

# Aspo

Yhtiöpäivitys

6/2019

## Tulosparannus yhä selvemmin varustamon harteilla

Toistamme Áspon tavoitehintamme 9,0 euroa ja vähennä-suosituksemme. Ennustamme yhtiölle edelleen lähivuosina selvää tulosparannusta erityisesti ESL:n vetämänä. Tuloskasvuun liittyvä epävarmuus laskee tuotto/riskisuhteen kuitenkin neutraaliksi ja jääme odottavalle kannalle seuraamaan merkkejä joko tulosparannuksen konkretisoitumisesta tai vaihtoehtoisesti paremman ostopaikan tarjoavaa osakekurssia.

### Áspo on monialayhtiö, jolla on piirteitä holding-yhtiöstä

Áspo on monialayhtiö, jonka liiketoiminta koostuu kolmesta liiketoimintasegmentistä ESL, Telko ja Leipurin. Aiempi neljäs segmentti Kauko on ollut yhdistettynä Telkoon vuoden 2019 alusta. Áspo on useamman kerran historiansa aikana toteuttanut rakennemuutoksia ja ne ovat osa myös yhtiön nykyistä strategiaa. Lähiaikoina, emme kuitenkaan odota kokonaisten segmenttien irtautumisia ja tulevat rakennejärjestelyt keskittyvät todennäköisesti ostopuolelle pienten yritysostojen muodossa. Pidemmällä aikavälillä on syytä kuitenkin edelleen olettaa, että osien arvo tulee purkautumaan tavalla tai toisella.

### Tuloskasvunäkymät edelleen positiiviset, mutta ne ovat yhä enemmän ESL varassa

Áspon lähivuosien tuloskasvunäkymät ovat ESL:n vetämänä edelleen hyvät ja pidämme ESL:n 2020 tavoitteita realistisina. ESL:lle 2018-2021e ennustamamme 11,1 MEUR tuloskasvun ajureina toimivat uudet LNG-alukset sekä AtoB@C-yritysosaston myötä kasvanut laivasto ja realisoituvat synergiat. Odotuksemme Telkon ja Leipurin tulosparannusten kulmakertoimesta ovat laskeneet niiden strategioiden tavoitteleman tulosparannuksen oltua odotuksiamme hitaampaa. Telko keskittyy edelleen kannattavaan kasvuun ja odotamme yhtiön parantavan tulostaan 2018-2021 4,1 MEUR. Leipurin osalta odotamme 2018-2021 tulosparannuksen jäävän 0,5 MEUR:oon. Telkolle ja Leipurille ennustamamme tulosparannukset ovat kaukana yhtiöiden omista tavoitteista.

### Áspon rahavirta on vahvistunut selvästi, mutta nettovelkaantumisasaste on yli tavoitetason

Kokonaisuutena odotamme Áspon liikevoiton kasvavan 2018-2021e välillä 17 % per vuosi. 2019 ennusteemme 30,6 MEUR on Áspon ohjeistushaarukan (28-33 MEUR) keskikohdassa ja 2020e on 37,5 MEUR. Yhtiön matalien korkokulujen ja velkavivun ansiosta ennustamme ROE-% kohoavan tavoitteiden mukaisesti yli 20 %:iin vuonna 2020. Yli tavoitetason (180 % vs. 130 %) kohonneen nettovelkaantumisen seurauksena odotamme yhtiön kohdentavan merkittävän osan kassavirrastaan velkojen lyhentämiseen. Osinko pysyy tavoitteiden mukaisesti lievällä kasvu-uralla (2019e 0,45 euroa ja 2020e 0,48 euroa).

### Osien summa sekä DCF luovat pohjan arvonmäärityksellemme

Arviomme Áspon osien summasta on laskenut vuoden 2018 jälkeen. Arvoon on positiivisesti vaikuttanut ESL, mutta odotuksistamme jääneiden Telkon ja Leipurin arvot ovat laskeneet. Käyttämämme arvonmääritysmenetelmien keskiarvolla (DCF, osien summa) Áspon arvoksi saadaan 9,0 euroa per osake. Näkemyksemme mukaan Áspon kurssikehitys nojaa vahvasti tulevaan tulosparannukseen. Viimeisen 12 kk toteutuneella tuloksella osakkeen hinnoittelu on neutraali, mutta ripeän tuloskasvun myötä kertoimet laskevat nopeasti houkuttelevalle tasolle. Jatkuvasti eteenpäin siirtynyt tuloskasvunäkymä sekä taloustilanteeseen liittyvä epävarmuus pitävät meidät kuitenkin varovaisina näkemyksessämme. Osinkotuotto on edelleen hyvä (yli 5 %), mutta ei yksinään riittävä syy ostaa osaketta.

