## Positiiviset ajurit / potentiaali

L&T:llä on mielestämme mahdollisuus parantaa liikevoittoaan viime vuosien 2019-23 noin 40 MEUR:n tasolta 45-50 MEUR:oon vuosina 2025-2028. Uskomme tätä tukevan etenkin Ruotsin Kiinteistöpalveluiden kääntyminen selkeältä tappiolta takaisin positiiviseen tulokseen.

Vaikka yhtiöllä on myös hyviä kasvumahdollisuuksia pidemmällä aikavälillä, vuosittainen kasvuvauhti tuskin tulee olemaan orgaanisesti muutamaa prosenttia enempää. Tämä rajoittaa myös tulokasvua, sillä suhteellisen kannattavuuden parantumiselle on rajansa, kun Ruotsin Kiinteistöpalveluita lukuun ottamatta marginaalit ovat jo nyt hyvällä tasolla.

Mahdollisesti toteutuva yhtiön jakautuminen Kiertotaloustoimintoihin ja Kiinteistöpalveluihin on potentiaalisesti positiivinen ajuri, sillä se on mielestämme strategisesti erittäin perusteltua ja helpottaa yhtiöiden arviointia erilaisina toimintoina. Tämä voisi myös mahdollistaa kiertotaloustoiminnoille korkeammat arvostuskertoimet jatkossa. Samaa voisi tukea selkeämpään orgaaniseen kasvuun yltäminen.

Potentiaalia vahvempaan orgaaniseen kasvuun näemme lähinnä Kiertotaloustoimintojen puolella, jossa yritysten lisääntyvät kierrätystarpeet ja -vaatimukset voisivat tukea liiketoimintaa selvempään kasvuun. Yhtiöllä on myös kasvumahdollisuuksia mahdollisten uusien tehdasinvestointien kautta saatavissa uusissa asiakkaissa, markkinaosuuden voittamisessa Suomessa, sekä jatkaa laajentumista Ruotsissa. Sen sijaan Kiinteistöpalveluissa emme näe kovin vahvoja kasvuaineksia yli parin prosentin markkinakasvuun.

Tasainen kassavirta antaa myös hyvät mahdollisuudet velkarahoitteisiin yritysostoihin, joissa onnistuessaan L&T voi kasvattaa yhtiön arvoa. Uskomme tässä suhteessa kohteiden olevan todennäköisemmin pieniä tai keskisuuria, kuten historiassakin, mitä pidämme hyvänä asiana.

Lainsäädännön muutokset voivat vaikuttaa yhtiöön sekä positiivisesti että negatiivisesti, eli esimerkiksi lisääntyvät kierrätysvaatimukset tukevat L&T:n liiketoimintaa, mutta toisaalta kotitalouksien jätekeräyksessä toimintaa on kunnallistettu. Käsityksemme mukaan tämä kehitys on tosin tulossa tiensä päähän tuoreen jätelain muutosten vaikutusten toteutuessa vuoteen 2027 mennessä. Kotitalousjätteisiin liittyen on myös yhtiön kannalta mahdollisia positiivisia muutoksia hankintalain muutoksen myötä.

## Negatiiviset ajurit / riskit

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

Toisaalta kiertotaloustoimintojen puolellakaan kasvuyritykset eivät ole tuottaneet haluttua tulosta. Toinen kasvua vaikeuttava seikka on työvoiman saatavuus. Tällä hetkellä se ei ole ongelma, mutta voi vaikuttaa yhtiön kasvupotentiaaliin tulevaisuudessa.

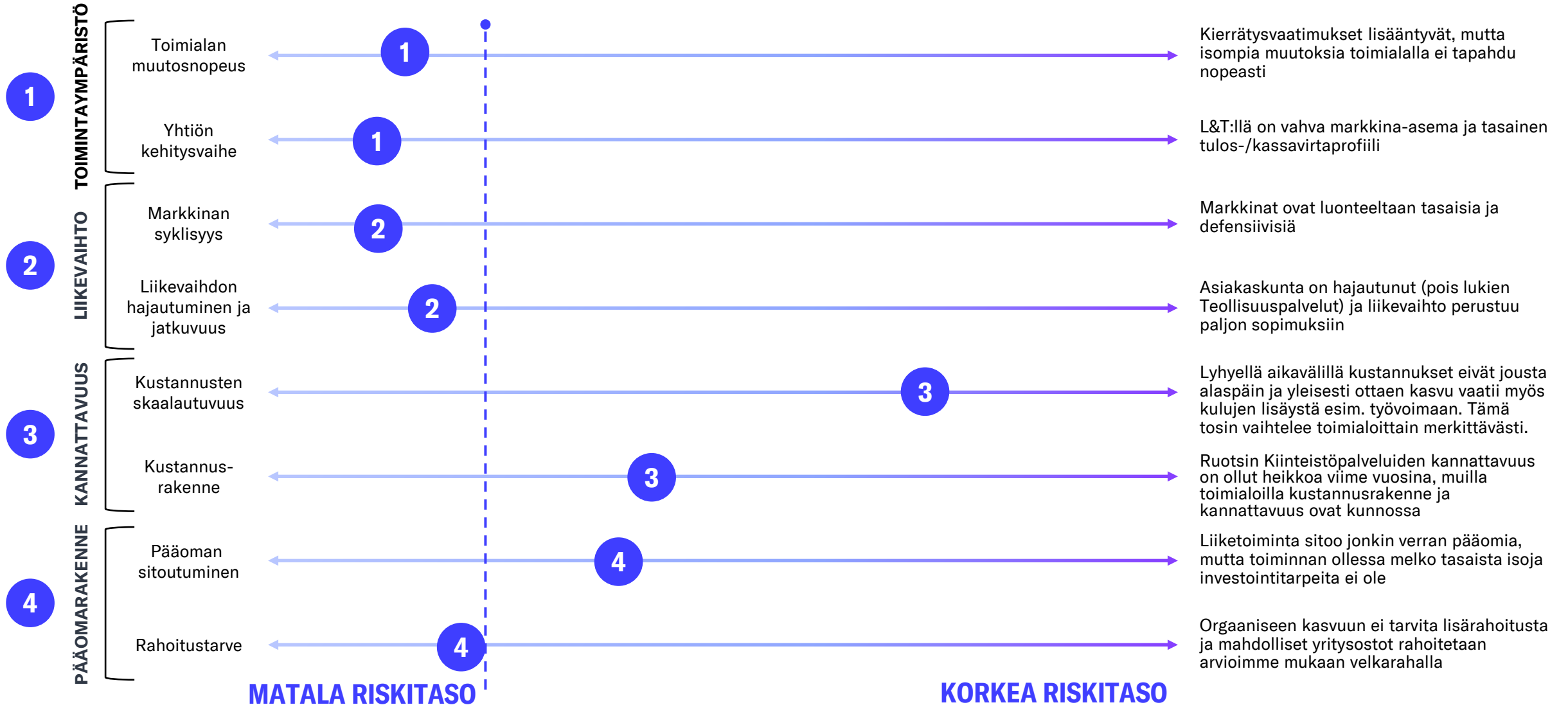
Riskinä on, että L&T ei jatkossakaan onnistu luomaan kunnollista orgaanista kasvua ja voi jopa taantua liikevaihdoltaan paikallaan junnaavaksi yritykseksi, joka todennäköisesti loisi myös lisää kannattavuuspaineita.

Toimialakohtaisesti näemme suurimpana riskinä, että Kiinteistöpalveluiden kannattavuus pysyy hyvin matalana tai heikkenee (Suomessa), estäen yhtiön tulosparannuksen.

Historiallisesti yhtiö ei ole mielestämme pystynyt selkeästi suuntaamaan itseään vahvemmin kiertotalousyhtiöksi yritysostojen ja -myyntien avulla, eikä yritysostojen arvonluonti ole muutenkaan ollut mielestämme huomattavaa. Käsityksemme mukaan yhtiön tavoite yritysostoissa on kuitenkin pienissä kohteissa. Hyviä kohteita olisi nähdäksemme esim. Teollisuuspalveluiden laajentaminen ja vahvemman roolin saaminen jättemateriaalien jatkokäsittelyssä. Yhtiön suunnitellun jakautumisen toteutuminen luonnollisesti korjaisi liiketoiminnan fokuksen ongelmat, kun syntyisi selkeästi kiertotalousyhtiö ja kiinteistöpalveluyhtiö.

# Liiketoimintamallin riskiprofiili

Arvio L&T -konsernin liiketoiminnan kokonaisriskitasosta





# Toimiala ja kilpailijakenttä (1/5)

## Kiertotaloustoimintojen markkinat

L&T:n kiertotaloustoimintojen markkinat voidaan jakaa Ympäristö- ja Teollisuuspalveluiden markkinoihin. Kaiken kaikkiaan kiertotaloustoimintojen relevantit markkinat ovat noin 3 mrd. euroa. Tästä L&T:llä on noin 15 % ja sen markkina-asema onkin vahva kaikissa liiketoiminnoissa.

## Ympäristöpalveluiden markkinat

Lassila & Tikanojalle relevantti Ympäristöpalveluiden markkina koostuu käytännössä jätteiden keräyksestä ja niiden käsittelystä kierrätysasemilla, jonka jälkeen suurin osa jätteestä päätyy uusiokäyttöön. Yhtiö arvioi tämän jätteiden käsittelyn ja materiaalien prosessoinnin markkinan kooksi Suomessa 1,8 mrd. euroa ja vuosittaiseksi kasvuksi jätepuolella 0-3 %, mutta materiaalien käsittelyssä 3-5 %.

Jätteiden keräyksen markkinat voidaan voi jakaa 1) yrityksiltä kerättävään jätteeseen, jossa jätehuoltoyhtiö 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 jätehuoltoyhtiötä, korostuvat hinnan lisäksi laadulliset seikat ja esimerkiksi yhtiön kyky palvella läpi Suomen. Kuntien kilpailuttamassa kotitalousjätteessä taas hinta on ratkaiseva elementti ja näin ollen näiden sopimusten kannattavuus on tyypillisesti heikompi. Isoja teknologisia eroja toimijoiden kesken ei ole, mutta riittävä skaala, vähintään paikallisesti, on mielestämme edellytys hyvään kannattavuuteen.

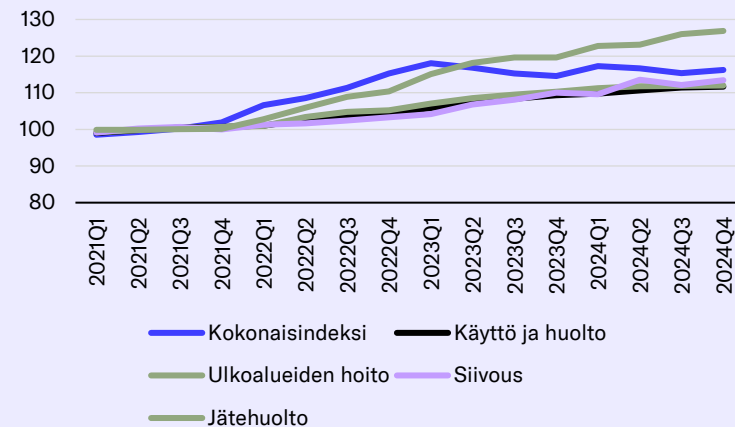
Kierrätysasemia omistavat tyypillisesti jätteitä keräävät yritykset ja esimerkiksi purkupalveluita tarjoavat yhtiöt. Lassila & Tikanojalla on johtava asema Suomen Ympäristöpalveluiden markkinassa, mikä tekee siitä myös

houkuttelevan vaihtoehdon yrityksille, sillä L&T pystyy palvelemaan maanlaajuisesti toimivia asiakkaita missä päin Suomea tahansa. L&T:n kannalta liikevaihtopotentiaalia toisaalta pienentää vähenevä kotitalousjätteen määrä johtuen lainsäädännön muutoksista.

Kustannuksista merkittävimmät ovat työvoima ja jätteiden keräämiseen tarvittava kalusto sekä polttoaine. Oikealla olevasta kuvaajasta voi nähdä, että jätteiden hinnat ovat nousseet vuoden 2021 jälkeen kiinteistön kokonaiskustannusindeksiä ja L&T:n muita päätuotealueita nopeammin. Tämä kuvaa mielestämme alan hyvää hinnoitteluvoimaa.

Alan toimijoista Remeo on tehnyt vuosina 2019-2021 noin 90 MEUR:n liikevaihtoa ja pystynyt vuosina 2020-2021 11,5-12 %:n liikevoittomarginaaliin eli L&T:n Ympäristöpalveluita parempaan tasoon. Remeo osti vuonna 2022 Deleten pienen kierrätysliiketoiminnan ja jakautui 2023 kahteen tai kolmeen yhtiöön, mikä on sekoittanut sen lukuja. Näiden yhtiöiden yhdistetty liikevaihto 2024 oli noin 120 MEUR ja liikevoittomarginaali vajaat 8 % eli L&T:n Ympäristöpalveluita hieman heikompi taso. Stena Recycling Oy 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 ostama Encore Ympäristöpalveluiden liikevaihto kasvoi ja oli 72 MEUR vuonna 2024, tuloksen ollessa hieman plussan puolella. Alan pienemmillä toimijoilla (Sortera ja Kuljetusrinki) kannattavuus on ollut 0-10 % välillä viime vuosina. Näihin peilaten L&T:n Ympäristöpalveluiden 9-10 %:n liikevoittomarginaali näyttäisi olevan alan parhaimmistoa, josta on mielestämme vaikea kestävästi tehdä oleellista parannusta.

Kiinteistön ylläpidon kustannusindeksi (2021 = 100)



Lähde: Tilastokeskus, kaikki komponentit eivät näy kuvassa

# Toimiala ja kilpailijakenttä (2/5)

## Teollisuuspalveluiden markkinat

Lassila & Tikanoja toimii teollisuuspalveluiden markkinoilla sekä Suomessa että Ruotsissa, joskin valtaosa liiketoiminnasta on Suomessa. Yhtiö arvioi relevantin markkinan kooksi Suomessa ja Ruotsissa yhteensä 1,1 mrd. euroa sekä vuosittaiseksi kasvuksi 2-5 %. Markkinan kasvuun vaikuttavat oleellisesti investoinnit uusiin tehtaisiin ja toisaalta mahdolliset vanhojen tehtaiden sulkemiset.

Markkinoiden kokoa määriteltäessä on syytä huomata, että L&T:n palvelutarjonta keskittyy etenkin prosessipuhdistukseen ja vaarallisen jätteen käsittelyyn. 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.

Tämän takia myös L&T:n markkina on teollisuuden kunnossapitomarkkinoita pienempi, mutta toisaalta sen asema prosessipuhdistuksen markkinassa on vahva, ja sillä on selkeitä synergioita prosessipuhdistuksen ja jätteen käsittelyn välillä. L&T:n kilpailija Delete on arvioinut vuonna 2018 teollisuuspuhdistus- ja viemärihuoltomarkkinan olevan 225 MEUR:n suuruinen.

