

# LUOTEA

06.04.2026 12.00 EEST



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS

# LAAJA RAPORTTI



# Käänneyhtiö vahvalla kassavirralla

Odotamme Luotean jatkavan 2026-27 selvällä tulosparannustrendillä Ruotsin tappioiden kääntyessä voitoiksi. Yhtiö luo arviomme mukaan vahvaa kassavirtaa, joka jo yksinään tuo mielestämme riittävän tuotto-odotuksen sijoittajille. Toistamme lisää –suosituksen ja 2,6 euron tavoitehinnan.

## Työvoimavaltainen liiketoiminta hajautuneella toimialalla

Luotean liikevaihdosta vajaa puolet tulee siivouksesta ja toinen puoli jakautuu melko tasan kiinteistöhuoltoon ja kiinteistötekniisiin palveluihin. Yhtiö on arvionsa mukaan kolmen suurimman toimijan joukossa Suomessa. Kiinteistötekniikan puolella asema on kuitenkin selvästi heikompi, yhtiön aiempien arvioiden mukaan #7-9. Markkina on kuitenkin hyvin hajautunut, ja yhtiön markkinaosuus jää alle 5 %:n. Luotean liikevaihdosta noin kolmannes on Ruotsissa ja loput Suomessa. Yhtiön mukaan peräti 97 % liikevaihdosta on toistuvaa ja asiakaskunta varsin hajaantunut. Sopimusten pitkä kesto on tosin jossain määrin myös ongelma, sillä yhtiö kärsii tällä hetkellä Ruotsissa vanhoista sopimuksista, joissa yhtiö ei ole pystynyt siirtämään kustannusinflaatiota hintoihin, ja jotka tuottavat yhtiölle tappiota.

## Kassavirtaprofiili on vahva

Luotean palveluliiketoiminta sitoo vain hyvin vähän pääomia ja siten sen kassavirtaprofiili on vahva. Myös pääoman tuotot nousevat useampaan kymmeneen prosenttiin jo kohtuullisella kannattavuudella. Arvioimme Luotean kassavirran olevan sen tulosta parempi etenkin lähivuosina. Tämä johtuu poistotasoa matalammista investoinneista, negatiivisesta käyttöpääomasta sekä Ruotsissa vielä tänä ja osin ensi vuonna tehtävistä hankintamenopoistoista. Viimeinen erä ei tosin näy yhtiön käyttämässä oik. EBITA-luvussa, eikä myöskään muissa raporttimme oikaistuissa luvuissa. Tarkistimme tässä raportissa ennusteita, mikä johti oik. EBITA-tasolla hieman matalampiin ennusteisiin, mutta osakekohtaisen tuloksen osalta ennustenostoihin.

## Haastavan näköiset tavoitteet

Luotean keskipitkän aikavälin taloudellisiin tavoitteisiin sisältyvät mm. liikevaihdon keskimääräinen orgaaninen vuosikasvu 4-5 % sekä oik. EBITA -marginaali yli 5 %. Luotean liiketoiminnoilla on historiallisesti ollut haasteita luoda kannattavaa kasvua. Näemmekin 4-5 %:n kasvutavoitteen yhdistettynä 5 %:n marginaalitavoitteeseen haastavana yhdistelmänä. Suomessa yhtiö yltää jo marginaalitavoitteeseen, mutta Ruotsissa pidämme 5 %:n saavuttamista ainakaan lähivuosina epärealistisena. Odotamme kuitenkin Ruotsin toimintojen nousevan viime vuosien tappioilta selvästi plussan puolelle lähivuosina ja tukevan näin koko konsernin tuloskasvua. Näemme Luotean alalla kestävän kilpailuedun luomisen olevan vaikeaa. Tämän vuoksi toivomme yhtiön painottavan enemmän kannattavuustavoitetta kuin kasvua, sillä liian aggressiivinen kasvun tavoittelu johtaa todennäköisesti kannattavuuden heikkenemiseen.

## Arvostus on melko edullinen

Luotean viime vuoden luvut eivät edusta täysin nykyistä rakennetta L&T:n jakautumisen takia. Tämän vuoksi keskitymme arvostuskertoimissa ennustevuosiin, jotka toki olettavat selvää tulosparannusta viime vuodesta. Vuosille 2026-28 ennustamamme P/E-luku on 9-10x, joka on mielestämme yhtiölle hyväksyttävä taso. EV-pohjaiset kertoimet jäävät 6-8x tasoon, joka viittaa pieneen nousuvaraan hyväksyttävänä pitämiimme tasoihin nähden. Arvioimme yhtiön vapaan kassavirran tuoton olevan noin 10 % vuonna 2026 ja siten jo yksinään ylittävän lievästi tuottovaatimuksemme. Vahvan taseen myötä myös osinkotuotto voisi olla lähellä kassavirtatuottoa, mikäli yhtiö ei tee yritysostoja. Siten kassavirta- ja osinkotuotto tukevat sijoittajan tuotto-odotusta, vaikka emme odota tuloskasvua ensi vuoden jälkeen. Myös DCF-mallimme arvo (3,1e) on selvästi yli nykykurssin.

## Suositus

### Lisää

(aik. Lisää)

### Tavoitehinta:

**2,60 EUR**

(aik. 2,60 EUR)

### Osakekurssi:

2,49 EUR

## Liiketoimintariski



## Arvostusriski



	2025	2026e	2027e	2028e
<b>Liikevaihto</b>	346,0	350,0	357,0	364,1
<b>kasvu-%</b>	-55 %	1 %	2 %	2 %
<b>Oik. EBITA</b>	7,0	11,9	13,0	13,3
<b>Oik. EBITA-%</b>	2,0 %	3,4 %	3,6 %	3,7 %
<b>Nettotulos</b>	1,2	7,8	9,9	10,9
<b>EPS (oik.)</b>	0,12	0,24	0,28	0,28

<b>P/E (oik.)</b>	21,0	10,4	9,0	8,7
<b>P/B</b>	2,4	2,1	1,8	1,7
<b>Osinkotuotto-%</b>	2,7 %	4,8 %	6,0 %	7,2 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	14,7	7,8	6,6	6,0
<b>EV/EBITDA</b>	6,9	4,1	3,7	3,3
<b>EV/Liikevaihto</b>	0,3	0,3	0,2	0,2

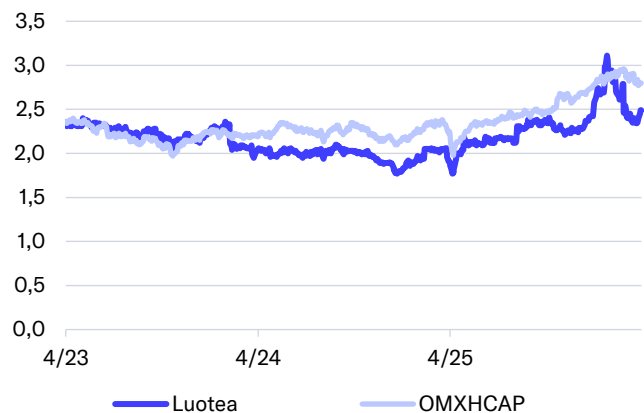
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

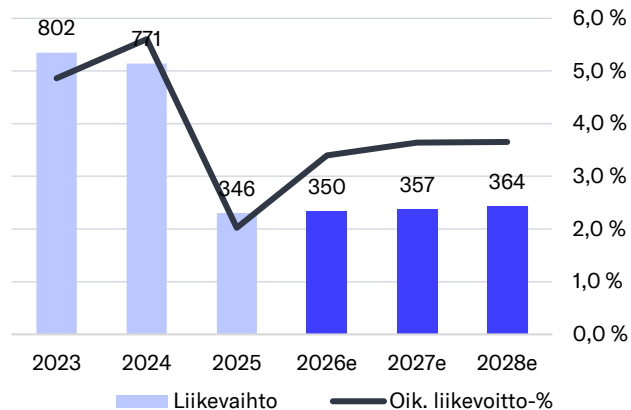
Vuoden 2026 oikaistun EBITA:n arvioidaan kasvavan tai kasvavan merkittävästi verrattuna vuoden 2025 oikaistu EBITA:an (7,0 MEUR).

## Osakekurssi



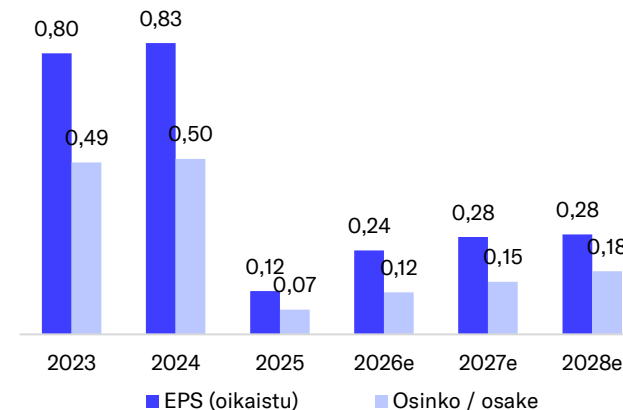
Lähde: Millistream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

## Arvoajurit

- Hyvät markkina-asetat Suomessa
- Liiketoiminta ei juuri sido pääomia ja tuottaa siten hyvää kssavirtaa
- Ruotsin Kiinteistöpalveluiden tuloskäännö

## Riskitekijät

- Alalle tulon kynns on pieni, joka lisää kilpailua
- Työvoimapula voi rajoittaa kasvua
- Kannattavuus on ailahtellut historiallisesti, eikä nykyinen taso Suomessa ole välttämättä kestävä

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
<b>Osakekurssi</b>	2,49	2,49	2,49
<b>Osakemäärä, milj. kpl</b>	38,2	38,2	38,2
<b>Markkina-arvo</b>	95	95	95
<b>Yritysarvo (EV)</b>	92	86	80
<b>P/E (oik.)</b>	10,4	9,0	8,7
<b>P/E</b>	12,1	9,6	8,7
<b>P/B</b>	2,1	1,8	1,7
<b>P/S</b>	0,3	0,3	0,3
<b>EV/Liikevaihto</b>	0,3	0,2	0,2
<b>EV/EBITDA</b>	4,1	3,7	3,3
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	7,8	6,6	6,0
<b>Osinko/tulos (%)</b>	58,5 %	57,6 %	63,2 %
<b>Osinkotuotto-%</b>	4,8 %	6,0 %	7,2 %

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>5-10</b>
Sijoitus- ja riskiprofiili	<b>11-13</b>
Toimiala ja kilpailijat	<b>14-16</b>
Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne	<b>17</b>
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	<b>18-20</b>
Ennusteet ja arvonmääritys	<b>21-26</b>
Taulukot ja vastuuvapauslauseke	<b>27-34</b>

# Luotea lyhyesti

Luotea on kiinteistöalan palveluyritys, jonka liiketoiminta jakautuu kahteen palvelulinjaan: Siivous- ja tukipalvelut sekä Kiinteistöpalvelut. Raportointisegmentit ovat maantieteelliseen jaon mukaan Suomi ja Ruotsi.

## 1905

Lassila & Tikanojan perustamisvuosi

## 2026

Luotea syntyy, kun Lassila & Tikanoja irtaantui omaksi yhtiöksi

## 346 MEUR

Liikevaihto 2025

## 7 MEUR (2,0 % liikevaihdosta)

Oikaistu EBITA 2025

## 65 / 35 %

Suomi / Ruotsi osuus liikevaihdosta

## ~5 000

Henkilöstömäärä

### 2014-2018

Tasaista kehitystä Suomessa

L&T osti Ruotsista reilut 100 MEUR liikevaihtoa tehneen Veolia FM:n vuonna 2017, mikä kasvatti Ruotsin ja koko Kiinteistöpalveluiden suuruusluokkaa

### 2019-22

Suomen Kiinteistöpalveluiden liikevaihto notkahtaa ja tulos on heikolla tasolla

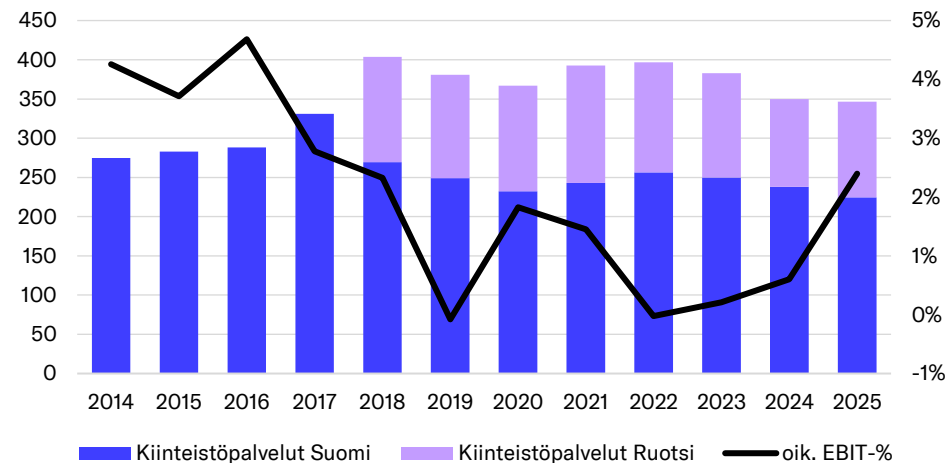
Ruotsissa tasaista tulosta 2021 asti, jonka jälkeen kustannusinflaatio iskee tulokseen

### 2023-25

Suomen Kiinteistöpalvelut tekee vahvan tuloskäänteen

Ruotsin Kiinteistöpalvelut raskaasti tappiolla, mutta käänne parempaan 2025

Liikevaihdon kehitys divisioonittain\* (MEUR)



Lähde: Luotea, Lassila & Tikanoja \*2025 Luotean raportoimat luvut, muut luvut L&T:n segmenttiraportoinnin mukaisia

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/5

## Kiinteistöpalveluliiketoimintaa Suomessa ja Ruotsissa

Luotea syntyi vuoden 2026 alussa, kun Lassila & Tikanoja jakaantui kahdeksi yhtiöksi. Luoteaksi nimensä vaihtaneessa yhtiössä jatkaa siis entinen Lassila & Tikanojan Kiinteistöpalveluliiketoiminta. Jakautuminen oli mielestämme loogista, sillä toiminnoilla ei ole juuri synergioita ja ne olivat jo ennen jakautumista varsin erillisiä organisaatioita. Käymme yhtiön palveluvalikoimaa läpi tarkemmin myöhemmin, mutta yleisesti voi todeta yhtiön liiketoiminnan olevan luonteeltaan hyvin defensiivistä ja vakaata. Yhtiö jakaantuu kolmeen palvelulinjaan, joista siivous- ja tukipalvelut on vajaa puolet ja tekniset palvelut sekä kiinteistöhuolto kumpikin reilun neljänneksen (2024 luvuilla, 2025 lukuja ei ole ainakaan vielä saatavilla).

Nykyisen Luotean historiallista kehitystä voi seurata varsin hyvin L&T:n raportoimista segmenttiluvuista, vaikka ne eivät täysin vastaa itsenäisen Luotean kulurakennetta ja raportointia. Luotean tulos parani viime vuonna merkittävästi, kun Suomi jatkoi tulosparannusta ja oli jo vahvalla tasolla, kun taas Ruotsissa tappiot alkoivat pienentyä. Luotean liiketoiminnoissa sijoitettu pääoma on pieni ja siten matalallakin marginaalilla voidaan päästä erittäin hyviin pääoman tuottoihin, kuten Suomessa on jo päästy.

Luotea on maantieteellisesti painottunut enemmän Suomeen, ja vuonna 2025 65 % liikevaihdosta tuli Suomesta ja loput 35 % Ruotsista. Liiketoiminta on luonteeltaan varsin paikallista, eivätkä synergiat eri maiden välillä ole mielestämme merkittäviä. Luonteeltaan yhtiö on B2B-toimija, ja sillä on yli 6 000 asiakasta. Asiakassuhteet ovat hyvin kestäviä, sillä esim. Suomen 20 suurinta asiakassuhdetta ovat kaikki kestäneet yli 10 vuotta ja

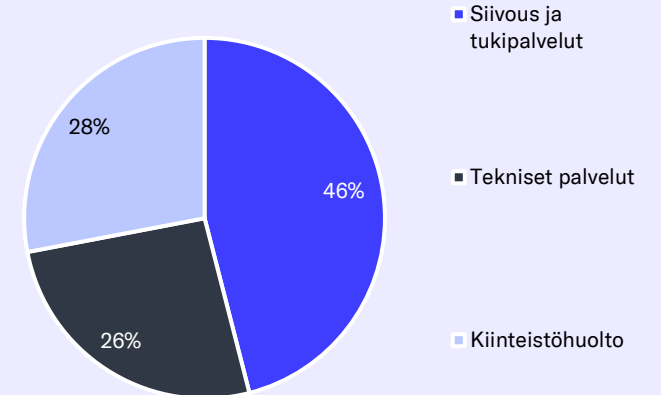
keskimääräinen asiakassuhde on kestänyt yli 5 vuotta. Vuoden 2025 liikevaihdosta reilut 60 % perustui pidempisiin sopimuksiin, mutta myös lähinnä erikseen tilattavista palveluista syntyvä loppuosa on yhtiön mukaan varsin vakaata vuodesta toiseen. Näiden ns. lisäpalveluiden määrä korreloi käsityksemme mukaan jossain määrin asiakastyytyvyyden kanssa eli mitä paremmin Luotea hoitaa sopimuksen alaiset työt, sitä enemmän se tyypillisesti saa lisätöitä.