## Analytikot



**Sauli Vilen**  
+358 44 025 8908  
sauli.vilen@inderes.fi



**Olli Vilppo**  
+358 40 761 9380  
olli.vilppo@inderes.fi

## Suositus ja tavoitehintaa

### Vähennä

Edellinen: Vähennä



### 9,00 EUR

Edellinen: 9,00 EUR

Osakekurssi: 8,76 EUR

Potentiaali: 2,7 %

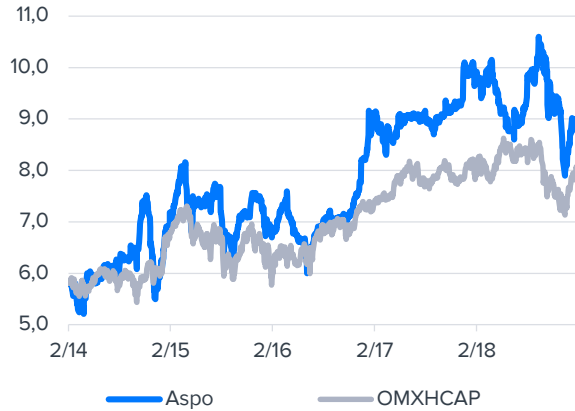
## Avainluvut

	2018	2019e	2020e	2021e
<b>Liikevaihto</b>	541	628	651	685
kasvu-%	8 %	16 %	4 %	5 %
<b>EBIT oik.</b>	26,3	30,6	37,5	42,1
EBIT-% oik.	4,9 %	4,9 %	5,8 %	6,1 %
<b>Nettotulos</b>	12,5	24,7	28,1	32,0
<b>EPS (oik.)</b>	0,58	0,73	0,84	0,96

<b>P/E (oik.)</b>	13,8	12,0	10,4	9,1
<b>P/B</b>	2,1	2,2	2,0	1,8
<b>Osinkotuotto-%</b>	5,5 %	5,1 %	5,5 %	5,7 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	17,6	17,1	13,7	12,0
<b>EV/EBITDA</b>	12,0	8,9	7,7	7,0
<b>EV/Liikevaihto</b>	0,9	0,8	0,8	0,7

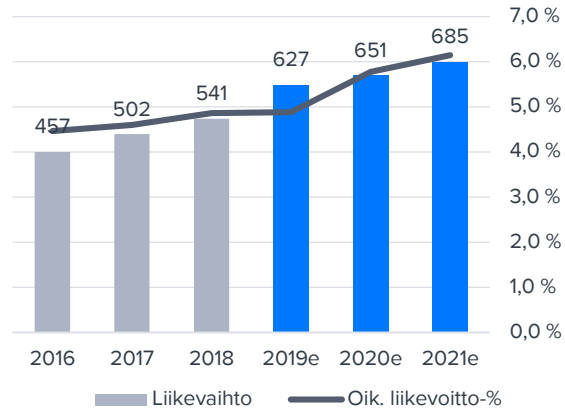
Lähde: Inderes

## Osakekurssi



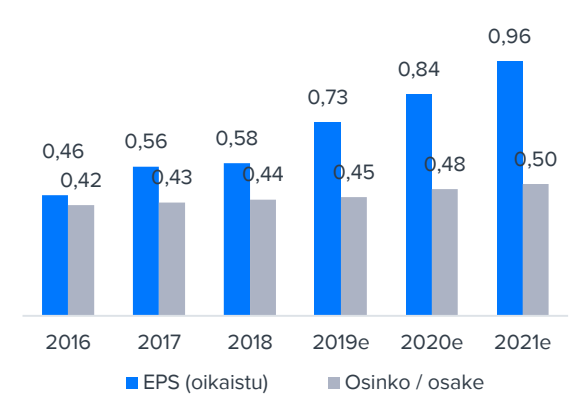
Lähde: Thomson Reuters

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

- ESL:n kokoluokan kasvu sekä uusien alusten mukanaan tuoma tulosparannus
- Telkon kannattavan kasvun eteneminen
- Leipurin eteneminen Itämarkkinoilla



### Riskitekijät

- Viime vuosina tuloskehitys jäänyt odotuksista
- Venäjän markkinan poliittiset riskit
- Talousympäristön heikkeneminen toimintamaissa



### Arvostus

- Toteutuneella tuloksella arvostus on neutraali
- Tulosparannuksen realisoituessa osake on halpa
- Hyvä osinkotuotto

MCAP

**276**

MEUR

Osinkotuotto

**+5%**

2019e

EV/EBIT

**17,1**

2019e

P/E (oik.)

**12,0**

2019e

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>5-7</b>
Rakennejärjestelyt	<b>8-10</b>
Taloudelliset tavoitteet	<b>11-12</b>
ESL	<b>13-16</b>
Leipurin	<b>17-19</b>
Telko	<b>20-23</b>
Sijoitusprofiili	<b>24-26</b>
Taloudellinen tila	<b>27</b>
Ennusteet ja arvonmääritys	<b>28-31</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>32-42</b>

# Aspo lyhyesti

Aspo keskittyy teollisuuden logistiikkapalveluihin  
tytäryhtiöidensä ESL:n, Telkon sekä Leipurin kautta.