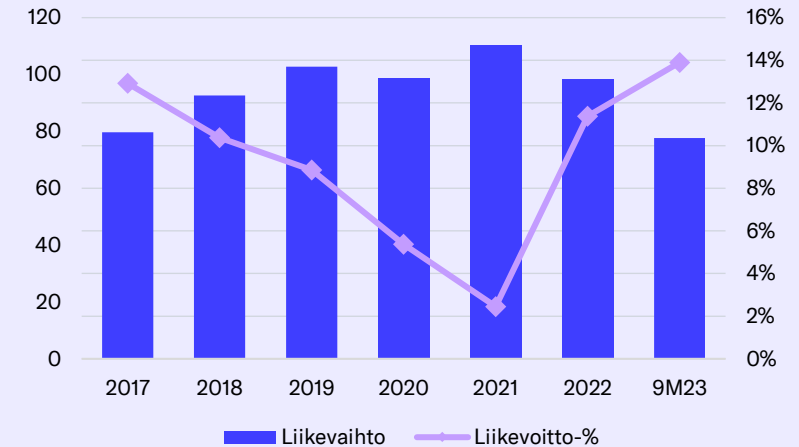
L&T:lle teollisuuspalveluiden suurin toiminta on prosessipuhdistus, jota tehdään yleensä tehtaiden huoltoseisokkien yhteydessä, ja näin ollen ne toistuvat 12-18 kuukauden välein. Nämä huoltoseisokit ovatkin kannattavuuden kannalta tärkeä osa teollisuuspalveluiden liiketoimintaa, sillä niissä resurssien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

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

Lassila & Tikanoja on valituilla markkinoillaan #2 Suomessa, alan suurimman toimijan ollessa Delete. Saksalainen Remondis osti Deleten vuoden 2023 lopussa (jolla ei enää ollut muuta toimintaa kuin teollisuuspuhdistus). Arvioimme näiden kahden toimijan hallitsevan yhteensä merkittävää osaa markkinasta, teollisuuspuhdistuksen ja viemärihuollon osalta yhteensä noin puolta, joiden jälkeen merkittävin toimija on Eerola-yhtiöt.

Deleten tarkempia talouslukuja julkaistiin vuosilta 2016-2023, kun yhtiöllä oli julkinen joukkovelkakirjalaina, mutta yhtiöstä ei ole tällä hetkellä saatavilla 2024 lukuja. Tältä ajalta Deleten Teollisuuspuhdistusliiketoiminnan liikevoittomarginaali oli keskimäärin vajaat 10 %. Huomioimme kuitenkin, että tämä kuvaa vain Puhdistuspalvelut-segmentin marginaalia ja yhtiöllä oli merkittävät konsernihallinnon kulut, vaikka sillä viimeisimpinä raportointivuosina oli enää yksi liiketoimintasegmentti. Deleten kannattavuustaso antaa kuitenkin mielestämme viitettä siitä, että L&T:n saavuttama noin 10 %:n taso on kestäväällä pohjalla.

Delete Puhdistuspalvelut (MEUR)



Lähde: Delete

# Toimiala ja kilpailijakenttä (3/5)

## Kiinteistöpalveluiden markkinat

Lassila & Tikanoja toimii kiinteistöpalveluiden markkinoilla sekä Suomessa että Ruotsissa. Yhtiö arvioi tämän markkinan kooksi Suomessa 8,5 mrd. euroa ja Ruotsissa 5 mrd. euroa sekä vuosittaiseksi kasvuksi 2-5 %. Suomessa viimeisen 10 vuoden kiinteistöalan palvelujen keskimääräinen kasvu on ollut Tilastokeskuksen mukaan noin 4 % vuodessa, mutta tämä sisältää palveluja myös L&T:n markkinan ulkopuolelta.

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

## Kiinteistöhuollon markkinat

Kiinteistöhuolto sisältää matalan lisäarvon palveluita, joissa työvoimalta ei vaadita erikoistunutta koulutusta. Näitä ovat esim. huoltopalvelut, kuten lamppujen vaihto, oven avaukset, siivous, ulkoalueiden hoito kuten auraus, hiekoitus ja nurmikon leikkaus. Näissä palveluissa hinta on usein tärkeä ostokriteeri ja näin ollen hintapaine on kovaa. Tämä näkyy myös sivun 14 graafissa, jossa kiinteistön ylläpidon kustannuksista kiinteistöhuollon elementit ovat kehittyneet kokonaisindeksiä hitaammin. Sama näkyy myös pidemmässä aikasarjassa erityisesti siivouksen osalta. Arviomme mukaan L&T:llä on ollut aiempina vuosina vaikeuksia sopeutua tähän hintakilpailuun, mikä painoi Suomen kiinteistöpalveluiden kannattavuutta. Kahtena viime vuonna se on kuitenkin noussut jo erinomaiselle tasolle.

Siivouksessa ja kiinteistöhuollossa kilpailijoita ovat pienet, vain tiettyyn palveluun keskittyneet yritykset, isommat

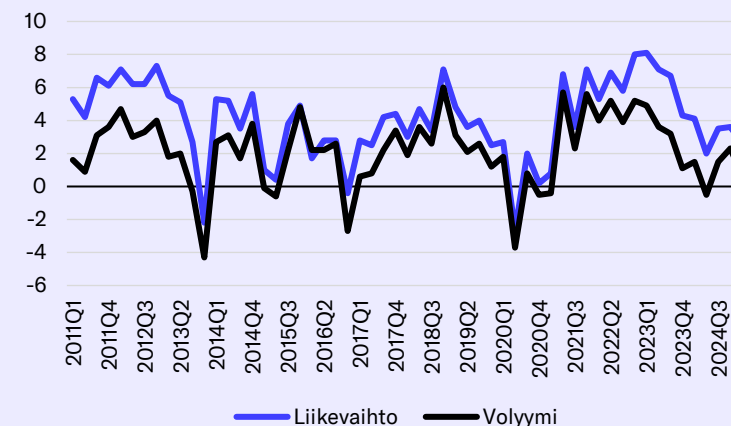
paikalliset toimijat (esim. PHM Group, SOL ja RTK) ja isot kansainväliset yhtiötkin (esim. ISS, Coor). Isot yhtiöt keskittyvät kaupallisiin kiinteistöihin, joka on myös L&T:lle isompi osa-alue kuin asuntoyhtiöt. Kiinteistöhuollon palveluista L&T tarjoaa Ruotsissa vain siivouspalveluita, jossa se on markkinan kannalta marginaalinen peluri. Lassila & Tikanojan markkina-asema on sen arvion mukaan Suomessa siivous- ja tukipalveluissa #2-3 ja kiinteistöhuollossa #3-4.

## Kiinteistötökniiikan markkinat

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

Kiinteistötökniiisissä palveluissa kilpailijoita ovat toisaalta sekä enemmän kiinteistöhuollon palveluihin keskittyneet yritykset kuten RTK (Suomessa), toisaalta kiinteistötökniiikan asennuksia ja palveluita tarjoavat yritykset kuten Caverion, Bravida, Are ja Assemblin, mutta myös laajasti kiinteistöpalveluita tarjoavat kansainväliset yhtiöt kuten ISS, Coor ja Sodexo. Arviomme mukaan L&T:n asema näiden kilpailijoiden välissä on haastava eikä selkeää kilpailuetua ole, sillä L&T:n skaala jää sekä palvelutarjonnan että toimintamaiden suhteen pienemmäksi kuin pääosalla kilpailijoista. Lassila & Tikanoja on arvionsa mukaan Suomessa kiinteistötökniiikassa #7-9. Ruotsissa asema on kiinteistötökniiisissä palveluissa #4-5.

Kiinteistöalan palvelujen kehitys Suomessa (%)



Lähde: Tilastokeskus

# Toimiala ja kilpailijakenttä (4/5)

Markkinan kasvua tukee tällä hetkellä etenkin energiatehokkuusinvestoinnit ja -korjaukset sekä digitalisaatio. Tässä suhteessa näemme kuitenkin kiinteistötekniikkaan keskittyneiden kilpailijoiden osaamisen ja skaalan mahdollistavan paremmin esimerkiksi uusien digitaalisten palveluiden kehittämisen kuin L&T:n.

## Kiinteistöpalveluissa potentiaalia kelpo kannattavuuteen

Lassila & Tikanoja on arvioinut, että heidän kiinteistöpalveluille hyvä EBIT-marginaalitaso olisi 4-5 %, johon yhtiö ylsikin Suomessa viime vuonna. Tämä tarkoittaa jo todella kovia pääoman tuottoja, ja tason säilyttäminen kestävästi tällä tasolla olisi jo sinällään mielestämme hyvä suoritus. Kilpailijakentässä on tosin esimerkkejä siitä, että korkeampikin marginaalitaso on mahdollinen ainakin keskipitkällä aikavälillä.

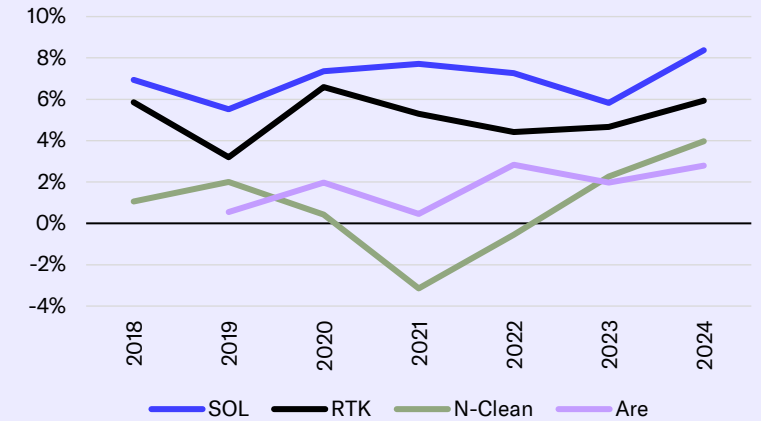
Kotimaisista kilpailijoista SOL on konsernina suurin 150-200 MEUR:n liikevaihdolla ja on tehnyt viime vuodet 5-8 %:n liikevoittomarginaalia. SOL:illa on tosin myös toimintoja, joita L&T:llä ei ole. RTK on tehnyt vuosina 2017-2024 100-130 MEUR:n liikevaihtoa ja keskimäärin 5-6 %:n liikevoittomarginaalia. Siivousyhtiö N-Clean on kasvanut vuosina 2017-2020 30-40 MEUR:n liikevaihtotasosta jo lähes 70 MEUR:oon vuonna 2024 ja saanut myös tuloksen viime vuosina kohtuulliselle tasolle. Viemärihuoltoon keskittynyt Eerola on liikevaihdoltaan 30-40 MEUR ja on ollut kannattavuudeltaan ja kasvultaan vaatimaton (2024 lukuja ei vielä saatavilla). Yleisesti yhtiöiden kannattavuuskehityksessä voi nähdä nousutrendin 2023-24, mitä selittää 2022 nopeasti kiihtyneen inflaation tuoma kannattavuuspaine, mitä on pystytty nyt kompensoimaan. Kotimaisiin toimijoihin nähden L&T:n

Suomen Kiinteistöpalvelut on tällä hetkellä kannattavuudessa keskikastia, eli hyvällä suoriutumisella kannattavuudessa on vielä jopa parantamisen varaa.

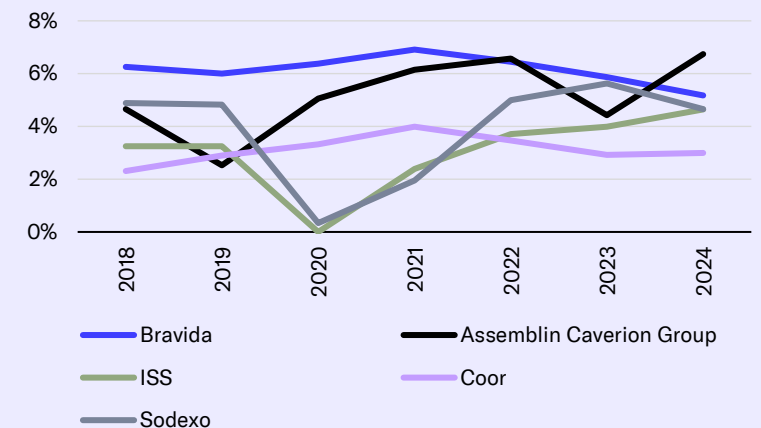
Menestyneiden kiinteistötekniisiin palveluihin keskittyneiden yhtiöiden (esim. Bravida, Assemblin) kannattavuus on jonkin verran 5 %:n yläpuolella, joskin yhtiökohtaiset erot ovat selkeitä. Pääomasijoittaja Tritonin ostettua Caverionin pois pörssistä, se yhdisti omistamansa Caverionin ja Assemblinin alkuvuonna 2024. Kiinteistöpalveluissa ei siis ole helppo tehdä tulosta, mutta L&T:n skaalalla pitäisi kilpailijoihin verraten olla mahdollisuus tehdä kohtuullista tulosta ja hyvää pääoman tuottoa, kuten Suomessa viime vuonna pystyttiin. L&T:n skaala etenkin kiinteistötekniikassa on kuitenkin selvästi kilpailijoita pienempi, mikä arviomme mukaan tekee sen kilpailuaseman tiukaksi sillä alalla myös jatkossa ja voi painaa myös kannattavuutta kilpailijoiden tasoja heikommaksi. Yleisesti ottaen kansainvälistenkin kilpailijoiden kannattavuus tukee noin 5 % liikevoittomarginaalitason olevan mahdollinen, ja järkevä tavoite Kiinteistöpalveluille.

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

## Kiinteistöpalveluiden kotimaisten verrokkien liikevoittomarginaali



## Kiinteistöpalveluiden ulkomaisten verrokkien liikevoittomarginaali



Lähde: Asiakastieto, yhtiöiden raportit

# Toimiala ja kilpailijakenttä (5/5)

		Siivous	Kiinteistöhuolto	Kiinteistötექnikka	Kiinteistöhallinnointi	Teollisuuden prosessipuhdistus	Jätehuolto ja kierrätys
Kotimaiset kilpailijat		✓	✓	✓	✓	✓	✓
		✓					
			✓	✓		✓	
			✓	✓			
	 WORKING FOR THE FUTURE					✓	
						✓	
Kansainväliset kilpailijat							✓
							✓
		✓	✓	✓	✓		
		✓	✓	✓	✓		
		✓	✓	✓	✓		
				✓			
				✓			
			✓	✓	✓		
						✓	

# Historiallinen kehitys

## Kiertotaloustoiminnot ovat kehittyneet tasaisesti

L&T:n Kiertotaloustoimintojen kehitystä voidaan katsoa historiassa laskemalla yhteen aiempien Ympäristö- ja Teollisuuspalvelujen luvut. Näistä selvää Kiertotaloustoimintojen orgaanisen kasvun olleen viimeisen 10 vuoden ajalta keskimäärin alle 2 % vuodessa. Lisäksi hieman kasvua on saatu pienistä yritysostoista. Absoluuttinen oik. liikevoitto oli vuonna 2024 samalla tasolla kuin 10 vuotta aiemmin eli 43 MEUR. 10 vuoden keskiarvo tuloksella on 41 MEUR. Oik. liikevoittomarginaali on keskimäärin ollut reilut 10 %, mikä oli myös viime vuoden taso. Kiertotaloustoimintojen sisällä Ympäristöpalveluiden tulos on laskenut trendinomaisesti viimeiset 10 vuotta lähinnä lakimuutosten seurauksena, kun taas Teollisuuspalveluissa sekä tulos on parantunut kasvun ajamana.