## Jakautuminen mahdollistaa mielestämme paremman fokuksen

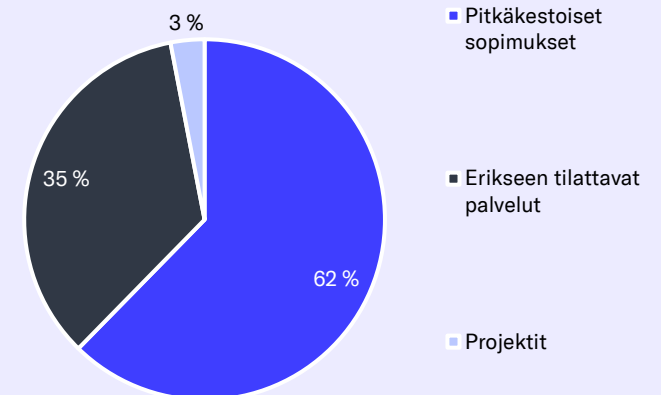
Osana vanhaa L&T-konsernia Kiinteistöpalvelut, eli nykyinen Luotea, oli ollut mielestämme jo vuosia strategisesti toissijainen, fokuksen ollessa pääasiassa kiertotaloustoiminnoissa. Kiinteistöpalveluiden kannattavuusongelmien takia niissä on mielestämme keskitytty aina vuodesta 2019 alkaen pääasiassa kannattavuuden parantamiseen, ensin Suomessa ja viime vuosina etenkin Ruotsissa. Vaikka Ruotsin kannattavuuskäänte on yhä yhtiön tuloksen ja myös arvonluonnin/arvostuksen kannalta mielestämme ratkaisevan tärkeää, mahdollistaa jakautuminen omaksi yhtiöksi mielestämme myös Luoteaa palvelevan strategian toteuttamisen aiempaa paremmin.

Strategiassaan Luotea korostaa etenkin dataan perustuvien ja energiatehokkuuteen liittyvien palveluiden kasvattamista. Se pyrkii näiden ns. keihäänkärkipalveluiden avulla sekä saamaan uusia asiakkuuksia että kasvattamaan myyntiään nykyisille asiakkaille. Merkittävää kasvua voi tarjota myös Suomen hyvinvointialueiden ulkoistamiset, missä ensimmäinen kilpailutus on käsittääksemme alkamassa. Käsittelemme strategiaa tarkemmin myöhemmin raportissa.

## Luotea liikevaihdon jakauma 2024



## Luotea liikevaihdon jakauma 2025



Lähde: Luotea

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/5

## Kiinteistöpalvelut Suomi (65 % liikevaihdosta 2025)

Kiinteistöpalvelut pyrkivät parantamaan asiakkaiden kiinteistöjen arvoa ja tavoittelevat energiatehokkuuden jatkuvaa parantamista kiertotalouden periaatetta tukien. Suomessa kiinteistöpalvelut sisältävät seuraavat palvelulinjat:

- Siivous ja tukipalvelut
- Kiinteistöpalvelut (Kiinteistöhuolto- ja tekniikka)

Suomessa Luotean kiinteistöpalvelujen valikoima on kattava, ja asiakas voikin ulkoistaa koko kiinteistön hoidon ja ylläpidon Luotealle. Käsityksemme mukaan koko valikoiman ostavia asiakkaita on kuitenkin rajallisesti, ja suurin osa ostaa Luotealta valikoidusti palveluita. Siivous- ja tukipalveluihin kuuluu normaalin siivouksen lisäksi esim. elintarvikealan erikoissiivousta ja toimistojen tukipalveluita. Yhtiö on hiljattain yhdistänyt aiemmin erillisinä palvelulinjoina toimineet Kiinteistöhuollon ja Kiinteistötötekniikan. Kiinteistöhuollon palveluihin sisältyy esimerkiksi sisä- ja ulkoalueiden hoitoa sekä teknisiä huoltopalveluita. Kiinteistötökseen palveluihin sisältyy esimerkiksi LVI- ja sähköjärjestelmien huoltoa ja energiatehokkuuden hallintaa.

Suomessa sopimukseen perustuva liikevaihto oli vuonna 2025 noin 75 % liikevaihdosta. Käsityksemme mukaan siivouksessa ja kiinteistöhuollossa osuus on tätä suurempi, kun taas kiinteistötötekniikassa painottuvat enemmän erilliset tilaukset ja jossain määrin myös projektit. Sopimukset ovat tyypillisesti 1-3 vuotta pitkiä ja sisältävät usein yhden optiovuoden.

Luotean tarjoamat markkinaluvut ovat vuodelta 2023,

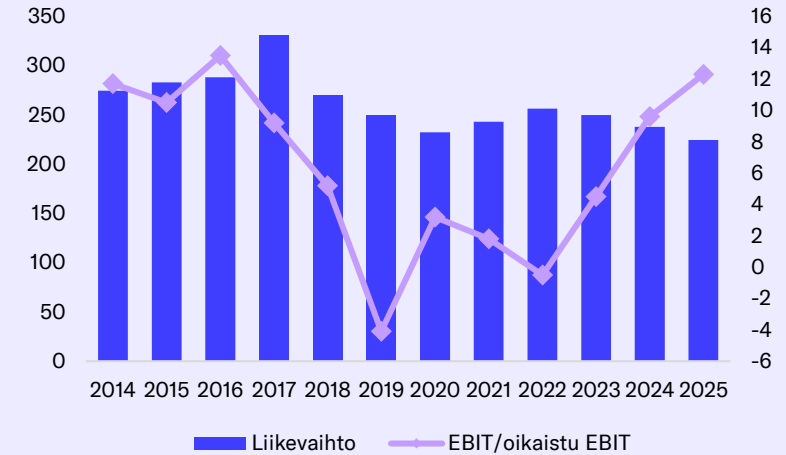
jolloin se arvioi Suomen markkinan olevan kokonaisuudessaan 6,0 mrd. euroa ja markkinakasvun 2028 asti olevan 4 % vuodessa. Luotean markkinaosuudeksi muotoutuu näillä luvuilla vajaat 4 %, mikä kuvaa markkinoiden hajautunutta luonnetta. Arvioimme yhtiön markkina-aseman Suomessa olevan siivous- ja tukipalveluissa #2-3 ja kiinteistöpalveluissa ja kiinteistöhuollossa #4-5. Käsityksemme mukaan asema kiinteistöhuollossa on vahvempi kuin kiinteistötötekniikassa. Siivouksen ja kiinteistöhuollon osalta alalle tulon kynnyks on hyvin matala ja siten kilpailijoita on paljon. Kiinteistötötekniikalla puolella kynnyks on hieman korkeampi, mutta kilpailukenttä on silti laaja ja varsin hajautunut.

## Kannattavuus on noussut 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 vuosina 2019 ja 2022 jopa negatiivinen oik. liikevoitto. Haasteita on ollut etenkin kiinteistöhuolto- ja -tekniikkapalvelulinjoilla, jotka tekivät tappiota ainakin 2022-24 kun taas siivouspalvelut ovat vuodesta 2020 alkaen tuottaneet kohtuullisesti tai hyvin.

Vuosina 2023-25 yhtiö teki kuitenkin näyttävän käänteen kannattavuudessa, kun oik. liikevoitto nousi 12 MEUR:oon ja sijoitetun pääoman tuotto erittäin vahvalle 80 %: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



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/5

## Kiinteistöpalvelut Ruotsi (35% liikevaihdosta 2025)

Kiinteistöpalvelut Ruotsi pyrkii tukemaan tuottavia kiinteistöjä, joilla on pitkä ja kestävä elinkaari. Ruotsissa Luotean palveluvalikoima on rajatumpi kuin Suomessa ja sisältää seuraavat palvelut:

- Kiinteistötekniikka
- Siivous ja tukipalvelut

Osana Lassila & Tikanojaa nykyisellä Luotealla oli aiemmin pieni siivousliiketoiminta Ruotsissa (2025 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 120 MEUR. Nykyisin Ruotsissa kiinteistötekniikka vastaa arviomme mukaan ~80 % liikevaihdosta ja siivous ja muut palvelut ~20 % eli palveluiden jakauma on varsin erilainen kuin Suomessa.

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

Ruotsin liikevaihdosta vuonna 2023 noin kolmannes oli julkista sektoria (sairaalat ja kunnat), mutta osuus on laskenut selvästi oltuaan yli puolet 2018. Vuonna 2024 yhtiö menetti yhden ison yksityisen asiakkaan ja vuoden 2025 lopussa ison julkisen asiakkaan. Uskomme tällä hetkellä heikosti kannattavien julkisten sopimusten

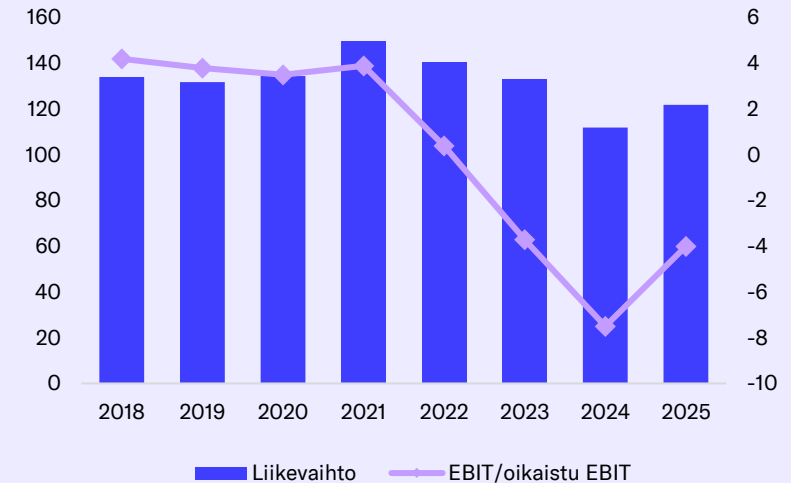
osuuden olevan edelleen laskusuunnassa. Julkisen puolen sopimukset ovat tyypillisesti useamman vuoden pituisia (jopa yli 5-v) ja ehdoiltaan tiukkoja, mikä on osoittautunut nykyiselle Luotealle hankalaksi kustannusten nousua selvästi 2022-23. Sillä on vielä 2-3 heikosti kannattavaa sairaalasopimusta Ruotsissa, jotka päättyvät vasta 2029-30.

Yhtiö arvioi kiinteistötekniikan markkinan kooksi noin 3 mrd. euroa ja siivous- ja tukipalveluiden samoin noin 3 mrd. euroa. Markkinakasvuksi yhtiö arvioi vuosittain 4 %. Luotea on selvästi haastajan asemassa markkinalla ollen kiinteistötekniikassa palveluissa käsityksemme mukaan #4-5 ja siivouspalveluissa vain marginaalinen peluri (>#10) yhtiön arvion mukaan. Luotealla on edelleen vahva asema etenkin sairaaloissa.

## Ruotsin tulos kääntyi vuonna 2025, mutta pysyi tappiolla

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 EBITA, jota Luotea nykyisin raportoi oli noin 6 MEUR. Kannattavuus kuitenkin tipahti vuonna 2022 nollassa tasolle ja edelleen selvästi tappiolliseksi 2023-24 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. Näin ollen kannattavuutta pitää lähivuosina parantaa ensisijaisesti omilla tehostamistoimilla, joita onkin tehty aktiivisesti, sekä mahdollisuuksien mukaan sopimuksia uusimalla tai lopettamalla. Vuonna 2025 tulos kääntyi nousuun, mutta oli kuitenkin edelleen selvästi tappiolla (oik. liikevoitto -4 MEUR).

Kiinteistöpalvelut Ruotsi



Lähde: Luotea, Lassila & Tikanoja

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/5

## Konsernin kustannusrakenne

Luotean kuluista pääosan muodostavat henkilöstökulut, jotka ovat lähes 60 % liikevaihdosta. Yhtiöllä on kokoaikaisen henkilöstön lisäksi osa-aikaista ja tarvittaessa töihin kutsuttavaa työvoimaa. Lyhyelläkin aikavälillä henkilöstökulut ovat siten suhteellisen joustavia, mutta ei toki täysin kysynnän mukaan muuttuvia. Keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä henkilöstökulujen pitäisi muuttua pitkälti liikevaihdon mukaan. Toiseksi suurin kuluerä ovat materiaalit ja palvelut, jotka ovat vajaat 30 % liikevaihdosta, sisältäen alihankinnalla toteutetun työn, jonka osuus on noin 10 % liikevaihdosta. Nämä ovat pitkälti muuttuvia kuluja. Liiketoiminnan muut kulut ja poistot, jotka ovat kiinteämpiä kuluja, vastaavat vain reilua 10 %:a liikevaihdosta.

Yhtiön kustannusrakenteen ja tuloksen kannalta keskeistä on siis hallita työvoiman käyttöä ja siten niiden kustannusta jatkuvan operatiivisen ohjauksen kautta. Kustannusmielessä esim. palkankorotusten taso on yhtiölle merkityksellinen muutos. Kysynnän ollessa suhteellisen tasaista, työvoiman ja palkkakulujen hallinnan onnistuminen pitäisi mielestämme johtaa tasaiseen ja hyvään tulostasoon. Toisaalta tämä tarkoittaa myös sitä, että toiminta ei ole kovin skaalautuvaa eli lisäliikevaihtoa (tai etenkin volyyymia) luodakseen Luotean tarvitsee myös lisätä kuluja. Tässä suhteessa eräs haaste voi ajoittain olla työvoiman saatavuus eli vaikka kasvuhaluja ja -mahdollisuuksia olisi, työvoiman saatavuus voi rajoittaa kasvua. Tällä hetkellä työvoiman saatavuus on kuitenkin hyvä.

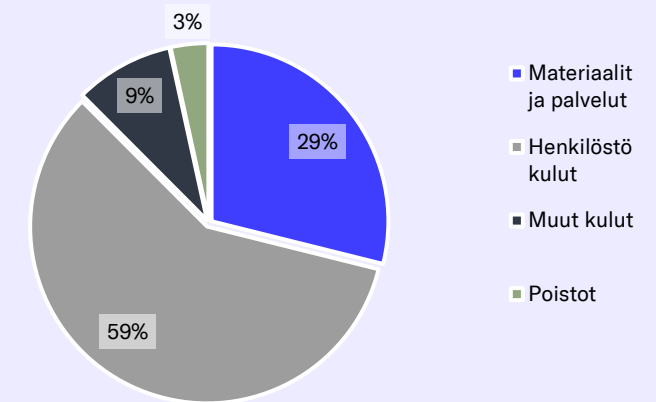
Viime vuosien inflatorisessa ympäristössä yhtiö ei onnistunut nostamaan hintojaan kustannuksia vastaavasti

Ruotsissa, mikä painoi Ruotsin tuloksen vahvasti tappiolle 2022. Suomessa Luotea on viime aikoina pärjännyt kokonaisuudessaan hyvin, mutta historiassa silläkin on heikkoja vuosia. Sopimusrakenteiden hallinta on siten keskeistä kannattavuudelle palkkakulujen hallinnan ohella.

## Kassavirtaprofiili on vahva

Luotean liiketoiminta on pääomakevyttä, ja siten sen pitäisi lähtökohtaisesti luoda hyvää kassavirtaa, riippuen luonnollisesti tuloksen tasosta. Luotean raportoima poistotaso tulee vuonna 2026 sisältämään noin 1,5 MEUR hankintamenopoistoja, jotka eivät ole kassavirtavaikutteisia. Olemme poistaneet tämän oikaistuista luvuistamme. Arvioimme yhtiön kiinteän omaisuuden poistojen olevan lähivuosina hieman investointeja suuremmat. Yhtiön nettokäyttöpääoma on negatiivinen, minkä vuoksi kasvun pitäisi lähtökohtaisesti vapauttaa pääomaa ja tukea kassavirtaa. Emme tosin odota merkittävää kasvua, emmekä nettokäyttöpääoman vapautumista lähivuosina. Yllä olevien seikkojen vuoksi yhtiön pitäisi kuitenkin rakenteellisesti luoda kassavirtaa enemmän kuin raportoitua tulosta. Tulevien vuosien ennusteemme ovat tämän mukaiset, vapaan kassavirran ylittäessä nettotulosennusteemme.

Kustannusrakenne 2025



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/5

## Omistusrakenne suhteellisen hajautunut

Luotea on juridisesti vanhan Lassila & Tikanoja –yhtiön jatkaja, ja siten sen omistusrakenne on ainakin tässä vaiheessa hyvin samanlainen kuin L&T:llä aiemmin. Yhtiön suurin omistaja on Evald ja Hilda Nissin Säätiö, joka on L&T:n hyvin pitkäaikainen omistaja. Evald Nissin oli L&T:ssä mukana sen alkuvaiheista 1900-luvun alussa aina vuosisadan puolivälille. Omistuslistalta löytyy myös L&T:n tuoreempia johtajia, kuten Heikki Bergholm ja Juhani Majjala. Sijoitusrahastoista merkittävämpi omistus löytyy toiseksi suurimmalta omistajalta eli Nordean yhdeltä rahastolta sekä Aktian rahastoilta. Loput sijat omistuslistan kärjessä menevät pääasiassa kotimaisille eläkeyhtiöille.

Ulkomaalaisten omistus yhtiössä on lähes 20 % ja kotitalouksien omistus suhteellisen korkea, yli 40 %. Yhtiöllä ei siis nähdäksemme ole selkeää valtaa käyttävää yksittäistä pääomistajaa eikä myöskään yhtään yli 10 %:n osuuden omistajaa. Tämä tekee yhtiöstä teoriassa potentiaalisen yritysostokohteen. L&T-konserni yritti kuitenkin ennen listautumista myydä nykyistä Luoteaa. Koska myynti ei toteutunut, voi mielestämme päätellä, että ainakaan kovin hyvällä hinnalla ostajaa ei ollut tarjolla. Mahdollisten ostajien kiinnostusta painaa arviomme mukaan aiheellisesti Ruotsin tappiot. Jos nämä saadaan käännettyä voitoiksi, kuten uskomme, myös mahdolliset ostajat voivat kiinnostua enemmän Luoteasta.