**1929**

Perustettu

**1999**

Jakautuminen kahdeksi itsenäiseksi pörssiyhtiöksi Aspo ja Aspocomp

**541 MEUR**

Liikevaihto 2018

**26,3 MEUR (4,9 % lv:sta)**

Oikaistu liikevoitto 2018\*

**49 % / 40 % / 11 %**

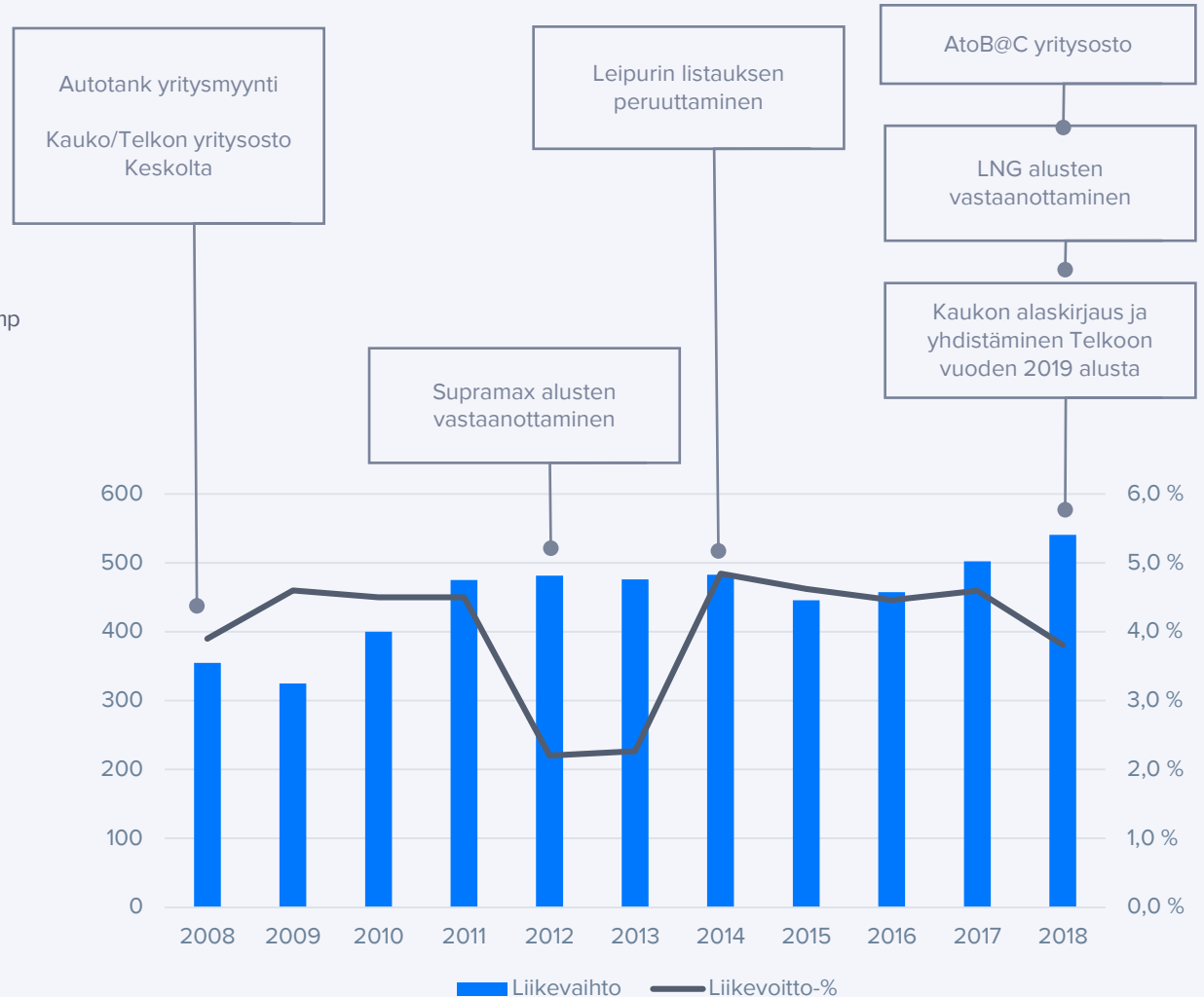
ESL / Telko / Leipurin osuus 2018 liikevoitosta

**958**

Henkilöstö 2018 lopussa

**18**

Toimintamaat 2018 lopussa



\*oikaisu Kaukon 5,2 MEUR alaskirjauksesta sekä ESL:n AtoB@C:n yritysoston 0,9 MEUR kertaluontoisista kuluista

Lähde: Aspo / Inderes

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

## Monialayhtiö Aspo

Aspo on monialayhtiö, joka omistaa, hallinnoi ja kehittää yrityksiä pitkäjänteisesti. Aspolla on tällä hetkellä kolme segmenttiä jotka ovat:

**ESL Shipping** on Itämeren johtavia kuivarahtiyhtiöitä, jonka pääasiakaskuntia ovat energia- ja terästeollisuus. Yhtiö on osa asiakkaidensa arvoketjua ja sen keskeiset kilpailuedut liittyvät toimitusvarmuuteen, operointitehokkuuteen ja jäävahvistettuun kalustoon.

**Leipurin** on palveluyhtiö, joka operoi leipomo- ja konditoriatuotteiden, elintarviketeollisuuden sekä uudistetun strategian mukaisesti myös kodin ulkopuolisen syömisen (foodservice) markkinoilla. Leipurin tarjoamat ratkaisut käsittävät muun muassa tuotevalikoiman kehityksen, reseptiikan, raaka-aineet, koulutuksen ja laitteet aina myyntipisteiden suunnitteluun saakka.

**Telko** on teollisuuden palveluyhtiö, joka tarjoaa valmistavalle teollisuudelle muovi- ja kemikaaliraaka-aineita. Yhtiön palvelut kattavat hankinnan, jakelun, teknisen tuen ja tuotantoprosessien kehittämisen. Yhtiön kilpailuedut nojaavat mittakaavaan, tekniseen osaamiseen ja tehokkaaseen logistiikkaan.

Aspo konsernin liikevaihto oli vuonna 2018 541 MEUR ja oikaistu liikevoitto 26,3 MEUR.

## Visio

Aspon visiona on kasvattaa yrityksen arvoa ja osaamista pitkäjänteisesti, sukupolvesta toiseen.