## Kiinteistöpalveluissa heikompi trendi

Kiinteistöpalveluiden liikevaihto on selvästi 10 vuoden takaista tasoa korkeampi, mutta se selittyy pitkälti 2017 tehdyllä merkittäväällä yritysostolla Ruotsissa, joka toi noin 110 MEUR liikevaihtoa. Tämän jälkeen trendi on kuitenkin ollut laskeva ja viimeisen 10 vuoden orgaaninen kehitys onkin 3 % negatiivinen per vuosi. Tätä on ajanut nähdäksemme kireä kilpailutilanne ja kannattavuushaasteet, joiden vuoksi yhtiö on luopunut heikosti kannattavista sopimuksista. Tuloksen osalta trendi on murheellinen, sillä takavuosien 10-15 MEUR:n oik. liikevoittotasolta on tiputtu viime vuosien lähelle nollaa olevalle tasolle. Lukujen alta löytyy tosin Suomen tulostason romahdus vuosina 2018-19 ja toipuminen 2023-24. Ruotsin tulostason valahdus raskaille tappioille 2023-24

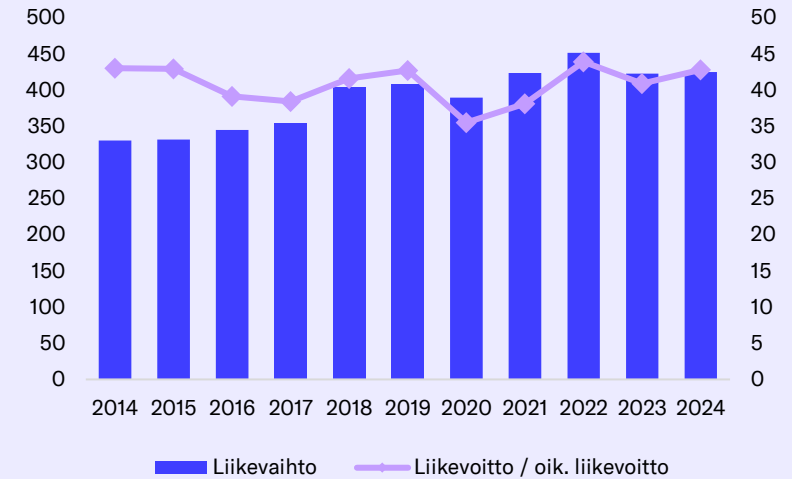
on kuitenkin pitkälti peittänyt Suomen parannuksen Kiinteistöpalveluiden yhteisiä lukuja katsottaessa.

## Konsernitasolla suhteellisen tasaista

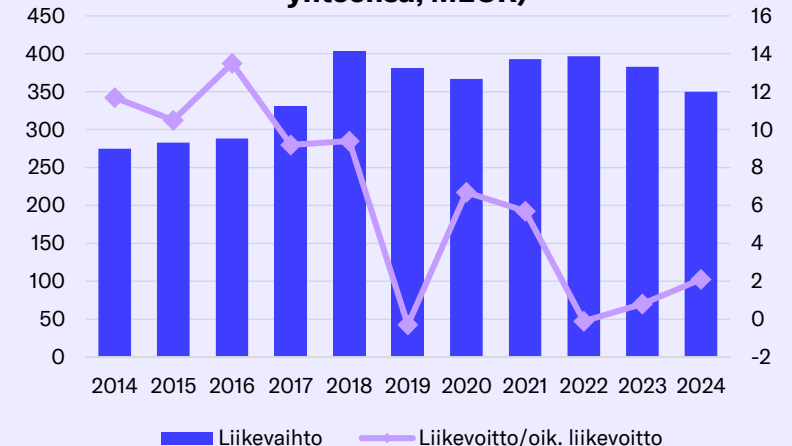
Lassila & Tikanojan taloudellista kehitystä kuvaa tasaisuus. Arvioimme yhtiön orgaanisen kasvun vuosina 2005-2024 olleen vajaat 2 % vuodessa, jonka lisäksi yritys on ostanut liikevaihtoa noin 350 MEUR:n edestä. Näistä suurimmat yksittäiset ostot ovat Biowatti vuonna 2007 (64 MEUR), joka tosin poistui yhtiön liikevaihdosta vuonna 2022 (liikevaihto oli tuolloin noin 55 MEUR) toiminnan siirtyessä osakkuusyhtiöön, ja Veolia FM Ruotsista vuonna 2016 (110 MEUR). Suurin vuosittainen liikevaihdon orgaaninen pudotus viimeisen 15 vuoden aikana on ollut vain 4 %, jonka yhtiö koki sekä finanssikriisissä vuonna 2009 että koronavuonna 2020. Tämä kuvaa hyvin yhtiön liiketoiminnan defensiivisyyttä.

Myös tuloksen tekemisen ja kassavirran suhteen tahti on ollut varsin tasaista. Liikevoitto/oikaistu liikevoitto (raportointikäytäntö on vaihdellut) on vaihdellut 39 MEUR:n ja 55 MEUR:n välillä vuosina 2005-2024, keskiarvon ollessa 46 MEUR. Operatiivinen kassavirta on puolestaan pyörinyt 80 MEUR:n ympärillä. Nettotuloksen osalta L&T:n ”normaali” taso on ollut 30-35 MEUR, joka vastaa 0,80-0,90 euron EPS-tasoa.

## Kiertotaloustoiminnot (MEUR)



## Kiinteistöpalvelut (Ruotsi ja Suomi yhteensä, MEUR)



Lähde: L&T, Inderes

# Taloudellinen tilanne

## Tase kohtuullisen hyvässä kunnossa

Nostettuaan nettovelkaantumistavoitettaan vuonna 2019, L&T on rahoittanut yritysostoja oman kassavirran lisäksi myös velalla. L&T:n toukokuussa 2022 liikkeelle laskema 75 MEUR:n joukkovelkakirja erääntyy vasta vuonna 2028 ja yhtiöllä erääntyy 40 MEUR:n pankkilaina vuonna 2026. Yhtiön gearing on viime vuodet olleet lähellä 80 %:n tasoa ja nettovelka / käyttökate ollut alle 2x. Yhtiön tasetilanne ja siten rahoituksen saatavuus esimerkiksi mahdollisiin yritysostoihin on hyvä.

Yhtiön jakautumisen ollessa käynnissä emme kuitenkaan usko sen tekevän isoja yritysostoja. Yhtiön jakautuessa uskomme velan siirtyvän pääasiassa uuteen kiertotalousyhtiöön, jonka korkeampi ja tasaisempi tulostasoa mahdollistaa velanoton. Kiinteistöpalveluiden eli tulevan L&T:n uskomme aloittavan pitkälti nettovelattomana. Luonnollisesti jakautumisen toteutuessa molemmat yhtiöt määrittelevät itselleen uudet taloudelliset tavoitteet, joissa todennäköisesti otetaan kantaa myös tavoiteltuun taserakenteeseen.

## Taseen varat painottuvat pitkäaikaisiin eriin

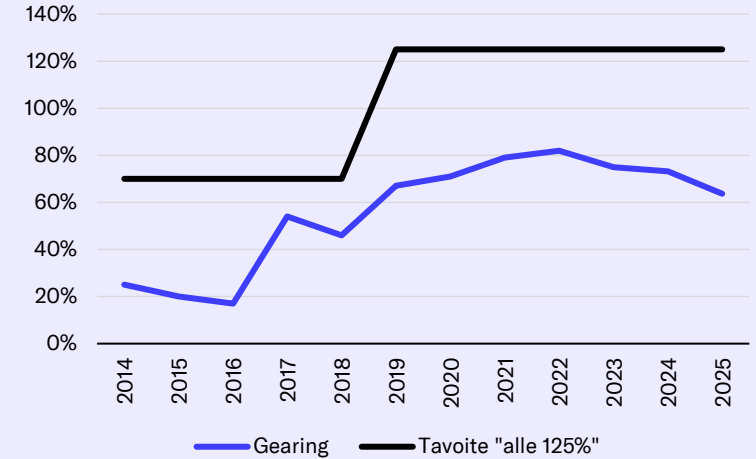
Lassila & Tikanojan varat muodostuvat pääasiassa yritysostoissa syntyneestä liikearvosta sekä aineellisista hyödykkeistä eli koneista ja kalustosta. Nämä kaksi erää kattavat noin 65 % taseesta. Molemmissa erissä suurin osa varoista on sitoutunut Ympäristöpalvelut -segmentille, jossa aineellisia hyödykkeitä ovat esimerkiksi kierrätyslaitokset ja jätteenkeräyskalusto. Liikearvojen osalta Ruotsin Kiinteistöpalveluissa tehtiin vuoden 2024 lopussa 22 MEUR:n alaskirjaus. Segmentille jäi edelleen noin 10 MEUR liikearvoa, jossa on nähdäksemme merkittävä

alaskirjausriski, mikäli Ruotsin Kiinteistöpalveluiden kannattavuus ei parane tuntuvasti. L&T:n taseelle lopunkin liikearvon alaskirjaaminen ei olisi kuitenkaan merkittävän kokoinen.

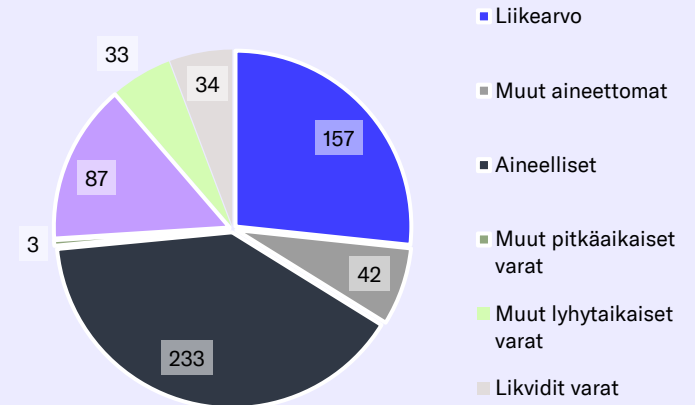
Myyntisaatavat kattavat 15 % varoista, aineettoman omaisuuden, rahavarojen ja muiden erien jäädessä alle 10 %:iin per erä. L&T:n liiketoiminnan luonteen vuoksi sillä on hyvin pienet varastot ja nettokäyttöpääoma on kokonaisuudessaankin varsin pieni, mikä tarkoittaa, että L&T:llä ei orgaanisesti kasvaessa sitoudu merkittävästi lisää pääomia, mikä tukee pääoman tuoton parantumista. Taseen varojen ollessa pääasiassa pitkäaikaisissa varoissa, pääoman tuoton parantaminen taseen tehokuutta parantamalla on mielestämme mahdollista vain rajallisissa määrin. Siten pääoman tuoton nostaminen tapahtuu mielestämme lähinnä tulostasoa parantamalla.

Taseen vastattavaa puoli oli vuoden 2024 lopussa melko tasapainoinen, jakautuen karkeasti 1/3 omaan pääomaan, 1/3 korollisiin/leasingvelkoihin ja 1/3 korottomiin/muihin velkoihin.

### Gearing vs. tavoite



### Varat, 2024 (MEUR)



Lähde: Fiskars, Inderes

# Strategia

## Jakautuvien yhtiöiden strategiat kirkastunee loppuvuonna

Lassila & Tikanoja on profiloitunut vahvasti kiertotalousyhtiönä, ja se pyrkii toiminnallaan luomaan ratkaisuja ilmastomuutoksen ja luontokadon torjuntaan sekä kehittämään kestäväää taloutta. Strategia päivitettiin viimeksi syksyllä 2023, mutta suunta on ollut sama jo vuosia. Näin ollen nykyisen L&T:n strateginen fokus on ollut vahvasti toiminnoissa, joiden kaavoillaan siirtyvän uuteen kiertotalousyhtiöön. Uuden yhtiön osalta strategia jatkaa siis pääosin samoilla linjoilla kuin L&T tähänkin asti.

Kiinteistöpalveluiden puolella L&T:n fokus on viime vuosina ollut, ja Ruotsin osalta on edelleen, kannattavuuskänteessä, eikä strateginen suunta tai kasvu ole ollut kovin vahvasti esillä. Tässä suhteessa odotamme yhtiön selkiyttävän kiinteistöpalveluiden tulevaisuuden suunnitelmia ja mahdollisuuksia loppuvuoden aikana jakautumisprosessin edetessä. Samassa yhteydessä yhtiö julkistaneekin myös omat taloudelliset tavoitteet uusille yhtiöille.

## Kiertotalous ollut jo nyt L&T:n strategian ydin

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

- Markkinakasvu ylittää BKT-kasvun

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

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

## Sääntely ja vahvat markkina-asetat tukena

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

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

## Yhtiön jakautumisen toteutuminen olisi selkeä ja positiivinen ratkaisu

L&T:n strategiset kriteerit ovat aiemminkin olleet varsin selvät, mutta mielestämme yhtiö ei ole tähän mennessä kovin vahvasti toteuttanut niitä tukevia toimenpiteitä. Esimerkiksi siivouspalveluita tai kiinteistöpalveluita laajemminkaan on mielestämme vaikea nähdä osana kiertotaloutta, eikä niissä myöskään ole helppo saavuttaa

kilpailuetuja. Lisäksi Suomen kiinteistötekniikassa ja Ruotsin siivouspalveluissa L&T:n asema on selvästi tavoiteltua top 3 -asemaa heikompi. Yhtiön suunniteltu jakautuminen korjaisi kuitenkin tämän epäsuhdan tavoitteiden ja toiminnan suhteen ainakin tulevan kiertotalousyhtiön osalta. Siksi pidämme todennäköisenä, että selvityksen perusteella yhtiö pyrkii irtautumaan kiinteistöpalveluista.