## Toimitusjohtajalla kohtuullinen omistus

Luotean toimitusjohtaja on Antti Niitynpää, joka oli L&T-konsernissa vuodesta 2013 alkaen. Hän nousi johtoryhmään Suomen Kiinteistöpalveluiden johtajaksi 2021

ja koko Kiinteistöpalveluliiketoiminnan toimialajohtajaksi (eli käytännössä nykyiseen tehtävään) 2024. Niitynpäällä on myös ennen L&T:tä kokemusta alalta. Hän on toiminut pitkään Luotean Suomen toiminnoissa niiden tuloskäänteen aikana ja uskomme hänellä olevan erittäin vahva osaaminen Luotean liiketoiminnasta. Yhtiön CFO:na toimii jakautumisen yhteydessä eli loppuvuonna 2025 tehtävässä aloittanut Mika Stirkkinen. Stirkkinen on tehnyt pitkän uran Finnairin taloushallinnossa ja oli yhtiön CFO 2019-22. Ennen Luotealle tuloa hän oli Forenomin CFO. Pidämme Stirkkisen taustaa pörssi-yhtiön taloushallinnossa hyvänä.

Toimitusjohtaja Niitynpäällä on noin 30 000 osaketta, joista puolet hän osti maaliskuussa. Tämä on mielestämme positiivinen signaali ja määrä on jo kohtuullisen kokoinen. Muiden Luotean johtoryhmän jäsenien osalta yhtiö ilmoittaa omistukset vain vuosittain ja tuoreimmat tiedot ovat vuoden 2024 lopusta. Ne eivät siten ole mielestämme relevantteja, eikä vuoden 2025 lopun tiedotkaan kerro mahdollisista Luotean osakkeiden hankinnasta tänä vuonna. Hallituksessa Juuso Maijalalla on merkittävät yli 60 000 osaketta, muilla pienempiä omistuksia. Toivomme näkevämme laajempaa ja runsaampaa johdon omistusta yhtiössä jatkossa.

Luotealla on osakepalkkiojärjestelmä avainhenkilöille, jonka kriteerit ovat osakkeen kokonaistuotto (30 %), sijoitetun pääoman tuotto (50 %) sekä eNPS (henkilöstötyytyväisyys, 20 %). Pidämme mittareita varsin hyvinä olettaen, että pääoman tuoton raja-arvot ovat riittävän korkeita huomioiden liiketoiminnan pääoman keveyden ja linjassa yhtiön tavoittelemaan marginaalitasoon.

Suurimmat omistajat 31.3.2026	%-osuus
<b>Evald ja Hilda Nissin Säätiö</b>	9,0 %
<b>Nordea Nordic Small Cap</b>	5,2 %
<b>Juhani Majjala</b>	3,9 %
<b>Heikki Bergholm</b>	2,3 %
<b>Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen</b>	2,0 %
<b>Mikko Majjala</b>	1,9 %
<b>Työeläkevakuutusyhtiö Varma</b>	1,9 %
<b>Lassila &amp; Tikanoja</b>	1,5 %
<b>Aktia-rahastot</b>	1,5 %
<b>Työeläkevakuutusyhtiö Elo</b>	1,5 %

Lähde: Inderes

# Sijoitusprofiili

## Luotea on käänne, kassavirta- ja osinkoyhtiö

Luotean liiketoiminnot ovat viime vuosina olleet osana L&T:tä lähinnä käännevaiheessa. Suomen osalta käänne on nyt toteutettu, ja Suomen liiketoiminnot tekevät hyvää tulosta. Ruotsin osalta käänne on vasta lähtenyt liikkeelle ja saavuttaakseen kelvollisen tulostason Ruotsin tulosparannuksen pitää mielestämme jatkua vuosina 2026-27. Siten yhtiö on vielä osittain tuloksen osalta käänneyhtiö.

Kokonaisuutena se tekee kuitenkin jo kohtuullista tulosta. Yhtiön pääomakeveyden myötä se tekee myös hyvää kassavirtaa. Yhtiön ollessa jo nyt käytännössä nettovelaton, se pystyy kanavoimaan kassavirtansa osingonjakoon. Yhtiön orgaaninen kasvu ei vaadi merkittäviä investointeja, emmekä toisaalta odota siltä kuin hienoista orgaanista kasvua. Yritysoitoja emme pidä todennäköisenä lähivuosina, mutta keskipitkällä aikavälillä ne ovat mahdollisia. Tällä hetkellä yhtiön sijoitusprofiili tiivistyy kuitenkin mielestämme Ruotsin tuloskäänteeseen sekä yhtiön tarjoamaan kassavirtatuottoon.

## Kilpailuetuja on mielestämme vaikea saavuttaa

Luotea toimii siivouksen sekä kiinteistöhuollon ja –tekniikan markkinoilla, joilla kilpailua on runsaasti sekä isompien että pienempien yhtiöiden toimesta. Ala onkin hyvin fragmentoitunut, ja hinnan merkitys palveluiden ostossa on tärkeä. Uskomme peruspalveluiden osalta kilpailijoiden pystyvän tuottamaan pitkälti vastaavia palveluita kuin Luotea, ja merkittäviä eroja, ainakaan pysyvästi, on mielestämme vaikea luoda.

Luotean kasvun ajureina toimivissa digitaalisissa palveluissa ja energiatehokkuusratkaisuissa näemme Luotean aseman

olevan pieniä kilpailijoita parempi, koska sillä on isompana yhtiönä resursseja kehittää ja ylläpitää tällaisia palveluita. Toisaalta kilpailijoissa on myös Luoteaa merkittävästi isompia kansainvälisiä toimijoita, joten koolla mitattuna Luotea ei ole myöskään suurimpia toimijoita. Joka tapauksessa näemme digitaalisten palveluiden kasvun osalta isommille yhtiöille kuten Luotealle mahdollisuuden ottaa markkinaosuutta pienemmiltä yhtiöiltä. Tämä korostuu mielestämme esim. siivouspalveluissa, joissa toimii hyvin pieniä vain siivoukseen keskittyviä yhtiöitä.

## Ulkoistuksista kasvupotentiaalia

Luotea on nostanut yhtenä merkittävänä kasvupotentiaalina todennäköisesti lähivuosina tapahtuvat Suomen hyvinvointialueiden kiinteistöpalveluiden ulkoistukset. Käsityksemme mukaan näistä merkittävin eli HUS:in ulkoistus on etenemässä jo tänä vuonna. Tämän sopimuksen arvo voisi olla useampia kymmeniä miljoonia vuodessa, mikä olisi Luotean nykyiseen liikevaihtoon (noin 350 MEUR) nähden hyvin huomattava kasvu. Muiden ulkoistussopimusten arvo yksinään on Luotean arvion mukaan alle 5 MEUR vuodessa, joten ne eivät yksittäisenä tuo merkittävää kasvua, mutta tukisivat silti koko konsernin kasvua. Isoissa kilpailutuksissa riskinä ja haasteena on luonnollisesti saada sopimukset myös Luotean kannalta järkevällä hinnalla.

## Toiminnan historia kuvaa mielestämme riskejä hyvin

Merkittävimmät riskit yhtiölle näkee mielestämme hyvin nykyisen Luotean toimintojen historiasta. Se on tehnyt sekä Suomessa että Ruotsissa eri aikoina useamman vuoden jakson heikkoa tulosta, kun sopimukset ovat olleet sen

kannalta heikosti laadittuja ja muuttuneet tappiollisiksi, ja/tai yhtiön oma toiminta ei ole ollut riittävän tehokasta. Ruotsissa toteutui mielestämme myös yritysoston tuoma riski, kun yhtiön 2017 tekemän kaupan liikearvoa jouduttiin alaskirjaamaan vuonna 2024.

Keskeistä kannattavuuden ja kassavirran ylläpitämisessä hyvällä tasolla onkin oman tehokkuuden ja sopimusportfolion jatkuva hyvä hallinta. Uskomme, että yhtiö on tämän suhteen nyt hyvässä tilanteessa, mutta jatkossakin pitää varmistaa, että esim. kasvun tavoittelu ei vaaranna yhtiön kannattavuutta. Suhtaudumme myös lähtökohtaisesti epäilevästi isompiin yritysostoihin, emmekä odota yhtiön ainakaan lähivuosina tavoittelevankaan niitä. Pienemmät täydentävät yritysostot etenkin Suomessa, missä kannattavuus on hyvällä tasolla, voisivat mielestämme olla mahdollisia.

# Sijoitusprofiili

- 1 Pääomakevytliiketoiminta mahdollistaa vahvan kassavirran**
- 2 Sääntelyn kasvu ja energiatehokkuus tukevat markkinoiden kasvua**
- 3 Odotamme Ruotsin orastavan tulokäänteen tukevan koko yhtiön tulosta**
- 4 Historiallisesti orgaaninen kasvu uupunut**
- 5 Alalla on mielestämme vaikea luoda kestäviä kilpailuetuja**

## Potentiaali

- Suhteellisen hyvät markkina-asetat ja asiakassuhteet tarjoavat pohjaa kasvulle kasvavilla markkinoilla
- Ruotsin tulokäänteen toteutuminen vahvistaisi selvästi koko yhtiön tulosta
- Tasainen kassavirta ja pienet investointitarpeet antavat mahdollisuuden hyvään osingonjakoon
- Hyvinvointialueiden ulkoistukset tarjoavat merkittävän kasvumahdollisuuden Suomessa

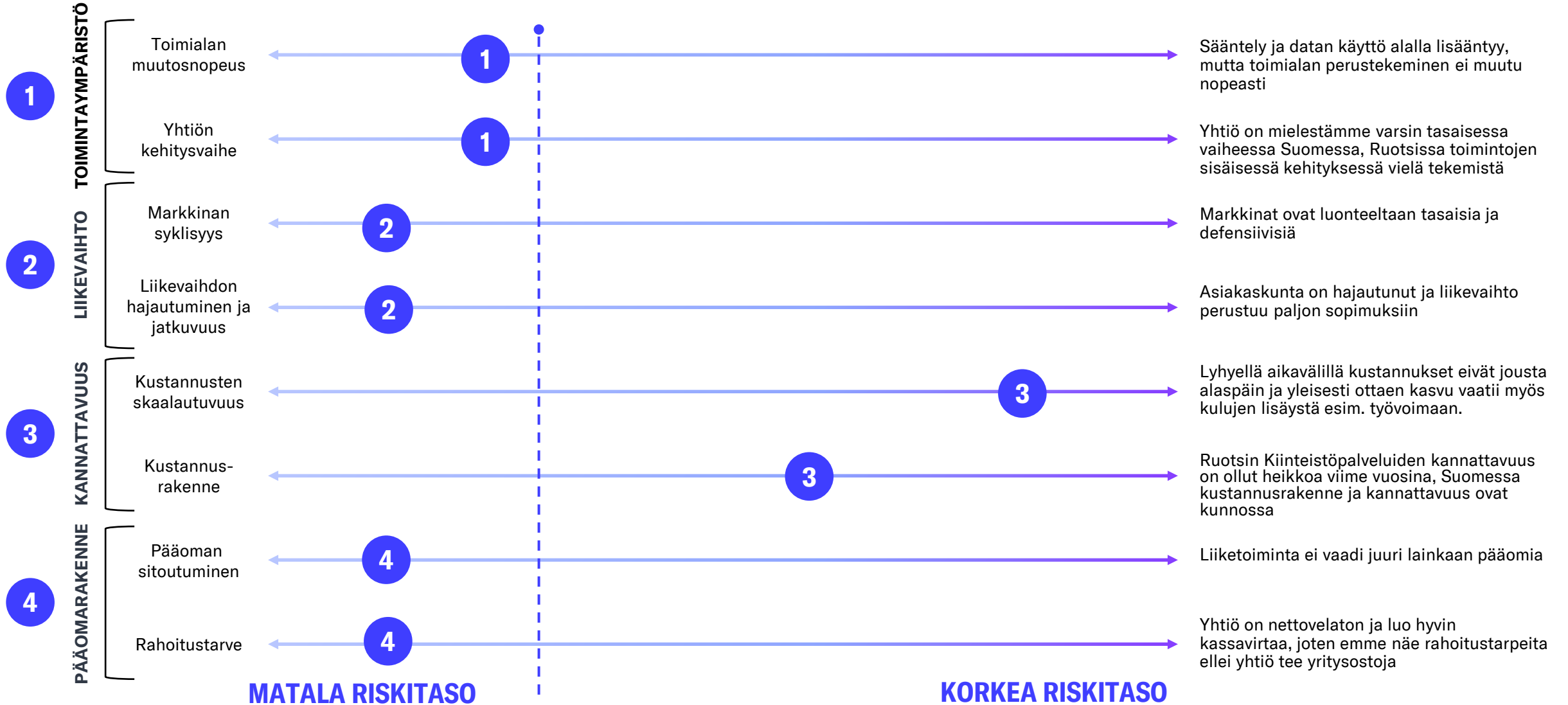
---

## Riskit

- Alalle tulon kynnys on pieni, mikä lisää kilpailua
- Työvoimapula voi rajoittaa kasvua
- Kannattavuus on ailahdellut historiallisesti, eikä nykyinen taso Suomessa ole välttämättä kestävä

# Liiketoimintamallin riskiprofiili

Arvio Luotean liiketoiminnan kokonaisriskitasosta



# Toimiala ja kilpailijakenttä (1/3)

## Kiinteistöpalveluiden markkinat

Luotea toimii kiinteistöpalveluiden markkinoilla sekä Suomessa että Ruotsissa. Yhtiö arvioi tämän markkinan kokonaiskooksi Suomessa vuonna 2023 6 mrd. euroa ja Ruotsissa 6,2 mrd. euroa sekä vuosittaiseksi kasvuksi (2023-2028) 4 %. Suomessa viimeisen 10 vuoden kiinteistöalan palvelujen keskimääräinen kasvu on ollut Tilastokeskuksen mukaan noin 4 % vuodessa, mutta tämä sisältää palveluja myös Luotean 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. Luotea jakaa markkinat kolmeen osaan: Tekniset palvelut, Kiinteistöhuolto ja Siivous- ja tukipalvelut.

## Kiinteistöhuollon markkinat

Kiinteistöhuolto sisältää matalan lisäarvon palveluita, joissa työvoimalta ei vaadita erikoistunutta koulutusta. Näitä ovat esim. huoltopalvelut, kuten lamppujen vaihto, ovenavaukset, siivous, ulkoalueiden hoito kuten auraus, hiekoitus ja nurmikon leikkaus. Näissä palveluissa hinta on usein tärkeä ostokriteeri, ja näin ollen hintapaine on kova. Tämä oikealla olevassa kuvassa, 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. Vuosina 2023-25 se on kuitenkin noussut jo erinomaiselle tasolle.

Luotea arvioi kiinteistöhuollon markkinan kooksi Suomessa 2,0 mrd. euroa. Yhtiön markkina-asema on arviomme

mukaan Suomessa kiinteistöhuollossa #3-4. Luotea ei tarjoa kiinteistöhuollon palveluita Ruotsissa.

Kiinteistöhuollossa kilpailijoita ovat pienet, vain tiettyyn palveluun keskittyneet yritykset, isommat paikalliset toimijat (esim. PHM Group ja RTK) ja isot kansainväliset yhtiöt (esim. ISS, Coor). Isot yhtiöt keskittyvät kaupallisiin kiinteistöihin, joka on myös Luotealle isompi osa-alue kuin asuntoyhtiöt.

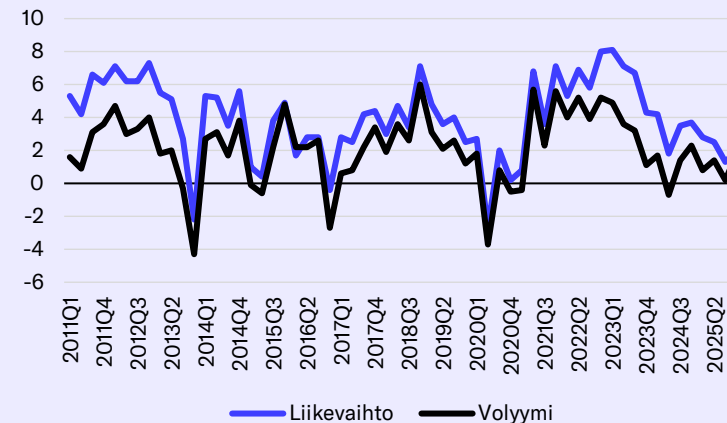
## Kiinteistötekniikan markkinat

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

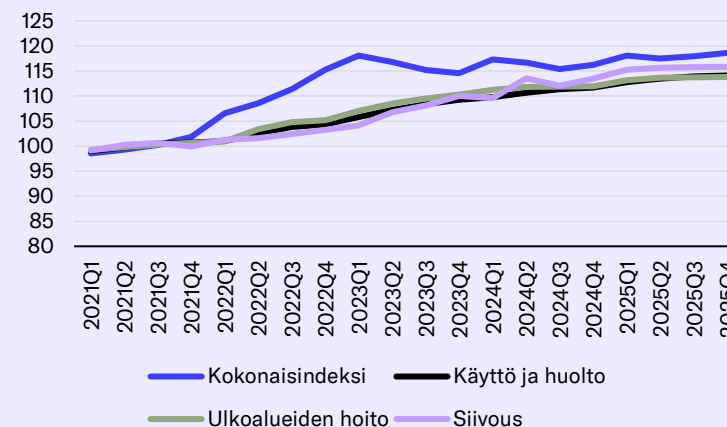
Luotea arvioi Kiinteistöteknisten palveluiden markkinan kooksi Suomessa 1,9 mrd. euroa ja Ruotsissa 3,1 mrd. euroa. Luotea on arviomme mukaan Suomessa kiinteistötekniikassa #7-9 ja Ruotsissa #4-5.

Kiinteistöteknisissä palveluissa kilpailijoita ovat toisaalta sekä enemmän kiinteistöhuollon palveluihin keskittyneet yritykset, kuten RTK (Suomessa), että kiinteistötekniikan asennuksia ja palveluita tarjoavat yritykset, kuten Assemblin Caverion, Bravida ja Are. Myös laajasti kiinteistöpalveluita tarjoavat kansainväliset yhtiöt, kuten ISS, Coor ja Sodexo, ovat kilpailijoita. Arviomme mukaan Luotean asema näiden kilpailijoiden välissä on haastava, eikä selkeää kilpailuetua ole, sillä Luotean skaala jää sekä palvelutarjonnan että toimintamaiden suhteen pienemmäksi kuin pääosalla kilpailijoista.