Tavoitteena on rakentaa kestäviä, vahvaan partneriuteen ja kumuloituneeseen erikoisosaamiseen perustuvia asiakassuhteita. Näin Aspo voi parhaiten luoda arvoa myös osakkeenomistajilleen.

## Strategia

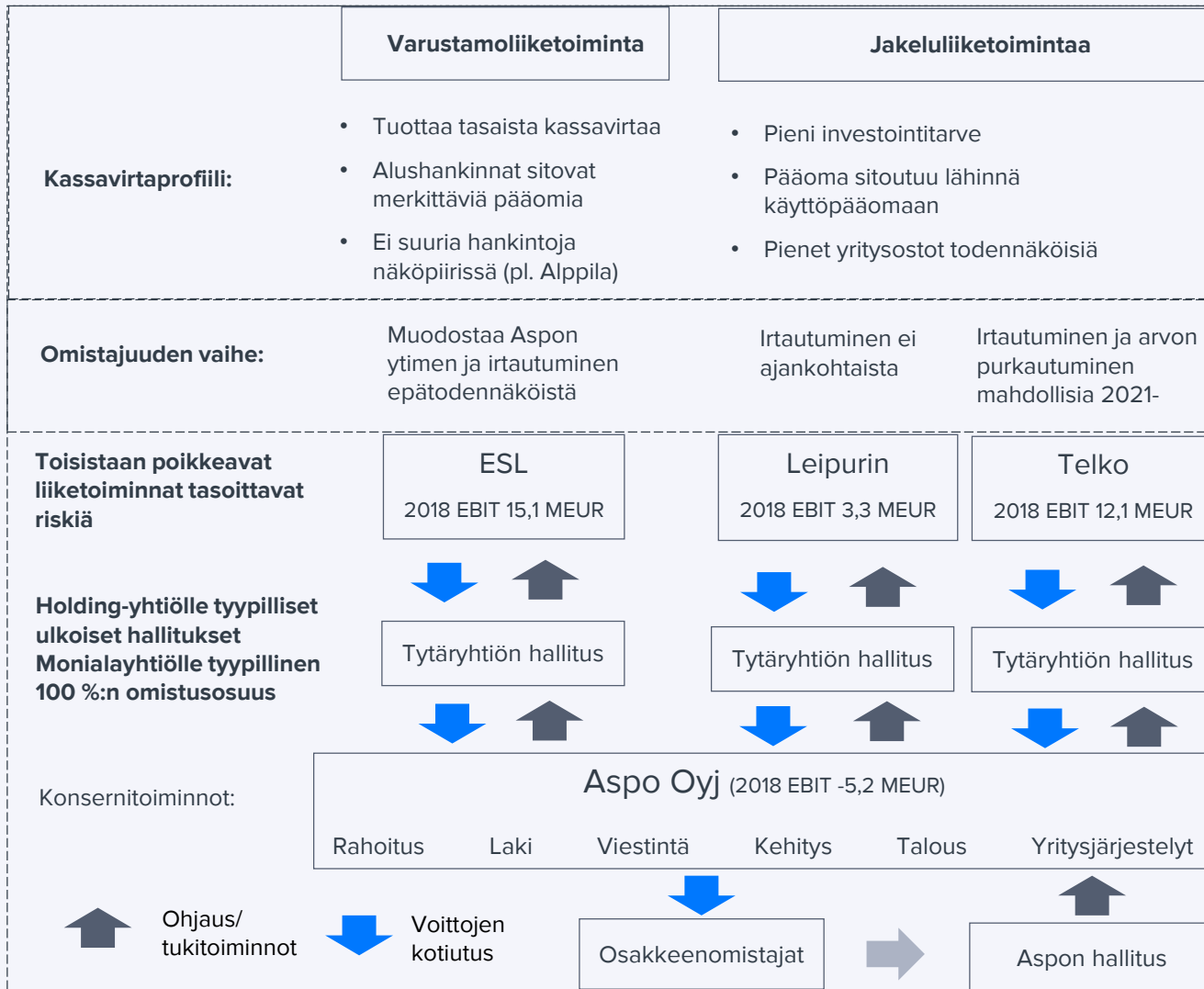
Aspon strategian keskiössä on omistaa ja kehittää B2B-markkinoilla pääsääntöisesti operoivia yrityksiä. Maantieteellisesti Aspo on fokuoitunut toimimaan Pohjois-Euroopassa ja itämarkkinoilla. Osana Aspo-konsernia sen yritykset saavat merkittäviä hyötyjä, kuten taloudellista liikkumavaraa investointeja ja laajentumista ajatellen, itämarkkinoiden osaamista ja suuren konsernin tukifunktiot. Aspolla ei ole ennalta määrättyä sijoitusaikataulua sen kohdeyrityksille, vaan yhtiö ostaa ja irtaantuu liiketoiminnoista markkinatilanteen ja yhtiöiden kehityksen perusteella. Yleisesti ottaen voidaan todeta, että Aspon kehityskaari sen yrityksille on perinteisiä pääomasijoittajia pidempi ja ennen kaikkea joustavampi. Aspo ei ole rajannut sen sijoituskohteita mitenkään, mutta uskomme, että myös jatkossa yhtiö pyrkii hyödyntämään nykyisiä ydinosaaamisalueitaan mm. teknisessä tukkukaupassa, logistiikassa ja itämarkkinan tuntemuksessa.