## Ei-taloudelliset strategiset tavoitteet

Yhtiö on strategiaansa liittyen asettanut seuraavat ei-taloudelliset tavoitteet:

- Palveluiden suosittelu (NPS): > 50 vuoteen 2026 mennessä
- Henkilöstön suosittelu (eNPS): > 50 vuoteen 2026 mennessä
- Hiilijalanjälki (CO<sub>2</sub>-intensiteetti): 50 %:n lasku 2030 vs. 2018

Palveluiden suositteluluku oli 2024 37 (2023: 35) ja henkilöstön suosittelu 21 (2023: 21). Näiden osalta tavoitteisiin on siis vielä matkaa. Hiilijalanjälki on vähentynyt 42 % 2024 vs. 2018 eli se on erittäin hyvässä vauhdissa tavoitteeseen nähden.



# Taloudelliset tavoitteet (1/2)

## Taloudelliset tavoitteet (julkistettu 2019, toistettu marraskuussa 2023)

### Liikevaihdon vuosittainen kasvu 5 % (orgaaninen ja epäorgaaninen)

- Arviomme mukaan L&T:n orgaaninen kasvu on historiassa ollut noin 2 %, joten kasvutavoitteen saavuttaminen vaatii mielestämme myös yritysostoja. Siten se ei ole erityisen hyödyllinen yhtiön orgaanisia näkymiä ja potentiaalia ajatellen.
- Yhtiö on saavuttanut tavoitteen mukaisen kasvun vuosina 2017-2018 (Ruotsin yritysoston ansiosta) sekä vuonna 2021, kun kysyntä nousi koronan painaman 2020 vuoden jälkeen.
- L&T etsii aktiivisesti pienempiä yritysostoja, joiden avulla tavoitteen saavuttaminen on mahdollista.
- Vuonna 2026 L&T:n kasvua hidastaa jätelain muutoksen viimeiset negatiiviset vaikutukset.
- Ennustemme ei sisällä yritysostoja, ja odotamme liikevaihdon olevan pitkälti paikallaan 2025-26 ja kasvavan sen jälkeen 1-2 % vuodessa.
- Odotamme yhtiöiden jakaantuessa Kiinteistöpalveluiden kasvutavoitteen olevan nykyistä hieman matalampi (riippuen puhutaanko orgaanisesta vai myös epäorgaanisesta kasvusta), kun taas Kiertotaloustoiminnoille nykyinen tavoite voisi olla järkevä.

### Sijoitetun pääoman tuotto 15 %

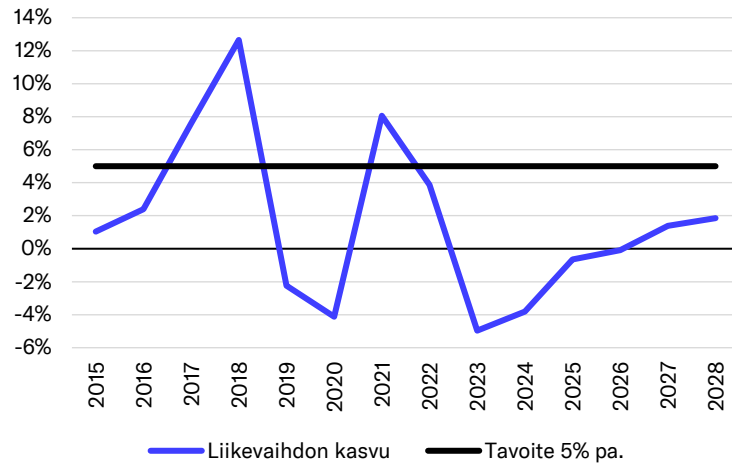
- L&T luopui liikevoittomarginaalitavoitteestaan vuonna 2019 ja laski sijoitetun pääoman tuottotavoitteen 15 %:iin 20 %:sta.
- Historiallisesti L&T on ylittänyt nykyisen tavoitteen, mutta vuonna 2017 tehdyn Ruotsin yritysoston jälkeen se on jäänyt sen alle. Tämä johtuu lähinnä Kiinteistöpalvelujen, tällä hetkellä Ruotsin, heikosta tuloksesta.
- Ruotsin Kiinteistöpalveluiden liikearvon alaskirjauksen myötä sijoitetun pääoman määrä laski, ja siten tuottotavoite on aiempaa helpommin saavutettavissa.
- Arvioimme tulosparannuksen tukevan pääoman tuoton nousua noin 15 %:n tasolle 2027-28.
- Odotamme yhtiöiden jakaantuessa tavoitteen olevan relevantti sekä Kiertotaloustoiminnoille että Kiinteistöpalveluille.
- Kiinteistöpalveluissa on tosin potentiaalia myös selvästi parempaan pääoman tuottoon, kuten Suomen nykyinen taso osoittaa. Kiinteistöpalveluiden vähäisen pääoman käytön vuoksi sen tavoitteeksi voisi sopia paremmin esim. oik. liikevoittomarginaalitavoite. Tämän suhteen tavoitetaso voisi mielestämme olla 5 %, joka Suomen Kiinteistöpalveluissa on jo lähellä, mutta vaatii Ruotsissa vielä runsaasti töitä ja aikaa
- Kiertotaloustoiminnoille näemme nykyisen noin 10 %:n marginaalitason jo hyvänä, mutta mahdollinen tavoitetaso olisi todennäköisesti hieman korkeampi

### Nettovelkaantumisaste alle 125 %

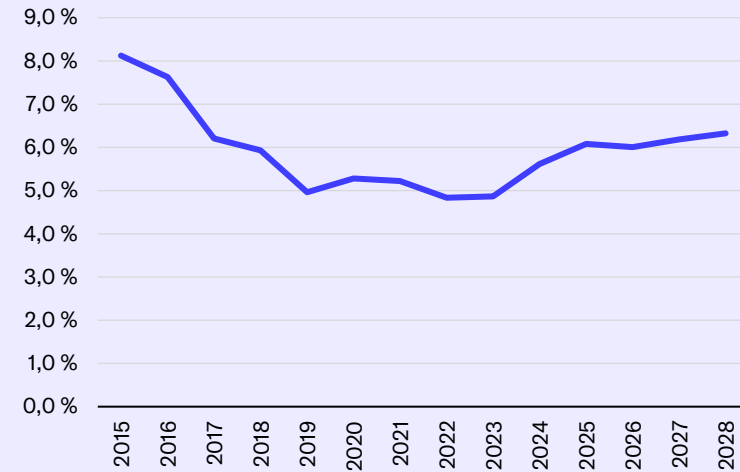
- Nettovelkaantumistavoitetta nostettiin vuonna 2019 tasolle ”alle 125 %”, ja yhtiön velkaantuminen nousikin päätöksen jälkeen.
- Vuoden 2024 lopussa nettovelkaantumisaste oli noin 75 % eli runsaasti alle tavoitetason.
- Tämä antaa hyvät mahdollisuudet yritysostojen toteuttamiseen.
- Uskomme, että yhtiö pyrkii säilyttämään noin nykytason mukaisen velkaantumisen ilman yritysostoja ja yritysostojen yhteydessäkin pysymään tavoitteen puitteissa.
- Ennusteisiimme ei sisällä yritysostoja, minkä vuoksi velkaisuus laskee ennusteissamme tulevina vuosina.
- Yhtiöiden jakaantuessa pääosa velasta siirtyy käsityksemme mukaan uuteen kiertotalousyhtiöön. Tämä on perusteltua, sillä Kiertotaloustoiminnot vastaa pääosasta sekä tuloksesta että sitoutuneesta pääomasta
- L&T:n nykyinen tavoite voisi olla sopiva Kiertotaloustoiminnoille, joskin näkisimme velkaisuustavoitteen olevan mieluummin nettovelka/oik. käyttökatte –pohjainen. Tässä esim. alle 2,5x voisi olla mielestämme uudelle yhtiölle sopiva tavoitetaso. Kiinteistöpalvelutoimintojen uskoisimme ainakin alkuun pyrkivän lähes nettovelattomaan taseeseen. Tulostason parantuessa se voisi kantaa myös maltillista velkakuormaa.

# Taloudelliset tavoitteet (2/2)\*

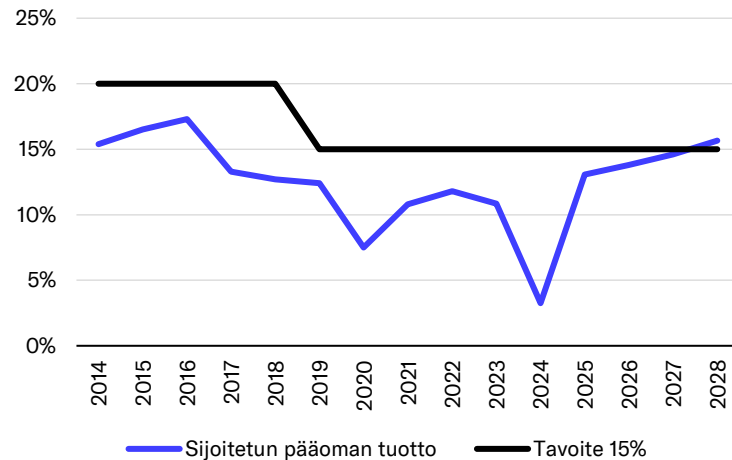
### Liikevaihdon kasvu vs. tavoite



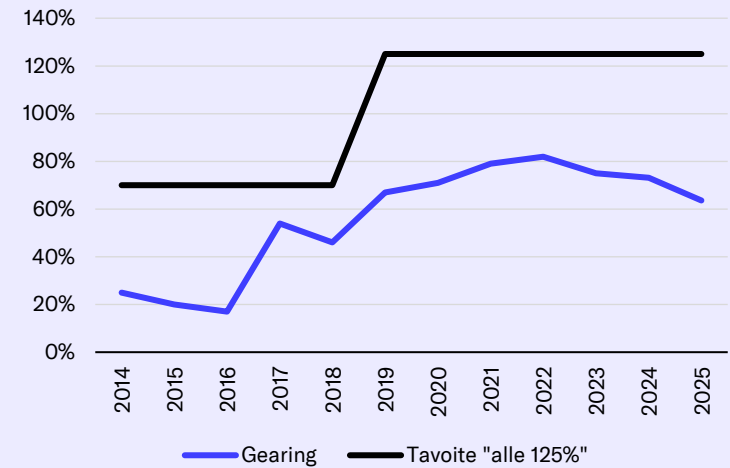
### Oik. liikevoittomarginaali



### Sijoitetun pääoman tuotto vs. tavoite



### Gearing vs. tavoite



Lähde: Lassila & Tikanoja, Inderes \*Oik. liikevoittomarginaali ei ole yhtiön taloudellisissa tavoitteissa

# Ennusteet (1/2)

## Ennusteet lähtevät segmenteistä

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

## Kiertotaloustoimintojen ennusteet

Kiertotaloustoimintojen osalta ennusteemme odottavat varsin tasaista liikevaihdon kehitystä tulevina vuosina. Tänä vuonna odotamme pientä kasvua (1 %) yrityskaupan tukemana, mutta orgaanisesti pientä laskua markkinoiden ollessa vaisuja heikon taloustilanteen ja etenkin matalan rakennusaktiiviteetin myötä. Ennustamme Kiertotaloustoimintojen oik. liikevoiton pysyvän tänä vuonna vertailukauden tasossa eli 43 MEUR:ssa.

Ensi vuonna Kiertotaloustoimintojen jäteliiketoimintaan on odotettavissa viimeinen selkeä negatiivinen vaikutus aiemmin tehdystä jätelain muutoksesta (kotitalousjätteiden vastuun siirtyminen kunnille). Tämän takia odotamme liikevaihdon laskevan 2 % 2026, ja myös kannattavuuden heikentyvän tulostason pudotessa 40 MEUR:oon. Toisaalta kannattavuutta tukee yhtiön 8 MEUR:n tulosparannusohjelma.

Tämän jälkeen odotamme Kiertotaloustoimintojen pääsevän lievälle kasvu-uralle ja kasvavan 2 % vuodessa. Tämä ennuste ei odota mitään merkittäviä uusia avauksia erilaisten materiaali- tai sivuvirtojen käsittelyssä, johon yhtiö pyrkii. Nämä vaatisivat kuitenkin myös investointeja, ja

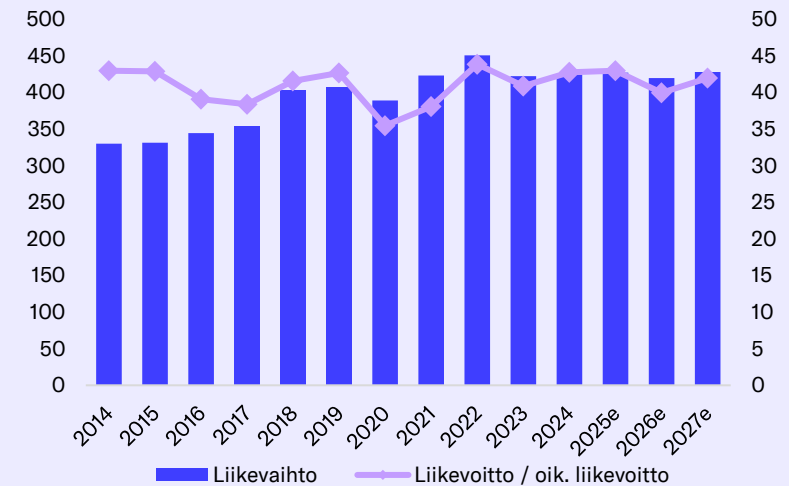
sisällytämme niitä ennusteisiimme vasta, jos/kun yhtiö kertoo konkreettisista suunnitelmista näiden suhteen. Odotamme kannattavuuden paranevan lievästi 2027-28 aikana ja oik. liikevoittomarginaalin päätyvän käytännössä vuonna 2028 takaisin 2024-25 tasolle, jolloin oik. liikevoitto olisi 44 MEUR. Kaiken kaikkiaan kehitys on siis hyvin tasaista.

## Kiinteistöpalveluiden ennusteet

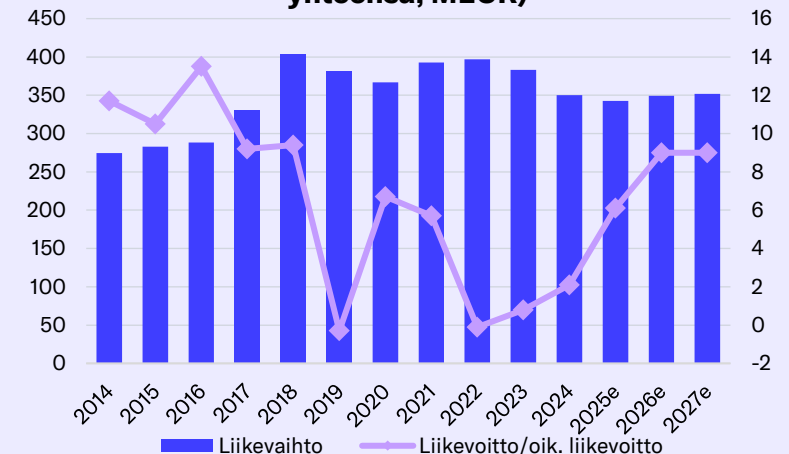
Kiinteistöpalveluiden osalta liikevaihtoennusteet ovat tasaisia lähivuosille, mutta tuloskehityksen odotamme olevan selkeästi positiivista. Tänä vuonna näemme vielä liikevaihdon laskevan hieman sekä Suomessa että Ruotsissa, mutta Ruotsin tappioiden pienentyessä Kiinteistöpalveluiden tulos paranee selvästi vuoden 2024 2 MEUR:sta vuoden 2025 6 MEUR:oon. Suomessa ennustemme tuloksen pysyvän hyvällä 10 MEUR:n tasolla.