Kiinteistöalan palvelujen kehitys Suomessa (%)



Kiinteistön ylläpidon kustannusindeksi (2021 = 100)



Lähde: Tilastokeskus

# Toimiala ja kilpailijakenttä (2/3)

Markkinan kasvua tukevat tällä hetkellä etenkin energiatehokkuusinvestoinnit ja -korjaukset sekä digitalisaatio.

## Siivous- ja tukipalveluiden markkinat

Nimensä mukaisesti tämä markkina koostuu pääasiassa erilaisista siivouspalveluista sekä pienemmissä määrin tukipalveluista, kuten aula-, kokous- tai puhelinpalvelut. Luotea arvioi siivous- ja tukipalveluiden markkinan kooksi Suomessa 2,1 mrd. euroa ja Ruotsissa 3,1 mrd. euroa. Suomessa yhtiön markkina-asema on arviomme mukaan Suomessa siivous- ja tukipalveluissa #2-3. Ruotsissa sen siivousliiketoiminta on pientä, ja se on markkinalla vain marginaalinen toimija.

Samaan tapaan kuin kiinteistöhuollossa, siivousmarkkinalla kilpailijoita ovat pienet, vain tiettyyn palveluun keskittyneet yritykset, isommat paikalliset toimijat (esim. SOL) ja isot kansainväliset yhtiöt (esim. ISS, Coor).

## Alalla tehdään kohtuullista kannattavuutta

Luotean tavoitetaso on tehdä yli 5 %:n oik. EBITA-marginaalia, johon yhtiö ylsikin Suomessa viime vuonna. Tämä tarkoittaa jo todella kovia pääoman tuottoja, ja tason säilyttäminen kestävästi näin korkealla olisi mielestämme erinomainen 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 5-10 %:n liikevoittomarginaalia. SOL on ainoana listaamattomana alan yhtiönä julkaissut jo 2025 luvut, jolloin kannattavuus parani lähes 10 %:iin. SOL:lla on tosin myös toimintoja, joita Luotealla ei ole. RTK on tehnyt vuosina 2017-2024 100-130

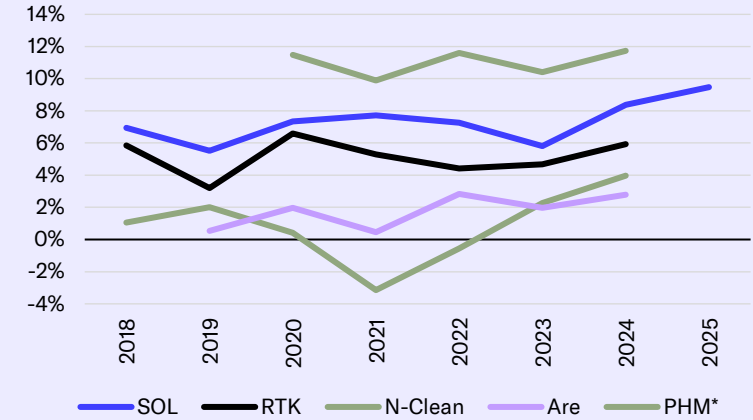
MEUR:n liikevaihtoa ja keskimäärin 5-6 %:n liikevoittomarginaalia. Siivousyhtiö N-Clean on kasvanut vuosina 2017-2020 30-40 MEUR:n liikevaihtotasosta jo lähes 70 MEUR:oon vuonna 2024 ja saanut myös tuloksen viime vuosina kohtuulliselle tasolle. Yleisesti yhtiöiden kannattavuuskehityksessä voi nähdä nousutrendin 2023-24, mitä selittää 2022 nopeasti kiihtyneen inflaation tuoma kannattavuuspaine, mitä on pystytty sen jälkeisinä vuosina kompensoimaan. Kansainväliseksi kasvanut suomalainen kiinteistöhuolto-yhtiö PHM on tehnyt tasaisesti yli 10 % oik. EBITA-marginaalia. Kotimaisiin toimijoihin nähden Luotean Suomen Kiinteistöpalvelut on tällä hetkellä kannattavuudessa hyvää keskitasoa, eli hyvällä suoriutumisen kannattavuudessa on vielä jopa parantamisen varaa.

Menestyneiden kiinteistötekniisiin palveluihin keskittyneiden yhtiöiden (esim. Bravida, Assemblin) kannattavuus on historiallisesti ollut 6-8 %:n yläpuolella, joskin yhtiökohtaiset erot ovat selkeitä. Yleisesti ottaen kansainvälisten kilpailijoiden kannattavuus oli viime vuonna noin 5 % liikevoittomarginaalitasoa.

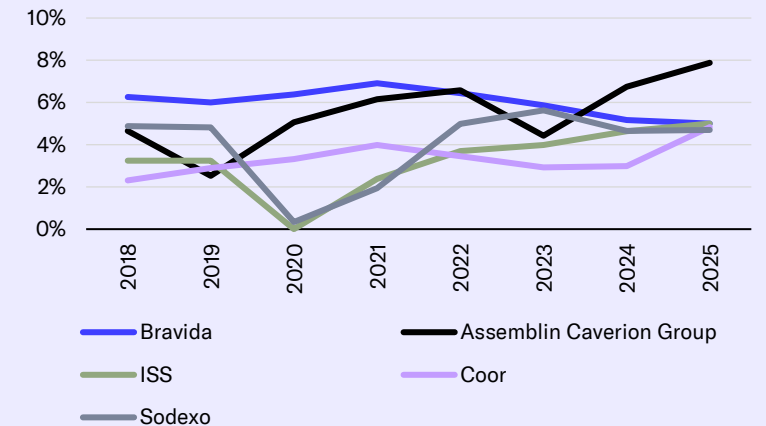
Kokonaisuutena näemme verrokkien kannattavuuden tukevan Luotean tavoitetta yli 5 %:n EBITA-marginaaliin. Huomioimme tosin, että L&T:n skaala Ruotsissa on mainittuja kilpailijoita pienempi, mikä voi rajoittaa sen marginaalipotentialia.

Markkinoiden kasvuvauhdiksi Luotea arvioi noin 4 % vuodessa, mutta mielestämme on syytä huomata, että ajoittain kovan hintakilpailun johdosta kaikki kasvu ei ole välttämättä kannattavuudeltaan tervettä, joten tähänkin kasvuun pääseminen tavoitellulla kannattavuustasolla vaatii erinomaista operatiivista suoritusta.

### Kotimaisten verrokkien liikevoittomarginaali



### Ulkomaisten verrokkien liikevoittomarginaali



Lähde: Asiakastieto, yhtiöiden raportit \*oik. EBITA

# Toimiala ja kilpailijakenttä (3/3)

	Siivous	Kiinteistöhuolto	Kiinteistötekniikka	EBIT/EBITA-marginaali*
<b>Luotea</b>	✓	✓	✓	2,0 %
<b>SOL</b>	✓			9,5 %
<b>RTK palvelu</b>		✓	✓	5,9 %
<b>ARE</b>		✓	✓	2,8 %
<b>N-CLEAN</b> <small>PART OF MIAB GROUP</small>	✓			4,0 %
<b>phm*</b>		✓	✓	11,7 %
<b>CBRE</b>		✓	✓	-
<b>COOR</b>	✓	✓	✓	4,8 %
<b>sodexo</b>	✓	✓	✓	4,7 %
<b>ISS</b>	✓	✓	✓	5,0 %
<b>bravida</b>			✓	5,0 %
<b>Assemblin Caverion</b>			✓	7,9 %

Kotimaiset kilpailijat

Kansainväliset kilpailijat

\*Viimeisin raportoitu tilikausi, listatuilla yhtiöillä 2025, muilla 2024. Luvut oikaistuja, mikäli mahdollista

# Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne

## Historiaa voi tarkastella vanhojen segmenttien kautta

Vanha Lassila & Tikanoja on raportoinut pitkään Kiinteistöpalvelutoimintansa omana segmenttinään, ja viimeiset 8 vuotta jaettuna Suomeen ja Ruotsiin. Luotean konsernitasolla historialukuja ei ole saatavilla kuin 2024-25, eivätkä nekään jakautumiseen liittyvän kirjanpitoluokituksen vuoksi kuvaa täysin nykyisen Luotean kulutasoa (lähinnä konsernikulujen osalta). Mielestämme Luotean liiketoiminnan historiallista kehitystä on siten järkevää tarkastella lähinnä vanhojen segmenttilukujen kautta, joita on tarjolla liikevaihdon ja liikevoiton/oik. liikevoiton tasolla.

Luotean liikevaihto on selvästi reilun 10 vuoden takaa löytyviä vanhimpia vertailulukuja korkeampi, mutta se selittyy pitkälti vuonna 2017 tehdyillä merkittävällä yritystostolla Ruotsissa, joka toi noin 110 MEUR liikevaihtoa. Tämän jälkeen trendi on kuitenkin ollut laskeva ja viimeisen 10 vuoden orgaaninen kehitys onkin 3 % negatiivinen vuodessa. Tätä on ajanut nähdäksemme kireä kilpailutilanne ja kannattavuushaasteet, joiden vuoksi yhtiö on luopunut heikosti kannattavista sopimuksista sekä Suomessa että Ruotsissa. Tuloksen osalta suunta oli trendinomaisesti heikko vuoteen 2022 asti, ja oik. liikevoitto oli nollan tuntumassa 2019 ja 2022. Lukujen alta löytyy tosin Suomen tulostason romahdus vuosina 2018-19 ja toipuminen 2023-24. Ruotsin tulostason valahtaminen raskaille tappioille 2023-24 peitti Suomen parannuksen nykyisen Luotean yhteisiä lukuja katsottaessa. Viime vuonna Ruotsin käänne ja Suomen tuloksen jatkunut paraneminen vetivät konsernin tuloksen kasvuun ja kannattavuuden parhaimmalle tasolle kymmeneen vuoteen.

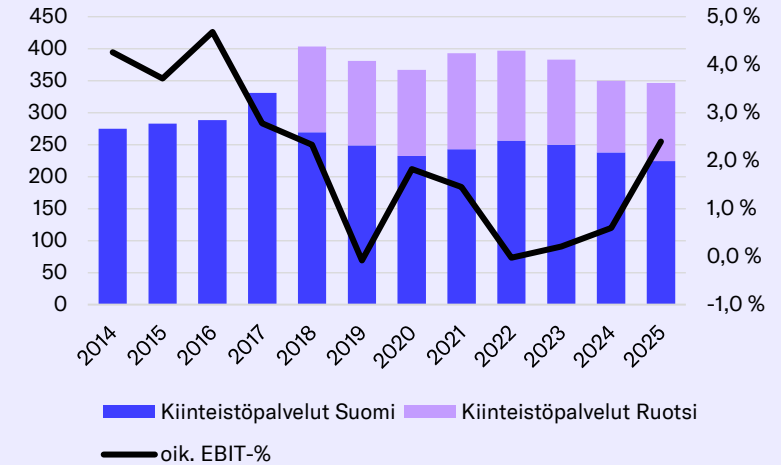
## Tase on velaton, suoraviivainen ja melko kevyt

Luotea raportoi ensimmäistä kertaa oman taseensa vuoden 2025 lopun tilanteen mukaan. Koska palveluliiketoiminta ei vaadi juurikaan kiinteää omaisuutta, sen tase on melko selkeä ja kevyt.

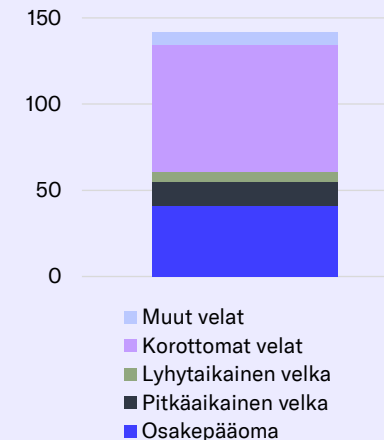
Varojen puolella liikearvo vastaa lähes 30 % tasetta ja on lähes yhtiön oman pääoman suuruinen. Vanhan L&T:n lukuihin perustuen tämä koostuu Suomen vajaan 30 MEUR:n liikearvosta ja Ruotsin noin 10 MEUR:n liikearvosta. Ruotsissa liikearvoa kirjattiin jo alas noin 25 MEUR vuonna 2024. Mikäli Ruotsin tulostaso ei nousisi selvästi nykyisestä tappiollisesta tasosta, lopunkin alaskirjaaminen olisi mielestämme edessä. Tämä yksinään ei kuitenkaan aiheuta mielestämme ongelmaa Luotean taseelle, ja toisaalta ennustamme Ruotsin tulostason paranevan selvästi. Suomen tulostaso on tällä hetkellä vahva, eikä alaskirjaukselle siten ole mielestämme riskiä lähiaikoina. Myyntisaamiset vastaavat noin 25 % taseesta ja erinäiset lyhytaikaiset erät toiset noin 25 %.

Omaa pääomaa yhtiöllä on vajaat 30 % taseen loppusummasta. Ostovelat vastaavat noin puolta taseesta, ja siten yhtiön nettokäyttöpääoma onkin selvästi negatiivinen, mikä tekee sen taseesta varsin tehokkaan. Yhtiöllä on rahoitusvelkaa vain 5 MEUR ja rahavaroja 15 MEUR. Uskomme yhtiön kääntyvän nettovelattomaksi myös vuokravelat huomioiden tämän vuoden aikana. Tase on mielestämme kaiken kaikkiaan hyvässä ja tehokkaassa kunnossa. Kun yhtiö pääsee toimimaan itsenäisenä tänä vuonna, uskomme taseen käytössä olevan vielä tehostamispotentiaalia.

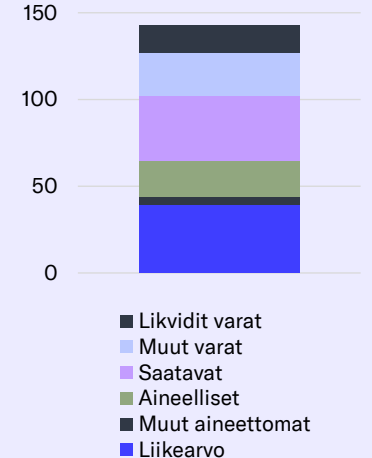
## Liikevaihdon ja oik. EBIT-%:n kehitys



## Oma pääoma ja velat, 2025 (MEUR)



## Varat, 2025 (MEUR)



Lähde: L&T, Luotea

# Strategia

## Strategia on varsin perustekemistä

Luotea julkisti ja esitteli strategiansa uutena yhtiönä loppuvuonna 2025. Nähdäksemme yhtiön strategiassa ei ole mitään selkeää suuntaa muutokselle, vaan ne kuvaavat enemmän normaalia liiketoiminnan ylläpitoa, kasvua ja tehostamista. Ruotsin tappiollinen tulos huomioiden, tämä on mielestämme perusteltua, eikä Luotean liiketoiminta mielestämme kaipaakaan mitään voimakasta uutta strategista suuntaa.

Luotea on kertonut strategiakauden 2026-28 keskiössä olevan ydinliiketoimintojen kasvun ja markkina-aseman vahvistamisen. Tähän se pyrkii neljällä painopistealueella:

- Ydinliiketoiminnasta kasvua laadukkailla ja vastuullisilla palveluilla
- Tehokkaat toimintamallit
- Alan paras työpaikka
- Edelläkävijä digitaalisten palveluiden ja tekoälyn hyödyntämisessä

Painopistealueet ovat mielestämme osin risteäviä, sillä esim. kolme alinta kohtaa mahdollistavat liiketoiminnan kasvua. Tehokkaat toimintamallit ja alan paras työpaikka ovat varsin yleisiä ja luontevia tavoitteita etenkin Luotean liiketoiminnan työvoimavaltaisuus huomioiden. Toimintamallien osalta uskomme yhtiön olevan jo melko hyvässä tilanteessa Suomen osalta, jossa toimintaa on tehostettu vuosikausia. Ruotsissa yhtiö pyrkii nyt hyödyntämään Suomen oppeja ja tuomaan vastaavat toimintamallit siellä käyttöön.

Viimeisessä kohdassa on selvää kunnianhimoa olla edelläkävijä digitaalisissa palveluissa ja tekoälyssä. Käsityksemme mukaan yhtiön energiasäästöratkaisu on ainakin tällä hetkellä varsin hyvä suhteessa kilpailijoihin. Pidemmällä aikavälillä uskomme kuitenkin alan isompien toimijoiden pystyvän kuitenkin kehittämään digitaalisia palveluita niin, ettei niistä synny kestäväää kilpailuetua millekään yhtiölle. Kehitys kohti digitaalisia palveluita voi kuitenkin ajaa alan konsolidaatiota eli isompien yhtiöiden markkinaosuuksien kasvua, kun pienimmillä yhtiöillä ei ole yhtä vahvoja resursseja digitaalisten palveluiden kehittämiseen.

## Menestystekijöissä selvempiä kasvun ajureita

Strategisten painopistealueiden lisäksi Luotea listaa neljä menestystekijäänsä:

- Dataan perustuvat palvelut
- Vastuullisuuden asiantuntijapalvelut
- Energiatehokkuus
- Ydinliiketoiminnasta kasvua laadukkailla ja vastuullisilla palveluilla

Nämä ovat osin päällekkäisiä strategisten painopistealueiden kanssa, mutta tuovat selvemmin esiin yhtiön kasvun painopisteet. Uskomme näiden tekijöiden olevan kuitenkin pitkälti yleisiä markkinakasvun ajureita, eikä siten uniikkeja tekijöitä Luotealla. Yhtiö pyrkii luonnollisesti ottamaan nykyistä markkinaosuutta isomman siivun näistä kasvavista palveluista, mikä vahvistaisi sen markkinaosuutta. Kuten yllä totesimme, tämä on mielestämme uskottava kehityssuunta. Luotea ei ole

kuitenkaan kertonut, kuinka suuren osuuden liikevaihdosta kolme mainittua palvelutyyppiä tällä hetkellä tekevät, mikä vaikeuttaa niiden kasvun merkityksen arvioimista.