## Liiketoimintarakenne

Aspon omistamat yritykset on johdettu hyvin itsenäisesti ja Aspo osallistuu niiden päivittäiseen johtamiseen vain vähän. Jokaisella liiketoiminnalla on oma hallitus, joka koostuu alan omista

asiantuntijoista ja osaajista. Hallituksen puheenjohtajana on aina Aspon toimitusjohtaja. Aspo-konserni tarjoaa yrityksilleen liiketoiminnallista tukea mm. rahoituksessa, lakiasioissa ja viestinnässä. Näiden toimintojen tarkoituksena on tehostaa yritysten toimintaa ja tarjota suuren konsernin edut. Esimerkiksi ESL on konkreettisesti hyötynyt Aspon rahoituskyvystä, kun se vuosina 2011 ja 2015 investoi yhteensä 120 MEUR uuteen kalustoon vaikeassa markkinatilanteessa. Koska yrityksiä johdetaan verrattain itsenäisesti, on Aspo-konsernin pääfunktiona tarjota omistamilleen yhtiöille mahdollisimman hyvät eväät kasvuun. Koska yrityksiä johdetaan itsenäisesti ja niillä on omat prosessit liiketoiminnan päivittäiseen pyörittämiseen, on niiden irrottaminen konsernista melko vaivatonta. Tästä saatiin todiste Leipurin listausprosessin yhteydessä, joka kuitenkin peruuntui viime metreillä. Aspo-konsernin hallitus vastaa puolestaan konsernia koskevista strategisista linjauksista, kuten yrityskaupoista ja isoista investoinneista.

# Aspon rakenne sijoittajan näkökulmasta



# Rakennejärjestelyt 1/2

## Useita rakennejärjestelyjä

Aspo on tehnyt historiansa aikana useita rakennejärjestelyjä, joista viimeisin tapahtui vuonna 2008, kun Aspo osti Keskolta Kauko-Telkon ja myi omistamansa Autotank-yhtiön. Tämän järjestelyn myötä syntyi Aspon nykyinen liiketoimintaportfolio ja Aspo on viimeiset vuodet keskittynyt kehittämään näitä liiketoimintoja. Vuonna 2014 Aspon oli tarkoitus toteuttaa seuraava rakennejärjestely listaamalla Leipurin Helsingin pörssiin. Venäjän kriisiytyminen esti kuitenkin aiheet viime metreillä. Vanhojen yritysjärjestelyiden analysointi on Aspon omistajien kannalta järkevää, sillä Aspo tulee suurella todennäköisyydellä myös tulevaisuudessa toteuttamaan rakennemuutoksia ja näiden onnistuminen on ratkaisevassa roolissa omistaja-arvon kasvun kannalta.

## Autotank myytiin hyvään aikaan

Aspo myi omistamansa Autotank-yhtiön Gilbarco VeederRootille kesällä 2008. Kaupan ajoitus oli Kauko-Telko kauppaa vastoin optimaalinen, sillä finanssikriisi oli vain muutamana kuukauden päässä. Kauppahinta oli 28 MEUR ja kaupan EV/Liikevaihto-kerroin oli 0,5x ja tappiollisen tuloksen vuoksi tulospohjaisia kertoimia ei voida laskea. Autotankin taloudellinen kehitys oli ollut hyvin heikkoa. Ottaen huomioon Autotankin heikko taloudellinen kehitys, voidaan kauppahintaa pitää Aspon kannalta varsin hyvänä, etenkin kun se suhteutetaan Kauko-Telko-kaupan kertoimiin, johon Aspo lopulta

sijoitti Autotankista saadut varat.

## Kauko-Telko-kauppa loi omistaja-arvoa heikosta ajoituksesta huolimatta

Syksyllä 2008 Aspo toteutti historiansa suurimman yritysjärjestelyn, kun se osti Keskolta Kauko-Telkon liiketoiminnan. Kaupan yritysarvo oli 76 MEUR ja vuoden 2007 luvuilla sen keskeiset kertoimet olivat EV/S 0,3x ja EV/EBIT 10x. Kaupan yhteydessä Aspo yhdisti omistamansa kemikaalituotteen Aspokemin Kauko-Telkon teolliseen raaka-aineliiketoimintaan ja muodosti Telkon. Leipurin syntyi yhdistämällä LT-Kone, LT-Tukku ja Leipurin Tukku, jotka kaikki olivat osa Kauko-Telkoa. Lopuista Kauko-Telkon mukana tulleista osista syntyi Kauko (aik. Kaukomarkkinat), joka alun perin tunnettiin nimellä Aspo Ventures. Vuosien 2008 ja 2009 aikana Aspo divestoi Kauko-Telkon mukana tulleita ydinliiketoimintaan kuulumattomia osia noin 15 MEUR:lla. Näin ollen Kauko-Telkon nettokauppahinnaksi jäi 61 MEUR.

Keskon alaisuudessa Kauko-Telkon kehittäminen oli jäänyt vähälle huomiolle johtuen sen pienestä koosta suhteessa koko konserniin. Näkemyksemme mukaan tämä huomioimatta jäänyt potentiaali ja sen mukanaan tuomat mahdollisuudet olivat suurin syy Aspolle toteuttaa kauppa.