Ensi vuonna odotamme pientä 2 %:n kasvua Kiinteistöpalveluissa, kun etenkin Suomessa pystytään keskittymään jo jonkin verran kasvuun. Odotamme kannattavuuden jatkavan parantumista 9 MEUR:oon, kun Ruotsi kääntyy taas plussalle. Samaan aikaan odotamme alan kovan kilpailun ja yhtiön kasvuhaluun kuitenkin painavan Suomen kannattavuutta hieman alemmaksi. Vuosille 2027-28 odotamme noin 1%:n kasvua. Odotamme yhtiön joutuvan luopumaan vielä jostain kannattamattomista sopimuksista Ruotsissa lähivuosina, mutta pystyvän kasvamaan hieman Suomessa. Oik. liikevoittotason odotamme tasaantuvan 9 MEUR:oon. Tulosta tukee 2027 puolivälissä Ruotsissa loppuvat hankintamenopoistot. Lisäksi viimeiset tällä hetkellä tappiolliset sopimukset Ruotsissa loppuvat käsityksemme mukaan 2027/2028, mikä tukee kannattavuutta.

## Kiertotaloustoiminnot (MEUR)



## Kiinteistöpalvelut (Ruotsi ja Suomi yhteensä, MEUR)



Lähde: L&T, Inderes

# Ennusteet (2/2)

## Yhtiö ohjeistaa kuluvaan vuoteen laveasti, ennustamme tuloksen paranevan

L&T ohjeistaa vuotta 2025 samaan tapaan kuin viime vuotta eli liikevaihdon arvioidaan olevan samalla tasolla ja oik. liikevoiton samalla tasolla tai parempi edellisvuoteen nähden. Yhtiön liiketoiminnan tasaisuus huomioiden ohjeistushaarukka on varsin laava, eikä siten tarjoa merkittävästi tukea ennustamiseen. Tuloksen jatkaessa nousevalla trendillä yhtiö voisi esim. tarkistaa ohjeistusta tuloksen osalta muotoon ”parempi”.

Ennustamme yhtiön liikevaihdon laskevan 1 % tänä vuonna Kiinteistöpalvelut –segmenttien vetämänä. Tuloksen ennustamme kuitenkin jatkavan nousutrendillä ja oik. liikevoiton päätyvän 47 MEUR:oon (2024: 43 MEUR). Parannus syntyy ennusteissamme lähes yksinomaan Ruotsin Kiinteistöpalveluiden tappioiden pienentymisestä, muiden toimintojen tulostason säilyessä vertailukauden tasolla. Ennustamme liikevoiton parantumisen ajavan myös oik. osakekohtaisen tuloksen kasvua 0,89 euroon (2024: 0,83). Tämä mahdollistaa ennusteissamme osingon nousun 0,55 euroon (2024: 0,50). Jakautumissuunnitelman toteutuessa osingon jaon suorittavat kuitenkin uudet yhtiöt, jolloin niiden yhtiökohtaiset suunnitelmat, tasetilanne ja näkymät voivat myös vaikuttaa osingon määrään.

## Oik. liikevoitto kohti 50 MEUR 2028

Edellä kuvattujen segmenttikehitysten pohjalta odotamme, että vuonna 2026 L&T:n nykyrakenteen liikevaihto ja tulos jäävät pitkälti tämän vuoden tasolle. Tämän jälkeen ennustamme lievää parantumista 2027-28 yhtiön saavuttaessa 50 MEUR:n oik. liikevoittotaso 2028, mikä vastaa reilun 6 %:n marginaalitasoa. Liikevoittotason

parantuminen nostaa osakekohtaisen tuloksen 2025-26 0,89 eurosta yli 1 euroon vuonna 2028.

## Sijoitetun pääoman tuotto ylittää tavoitteeseen 2027-28

Lassila & Tikanojan pääoman tuotto on ollut viime vuosina yli 10 %, lukuun ottamatta vuotta 2020. L&T teki viime vuoden lopulla alaskirjauksen Ruotsin Kiinteistöpalveluiden liikearvoon, jonka myötä sijoitettu pääoma laski ja siten sen tuotto prosentti jatkossa parani. Tämän ja positiivisen tuloskehityksen myötä arvioimme L&T:n saavuttavan nykyisen 15 %:n pääoman tuottotavoitteen vuonna 2027.

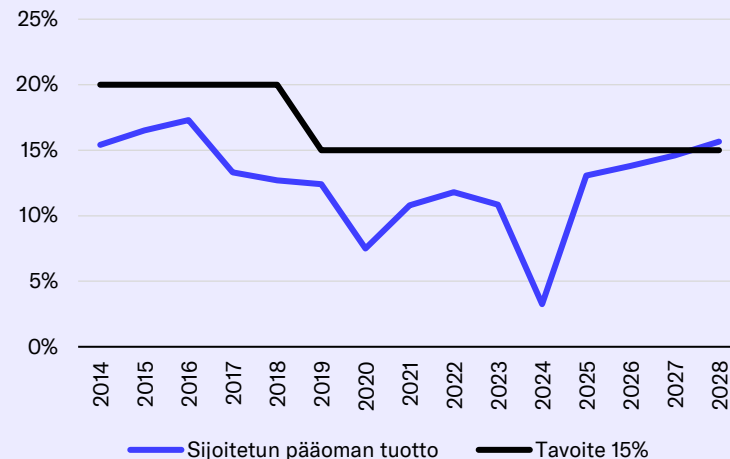
## Rahavirta ja tase

Investointien odotamme pysyvän noin poistojen tasolla. Lähivuosina ne voivat olla matalammatkin, kun yhtiön iso tietojärjestelmämuutos on valmis, mikä laskee investointitasoa. Odotamme yhtiön vapaan kassavirran pysyvän tasaisen hyvänä ja olevan 40-45 MEUR tasolla tulevat 10 vuotta. Tästä ennustamme osingon jaon kasvavan nykyisestä reilusta 20 MEUR:sta kohti 30 MEUR vuodessa. Tämä tarkoittaa, että ennusteissamme velka vähenee ja tase vahvistuu asteittain ennusteperiodin aikana. Tämä jättää yhtiölle hyvät mahdollisuudet tehdä yritysostoja.

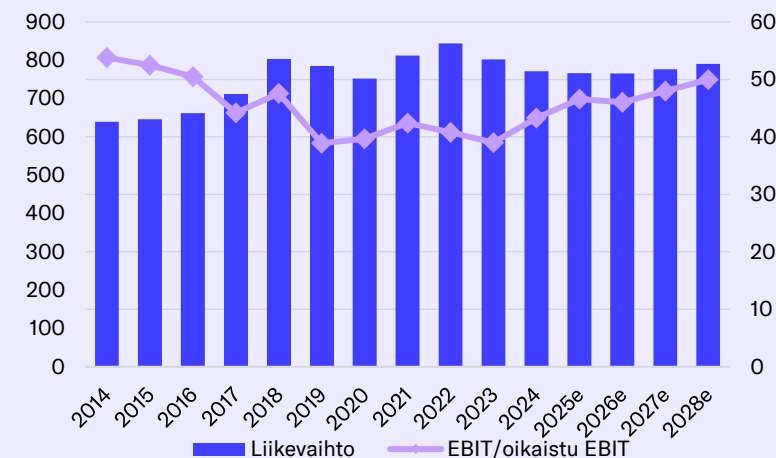
## Pidemmän aikavälin ennusteet

Ennustamme L&T:n liikevaihdon kasvavan vuodesta 2027 eteenpäin 2 % vuodessa ja liikevoittomarginaalin olevan 5,5 %:n tasoa. Nämä arvot ovat myös terminaalijakson oletuksemme.

## Sijoitetun pääoman tuotto vs. tavoite



## Konsernin kehitys (MEUR)



Lähde: Inderes

# Arvostus (1/3) – Edullinen monesta kulmasta

## Yhteenveto: Arvostus houkuttelee

Yhteenvetona toteamme, että L&T:n lähivuosien tuotto-odotus muodostuu sekä tasaisesta osinkotuotosta että maltillisesta tuloskasvusta kohti yhtiön historiallista tulostasoa. Osakkeen arvostustaso on monilla mittareilla pikemminkin edullinen kuin kallis, mutta yhtiön melko vaatimattoman kasvuprofiilin takia emme odota merkittävää muutosta kertoimissa. Yhtiön jakautuminen voi mielestämme kirkastaa sen osien arvostusta ja siten tukea kokonaisuuden arvoa.

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

L&T:n tasainen tulos- ja kassavirtakehitys tekee useiden perinteisten arvostusmetodien käytön suhteellisen helpoksi. Se mahdollistaa sekä DCF-mallin että tulospohjaisen arvostuksen käytön ja tekee myös osinkotuotosta ennustettavaa. Käyvän arvon haarukka yhtiölle on mielestämme 10-12 euroa osakkeelta.

## Tulospohjainen arvostus edullinen

Odotamme, että L&T:n pitäisi pystyä lähivuosina sen pitkän aikavälin keskimääräiseen tulostasoon eli yli 45 MEUR:oon. Itse asiassa yhtiö on jo viimeiseltä 12 kuukaudelta saavuttanut tämän tason, johon nähden sen EV/EBIT on vain 10x. Historiaan nähden se on alhainen, sillä viime vuosien keskiarvo on noin 14x. Arviomme mukaan historiallisessa arvostuksessa on kuitenkin ollut odotuksia tulosparannuksesta, joka ei ole toteutunut. Myös nousut korkotaso heijastuu hyväksytyihin kertoimiin negatiivisesti. Hyväksyttävänä EV/EBIT-kertoimena näemme yhtiölle 11-

13x, joten nykyarvostus on mielestämme edullinen. Vuosien 2025-26 EV/EBIT on niinkään noin 10x, mikä on mielestämme vaatimaton kerroin L&T:n kaltaiselle tasaiselle yhtiölle.

P/E-luvulla L&T on hinnoiteltu vuoden 2025-26 tuloksella reilut 10x, mikä on mielestämme vaatimaton taso. Historiallisesti P/E-luku on ollut noin 14x, joskin pidämme tätä taas hieman turhan korkeana tuloskasvupotentiaali ja nykyinen velkataso huomioiden. Hyväksyttävänä haarukkana P/E-luvulle näemme 11-14x.

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

L&T tarjoaa nykykurssilla ja kestäväällä noin 60-70 % osingonjakosuhteella 6-7 %:n osinkotuoton. Mikäli yhtiö ei tee merkittäviä yritysostoja, voi osingonjako nousta korkeammaksikin. Meidän ennusteissa osingonjakosuhte on vuodesta 2028 alkaen 75 %, joka luonnollisesti nostaa myös osinkotuottoa.

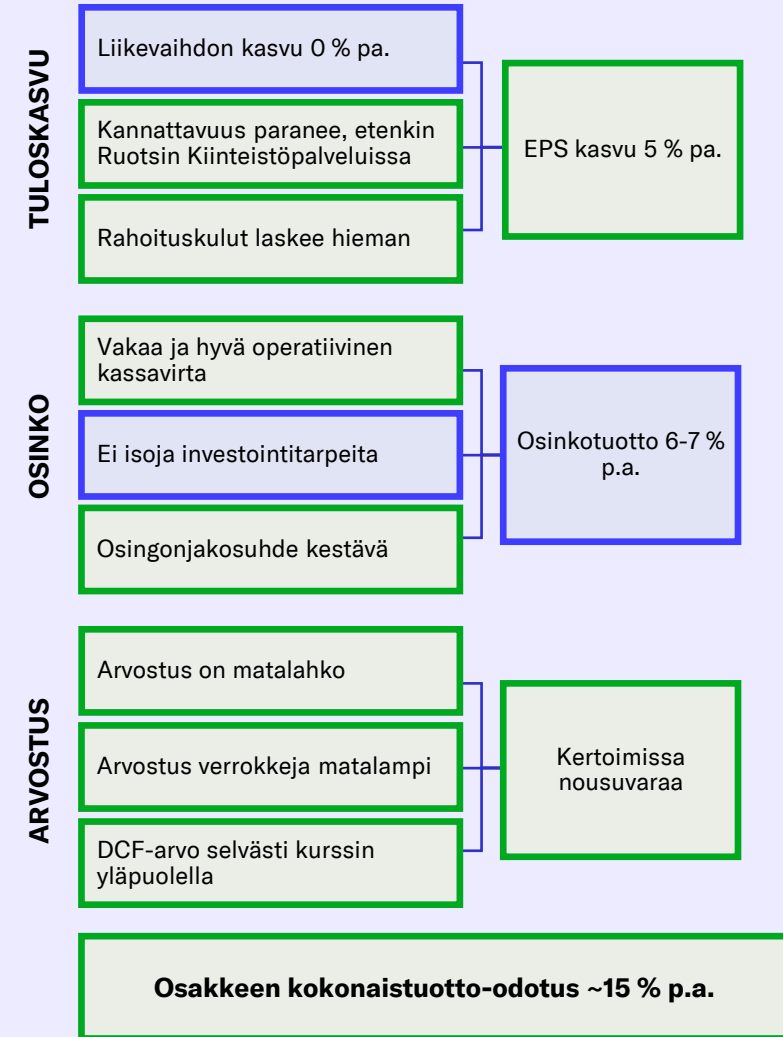
## DCF-malli tarjoaa selvää nousuvaraa

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

Tärkeimpien ennustevuosiemme (2025-28, jotka on käyty läpi aiemmin) jälkeen ennustamme yhtiölle tasaista 2% liikevaihdon kasvua. Liikevoittomarginaalin oletamme olevan 2029 alkaen 5,0 %. Tämä tarkoittaa liikevoiton olevan 45-50 MEUR:n. Koska yhtiö on hyvin defensiivinen ja tasainen, käytämme tuottovaatimuksena (WACC) suhteellisen alhaista 8,0 %:n tasoa. Reilut 50 % rahavirroista syntyy vasta vuoden 2034 jälkeen eli terminaalijaksolla.

## Osaketuoton ajurit 2024-2027e

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen



# Arvostus (2/3)

DCF-mallimme antaa L&T:n velattomaksi arvoksi noin 590 MEUR, joka tarkoittaa osakepääoman arvoksi noin 460 MEUR eli noin 12 euroa osakkeelta.