## Keihäänkärkipalvelut tukevat myös muiden palveluiden kasvua

Luotea kutsuu edellisen kolmea ylintä tekijää myös keihäänkärkipalveluiksi. Yhtiön mukaan viemällä näitä palveluita asiakkaille, Luotean myynti asiakkaalle nousee keskimäärin 20-30 % ja samalla asiakas säästää kuluissaan parantuneen tehokkuuden myötä. Toisaalta näiden palveluiden avulla yhtiö voi myös saada asiakkuuden alkuun, jonka jälkeen se voi myydä koko palvelutarjoomaansa. Tällöin nämä keihäänkärkipalvelut auttavat käytännössä luomaan kokonaan uuden asiakkuuden. Siten keihäänkärkipalveluiden rooli kasvussa ei rajoitu pelkästään niiden suoraan liikevaihtoon. Yhtiön mukaan keihäänkärkipalvelut ovat myös selvästi perinteisiä palveluita kannattavampia Luotealle, joten niiden kasvun yksinäänkin pitäisi tukea yhtiön kannattavuutta.

# Taloudelliset tavoitteet (1/2)

## Taloudelliset tavoitteet (julkistettu 2025)

### Liikevaihdon keskimääräinen orgaaninen vuosikasvu 4-5 % keskipitkällä aikavälillä

- Arviomme mukaan Luotean toimintojen orgaaninen kasvu on viimeiseltä kymmeneltä vuodelta noin 3 % negatiivinen vuodessa, vaikka markkinat ovat kasvaneet. Kasvutavoitteen saavuttaminen vaatii siten varsin merkittävää muutosta historiaan nähden.
- Uskomme yhtiön pystyvän lievään kasvuun (~2 % vuodessa), mutta jäävän selvästi tavoitteestaan lähivuosina.
- Suomessa kannattavuus on jo tavoitetasolla, ja yhtiö voi siten mielestämme pyrkiä kasvavamaan. Ruotsissa tuloksen kääntäminen on edelleen lähivuosien tärkein asia, joskin uusi kannattava liiketoiminta toki tukee myös tuloskäännettä. Vanhojen heikommin kannattavien asiakkuuksien loppuminen voi kuitenkin painaa Ruotsin liikevaihtokehitystä lähivuosina.

### Oikaistu EBITA -marginaali yli 5 % keskipitkällä aikavälillä

- Osana L&T:tä yhtiö raportoi nykyisille Luotean segmenteille lähinnä oik. liikevoittoa, joten täysin vertailukelpoisia lukuja ei ole historiasta saatavilla. Tosin Ruotsin hankintamenopoistojen vaikutus on suunnilleen tiedossa.
- Suomen toiminnot ovat viimeisen 10 vuoden aikana tehneet keskimäärin noin 2 %:n oik. liikevoittomarginaalia, joka vastaa suunnilleen myös oik. EBITA-marginaalia. Viime vuonna yhtiö teki Suomessa tavoitteen mukaisesti yli 5 %:n marginaalin
- Ruotsissa yhtiö pystyi 2018-21 arviomme mukaan reilun 4 %:n EBITA-marginaaliin, jonka jälkeen tulos heikkeni painuen selvästi tappiolle
- Siten marginaalinkin suhteen yhtiö on jäänyt tavoitetasosta selvästi
- Ennustamme Suomen kannattavuuden pysyvän lähellä tavoitetasoa lähivuosina ja Ruotsin parantavan selvästi noin 3 %:n tasoon. Luotean marginaalina tämä tarkoittaa 3,5-4 % oik. EBITA-tasoa lähivuosille

### Operatiivinen vapaa kassavirta yli 90 % EBITA:sta keskipitkällä aikavälillä

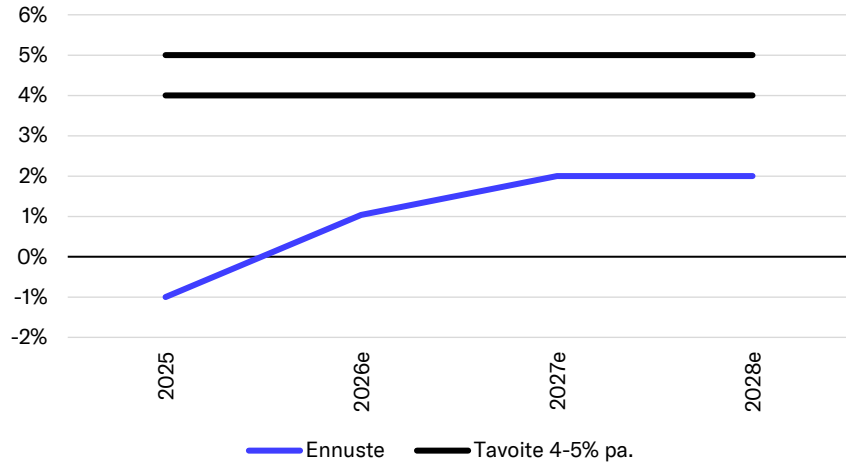
- Luotea ei ole raportoinut historiallisia kassavirtalukuja, joten tämän tavoitteen vertaaminen historiaan ei onnistu
- Koska yhtiöllä on negatiivinen käyttöpääoma, kasvun myötä sen pitäisi vapauttaa käyttöpääomaa, joka tukee kassavirtaa
- Lisäksi yhtiön investointitaso on lähivuosina mielestämme hieman poistoja pienempi
- Nämä seikat tukevat kassavirtasuhdetta, jonka pitäisi yhtiön kasvaessa olla mielestämme yli 100 %
- Uskommekin yhtiön ylittävän tavoitteeseensa

### Osingonjako vähintään 50 % nettotuloksesta

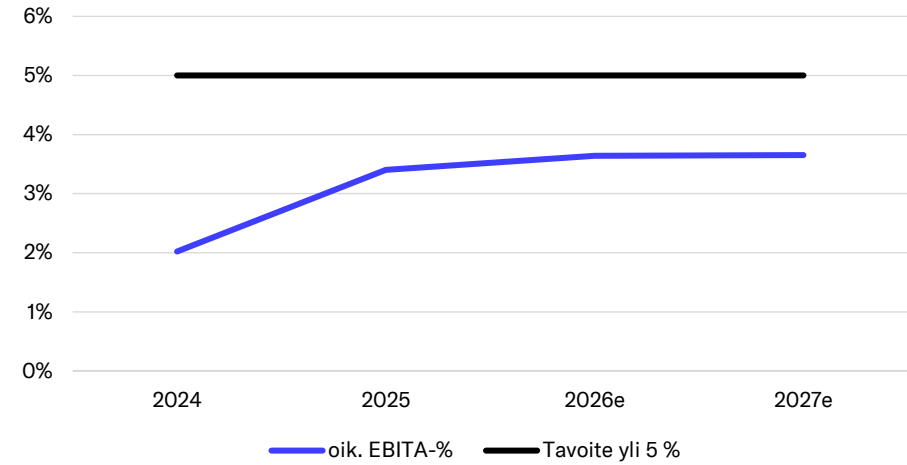
- Nettovelattoman taseen, vähäisten investointitarpeiden ja hyvän kassavirran tukemana uskomme yhtiön pystyvän jakamaan hyvinkin tavoitteen mukaisen osingon. Mikäli yhtiö ei tee yritysostoja, jota emme odota lähivuosina, osingonjakosuhte voisi nousta lähemmäksi 100 %:a

# Taloudelliset tavoitteet (2/2)

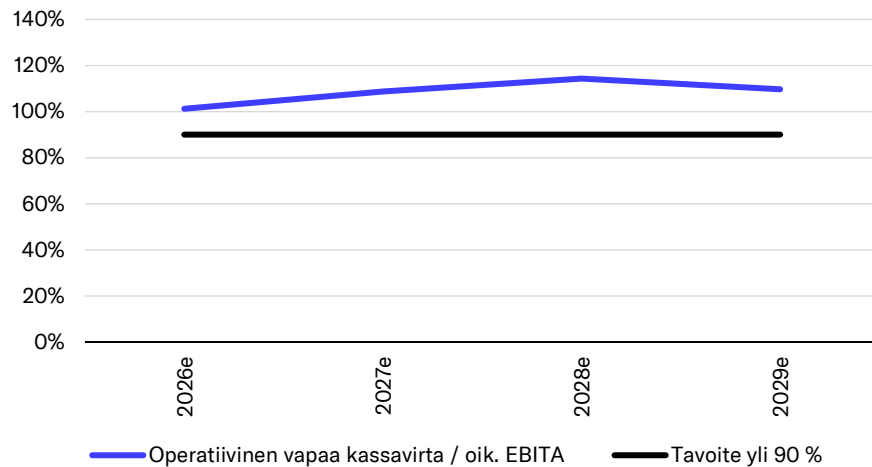
## Liikevaihdon kasvu vs. tavoite



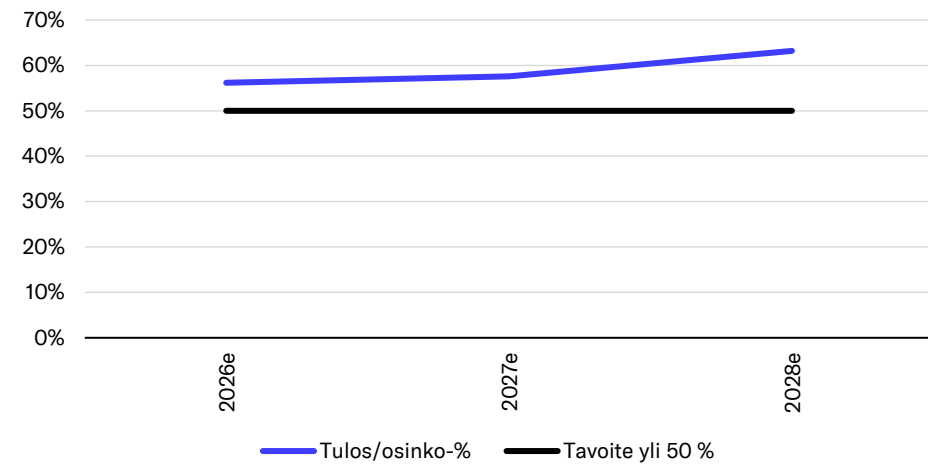
## Oik. EBITA-% vs. tavoite



## Operatiivinen vapaa kassavirta / EBITA



## Osingonjakosuhte



# Ennusteet (1/4)

## Ennusteet lähtevät segmenteistä

Mallinamme Luoteaa sen kahden segmentin liikevaihdon (Suomi ja Ruotsi) ja kolmen segmentin (Suomi, Ruotsi, konsernihallinto) oik. EBITA:n kehityksen kautta. Emme ennusta mahdollisia tulevia yrityskauppoja eli ennusteemme pohjautuvat orgaaniseen kehitykseen. Käsittelemme Ruotsin vanhan yritysoston hankintamenopoistoja oikaistavana eränä yhtiön raportoinnin suuntaisesti. Erällä ei ole kassavirtavaikutusta ja se loppuu vuonna 2027. Kuten olemme aiemmin tuoneet ilmi, Luotean liiketoiminta on varsin defensiivistä ja tasaista, eivätkä talouden suhdanteet siten merkittävästi heiluta sen kehitystä.

Isossa kuvassa odotamme Luotean liikevaihdon kasvavan lähivuosina maltillisesti ja tuloksen nousevan selvästi 2026-27 Ruotsin kääntyessä selvältä tappiolta kohtuulliselle tulostasolle. Tämän jälkeen odotamme tuloksen pysyvän tasaisena. Nettovelattomalla yhtiöllä rahoituskulut ovat tasainen ja pieni erä. Veroastetta laskee lähivuosina Ruotsin tuloksen odotettu kääntyminen voitolle ja yhtiön vahvistetut tappiot Ruotsissa, joiden myötä se ei käsityksemme mukaan maksa lähivuosina veroja Ruotsissa.

## Tälle vuodelle ohjeistetaan tulosparannusta

Luotea ohjeistaa oikaistun EBITA:n kasvavan tai kasvavan merkittävästi tänä vuonna vuoteen 2025 nähden (7,0 MEUR). Yhtiö antoi vielä tarkemmin viitteitä tuloskehityksestä sanomalla, että Ruotsin tuloksen pitäisi jatkaa paranemista tänä vuonna, Suomessa tulos olisi käsityksemme mukaan suhteellisen vakaa ja konsernikulujen yhtiö odottaa laskevan vuoden 2025 raportoidusta tasosta. Yhtiö kuitenkin kommentoi kilpailun kiristyneen etenkin Suomen siivousliiketoiminnassa, jossa

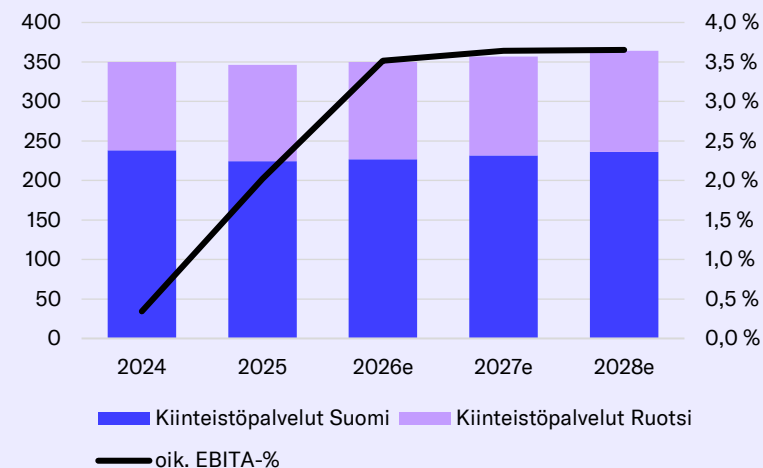
on siten marginaalipainetta. Konsernikuluissa näkyvät jakautumisen vaikutukset, jonka vuoksi Luotea joutui viime vuodelta kantamaan todellisia kuluja enemmän konsernikuluja.

Vaikka yhtiö ei ohjeista liikevaihtoa, johto sanoi tulospuhelussa odottavansa Ruotsissa noin viime vuoden tasoista liikevaihtoa ja uskovansa kääntävän Suomen liiketoiminnan kasvuun tänä vuonna.

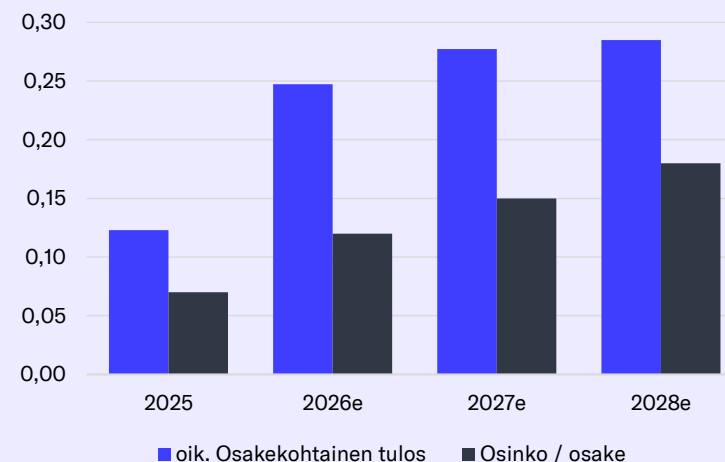
Ennustamme sekä Suomen että Ruotsin toiminnoille hienoista 1 %:n liikevaihdon kasvua tänä vuonna. Oik. EBITA:n osalta ennustamme Suomen tuloksen pysyvän viime vuoden tasolla (12 MEUR) ja Ruotsin kääntyvän plussalle (1,5 MEUR) vertailukauden selvästä tappiosta (-3 MEUR). Ruotsin tuloskäännettä tukevat ensisijaisesti yhtiön omat tehostamistoimet. Näihin sisältyy mm. toiminnan tarkempi seuranta, organisaatiotasojen vähentäminen ja alihankkijoiden/toimittajien karsiminen. Tämän lisäksi sopimuksia pyritään päivittämään, tai jos nykyisten heikompien sopimusten ehtoja ei saada neuvoteltua riittävän hyväksi, sopimuksia lopetetaan. Konsernikulujen odotamme laskevan noin -1,5 MEUR:oon (-2,9 MEUR). Siten koko Luotean oik. EBITA:ksi ennustamme 12 MEUR (7 MEUR).

Tuloslaskelman alemmilla riveillä odotamme rahoituskulujen olevan hieman vertailukautta alemmat (-0,5 MEUR vs. -0,7 MEUR). Yhtiö on sanonut odottavansa alempia rahoituskuluja. Verojen odotamme nousevan tulosparannuksen myötä. Tämän myötä oik. osakekohtainen tulos nousee selvästi 0,25 euroon vuonna 2026. Ennustamme yhtiön jakavan tästä osinkopolitiikkansa mukaisesti noin 50 % osinkona, mikä tarkoittaisi selvää osingonnousua 0,12 euroon (0,07 euroa vuonna 2025).

## Liikevaihdon ja oik. EBITA-%:n kehitys



## Osakekohtainen tulos ja osinko (EUR)



Lähde: Luotea, Inderes

# Ennusteet (2/4)

## Ruotsin ja siten koko Luotean kannattavuus tasaantuu ennusteissamme 2027-28

Odotamme yhtiön joutuvan luopumaan vielä joistakin kannattamattomista sopimuksista Ruotsissa lähivuosina, mutta pystyvän siitä huolimatta kasvamaan hieman sekä Suomessa että Ruotsissa 2027-28. Viimeiset heikommät vanhat sopimukset Ruotsissa loppuvat käsityksemme mukaan vuonna 2028. Odotamme Luotean liikevaihdon kasvavan 2 % vuodessa vuosina 2027-28, mikä on selvästi sen tavoittelemaa 4-5 %:n kasvua heikompi. Ison ulkoistuksen (kuten HUS) voittaminen voisi nostaa kasvuennusteitamme.