Kun analysoimme Kauko-Telko kauppaa, tulee lähtökohtana käyttää nykyistä osien summaa ja lisäksi huomioida yhtiön tuottama vapaa

kassavirta. Analyysimme mukaan Leipurin käypä arvo on tällä hetkellä 45 MEUR ja Telkon 150 MEUR ja siihen vuoden 2019 alusta yhdistetyn Kaukon 15 MEUR (tarkemmat arvonmääritykset löytyvät segmenttikohtaisista analyyseistä). Leipurin ja Kauko tulivat kokonaisuutena mukana Kauko-Telko kaupassa, mutta Telko sisältää myös vanhan Aspokemin. Arviomme mukaan Aspokemin osuus Telkosta on noin 25 %, kun Aspokemin tulostasoa verrataan suhteessa nykyiseen Telkoon. Näin ollen Telkon hankitun liiketoiminnan arvo on noin 113 MEUR. Kokonaisuutena Kauko-Telkon osien summa on siis noin 173 MEUR. Tämän lisäksi nämä yhtiöt ovat tuottaneet Aspon omistuksessa liikevoittoa noin 105 MEUR:n edestä ja nettotulosta noin 84 MEUR. Kun tästä vähennetään vuosien 2008-2018 väliset noin 22 MEUR:n investoinnit, ovat yhtiöt tuottaneet Aspolle vapaata kassavirtaa noin 62 MEUR. Näin ollen Kauko-Telko-kaupan kokonaisarvo on noin 235 MEUR ja annualisoitu vuosituotto noin 12 %. Kun otetaan huomioon kaupan ajoitus (noin kuukausi ennen Lehman Brothersin konkurssia) ja tämän jälkeinen markkinaympäristö (Eurokriisi ja Venäjä-kriisi), voidaan noin 12 % vuosituottoa pitää varsin hyvänä tasona.



# Rakennejärjestelyt 2/2

## Irtaantumiset epätodennäköisiä lyhyellä aikavälillä

Lyhyellä tähtämellä pidämme todennäköisenä, että Aspo ei ole halukas irtaantumaan nykyisistä liiketoiminnoistaan Telkoon yhdistetyn Kaukon energialiiketoimintaa lukuun ottamatta.

Leipurin on keskellä strategian muutosta ja sen tulostaso on edelleen vaisulla tasolla, eikä irtaantuminen ole nykytilanteessa omistajien kannalta järkevää. Leipurin koneliiketoiminnan irtautuminen olisi kuitenkin mahdollinen skenaario, sillä oman konetuotannon kilpailuetu on mielestämme kyseenalainen.

ESL:n osalta emme pidä myyntiä realistisena vaihtoehtona. Vaikka laivamarkkinan tilanne onkin parantunut historiallisen heikolta tasolta, on markkinatilanne edelleen vaisu. Lisäksi näemme ESL:llä selkeän strategisen roolin Aspon portfolioissa vakaana kassavirtageneraattorina, jonka omaisuuserät toimivat tarvittaessa vakuuksina konsernin lainoille. Näin ollen ESL irtaantuminen onkin epätodennäköistä, vaikka suhdanne olisikin parempi. Yksittäisiä laivoja ESL saattaa kuitenkin myydä ja mielestämme heikosti Itämeren liikenteeseen sopivat supramax-alukset voisivat olla potentiaalisia myyntikandidaatteja. Todennäköisyys alusmyynneille on kuitenkin suhteellisen pieni, sillä yhtiö on nykyisen johdon alaisuudessa parantanut kapasiteetin käyttöasteita selvästi ja siirtänyt liiketoiminnan selvälle kasvu-uralle. Myös AtoB@C:n myötä kasvanut aikarajattujen alusten määrä tekee

aluskapasiteetin sopeuttamisesta vallitsevaan kysyntään suoraviivaisempaa vuokrasopimusten hallinnalla kuin alusmyynneillä.

Telko on Aspon tytäryhtiöistä potentiaalisin myyntikandidaatti, mutta emme pidä nykyhetkeä vielä optimaalisena irtautumisen kannalta. Yhtiön strategian toteutus ei ole edennyt odotetusti ja kannattavuustavoitteisiin on vielä matkaa. Odotamme Telkon nimittävän uuden toimitusjohtajan alkusyksystä ja todennäköisesti Telkon strategiaa tullaan tarkentamaan uuden johdon myötä. Tämä tulee viemään aikaa ja arviomme mukaan tarkennetun strategian tulosten voidaan odottaa näkyvän yhtiön numeroissa vasta ensi keväänä.

Keskkipitkällä aikavälillä (2021 jälkeen) Telko on kuitenkin erittäin looginen kandidaatti irtaantumista ajatellen ja mielestämme Telkon 2017 päivitetty strategia ja 2020 tavoitteet ovat merkkejä myyntikuntoon valmistelusta.