## Tasepohjainen arvostus niin ikään edullinen

L&T:n P/B-luku laskee lähivuosina asteittain tämän vuoden 1,6x –tasolta. Oman pääoman tuotto on ennusteissamme noin 15 %, joka 8,5 % oman pääoman tuotto vaatimukseemme suhteutettuna puoltaisi hieman korkeampaakin P/B –lukua. Tasearvostuskin tukee osakkeen olevan edullisesti arvostettu.

## Arvostus verrokkiryhmän alapuolella

Lassila & Tikanojalla ei ole mielestämme suoria verrokkeja sen paremmin Pohjoismaissa kuin kansainvälisestikään. Käytämme vertailuryhmässä isoja kansainvälisiä jätehuollon yhtiöitä (joko osittain tai kokonaan jätehuoltoa/kierrätystä) kuten Casella Waste, Republic Services, Waste Connections, Waste Management, Veolia ja Seche. Toisena ryhmänä verrokkeina on kiinteistöhuollon toimijat Coor, ISS ja Sodexo. Emme ole sisällyttäneet joukkoon kiinteistötöknisten palveluiden yrityksiä kuten Bravida tai Instalco, koska niiden liiketoiminnassa projekteilla on merkittävä osuus, jota L&T:llä ei ole, ja kiinteistötekniikka muodostaa vain pienen osan L&T:n tulosta. Verrokkiyhtiöistä Coor ja Seche ovat markkina-arvoltaan alle 1 mrd. euroa eli L&T:n kokoluokkaa, kun taas useimmat jätehuollon toimijat ovat kymmenien miljardien arvoisia yrityksiä.

Verrokkiryhmän mediaani EV/EBIT kuluvalle tilikaudelle on noin 13x ja P/E 14x, molemmat jonkin verran L&T:tä korkeammalla tasolla. Arvostuskuva on samantyyppinen myös vuoden 2026 kertoimilla. Osinkotuotto verrokkiryhmällä on 2-3 %:n luokkaa eli selvästi L&T:tä matalampi. Kokoluokan ja päämarkkinoiden eroista johtuen verrokkiryhmän arvostus ei mielestämme ole suoraan

sovellettavissa L&T:aan. Huomioimme kuitenkin, että pääoman tuoton suhteen verrokkiyhtiöiden mediaani on lähellä L&T:n tasoa (joskin isojen jäteyhtiöiden marginaali on selvästi parempi). Kasvuvauhti verrokeilla on tosin parempi, mikä oikeuttaa hieman korkeammat kertoimet.

Kokonaisuutena näemme L&T:n arvostuksen suhteessa verrokkeihin maltillisena, mutta suhteellisen neutraalina.

## Yritystostojen 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) ja aktiviteetti on viimeisen 5 vuoden aikana ollut selvästi sitä aiempaa vähäisempää.

Velkaantumistavoitteensa puitteissa L&T:llä on arviomme mukaan mahdollisuus noin 100 MEUR:n lisävelan ottamiseen. Tämä voisi ostetun yrityksen arvostuskertoimista riippuen tarkoittaa karkeasti 5-10 MEUR liiketuloksen lisäystä eli 10-20 % nykytasoon. Olettamalla 5 %:n korkokulun, tämä tarkoittaisi noin 0-15 %:n lisäystä osakekohtaiseen tulokseen. Onnistuneella yritysosto(i)lla voisi siis olla positiivinen vaikutus myös yhtiön arvoon. Huomioimme kuitenkin että historiallisesti L&T on tehnyt vain pari isompaa yritysostoa, eikä niillä ole onnistuttu mielestämme luomaan arvoa. Isoimman ostetun yhtiön arvo (Veolia FM) on arviomme mukaan laskenut ostohetkestä. Pienemmistä yrityskaupoista kertynyt liikevaihto/-voitto on taas osittain kompensoinut muun liiketoiminnan pienemistä, eikä siten ole suoraan kasvattanut yhtiön tulosta, mikä on tasaista liikevoittohistoriaa katsoessa helposti havaittavissa.

Tästä johtuen emme huomioi mahdollisia tulevia yritysostoja osakkeen tuotto potentiaalia arvioidessa, vaan onnistunut yritysosto on mahdollisuus odotettua parempaan tuottoon.

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

Yritys	Liikevaihto (MEUR)	Ajankohta
<b>Stena kuormalavaliiketoiminta</b>	10	6/25
<b>Sand &amp; Vattenbläst i Tyringe</b>	10	2/22
<b>Sihvari</b>	14	6/21
<b>Veolia FM</b>	102	8/17
<b>Östgöta Stad</b>	12	5/11
<b>Hansalaiset</b>	11	4/12
<b>Biowatti</b>	64	2/07
<b>Skånsk All Service</b>	11	1/07
<b>Allied Service Partners</b>	12	1/06

Lähde: Inderes

# Arvostus (3/3)

## Kiinteistöpalveluiden arvo voisi olla ~90 MEUR

Suomen Kiinteistöpalvelut on viimeisen kahden vuoden aikana parantanut selvästi tulostaan, joka viime vuodelta oli noin 10 MEUR:n oik. liikevoitto. Kiinteistöpalvelut on laadullisesti mielestämme Kiertotaloustoimintoja heikompaa liiketoimintaa ja siten Kiinteistöpalveluiden arvostaminen koko yhtiön kertoimia vastaavalla hinnalla olisi mielestämme optimistista. Arvostamalla Suomen Kiinteistöpalvelut EV/EBIT kertoimella 6-8x, saisimme sen arvoksi noin 70 MEUR. Tulos voi kuitenkin olla jo lähellä huipputasoa, mikä rajaa mielestämme arvoa.

Ruotsin osalta tilanne on monimutkaisempi, sillä sen tulos oli 2023-2024 negatiivinen ja on vielä tämänkin vuoden ennusteissa tappiolla. Pääosa Ruotsin liiketoiminnasta on L&T:n vuonna 2017 ostama kiinteistötekniikkaan keskittyvä entinen Veolia FM. Kauppahinta oli tuolloin 650 MSEK, joka nykyisellä valuuttakurssilla vastaa vajaata 60 MEUR. L&T alaskirjasi kauppaan liittyvää liikearvoa Q4'24:llä. Tämän lisäksi yhtiöllä on Ruotsissa pieni siivousliiketoiminta, jonka arvo on uskoaksemme alle 10 MEUR. Käsittääksemme ostetun liiketoiminnan tulostasoa oli 2018-2021 varsin vakaa (kuten koko Ruotsin liiketoiminnan luvut näyttävät). Vuosina 2022-24 tulos on laskenut selvästi voimakkaan inflaation painaessa kiinteähintaiset sopimukset kannattamattomiksi ja yhtiön menetettyä 2024 alussa merkittävän asiakkuuden. Näin ollen näemme liiketoiminnan tulospotentiaalin ja arvon matalampana kuin esim. 2017. Ruotsin liiketoimintojen arvo kokonaisuudessaan voisi mielestämme olla noin 20 MEUR, perustuen samaan EV/EBIT 6-8x kertoimeen ja 3 MEUR:n ”normalisoituun” tulostasoon. Näin ollen kokonaisuutena Kiinteistöpalveluiden arvo voisi olla noin 90 MEUR. Ruotsin arvo on kuitenkin selvästi spekulatiivisempi kuin Suomen. Mahdollisen erillisen Kiinteistöpalveluyhtiön arvostuksen

kannalta Ruotsin tappioiden pienentäminen / kääntäminen voitolle onkin mielestämme tärkeää, sillä tappiot vaikuttaisivat mielestämme negatiivisesti koko yhtiön arvostukseen. Kokonaisuutena Kiinteistöpalvelut teki vain 2 MEUR oik. liikevoittoa vuonna 2024, mutta näemme potentiaalia noin 10 MEUR:n tasoon lähivuosina.

## Kiertotaloustoiminnoissa potentiaalia

Mikäli arvioimme Kiinteistöpalveluiden arvoksi 90 MEUR, jäisi muun L&T:n EV:ksi noin 380 MEUR. Kiertotalousliiketoiminta tekee tälle hetkellä noin 43 MEUR oikaistua liikevoittoa. Näin jatkuvien toimintojen EV/EBIT asettuisi noin 9x tasoon. Tämä olisi mielestämme liian alhainen taso, sillä ilman Kiertotaloustoiminnan tuloksen laatu ja tasaisuus olisivat mielestämme selvästi nykyistä L&T:tä parempia. Lisäksi vahvistunut fokus voisi tehdä yhtiöstä houkuttelevamman sijoituskohteen ja mahdollisesti myös yritysostokohteen.

Kiertotaloustoiminnoille ei löydy mielestämme hyviä suoria verrokkiyhtiöitä, USA:n jäteyhtiöiden arvostuksen ollessa varsin korkea. Euroopassa Seche ja Veolia on arvostettu 2025 EV/EBIT 12-13x. Esim. kertoimella 12x, Kiertotaloustoimintojen arvo olisi noin 500 MEUR eli koko nykyisen L&T:n arvoa korkeampi. Jos laskemme nykyisen tulostason kasvavan vaatimattomat 1 % tästä ikuisuuteen (ja huomioimme rahoituskulut ja verot), saamme Kiertotaloustoiminnoille noin 400 MEUR:n arvon. Tämä alle 10x EV/EBIT:iä. Nykyarvostuksella tämä jättäisi Kiinteistöpalveluiden arvoksi noin 65 MEUR, mikä nykyisellä tulostasolla voisi olla loogista. Tämä laskelma jättää kuitenkin huomioimatta molempien segmenttien tuloskasvupotentiaalin, joten arvostuksen tulisi mielestämme olla korkeampi.

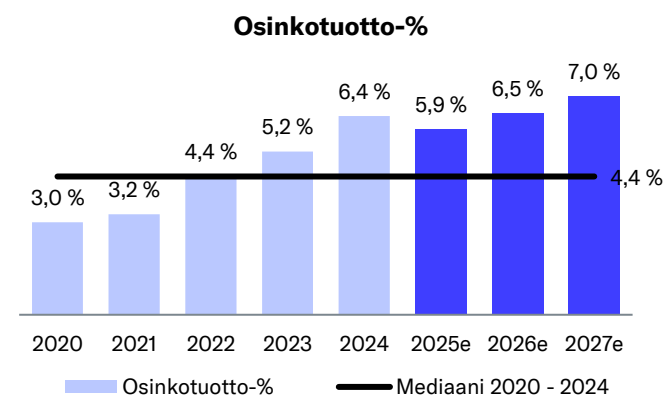
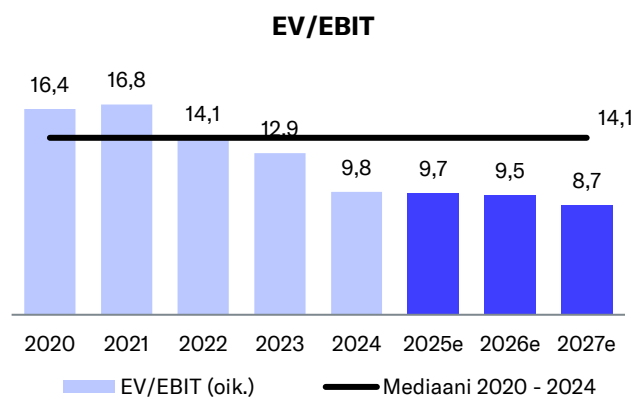
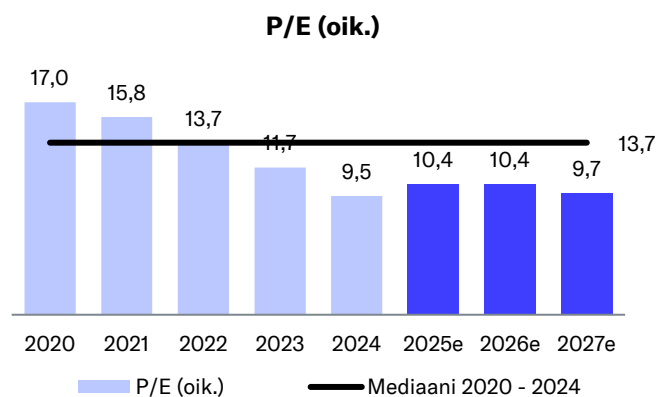
Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
<b>Osakekurssi</b>	9,30	9,30	9,30
<b>Osakemäärä, milj. kpl</b>	38,2	38,2	38,2
<b>Markkina-arvo</b>	355	355	355
<b>Yritysarvo (EV)</b>	454	437	419
<b>P/E (oik.)</b>	10,4	10,4	9,7
<b>P/E</b>	11,1	10,4	9,7
<b>P/B</b>	1,6	1,5	1,4
<b>P/S</b>	0,5	0,5	0,5
<b>EV/Liikevaihto</b>	0,6	0,6	0,5
<b>EV/EBITDA</b>	4,6	4,3	4,0
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	9,7	9,5	8,7
<b>Osinko/tulos (%)</b>	65,7 %	67,2 %	67,8 %
<b>Osinkotuotto-%</b>	5,9 %	6,5 %	7,0 %

Lähde: Inderes

# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	13,6	14,3	10,6	9,40	7,87	<b>9,30</b>	<b>9,30</b>	<b>9,30</b>	<b>9,30</b>
Osakemäärä, milj. kpl	38,1	38,1	38,1	38,2	38,2	<b>38,2</b>	<b>38,2</b>	<b>38,2</b>	<b>38,2</b>
Markkina-arvo	516	545	405	359	301	<b>355</b>	<b>355</b>	<b>355</b>	<b>355</b>
Yritysarvo (EV)	653	712	578	503	424	<b>454</b>	<b>437</b>	<b>419</b>	<b>399</b>
P/E (oik.)	17,0	15,8	13,7	11,7	9,5	<b>10,4</b>	<b>10,4</b>	<b>9,7</b>	<b>9,1</b>
P/E	27,2	15,9	12,9	12,0	neg.	<b>11,1</b>	<b>10,4</b>	<b>9,7</b>	<b>9,1</b>
P/B	2,7	2,6	1,8	1,5	1,4	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>
P/S	0,7	0,7	0,5	0,4	0,4	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>
EV/Liikevaihto	0,9	0,9	0,7	0,6	0,5	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>
EV/EBITDA	7,7	7,5	5,9	5,3	4,8	<b>4,6</b>	<b>4,3</b>	<b>4,0</b>	<b>3,7</b>
EV/EBIT (oik.)	16,4	16,8	14,1	12,9	9,8	<b>9,7</b>	<b>9,5</b>	<b>8,7</b>	<b>8,0</b>
Osinko/tulos (%)	80,4 %	51,0 %	56,8 %	62,4 %	neg.	<b>65,7 %</b>	<b>67,2 %</b>	<b>67,8 %</b>	<b>75,0 %</b>
Osinkotuotto-%	3,0 %	3,2 %	4,4 %	5,2 %	6,4 %	<b>5,9 %</b>	<b>6,5 %</b>	<b>7,0 %</b>	<b>8,3 %</b>