Ennustamme Ruotsin kannattavuuden paranevan edelleen vuosina 2027-28 lähinnä yhtiön tehostamistoimien myötä ja oik. EBITA:n nousevan 3-4 MEUR:oon. Vuonna 2028 hankintamenopoistot ovat loppuneet, jolloin liikevoitto vastaa EBITA:a. Ruotsin tulostaso on ennusteissamme pysyvästi heikompi kuin mitä se oli ennen vuonna 2022 alkanutta tulosluisua (noin 5-6 MEUR oik. EBITA-tasolla). Suomessa odotamme kasvun tavoittelun ja kilpailun myötä kannattavuuden laskevan hieman ja oik. EBITA:n olevan 11 MEUR:n tasolla vuosina 2027-28, mikä tarkoittaa EBITA-%:na 4,5-5,0 %. Konsernikulujen pysyessä ennusteissamme tasaisena, koko Luotealla tämä tarkoittaa tuloksen nousua 13,5 MEUR:oon vuonna 2027, jossa se pysyy ennusteissamme myös 2028. Marginaalin osalta tämä tarkoittaa noin 3,5 % eli selvästi ”yli 5 %” tavoitetta heikompa tasoa.

Rahoituskuluissa ja veroissa emme odota absoluuttisissa tasoissa oleellisia muutoksia, jolloin osakekohtainen tulos paranee oik. EBITA:n mukana. Ruotsin tulostaso vaikuttaa käsityksemme mukaan täysimääräisesti

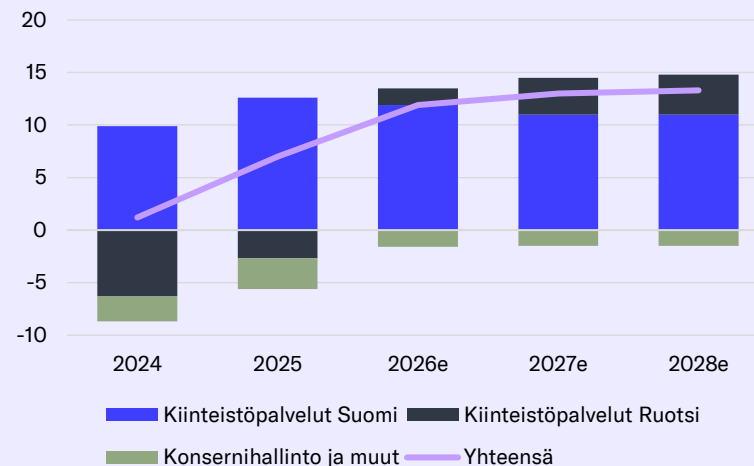
nettotulokseen, sillä aiempien vuosien tappioiden takia arvioimme Ruotsin toimintojen maksavan veroa vasta vuonna 2030. Ennustamme osakekohtaiseksi tulokseksi 2027-28 0,28 euroa. Uskomme osingon nousevan paranevan tuloksen ja vahvan taseen tukemana 0,15 euroon 2027 ja 0,18 euroon 2028.

## Sijoitetun pääoman tuotto nousee edelleen Ruotsin kannattavuuskäänteen myötä

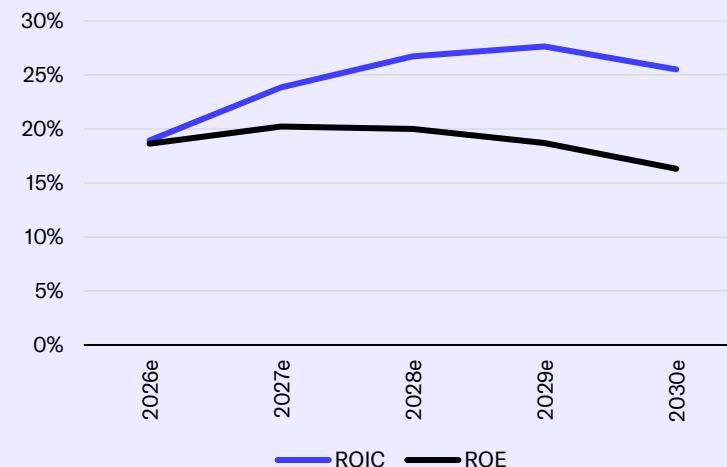
Luotean Suomen toiminnot teki jo vuonna 2025 erittäin vahvaa sijoitetun pääoman tuottoa. Yhtiön raportoitujen lukujen mukaan Suomen sijoitetun pääoman tuotto oli huimat 80 %, mutta Ruotsissa tappioiden takia luonnollisesti negatiivinen. Ruotsissa sijoitettu pääoma on liiketoiminnan pienemmästä koosta huolimatta kaksi kertaa Suomen kokoinen (Suomi 15 MEUR ja Ruotsi noin 30 MEUR). Osittaisjakautumisen takia historialukujen laskeminen ja tarkastelu on käytännössä mahdotonta.

Ennusteissamme olevan Ruotsin kannattavuuskäänteen myötä koko yhtiön sijoitetun pääoman tuotto on meidän laskentatavallamme jo vuonna 2026 yli 15 % ja 2028-2032 alkaen 25-30 % välillä. Tämä on selvästi arvoa luova ja vahva taso. Yhtiön sitoma pääoma on tosin pienehkö, eikä yhtiö käytännössä investoi lisäpääomaa liiketoimintaan. Tämän takia sijoitetun pääoman tuotto ei ole mielestämme liiketoiminnalle tärkein mittari, mutta ennustettu taso antaa kuitenkin kuvan hyvin kannattavasta liiketoiminnasta. Oman pääoman tuotto on tänä vuonna samaa tasoa kuin sijoitetun pääoman tuotto. Ennusteissamme se laskee kuitenkin tulevinä vuosina ja jää 15-20 %:n välille. Tämä johtuu oman pääoman kertymisestä taseeseen ennusteissamme, ja käytännössä yhtiö voisi tehostaa oman pääoman käyttöä esim. jakamalla isompia osinkoja.

## Oik. EBITA segmenteittäin



## Pääoman tuotot ovat hyvällä tasolla



Lähde: Inderes

# Ennusteet (3/4)

## Hyvä rahavirta kerryttää rahaa taseeseen

Yhtiön investointitarve on hyvin pieni, vain 1-2 MEUR vuosittain. Investointirivillä näkyy mallissamme myös vuokrasopimusten takaisinmaksu, joka on noin 7 MEUR vuodessa. Yhtiön aineellisten omaisuserien poistot (reilut 3 MEUR) ovat tällä hetkellä investointeja suuremmat, jonka lisäksi aiemmin mainitut hankintamenopoistot ovat noin 1,5 MEUR vuodessa 2027 asti. Siten poistot tulevat arviomme mukaan olemaan lähivuosina jonkin verran investointeja suuremmat, ja yhtiön kassavirran pitäisi olla sekä raportoitua että oikaistua nettotulosta suurempi. Tähän suuntaan vaikuttaa myös negatiivinen käyttöpääoma, jonka myötä yhtiön kasvun pitäisi lähtökohtaisesti vapauttaa pääomaa.

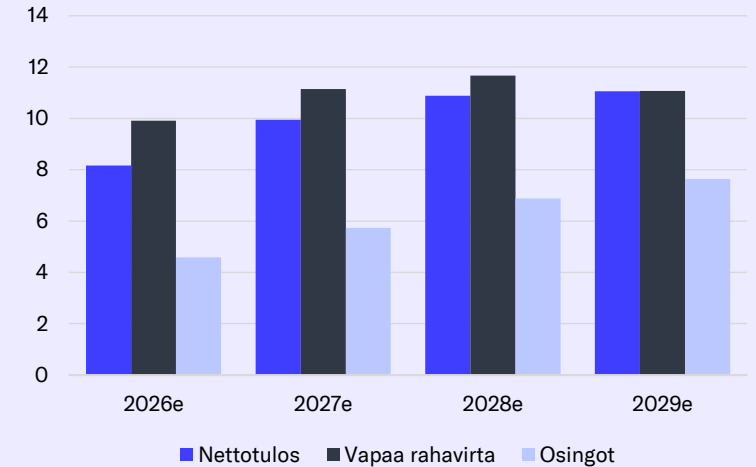
Ennustamme yhtiön tekevän varsin hyvää vapaata kassavirtaa, joka nousee vuoden 2026 10 MEUR:n tasolta noin 12 MEUR:oon vuonna 2028. Yhtiö maksaa ennusteidemme mukaan pienen rahoitusvelkansa pois vuonna 2026 ja on sen jälkeen nettovelaton myös IFRS 16 -vuokravelat huomioiden. Tämä mahdollistaa mielestämme myös ennusteitamme korkeamman osingonjaon tulevina vuosina ja/tai yritysostot.

## Pidemmän aikavälin ennusteet

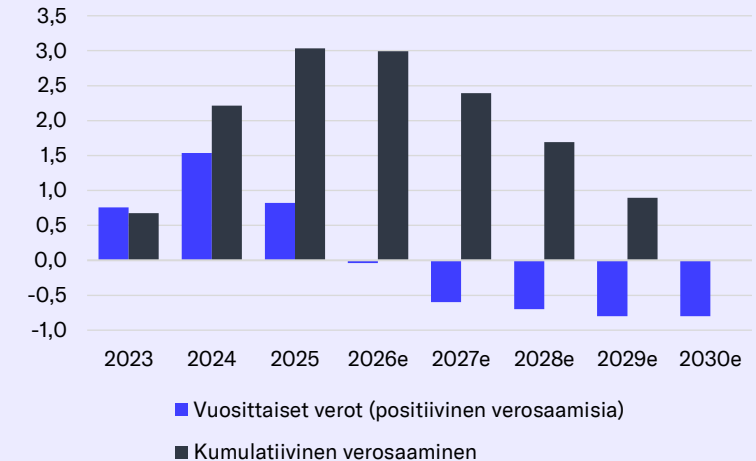
Ennustamme Luotean liikevaihdon kasvun pysyvän tyypillisesti 2 %:ssa myös pidemmällä aikavälillä. Viimeisten isojen ja tällä hetkellä heikosti kannattavien Ruotsin sairaalasopimusten päättyminen 2029-30 aiheuttaa kuitenkin riskin liikevaihdon laskusta, mikäli sopimuksia ei saada uusittua paremmilla ehdoilla. Tämän vuoksi kasvuennustemme vuosille 2030-31 on 0 %.

Liikevoittomarginaalin odotamme pysyvän 3,5 %:n tasolla vuoteen 2032 asti, mutta laskevan terminaaliyksiköidemme 2,5 %:iin. Tämä heijastelee toimialan voimakasta kilpailua, jossa on mielestämme vaikeaa luoda kestävästä kilpailuetua ja siten pysyvästi korkeita pääoman tuottoja. Verot normalisoituvat 2030-luvulla, kun arviomme mukaan Ruotsin vähennettävät tappiot on käytetty loppuun.

## Rahavirta on vahvaa (MEUR)



## Arvio Ruotsin veroista



Lähde: Inderes

# Ennusteet (4/4) - Ennustemuutokset

## Ennusteissa eri suuntaisia tekijöitä

Laskimme hieman vuoden 2026 oik. EBITA-ennustetta polttoaineen hinnannousun myötä, jota emme usko Luotean pystyvän välittömästi siirtämään asiakashintoihin. Arvioimme vaikutuksen olevan kuitenkin melko pieni ja tasoittuvan vuoden aikana, kun hinnoittelu tarkistetaan ja/tai toimintaa tehostetaan. Teimme pientä hienosäätöä myös vuosien 2027-28 ennusteisiin oik. EBITA-tasolla.

Katsoimme samalla tarkemmin läpi myös arviomme itsenäisen Luotean rahoituskulujen ja verojen osalta. Etenkin Ruotsissa kertyneiden verotappioiden huomioiminen (ks. edellinen sivu) laski veroennusteitamme läpi ennustevuosien. Siten osakekohtaisen tuloksen osalta ennusteemme nousivat läpi ennustevuosien. Nostimme myös vuoden 2028 osinkoennustetta heijastelemaan kasvavaa osinkotrendiä yhtiön taseen ollessa vahva ja tuloksen parantuessa.

Ennustemuutokset	2026e			2027e			2028e		
	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %
MEUR / EUR									
Liikevaihto	350	350	0 %	357	357	0 %	364	364	0 %
Käyttökate	22,7	22,3	-2 %	23,2	23,3	0 %	24,1	24,0	0 %
EBITA (ilman kertaeriä)	12,3	11,9	-3 %	13,5	13,0	-4 %	13,5	13,3	-1 %
Liikevoitto	10,7	10,3	-4 %	12,0	12,2	2 %	13,5	13,3	-1 %
Tulos ennen veroja	10,1	9,8	-3 %	11,0	11,7	6 %	12,5	12,8	2 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,23	0,24	3 %	0,27	0,28	4 %	0,27	0,28	7 %
Osakekohtainen osinko	0,12	0,12	0 %	0,15	0,15	0 %	0,16	0,18	13 %

Lähde: Inderes

# Arvostus (1/2) – Vahva kassavirta antaa tukea

## Yhteenveto: Arvostus houkuttelee

Yhteenvetona toteamme, että Luotean lähivuosien tuotto-odotus muodostuu sekä tasaisesta osinkotuotosta että tulospohjaisesta arvostuksesta. Osakkeen arvostustaso on toteutuneella 2025 tuloksella korkea, mutta se ei mielestämme kuvaa täysin nykyisen Luotean todellista tulostasoa.

Luotean varsin suoraviivainen tulos- ja kassavirtaprofiili tekee useiden perinteisten arvostusmetodien käytön suhteellisen helpoksi. Se mahdollistaa sekä DCF-mallin että tulospohjaisen arvostuksen käytön. Käyvän arvon haarukka yhtiölle on mielestämme 1,7-3,1 euroa osakkeelta. Haarukan yläpää on DCF-mallin mukainen ja alapää kuvaa tuloksen jäämistä vuoden 2025 vauhdille tasolle.

## Tulospohjainen arvostus on maltillinen ennustevuosille

Koska Luotea oli vielä vuonna 2025 osa L&T-konsernia, sen viime vuoden pro forma -luvutkaan eivät täysin kuvasta yhtiön todellista tulostasoa, kuten aiemmin olemme kommentoineet. Tämän vuoksi vuoden 2025 toteutuneiden lukujen valossa arvostus on kallis, esim. P/E 20x ja EV/EBIT 15x.

Tulosparannuksen jatkumisesta odottavilla ennusteillamme yhtiön arvostus on kuitenkin jo tälle vuodelle varsin maltillinen, P/E noin 10x ja EV/EBIT 8x. Itsenäisen pörssihistorian puuttuessa historiallista arvostustasoa yhtiölle ei löydy. Pienen tulospohjaisen myötä arvostus laskee edelleen hieman vuonna 2027 (esim. P/E 9x).

Hyväksyttävänä EV/EBIT-kertoimena näemme yhtiölle 7-9x ja P/E-luvulle 9-11x, joten nykyarvostus on mielestämme suhteellisen edullinen, joskaan ei räikeän halpa kertoimilla mitattuna.

## Vahva kassavirta antaa tukea tuotoille ja osingolle

Kuten edellä ennusteosiossa kävimme läpi, Luotean kassavirta pitäisi olla sen tulosta parempi ainakin lähivuosina, ja pidemmälläkin aikavälillä vapaan kassavirran pitäisi mielestämme vastata yhtiön nettotulosta. Tälle vuodelle ennustamme vapaan kassavirran tuotto reilut 10 % ja arviomme sen kasvavan hieman 2027-28. Tämä ylittää jo yksinään tuottovaatimuksemme tason (~9 %).

Luotea tarjoaa nykykursilla ja ennustamallamme kestäväällä noin 55-70 % osingonjakosuhteella 5-7 %:n osinkotuoton. Mikäli yhtiö ei tee merkittäviä yritysostoja, osingonjako on todennäköisesti korkeampi. Yhtiö tulee ennusteidemme mukaan olemaan nettovelaton tänä vuonna, joten se voisi jakaa jopa koko yli 10 %:n vapaan kassavirtatuotonsa jatkossa osinkoina. Voitonjakoa voidaan luonnollisesti toteuttaa myös lisäosingoin tai omien osakkeiden ostoilla.

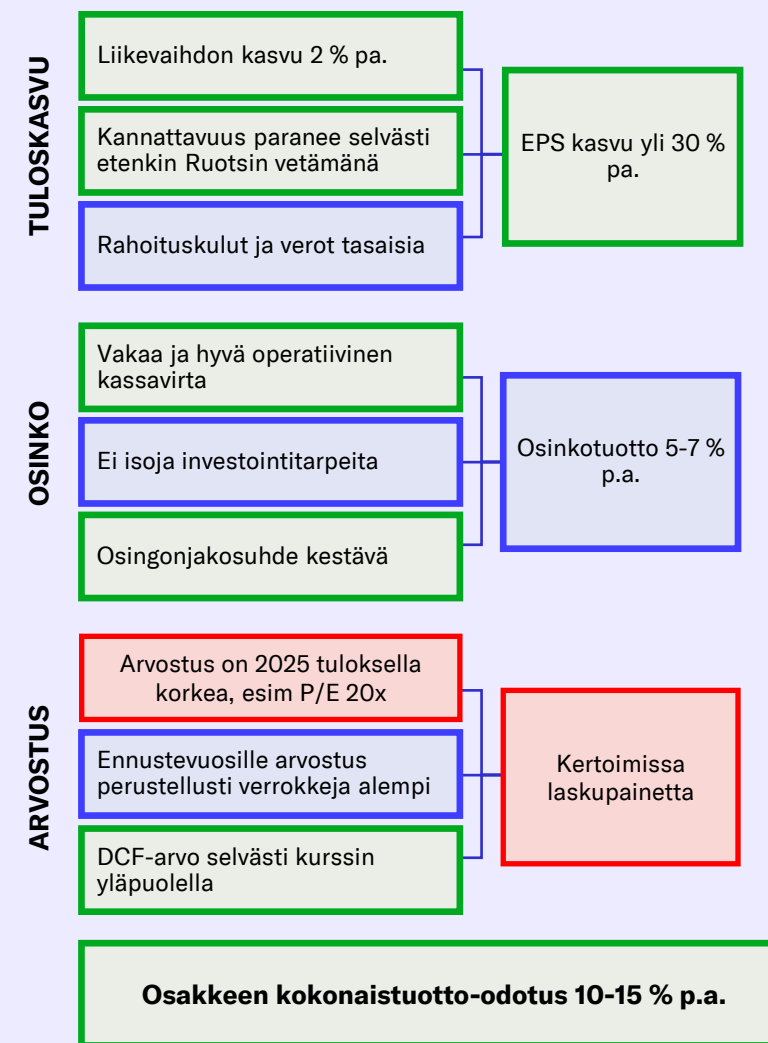
## DCF-malli tarjoaa selvää nousuvaraa

Vakaan toimialan ja tasaisen kasvun takia DCF-malli on mielestämme Luotealla relevantti arvonmääritysmenetelmä. Yhtiön kannattavuustaso on historiassa ollut hyvin ailahteleva, ja se onkin mielestämme keskeisin muuttuja arvonmäärityksessä.