## Seuraavat rakennejärjestelyt todennäköisesti ostopuolella

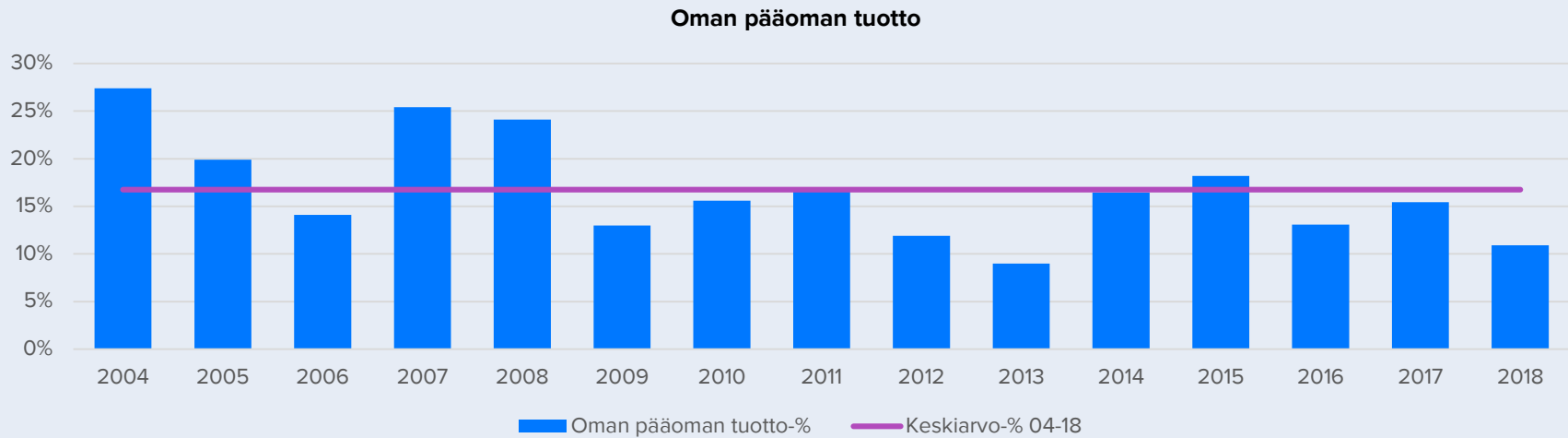
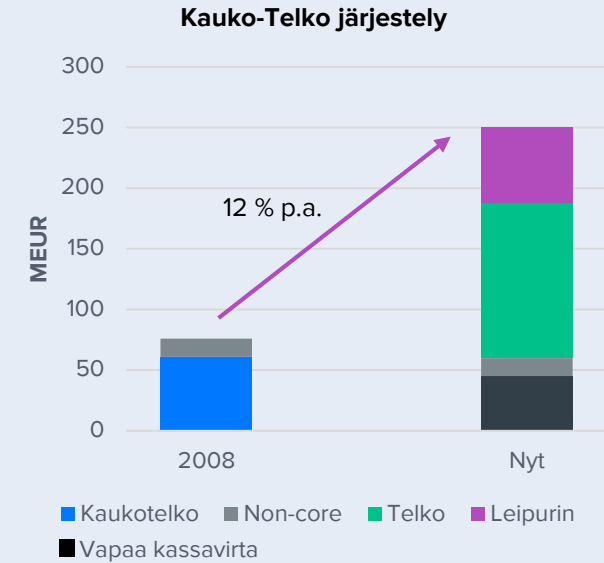
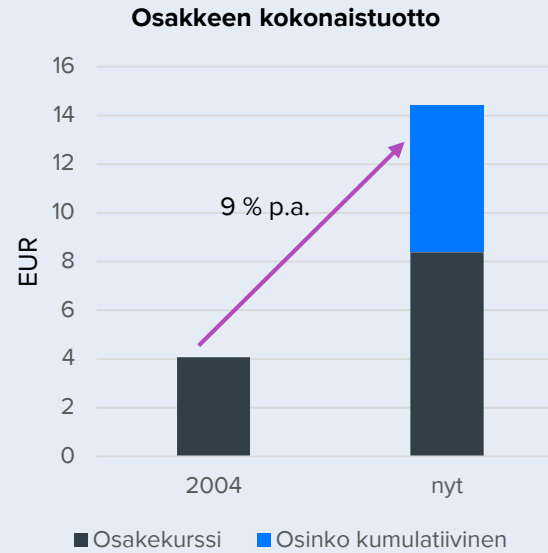
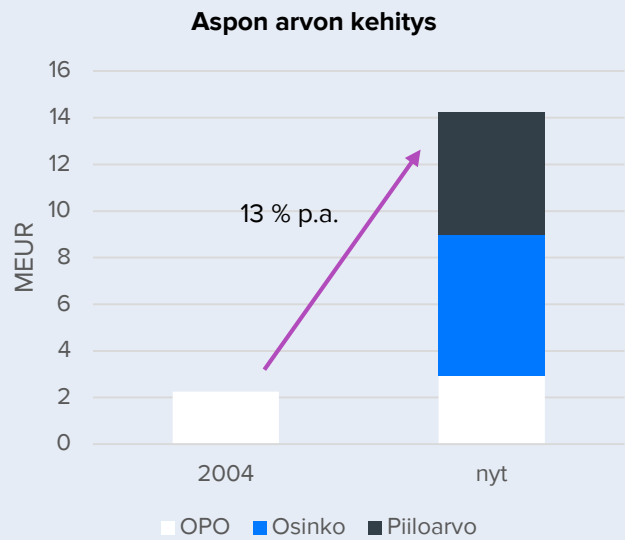
Näkemyksemme mukaan Aspon tulevat rakennejärjestelyt keskittyvät ostopuolelle. Leipurin osalta pidämme yritysostoja mahdollisina, sillä volyymikasvu parantaisi logistiikan ja muiden kiinteiden kulujen käyttöasteita. Erityisesti uuden Foodservice liiketoiminnan kasvattamiseksi yritysosto on mahdollinen skenaario. Leipurin kuitenkin keskittyy tällä hetkellä pääasiallisesti liiketoiminnan tulostason parantamiseen ja uuden

strategian toteuttamiseen. Uskomme, että yhtiö olisi kiinnostunut laajentamaan markkina-alueitaan nykyisten markkinoiden ulkopuolella, todennäköisesti itäiseen Keski-Eurooppaan. Mahdolliset yritysostot ovat kokoluokaltaan todennäköisesti melko pieniä noin 5-10 MEUR:n tuntumassa olevia täydentäviä kauppvoja ja näin ollen ne eivät muuta isoa kuvaa yhtiön suhteen.