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
Coor	344	556	12,4	10,4	7,1	6,3	0,5	0,5	12,7	9,2	5,4	6,4	2,5
ISS	4042	5688	9,8	9,2	7,2	6,8	0,5	0,5	10,3	9,2	2,3	2,6	2,5
Veolia	22187	45267	12,1	11,4	6,4	6,1	1,0	0,9	13,6	12,5	5,1	5,5	1,7
Sodexo	7616	11760	10,2	9,5	7,3	6,8	0,5	0,5	9,6	9,1	5,2	5,5	1,9
Seche Environnement	761	1772	13,0	11,0	6,5	5,9	1,4	1,3	13,4	10,1	1,4	1,5	1,8
Casella Waste Systems	6249	6996	52,8	44,2	19,4	17,7	4,5	4,2	105,0	84,1			4,6
Republic Services	65582	76943	26,0	23,9	16,8	15,7	5,3	5,0	35,4	31,9	1,0	1,0	6,3
Waste Connection	41258	48721	29,8	26,7	17,9	16,5	5,9	5,6	35,6	31,1	0,7	0,7	5,7
Waste Management	79153	99395	23,8	21,4	15,4	14,2	4,5	4,3	30,0	26,5	1,4	1,5	9,1
<b>Lassila &amp; Tikanoja (Inderes)</b>	<b>355</b>	<b>454</b>	<b>9,7</b>	<b>9,5</b>	<b>4,6</b>	<b>4,3</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>10,4</b>	<b>10,4</b>	<b>5,9</b>	<b>6,5</b>	<b>1,6</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>21,1</b>	<b>18,6</b>	<b>11,5</b>	<b>10,7</b>	<b>2,7</b>	<b>2,5</b>	<b>29,5</b>	<b>24,8</b>	<b>2,8</b>	<b>3,1</b>	<b>4,0</b>
<b>Mediaani</b>			<b>13,0</b>	<b>11,4</b>	<b>7,3</b>	<b>6,8</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>13,6</b>	<b>12,5</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>	<b>2,5</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>			<b>-25 %</b>	<b>-16 %</b>	<b>-37 %</b>	<b>-38 %</b>	<b>-57 %</b>	<b>-56 %</b>	<b>-23 %</b>	<b>-17 %</b>	<b>220 %</b>	<b>212 %</b>	<b>-37 %</b>

Lähde: Refinitiv / Inderes

# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
<b>Liikevaihto</b>	<b>802</b>	<b>185</b>	<b>199</b>	<b>192</b>	<b>194</b>	<b>771</b>	<b>176</b>	<b>196</b>	<b>197</b>	<b>199</b>	<b>767</b>	<b>766</b>	<b>776</b>	<b>791</b>
Ympäristöpalvelut	284	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
Teollisuuspalvelut	141	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
Kiertotaloustoiminnot	0,0	93,0	115	110	105	424	89,5	113	115	110	428	420	428	437
Kiinteistöpalvelut Suomi	250	63,3	58,5	57,4	58,8	238	58,3	57,0	57,0	60,0	232	237	242	247
Kiinteistöpalvelut Ruotsi	133	29,5	26,2	25,2	31,0	112	28,3	26,5	25,5	30,0	110	113	110	111
<b>Käyttökate</b>	<b>95,8</b>	<b>12,1</b>	<b>25,1</b>	<b>32,6</b>	<b>19,2</b>	<b>89,0</b>	<b>17,2</b>	<b>25,6</b>	<b>32,6</b>	<b>23,6</b>	<b>99,0</b>	<b>103</b>	<b>105</b>	<b>107</b>
Poistot ja arvonalennukset	-57,4	-13,8	-14,1	-13,7	-37,6	-79,2	-13,5	-13,6	-13,6	-13,6	-54,3	-56,9	-57,3	-56,6
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>39,0</b>	<b>0,0</b>	<b>12,7</b>	<b>20,0</b>	<b>10,5</b>	<b>43,2</b>	<b>2,7</b>	<b>13,0</b>	<b>20,0</b>	<b>11,0</b>	<b>46,7</b>	<b>46,0</b>	<b>48,0</b>	<b>50,0</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>38,4</b>	<b>-1,7</b>	<b>11,0</b>	<b>18,9</b>	<b>-18,4</b>	<b>9,8</b>	<b>3,7</b>	<b>12,0</b>	<b>19,0</b>	<b>10,0</b>	<b>44,7</b>	<b>46,0</b>	<b>48,0</b>	<b>50,0</b>
Ympäristöpalvelut	27,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Teollisuuspalvelut	14,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kiertotaloustoiminnot	0,0	2,6	14,0	16,4	9,8	42,8	2,5	13,5	17,0	10,0	43,0	40,0	42,0	44,0
Kiinteistöpalvelut Suomi	4,4	-0,1	2,0	4,9	2,8	9,6	2,1	1,5	3,5	2,5	9,6	8,0	7,0	7,0
Kiinteistöpalvelut Ruotsi	-3,7	-2,1	-2,5	-1,4	-1,5	-7,5	-1,5	-1,0	-0,5	-0,5	-3,5	1,0	2,0	2,0
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	3,6	2,1	0,0	0,2	0,9	3,2	1,7	0,0	0,0	1,0	2,7	3,3	3,0	3,0
Nettorahoituskulut	-6,3	-1,8	-2,2	-2,2	-2,4	-8,6	-1,8	-2,2	-2,0	-2,1	-8,1	-7,5	-7,0	-6,0
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>35,7</b>	<b>-1,4</b>	<b>8,8</b>	<b>16,9</b>	<b>-19,9</b>	<b>4,4</b>	<b>3,6</b>	<b>9,8</b>	<b>17,0</b>	<b>8,9</b>	<b>39,3</b>	<b>41,8</b>	<b>44,0</b>	<b>47,0</b>
Verot	-5,7	0,6	-1,7	-3,6	-1,4	-6,1	-0,2	-2,0	-3,4	-1,8	-7,3	-7,7	-7,4	-7,9
<b>Nettotulos</b>	<b>30,0</b>	<b>-0,8</b>	<b>7,1</b>	<b>13,3</b>	<b>-21,3</b>	<b>-1,7</b>	<b>3,4</b>	<b>7,8</b>	<b>13,6</b>	<b>7,1</b>	<b>32,0</b>	<b>34,1</b>	<b>36,6</b>	<b>39,1</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,80</b>	<b>0,02</b>	<b>0,23</b>	<b>0,38</b>	<b>0,20</b>	<b>0,83</b>	<b>0,07</b>	<b>0,23</b>	<b>0,38</b>	<b>0,21</b>	<b>0,89</b>	<b>0,89</b>	<b>0,96</b>	<b>1,02</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,79</b>	<b>-0,02</b>	<b>0,19</b>	<b>0,35</b>	<b>-0,56</b>	<b>-0,04</b>	<b>0,09</b>	<b>0,21</b>	<b>0,36</b>	<b>0,19</b>	<b>0,84</b>	<b>0,89</b>	<b>0,96</b>	<b>1,02</b>

Tunnusluvut	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	-5,0 %	-4,0 %	-4,0 %	-4,3 %	-3,3 %	-3,9 %	-5,1 %	-1,9 %	2,2 %	2,4 %	-0,6 %	-0,1 %	1,4 %	1,9 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	-4,7 %	-100,0 %	38,0 %	-5,7 %	45,8 %	10,8 %		2,4 %	0,0 %	4,8 %	8,1 %	-1,5 %	4,3 %	4,2 %
<b>Käyttökate-%</b>	11,9 %	6,5 %	12,6 %	17,0 %	9,9 %	11,5 %	9,8 %	13,1 %	16,6 %	11,9 %	12,9 %	13,4 %	13,6 %	13,5 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	4,9 %	0,0 %	6,4 %	10,4 %	5,4 %	5,6 %	1,5 %	6,6 %	10,2 %	5,5 %	6,1 %	6,0 %	6,2 %	6,3 %
<b>Nettotulos-%</b>	3,7 %	-0,4 %	3,6 %	6,9 %	-11,0 %	-0,2 %	1,9 %	4,0 %	6,9 %	3,6 %	4,2 %	4,5 %	4,7 %	4,9 %

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>483</b>	<b>455</b>	<b>461</b>	<b>457</b>	<b>453</b>
Liikearvo	181	157	157	157	157
Aineettomat hyödykkeet	38,2	42,2	50,9	48,5	46,6
Käyttöomaisuus	242	233	230	229	227
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	17,6	18,9	18,9	18,9	18,9
Muut sijoitukset	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	1,5	1,0	2,0	2,0	2,0
Laskennalliset verosaamiset	3,1	2,0	2,0	2,0	2,0
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>167</b>	<b>153</b>	<b>154</b>	<b>154</b>	<b>156</b>
Vaihto-omaisuus	7,8	9,2	7,7	7,7	7,8
Muut lyhytaikaiset varat	39,9	23,5	23,5	23,5	23,5
Myyntisaamiset	85,9	86,5	84,3	84,2	85,4
Likvidit varat	32,9	33,9	38,3	38,3	39,5
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>650</b>	<b>608</b>	<b>615</b>	<b>611</b>	<b>609</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
<b>Oma pääoma</b>	<b>232</b>	<b>209</b>	<b>222</b>	<b>235</b>	<b>249</b>
Osakepääoma	19,4	19,4	19,4	19,4	19,4
Kertyneet voittovarot	224	203	216	229	242
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	-10,9	-12,9	-12,9	-12,9	-12,9
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>222</b>	<b>218</b>	<b>210</b>	<b>194</b>	<b>178</b>
Laskennalliset verovelat	28,5	26,6	30,0	30,0	30,0
Varaukset	8,4	10,1	10,0	10,0	10,0
Korolliset velat	185	168	156	141	125
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	13,4	13,4	13,4	13,4
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>196</b>	<b>180</b>	<b>183</b>	<b>182</b>	<b>182</b>
Korolliset velat	22,1	18,6	23,5	21,8	20,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	173	159	157	157	159
Muut lyhytaikaiset velat	1,2	2,8	2,8	2,8	2,8
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>650</b>	<b>608</b>	<b>615</b>	<b>611</b>	<b>609</b>

# DCF-laskelma

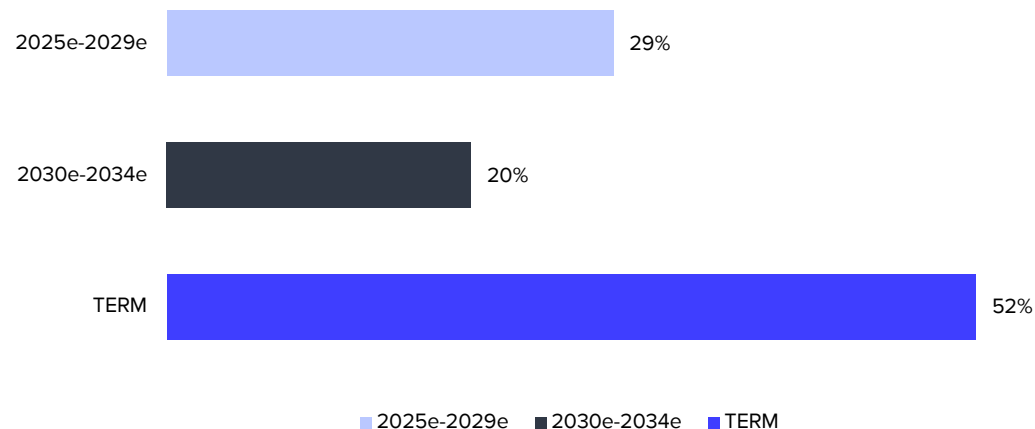
DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-3,9 %	-0,6 %	-0,1 %	1,4 %	1,9 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	1,3 %	5,8 %	6,0 %	6,2 %	6,3 %	5,5 %	5,5 %	5,5 %	5,5 %	5,5 %	5,5 %	5,5 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>9,8</b>	<b>44,7</b>	<b>46,0</b>	<b>48,0</b>	<b>50,0</b>	<b>44,4</b>	<b>45,2</b>	<b>46,2</b>	<b>47,1</b>	<b>48,0</b>	<b>49,0</b>	
+ Kokonaispoistot	79,2	54,3	56,9	57,3	56,6	56,0	55,4	54,9	54,8	54,7	53,6	
- Maksetut verot	-6,9	-3,9	-7,7	-7,4	-7,9	-6,9	-7,1	-7,2	-7,4	-7,6	-8,8	
- verot rahoituskuluista	-2,1	-1,6	-1,5	-1,3	-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	2,0	2,1	-0,1	0,9	1,2	1,3	1,4	1,4	1,4	1,5	1,5	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>82,0</b>	<b>95,5</b>	<b>93,6</b>	<b>97,5</b>	<b>98,8</b>	<b>93,8</b>	<b>93,9</b>	<b>94,2</b>	<b>94,8</b>	<b>95,5</b>	<b>95,2</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	15,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-50,3	-60,8	-53,0	-53,0	-53,0	-53,0	-53,0	-54,1	-54,1	-49,7	-57,2	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>46,8</b>	<b>34,6</b>	<b>40,6</b>	<b>44,5</b>	<b>45,8</b>	<b>40,8</b>	<b>40,9</b>	<b>40,1</b>	<b>40,7</b>	<b>45,8</b>	<b>38,1</b>	
+/- Muut	23,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	69,8	34,6	40,6	44,5	45,8	40,8	40,9	40,1	40,7	45,8	38,1	642
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>33,2</b>	<b>36,1</b>	<b>36,7</b>	<b>34,9</b>	<b>28,7</b>	<b>26,7</b>	<b>24,2</b>	<b>22,8</b>	<b>23,7</b>	<b>18,2</b>	<b>307</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		593	559	523	487	452	423	396	372	349	326	307
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>593</b>										
- Korolliset velat		-187										
+ Rahavarat		33,9										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-19,1										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>463</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>12,1</b>										

## Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	18,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,05
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,00 %
Riskitön korko	2,5 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>8,5 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>8,0 %</b>