DCF-mallin ennusteet käytiin läpi jo edellisellä sivulla. Liikevoiton osalta odotamme 2028-2033 jaksolla melko tasaista 13 MEUR:n tulosta, joka terminaaliyksiköllä tippuu noin 10 MEUR:oon. Yhtiö on hyvin defensiivinen ja tasainen, mikä voisi perustella suhteellisen alhaista tuottovaatimusta. Kannattavuuden ailahteleva historia huomioiden käytämme tuottovaatimuksena (WACC) kuitenkin suhteellisen keskivertoa 9,2 %:n tasoa.

## Osaketuoton ajurit 2025-2028e

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen



# Arvostus 2/2

Vain reilut 40 % rahavirroista syntyy vuoden 2035 jälkeen eli terminaaliyksiköillä, mikä on tyypillistä seurantayhtiötämme pienempi määrä. Tämä johtuu ennustamastamme kannattavuuden laskusta terminaaliyksiköillä. DCF-mallimme antaa Luotean velattomaksi arvoksi noin 120 MEUR, joka tarkoittaa osakepääoman arvoksi samoin noin 120 MEUR eli noin 3,1 euroa osakkeelta.

## Tasepohjainen arvostus

Kuten aiemmin olemme kuvanneet, Luotean tase on varsin kevyt ja siten tasepohjainen arvostus ei mielestämme ole sille niin relevantti kuin pääomaintensiivisemmällä yhtiöillä. Luotean P/B-luku laskee lähivuosina asteittain tämän vuoden 2,0x – tasolta kohti 1,5x-tasoa. Oman pääoman tuotto on ennusteissamme 19-20%, joka reilun 9 %:n oman pääoman tuottovaatimukseemme suhteutettuna puoltaisi noin 2x P/B – lukua. Tasearvostuskin tukee osakkeen olevan siten suhteellisen oikein arvostettu tällä hetkellä, mutta tulevan arvonluonnin tarjoavan tuottoa sijoittajille.

## Arvostus verrokkiryhmän alapuolella

Vaikka Luotean irtaantuminen omaksi kiinteistöpalveluyhtiöksi selkeytti selvästi sen profiilia, emme vielä näe sillä olevan suorita verrokkeja sen paremmin Pohjoismaissa kuin kansainvälisestikään. Käytämme vertailuryhmässä eurooppalaisia kiinteistöhuollon toimijoita, kuten Coor, ISS, Sodexo ja Bravida.

Näistä selvästi paras verrokki on mielestämme ruotsalainen Coor, joka toimii pitkälti samoissa liiketoiminnoissa. Coorin päämarkkina on Ruotsi, jonka lisäksi se on läsnä muissa

Pohjoismaissa. Suomi on kuitenkin sen selvästi pienin markkina, kun se Luotealla on päämarkkina. Coorin toiminnan keskiössä ovat isot integroidut kiinteistöpalvelusopimukset, joita Luotealla ei lähtökohtaisesti ole. Coor on kokoluokaltaan selvästi Luoteaa isompi (markkina-arvo ~500 MEUR), mutta kuitenkin lähimpänä Luotean kokoluokkaa. ISS ja Sodexo ovat laajoja kansainvälisiä toimijoita, joilla on merkittävästi myös esim. ruokapalveluita, missä Luotea ei ole lainkaan läsnä. Niiden kokoluokka on miljardeissa eli huomattavasti Luoteaa suurempi. Bravida taas on kiinteistötekniikkaan keskittynyt yhtiö, suomalaisille ehkä tutumpaa Caverionia vastaava yhtiö. Sen maantieteellinen jakauma vastaa Cooria eli se poikkeaa selvästi Luotean palvelutarjonnasta.

Verrokkiryhmän mediaani EV/EBIT kuluvalle tilikaudelle on noin 13x ja P/E noin 14x, molemmat selvästi Luoteaa korkeammalla. Arvostuskuva on samantyyppinen myös vuoden 2027 kertoimilla. Kokoluokan ja päämarkkinoiden eroista johtuen verrokkiryhmän arvostuksen kuuluu mielestämme olla preemiolla Luoteaan nähden. Verrokkien kannattavuushistoria on myös Luoteaa tasaisempi, mikä niin ikään puoltaa Luotealle alempaa arvostusta. Verrokkiarvostuksesta ei siten mielestämme pysty vetämään suorita johtopäätöksiä Luotean arvostukseen.

Lähin verrokki Coor on arvostettu hieman keskimääräistä verrokkiryhmää korkeammalle (EV/EBIT ja P/E 15x 2026). Mikäli Luotea pystyisi näyttämään useamman vuoden hyviä kasvu- ja kannattavuuslukuja, arvostus voisi mielestämme nousta lähemmäs verrokkeja. Nykyisellä kokoluokalla sen pitäisi kuitenkin perustellusti olla silloinkin verrokkeja alempi.

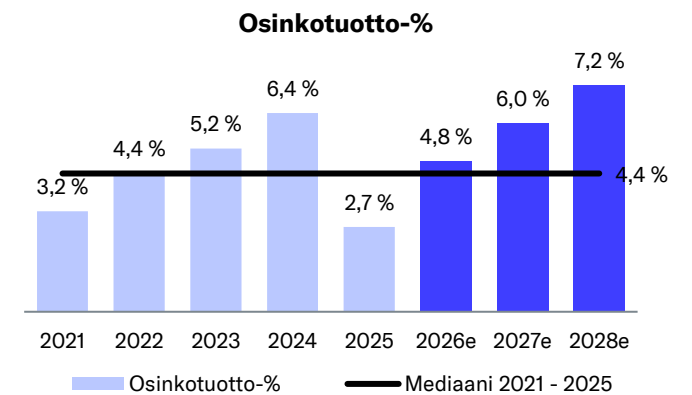
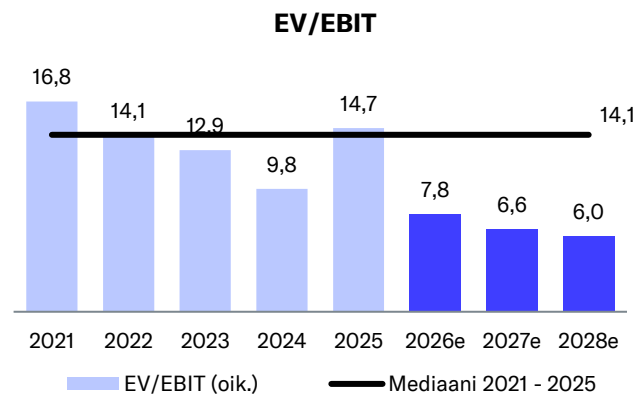
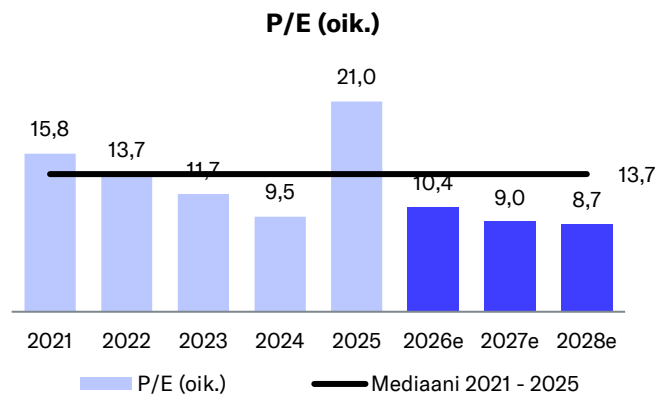
Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
<b>Osakekurssi</b>	2,49	2,49	2,49
<b>Osakemäärä, milj. kpl</b>	38,2	38,2	38,2
<b>Markkina-arvo</b>	95	95	95
<b>Yritysarvo (EV)</b>	92	86	80
<b>P/E (oik.)</b>	10,4	9,0	8,7
<b>P/E</b>	12,1	9,6	8,7
<b>P/B</b>	2,1	1,8	1,7
<b>P/S</b>	0,3	0,3	0,3
<b>EV/Liikevaihto</b>	0,3	0,2	0,2
<b>EV/EBITDA</b>	4,1	3,7	3,3
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	7,8	6,6	6,0
<b>Osinko/tulos (%)</b>	58,5 %	57,6 %	63,2 %
<b>Osinkotuotto-%</b>	4,8 %	6,0 %	7,2 %

Lähde: Inderes

# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Osakekurssi	14,3	10,6	9,40	7,87	2,58	<b>2,49</b>	<b>2,49</b>	<b>2,49</b>	<b>2,49</b>
Osakemäärä, milj. kpl	38,1	38,1	38,2	38,2	38,2	<b>38,2</b>	<b>38,2</b>	<b>38,2</b>	<b>38,2</b>
Markkina-arvo	545	405	359	301	99	<b>95</b>	<b>95</b>	<b>95</b>	<b>95</b>
Yritysarvo (EV)	712	578	503	424	103	<b>92</b>	<b>86</b>	<b>80</b>	<b>76</b>
P/E (oik.)	15,8	13,7	11,7	9,5	21,0	<b>10,4</b>	<b>9,0</b>	<b>8,7</b>	<b>8,6</b>
P/E	15,9	12,9	12,0	neg.	82,1	<b>12,1</b>	<b>9,6</b>	<b>8,7</b>	<b>8,6</b>
P/B	2,6	1,8	1,5	1,4	2,4	<b>2,1</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>
P/S	0,7	0,5	0,4	0,4	0,3	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>
EV/Liikevaihto	0,9	0,7	0,6	0,5	0,3	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>
EV/EBITDA	7,5	5,9	5,3	4,8	6,9	<b>4,1</b>	<b>3,7</b>	<b>3,3</b>	<b>3,1</b>
EV/EBIT (oik.)	16,8	14,1	12,9	9,8	14,7	<b>7,8</b>	<b>6,6</b>	<b>6,0</b>	<b>5,6</b>
Osinko/tulos (%)	51,0 %	56,8 %	62,4 %	neg.	222,8 %	<b>58,5 %</b>	<b>57,6 %</b>	<b>63,2 %</b>	<b>69,1 %</b>
Osinkotuotto-%	3,2 %	4,4 %	5,2 %	6,4 %	2,7 %	<b>4,8 %</b>	<b>6,0 %</b>	<b>7,2 %</b>	<b>8,0 %</b>

Lähde: Inderes



# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
			2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e
Coor	513	728	14,7	12,7	8,7	8,2	0,6	0,6	15,1	13,0	3,9	4,1	3,7
ISS	5571	7460	12,4	11,7	9,2	8,7	0,6	0,6	12,7	11,3	1,7	1,8	3,7
Sodexo	6674	10022	9,9	9,1	6,6	6,2	0,4	0,4	10,0	9,4	5,2	5,6	1,7
Bravida	1886	2130	13,0	11,7	9,6	8,8	0,8	0,8	15,3	13,7	4,0	4,2	2,1
<b>Luotea (Inderes)</b>	<b>95</b>	<b>92</b>	<b>7,8</b>	<b>6,6</b>	<b>4,1</b>	<b>3,7</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>10,4</b>	<b>9,0</b>	<b>4,8</b>	<b>6,0</b>	<b>2,1</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>12,5</b>	<b>11,3</b>	<b>8,5</b>	<b>8,0</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>13,3</b>	<b>11,8</b>	<b>3,7</b>	<b>3,9</b>	<b>2,8</b>
<b>Mediaani</b>			<b>12,7</b>	<b>11,7</b>	<b>8,9</b>	<b>8,4</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>13,9</b>	<b>12,1</b>	<b>4,0</b>	<b>4,2</b>	<b>2,9</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>			<b>-39 %</b>	<b>-44 %</b>	<b>-54 %</b>	<b>-56 %</b>	<b>-58 %</b>	<b>-61 %</b>	<b>-25 %</b>	<b>-26 %</b>	<b>22 %</b>	<b>44 %</b>	<b>-29 %</b>

Lähde: Refinitiv / Inderes

# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26e	Q2'26e	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
<b>Liikevaihto</b>	<b>86,6</b>	<b>86,8</b>	<b>83,9</b>	<b>88,7</b>	<b>346</b>	<b>88,0</b>	<b>87,5</b>	<b>85,5</b>	<b>89,0</b>	<b>350</b>	<b>357</b>	<b>364</b>	<b>371</b>
Kiinteistöpalvelut Suomi	58,3	57,0	54,9	54,2	224	58,0	57,0	55,0	57,0	227	232	236	241
Kiinteistöpalvelut Ruotsi	28,3	29,9	29,1	34,6	122	30,0	30,5	30,5	32,0	123	125	128	131
<b>Käyttökate</b>	<b>2,8</b>	<b>3,6</b>	<b>7,1</b>	<b>1,3</b>	<b>14,8</b>	<b>4,0</b>	<b>6,5</b>	<b>7,4</b>	<b>4,6</b>	<b>22,3</b>	<b>23,3</b>	<b>24,0</b>	<b>24,1</b>
Poistot ja arvonalennukset	-2,8	-2,9	-3,1	-3,0	-11,8	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-12,0	-11,1	-10,7	-10,6
<b>Oik. EBITA</b>	<b>0,1</b>	<b>1,5</b>	<b>4,5</b>	<b>0,9</b>	<b>7,0</b>	<b>1,4</b>	<b>3,9</b>	<b>4,8</b>	<b>2,0</b>	<b>11,9</b>	<b>13,0</b>	<b>13,3</b>	<b>13,5</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>0,0</b>	<b>0,7</b>	<b>4,0</b>	<b>-1,7</b>	<b>3,0</b>	<b>1,0</b>	<b>3,5</b>	<b>4,4</b>	<b>1,6</b>	<b>10,3</b>	<b>12,2</b>	<b>13,3</b>	<b>13,5</b>
Kiinteistöpalvelut Suomi	2,2	4,2	4,9	1,3	12,6	2,0	3,9	4,0	2,0	11,9	11,0	11,0	11,0
Kiinteistöpalvelut Ruotsi	-1,1	-1,3	0,4	-0,7	-2,7	-0,3	0,4	1,2	0,4	1,6	3,5	3,8	4,0
Konsernihallinto ja muut	-0,6	-1,0	-0,4	-0,9	-2,9	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-1,6	-1,5	-1,5	-1,5
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-0,2	0,1	-0,5	-0,2	-0,7	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,8</b>	<b>3,6</b>	<b>-1,9</b>	<b>2,3</b>	<b>0,8</b>	<b>3,4</b>	<b>4,3</b>	<b>1,5</b>	<b>9,8</b>	<b>11,7</b>	<b>12,8</b>	<b>13,0</b>
Verot	0,0	-0,3	-0,8	0,0	-1,1	-0,2	-0,7	-0,9	-0,3	-2,0	-1,8	-1,9	-2,0
<b>Nettotulos</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,5</b>	<b>2,8</b>	<b>-1,9</b>	<b>1,2</b>	<b>0,6</b>	<b>2,7</b>	<b>3,4</b>	<b>1,2</b>	<b>7,8</b>	<b>9,9</b>	<b>10,9</b>	<b>11,1</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,00</b>	<b>0,03</b>	<b>0,08</b>	<b>0,01</b>	<b>0,12</b>	<b>0,02</b>	<b>0,08</b>	<b>0,10</b>	<b>0,04</b>	<b>0,24</b>	<b>0,28</b>	<b>0,28</b>	<b>0,29</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>-0,01</b>	<b>0,01</b>	<b>0,07</b>	<b>-0,05</b>	<b>0,03</b>	<b>0,02</b>	<b>0,07</b>	<b>0,09</b>	<b>0,03</b>	<b>0,21</b>	<b>0,26</b>	<b>0,28</b>	<b>0,29</b>

Tunnusluvut	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26e	Q2'26e	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	-53,2 %	-56,4 %	-56,4 %	-54,3 %	-55,1 %	1,6 %	0,8 %	1,9 %	0,3 %	1,2 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>		-88,2 %	-77,5 %	-91,4 %	-83,8 %	1250,0 %	156,7 %	5,6 %	116,7 %	70,0 %	9,2 %	2,3 %	1,5 %
<b>Käyttökate-%</b>	3,2 %	4,1 %	8,5 %	1,5 %	4,3 %	4,5 %	7,4 %	8,6 %	5,1 %	6,4 %	6,5 %	6,6 %	6,5 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	0,1 %	1,7 %	5,4 %	1,0 %	2,0 %	1,5 %	4,4 %	5,6 %	2,2 %	3,4 %	3,6 %	3,7 %	3,6 %
<b>Nettotulos-%</b>	-0,2 %	0,6 %	3,3 %	-2,1 %	0,3 %	0,7 %	3,1 %	4,0 %	1,3 %	2,2 %	2,8 %	3,0 %	3,0 %