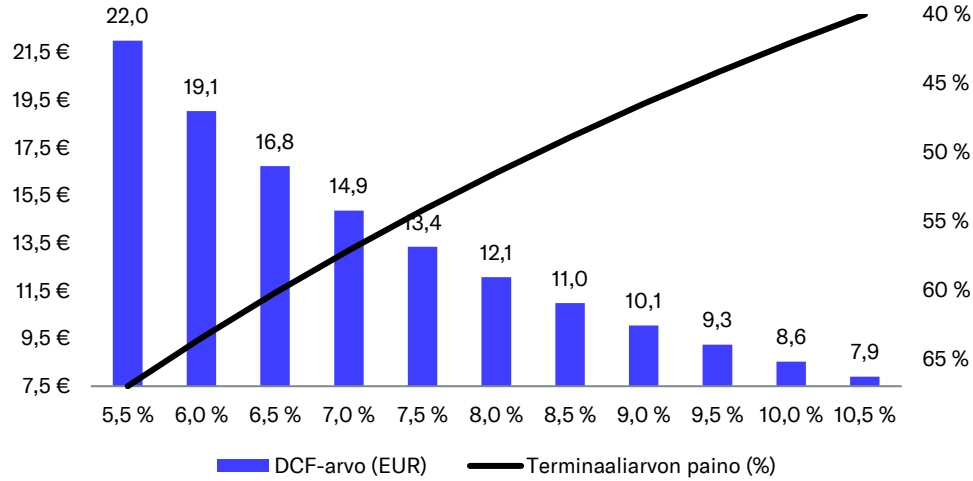
Lähde: Inderes

## Rahavirran jakauma jaksoittain

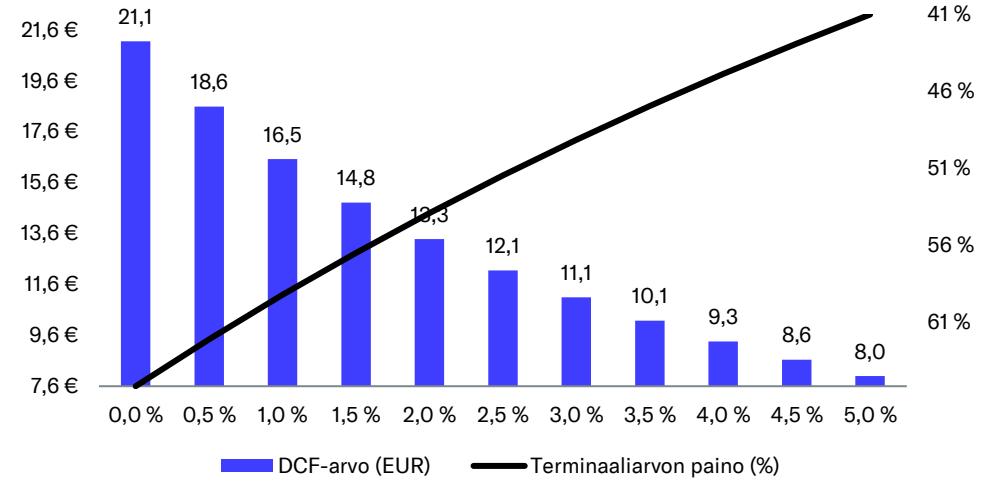


# DCF:n herkkyysskalkelmat ja avainoletukset graafeina

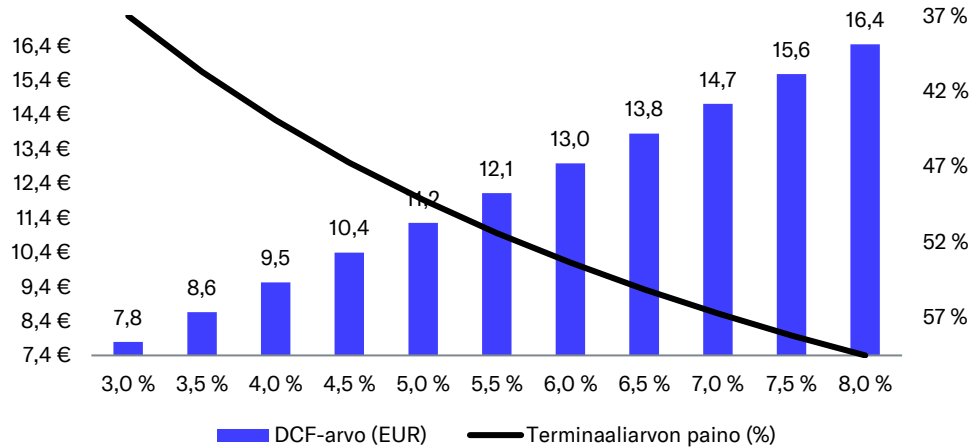
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



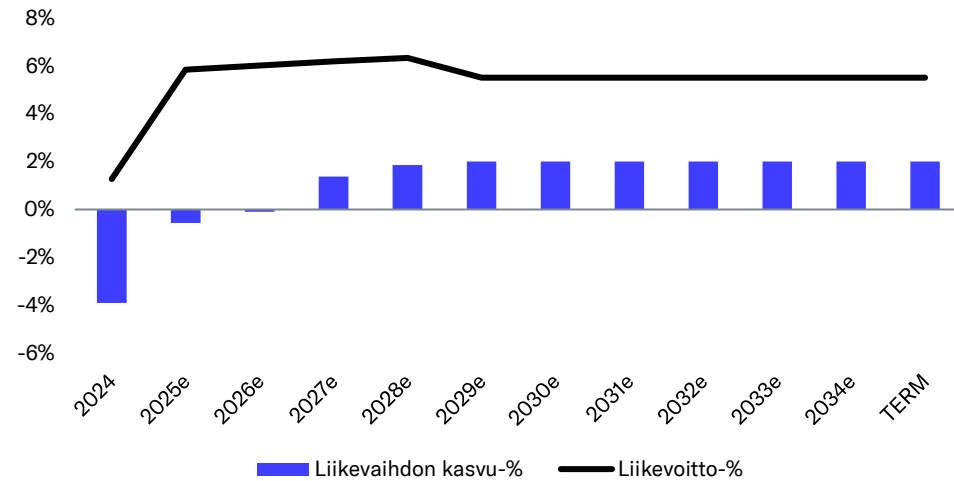
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



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

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	844,1	802,1	770,8	<b>766,5</b>	<b>765,8</b>
Käyttökate	98,3	95,8	89,0	<b>99,0</b>	<b>102,9</b>
Liikevoitto	42,9	38,4	9,8	<b>44,7</b>	<b>46,0</b>
Voitto ennen veroja	37,8	35,7	4,4	<b>39,3</b>	<b>41,8</b>
Nettovoitto	31,5	30,0	-1,7	<b>32,0</b>	<b>34,1</b>
Kertaluontoiset erät	2,0	-0,6	-33,4	<b>-2,0</b>	<b>0,0</b>

Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	660,6	649,9	607,8	<b>615,0</b>	<b>611,0</b>
Oma pääoma	220,4	232,1	209,2	<b>222,1</b>	<b>235,2</b>
Liikearvo	180,7	180,8	157,0	<b>157,0</b>	<b>157,0</b>
Nettovelat	180,6	174,1	153,0	<b>141,3</b>	<b>124,4</b>

Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e
Käyttökate	98,3	95,8	89,0	<b>99,0</b>	<b>102,9</b>
Nettokäyttöpääoman muutos	5,9	16,5	2,0	<b>2,1</b>	<b>-0,1</b>
Operatiivinen kassavirta	98,5	104,7	82,0	<b>95,5</b>	<b>93,6</b>
Investoinnit	-71,7	-74,2	-50,3	<b>-60,8</b>	<b>-53,0</b>
Vapaa kassavirta	0,8	30,3	69,8	<b>34,6</b>	<b>40,6</b>

Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e
EV/Liikevaihto	0,7	0,6	0,5	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>
EV/EBITDA	5,9	5,3	4,8	<b>4,6</b>	<b>4,3</b>
EV/EBIT (oik.)	14,1	12,9	9,8	<b>9,7</b>	<b>9,5</b>
P/E (oik.)	13,7	11,7	9,5	<b>10,4</b>	<b>10,4</b>
P/B	1,8	1,5	1,4	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>
Osinkotuotto-%	4,4 %	5,2 %	6,4 %	<b>5,9 %</b>	<b>6,5 %</b>

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
EPS (raportoitu)	0,83	0,79	-0,04	<b>0,84</b>	<b>0,89</b>
EPS (oikaistu)	0,77	0,80	0,83	<b>0,89</b>	<b>0,89</b>
Operat. Kassavirta / osake	2,59	2,74	2,15	<b>2,50</b>	<b>2,45</b>
Operat. Vapaa kassavirta / osake	0,02	0,79	1,83	<b>0,91</b>	<b>1,06</b>
Omapääoma / osake	5,78	6,08	5,48	<b>5,81</b>	<b>6,16</b>
Osinko / osake	0,47	0,49	0,50	<b>0,55</b>	<b>0,60</b>

Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	4 %	-5 %	-4 %	<b>-1 %</b>	<b>0 %</b>
Käyttökatteen kasvu-%	3 %	-3 %	-7 %	<b>11 %</b>	<b>4 %</b>
Liikevoiton oik. kasvu-%	-4 %	-5 %	11 %	<b>8 %</b>	<b>-1 %</b>
EPS oik. kasvu-%	-15 %	3 %	4 %	<b>8 %</b>	<b>0 %</b>
Käyttökate-%	11,6 %	11,9 %	11,5 %	<b>12,9 %</b>	<b>13,4 %</b>
Oik. Liikevoitto-%	4,8 %	4,9 %	5,6 %	<b>6,1 %</b>	<b>6,0 %</b>
Liikevoitto-%	5,1 %	4,8 %	1,3 %	<b>5,8 %</b>	<b>6,0 %</b>
ROE-%	14,6 %	13,3 %	-0,8 %	<b>14,8 %</b>	<b>14,9 %</b>
ROI-%	10,2 %	9,4 %	3,1 %	<b>11,9 %</b>	<b>12,3 %</b>
Omavaraisuusaste	33,4 %	35,7 %	34,4 %	<b>36,1 %</b>	<b>38,5 %</b>
Nettovelkaantumisaste	81,9 %	75,0 %	73,1 %	<b>63,6 %</b>	<b>52,9 %</b>

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

## Suositushistoria (>12 kk)

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

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

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

Osta Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva

Lisää Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva

Vähennä Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko

Myy Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

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

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

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

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

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

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

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
22/06/2022	Lisää	12,00 €	10,52 €
25/07/2022	Lisää	12,50 €	11,50 €
28/10/2022	Vähennä	11,00 €	10,26 €
10/02/2022	Vähennä	11,00 €	11,04 €
03/05/2023	Lisää	11,00 €	10,12 €
27/06/2023	Lisää	11,00 €	10,04 €
27/07/2023	Lisää	11,00 €	9,97 €
27/10/2023	Lisää	11,00 €	9,40 €
12/02/2024	Lisää	10,00 €	9,25 €
29/04/2024	Lisää	9,50 €	8,60 €
27/06/2024	Lisää	9,50 €	8,57 €
08/08/2024	Lisää	10,00 €	8,84 €
28/10/2024	Lisää	10,00 €	8,87 €
27/12/2024	Lisää	9,00 €	7,78 €
14/02/2025	Lisää	10,00 €	9,00 €
14/04/2025	Osta	10,00 €	8,10 €
30/04/2025	Lisää	10,50 €	9,60 €
27/06/2025	Lisää	10,50 €	9,30 €

# Ilmastotavoite- ja taksonomia-analyysi

## L&T:n taksonomialuvut toistaiseksi suhteellisen pieniä huomioiden yhtiön kiertotalousfokus

Lassila & Tikanoja pyrkii esittämään liiketoimintansa vahvasti kiertotalouteen liittyvänä. Liikevaihdollisesti kuitenkin noin puolet yhtiöstä on työvoimavaltaista kiinteistöpalveluliiketoimintaa, joka ei mielestämme ole varsinaisesti kiertotaloutta.

Taksonomian osalta yhtiöllä on taksonomian mukaista liiketoimintaa 15-20 % riippuen katsotaanko liikevaihtoa, kuluja vai investointeja. Nämä liittyvät lähinnä jätteen keräykseen ja kierrätykseen eli ennen kaikkea yhtiön Kiertotaloustoimintoihin. Yhtiöllä on myös vähäisemmin liikevaihtoa, joka on taksonomiakelpoista, mutta ei sen mukaista. Ottaen huomioon L&T:n liiketoiminnan luonne ja siitä syntyvä mielikuva, prosentit ovat mielestämme suhteellisen pieniä. Yhtiön todennäköisen jakautumisen jälkeen uusi kiertotalousyhtiö olisi selkeämmin kiertotaloutta myös numeroiden puolesta. Kiinteistöpalveluyhtiössä taas kiertotalous ja taksonomialuvut olisivat luultavasti vähäisiä.

## Taksonomia ei tuo nähdäksemme vaikutuksia liiketoimintaan

L&T on jo vuosia profiloitunut kiertotalousyhtiönä, emmekä usko, että taksonomiassa saavutetut luvut muuttavat oleellisesti sijoittajien näkemystä yhtiöstä. Uusi kiertotalousyhtiö voisi nousta profiilitaan selvästi kestävä kehityksen yhtiöksi myös taksonomialukujen puolesta. Jäämme odottamaan vaikuttaako taksonomian laajentuminen ja uusien toimintojen mukaan ottaminen L&T:n taksonomiaprosentteihin.

Tässä vaiheessa emme näe taksonomialla olevan oleellista vaikutusta yhtiön liiketoimintaan tai rahoitukseen.

## Omat päästöt vähentyneet hyvin, muissa tavoitteissa tekemistä

L&T on sitoutunut Science-Based-Targets hankkeeseen, mutta ei kuitenkaan 1,5 asteen skenaarioon vaan ”alle 2 asteen”. Tähän liittyen yhtiöllä on tavoitteena vähentää omien toimintojen (scope 1&2) kasvihuonepäästöjä 50 % 2030 mennessä vuoteen 2018. Yhtiöllä on myös tavoitteena olla nettonolla koko arvoketjussa (scope 1, 2 ja 3) vuoteen 2045 mennessä, joka tarkoittaa päästöjen vähentämistä vähintään 90 %:lla. Scope 3:n osalta L&T:llä on oma kuljetusalihankintaa koskeva tavoite vähentää siitä syntyneitä päästöjä 30 % 2030 mennessä verrattuna 2020 tasoon.

Scope 1&2 päästöt ovat jo vähentyneet 42 % vuoteen 2024 mennessä, joten sen suhteen yhtiön on selvästi tavoiteaikataulua edellä. Kuljetusalihankinnan päästöt olivat 2024 suunnilleen vertailuvuoden 2020 tasolla, joten siinä suhteessa ei ole edistytty.

Taksonomiakelpoisuus	2023	2024
Liikevaihto	1 %	4 %
OPEX	0 %	5 %
CAPEX	0 %	5 %

Taksonomian mukaisuus	2022	2024
Liikevaihto	17 %	15 %
OPEX	12 %	18 %
CAPEX	18 %	21 %

## Ilmasto

Ilmastotavoite	Kyllä	Kyllä
Pariisin sopimuksen mukainen (1,5 °C:n lämpenemisskenaarior)	Kyllä	Kyllä

Huom. Taksonomiakelpoisuus-% on esitetty taulukossa ilman taksonomian mukaisia toimintoja





# 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](https://www.inderes.fi)

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

**inde  
res.**