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>455</b>	<b>67,1</b>	<b>64,9</b>	<b>63,7</b>	<b>63,3</b>
Liikearvo	157	38,8	38,8	38,8	38,8
Aineettomat hyödykkeet	42,2	4,8	3,2	2,1	1,8
Käyttöomaisuus	233	20,9	20,3	20,2	20,1
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	18,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	1,0	0,5	0,5	0,5	0,5
Laskennalliset verosaamiset	2,0	2,1	2,1	2,1	2,1
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>153</b>	<b>74,9</b>	<b>77,1</b>	<b>79,6</b>	<b>86,3</b>
Vaihto-omaisuus	9,2	0,0	0,4	0,4	0,4
Muut lyhytaikaiset varat	23,5	22,5	22,5	22,5	22,5
Myyntisaamiset	86,5	36,7	36,8	37,5	38,2
Likvidit varat	33,9	15,7	17,5	19,2	25,2
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>608</b>	<b>142</b>	<b>142</b>	<b>143</b>	<b>150</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
<b>Oma pääoma</b>	<b>209</b>	<b>41,1</b>	<b>46,2</b>	<b>51,5</b>	<b>56,7</b>
Osakepääoma	19,4	1,0	1,0	1,0	1,0
Kertyneet voittovarot	203	51,6	56,8	62,1	67,3
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	-12,9	-11,6	-11,6	-11,6	-11,6
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>218</b>	<b>19,2</b>	<b>19,8</b>	<b>15,5</b>	<b>15,5</b>
Laskennalliset verovelat	26,6	4,5	4,5	4,5	4,5
Varaukset	10,1	0,9	1,0	1,0	1,0
Korolliset velat	168	13,8	14,3	10,0	10,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	13,4	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>180</b>	<b>81,7</b>	<b>76,0</b>	<b>76,3</b>	<b>77,4</b>
Korolliset velat	18,6	6,0	0,5	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	159	73,7	73,5	74,3	75,4
Muut lyhytaikaiset velat	2,8	2,0	2,0	2,0	2,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>608</b>	<b>142</b>	<b>142</b>	<b>143</b>	<b>150</b>

# DCF-laskelma

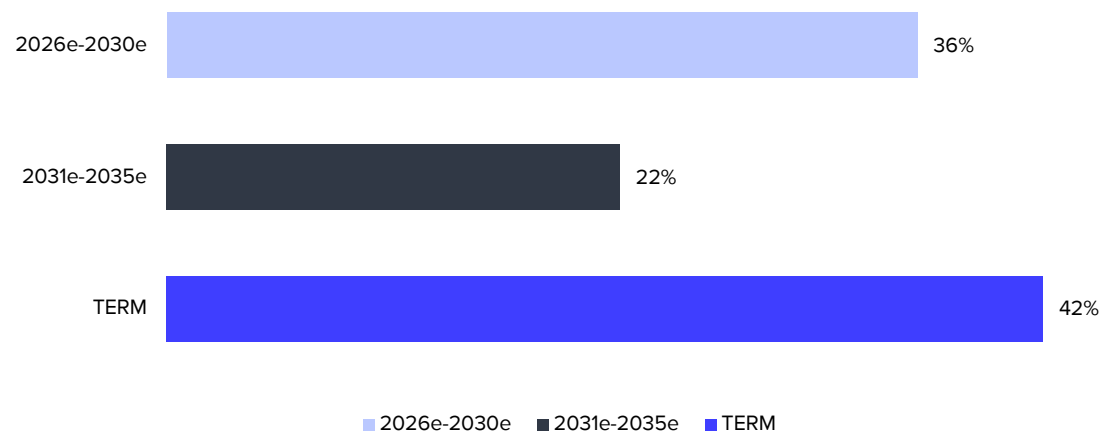
DCF-laskelma	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-55,1 %	1,2 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	0,0 %	0,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	0,9 %	2,9 %	3,4 %	3,7 %	3,6 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>3,0</b>	<b>10,3</b>	<b>12,2</b>	<b>13,3</b>	<b>13,5</b>	<b>13,0</b>	<b>13,0</b>	<b>13,3</b>	<b>13,5</b>	<b>9,9</b>	<b>10,1</b>	
+ Kokonaispoistot	11,8	12,0	11,1	10,7	10,6	10,6	10,6	10,6	10,6	10,2	10,4	
- Maksetut verot	-23,3	-2,0	-1,8	-1,9	-2,0	-2,3	-2,3	-2,4	-2,4	-1,7	-1,8	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
+ 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	-25,9	-0,6	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,7	0,8	0,8	0,8	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>-34,5</b>	<b>19,6</b>	<b>21,5</b>	<b>22,4</b>	<b>22,1</b>	<b>21,2</b>	<b>21,2</b>	<b>22,1</b>	<b>22,3</b>	<b>19,0</b>	<b>19,4</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-22,6	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	357	-9,8	-9,9	-10,3	-10,6	-10,6	-10,6	-10,6	-9,9	-10,7	-10,9	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>300</b>	<b>10,0</b>	<b>11,5</b>	<b>12,1</b>	<b>11,5</b>	<b>10,6</b>	<b>10,6</b>	<b>11,5</b>	<b>12,4</b>	<b>8,4</b>	<b>8,5</b>	
+/- Muut	-330,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-30,1	10,0	11,5	12,1	11,5	10,6	10,6	11,5	12,4	8,4	8,5	121
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>9,4</b>	<b>9,9</b>	<b>9,5</b>	<b>8,2</b>	<b>7,0</b>	<b>6,4</b>	<b>6,4</b>	<b>6,3</b>	<b>3,9</b>	<b>3,6</b>	<b>51,3</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		122	112	103	93,0	84,8	77,8	71,4	65,1	58,8	54,9	51,3
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>122</b>										
- Korolliset velat		-20										
+ Rahavarat		16										
+ Osakkuusyhtiöt		0										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>118</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>3,1</b>										

## Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	18,5 %
Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,00 %
Riskitön korko	2,5 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>9,2 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>9,2 %</b>

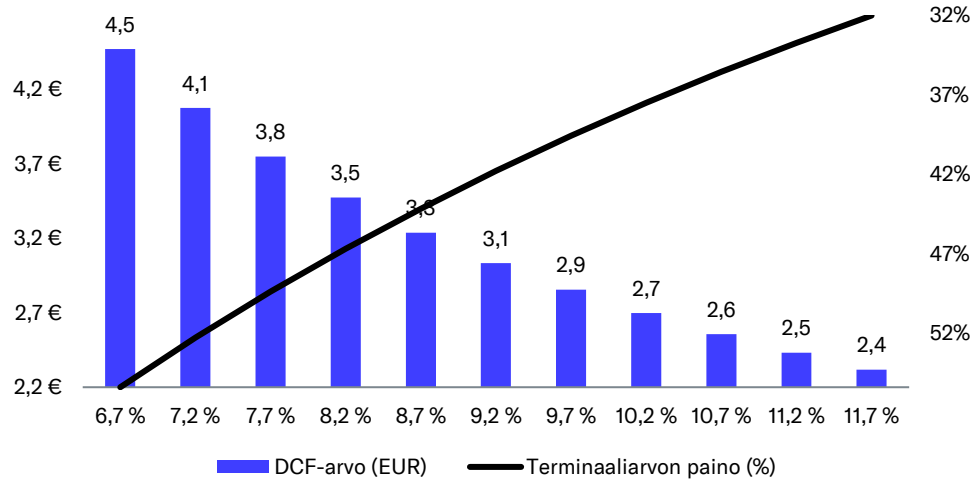
Lähde: Inderes

## Rahavirran jakauma jaksoittain

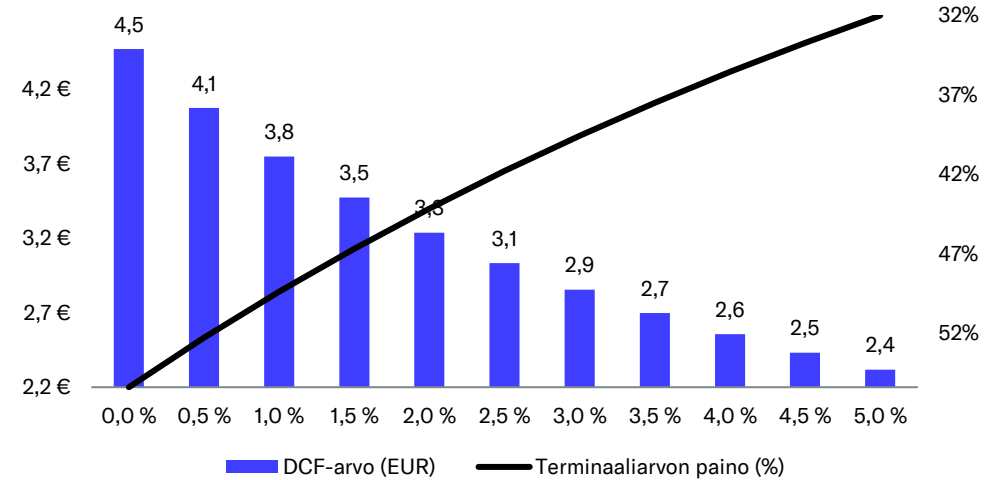


# DCF:n herkkyysskalkelmat ja avainoletukset graafeina

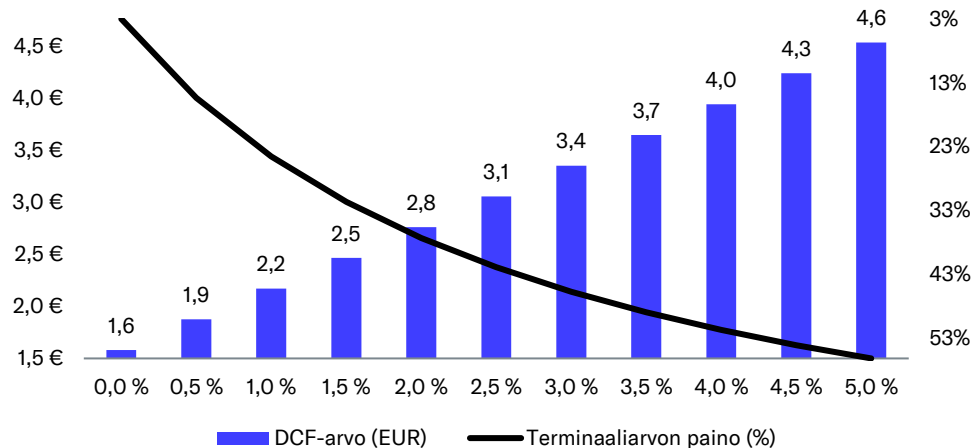
DCF-arvon herkkyysskalkelmat WACC-%:ssa



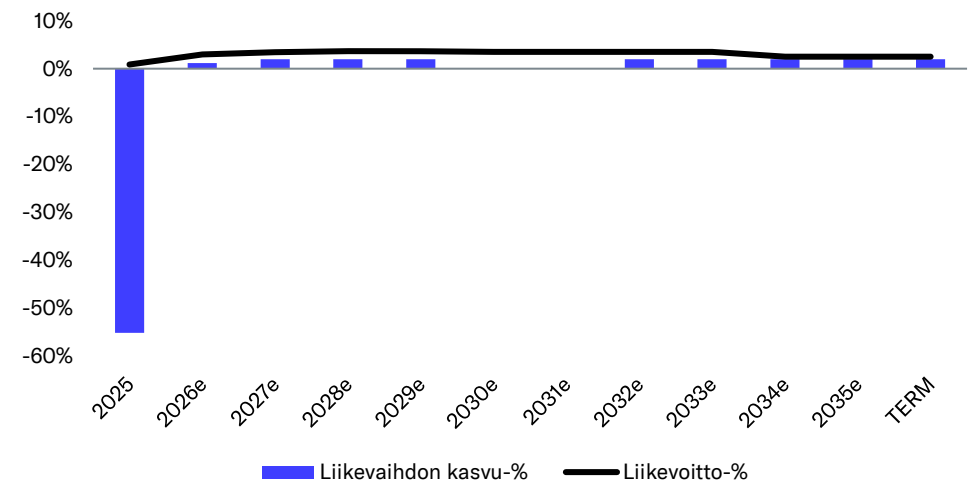
DCF-arvon herkkyysskalkelmat riskittömässä korossa



DCF-arvon herkkyysskalkelmat terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



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

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2023	2024	2025	2026e	2027e
<b>Liikevaihto</b>	802,1	770,8	346,0	<b>350,0</b>	<b>357,0</b>
<b>Käyttökate</b>	95,8	89,0	14,8	<b>22,3</b>	<b>23,3</b>
<b>Liikevoitto</b>	38,4	9,8	3,0	<b>10,3</b>	<b>12,2</b>
<b>Voitto ennen veroja</b>	35,7	4,4	2,3	<b>9,8</b>	<b>11,7</b>
<b>Nettovoitto</b>	30,0	-1,7	1,2	<b>7,8</b>	<b>9,9</b>
<b>Kertaluontoiset erät</b>	-0,6	-33,4	-4,0	<b>-1,6</b>	<b>-0,8</b>

Tase	2023	2024	2025	2026e	2027e
<b>Taseen loppusumma</b>	649,9	607,8	142,0	<b>142,0</b>	<b>143,3</b>
<b>Oma pääoma</b>	232,1	209,2	41,1	<b>46,2</b>	<b>51,5</b>
<b>Liikearvo</b>	180,8	157,0	38,8	<b>38,8</b>	<b>38,8</b>
<b>Nettovelat</b>	174,1	153,0	4,1	<b>-2,7</b>	<b>-9,2</b>

Kassavirta	2023	2024	2025	2026e	2027e
<b>Käyttökate</b>	95,8	89,0	14,8	<b>22,3</b>	<b>23,3</b>
<b>Nettokäyttöpääoman muutos</b>	16,5	2,0	-25,9	<b>-0,6</b>	<b>0,0</b>
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	104,7	82,0	-34,5	<b>19,6</b>	<b>21,5</b>
<b>Investoinnit</b>	-74,2	-50,3	357,0	<b>-9,8</b>	<b>-9,9</b>
<b>Vapaa kassavirta</b>	30,3	69,8	-30,1	<b>10,0</b>	<b>11,5</b>

Arvostuskertoimet	2023	2024	2025	2026e	2027e
<b>EV/Liikevaihto</b>	0,6	0,5	0,3	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>
<b>EV/EBITDA</b>	5,3	4,8	6,9	<b>4,1</b>	<b>3,7</b>
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	12,9	9,8	14,7	<b>7,8</b>	<b>6,6</b>
<b>P/E (oik.)</b>	11,7	9,5	21,0	<b>10,4</b>	<b>9,0</b>
<b>P/B</b>	1,5	1,4	2,4	<b>2,1</b>	<b>1,8</b>
<b>Osinkotuotto-%</b>	5,2 %	6,4 %	2,7 %	<b>4,8 %</b>	<b>6,0 %</b>

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2023	2024	2025	2026e	2027e
<b>EPS (raportoitu)</b>	0,79	-0,04	0,03	<b>0,21</b>	<b>0,26</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	0,80	0,83	0,12	<b>0,24</b>	<b>0,28</b>
<b>Operat. Kassavirta / osake</b>	2,74	2,15	-0,90	<b>0,51</b>	<b>0,56</b>
<b>Operat. Vapaa kassavirta / osake</b>	0,79	1,83	-0,79	<b>0,26</b>	<b>0,30</b>
<b>Omapääoma / osake</b>	6,08	5,48	1,08	<b>1,21</b>	<b>1,35</b>
<b>Osinko / osake</b>	0,49	0,50	0,07	<b>0,12</b>	<b>0,15</b>

Kasvu ja kannattavuus	2023	2024	2025	2026e	2027e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	-5 %	-4 %	-55 %	<b>1 %</b>	<b>2 %</b>
<b>Käyttökatteen kasvu-%</b>	-3 %	-7 %	-83 %	<b>51 %</b>	<b>4 %</b>
<b>Liikevoiton oik. kasvu-%</b>	-5 %	11 %	-84 %	<b>70 %</b>	<b>9 %</b>
<b>EPS oik. kasvu-%</b>	3 %	4 %	-85 %	<b>94 %</b>	<b>16 %</b>
<b>Käyttökate-%</b>	11,9 %	11,5 %	4,3 %	<b>6,4 %</b>	<b>6,5 %</b>
<b>Oik. Liikevoitto-%</b>	4,9 %	5,6 %	2,0 %	<b>3,4 %</b>	<b>3,6 %</b>
<b>Liikevoitto-%</b>	4,8 %	1,3 %	0,9 %	<b>2,9 %</b>	<b>3,4 %</b>
<b>ROE-%</b>	13,3 %	-0,8 %	1,0 %	<b>18,0 %</b>	<b>20,4 %</b>
<b>ROI-%</b>	9,4 %	3,1 %	1,3 %	<b>16,9 %</b>	<b>19,9 %</b>
<b>Omavaraisuusaste</b>	35,7 %	34,4 %	28,9 %	<b>32,5 %</b>	<b>36,0 %</b>
<b>Nettovelkaantumisaste</b>	75,0 %	73,1 %	10,0 %	<b>-5,9 %</b>	<b>-17,9 %</b>
<b>Nettovelka/käyttökate</b>	1,8	1,7	0,3	<b>-0,1</b>	<b>-0,4</b>
<b>EBITDA/nettorahoituskulut</b>	15,2	10,3	21,1	<b>44,6</b>	<b>46,6</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 arvonmäärittämissuunnitelmia: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämissuunnitelmat 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 yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laiteinen analyytikon palkkimista 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 €
08/08/2025	Lisää	10,50 €	9,55 €
16/10/2025	Vähennä	10,50 €	10,26 €
30/10/2025	Vähennä	10,50 €	10,20 €
Yhtiön osittaisjakautuminen ja nimenmuutos Luoteaksi			
05/01/2025	Lisää	2,70 €	2,58 €
02/03/2026	Lisää	2,60 €	2,46 €
07/04/2026	Lisää	2,60 €	2,49 €



# 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.**