Telkossa yrityskaupat ovat arviomme mukaan keskeinen osa yhtiön kasvustrategiaa ja uskomme sen etsivän ostokohteita jatkuvasti. Uskomme Telkon yrityskauppojen painottuvan länsimarkkinoille ja Telkon pyrkivän yrityskauppojen avulla kasvattamaan markkinaosuuttaan olemassa olevilla alueilla. Myös tuoteportfolion täydentäminen ei ole mielestämme poissuljettu vaihtoehto. Yritysostojen liikevaihtoluokka olisi arviomme mukaan 10-50 MEUR välillä ja toteutuessaan niillä voisi olla merkittävä positiivinen vaikutus Telkon liikevaihtoon. Olsimme yllättyneitä mikäli Aspo ei toteuttaisi Telkossa yritysostoja seuraavan kahden vuoden aikana.

ESL on mielestämme pitkälti rakennejärjestelyiden ulkopuolella yhtiön toteuttaman AtoB@C-yritysoston jälkeen ja kasvaneen kaluston myötä fokus on nykyisen laivaston kannattavuuden optimoinnissa. ESL:n investoinnit kohdistuvat pääosin orgaanisesti uusien erikoisvarusteltujen alusten tilauksiin, joiden odotamme olevan LNG-käyttöisiä myös jatkossa.

# Rakennejärjestelyt ja omistaja-arvo yhteenveto



# Taloudelliset tavoitteet 1/2

## Taloudelliset tavoitteet

Aspolla on voimassa kolme taloudellista tavoitetta:

- Liikevoittoprosentti nykyrakenteella 7 %
- Oman pääoman tuotto keskimäärin yli 20 %
- Nettovelkaantumisasaste enintään 130 %

## Kannattavuus

Liikevoittomarginaalitavoite ei näkemyksemme mukaan ole Aspolla kovinkaan relevantti. Tämä johtuu siitä, että Aspo omistaa profiililtaan hyvin erilaisia yrityksiä ja näiden arvon kehittyminen ei välttämättä kulje käsi kädessä liikevoitto-%:n kehityksen kanssa. ESL:n liikevoittomarginaali on lähivuosille noin 12-13 %, kun taas kauppaan tekevien Telkon liikevoittomarginaaliennuste on 4,5-5,0 %:n välillä ja Leipurin 2,5-3,0 %:n tuntumassa. Jos esimerkiksi Telko ja Leipurin nostaisivat liikevoittomarginaalinsa 7 % (mitä voidaan pitää erinomaisena tasona molemmille) ja ESL:n liikevoittomarginaali puolittuisi heikon markkinatilanteen vuoksi, laskisi Aspon liikevoittomarginaali, vaikka yhtiön osien summa ja omistaja-arvo olisikin kasvanut Telkon ja Leipurin vahvan kehityksen myötä. Liikevoittomarginaalin käyttö Aspolla voi kuitenkin olla relevanttia tietyllä strategiakaudella, jolla yhtiön osat pysyvät ennallaan.

Oman pääoman tuotto on näkemyksemme mukaan Aspolla kaikista keskeisistä mittareista. Mielestämme Aspo on sijoitusyhtiö, jonka tarkoituksena on omistaja-arvon maksimointi. Näin ollen sijoittajien kannalta kyse on ennen kaikkea

siitä, miten tehokkaasti ja hyvin Aspo heidän varojaan allokoii. Oman pääoman tuotto ottaa myös huomioon Aspolla tärkeän velkavivun käytön. Oman pääomaan tuotto huomioi mahdolliset rakennemuutokset ja kertoo pitkässä juoksussa yhtiön omistaja-arvon kehityksestä. Suosittelemme sijoittajia seuraamaan oman pääoman tuottoa pidemmällä aikavälillä, sillä mahdolliset rakennejärjestelyt vaikuttavat lukuun merkittävästi. Pidämme 20 %:n oman pääoman tuottotavoitetta kunnianhimoisena, mutta nykyisellä liiketoimintaportfoliolla ja taserakenteella realistisena ja ennustammekin yhtiön pääsevän tavoitteeseensa vuonna 2020 uusien alusten tulosvaikutuksen tukemana. Vuonna 2018 Aspon oman pääomantuotto oli vaatimaton 12,6 % johtuen erityisesti Kaukon liikearvoon tehdystä alaskirjauksesta.

## Velkaantuneisuus

Nettovelkaantumisasaste on mielestämme myös tärkeä tavoite Aspolla, sillä Aspon liiketoiminnassa velkavipu näyttelee merkittävää roolia. Lähtökohtaisesti Aspon kannattaa käyttää merkittävää velkavivua, sillä se nostaa oman pääoman tuottoa ja luo omistaja-arvoa, sillä oletuksella, että pääoman tuotto ylittää velasta maksettavan koron. Huomautamme sijoittajille, että IFRS 16 muutokset nostivat Aspon nettovelkaantumisasastetta 2019 alussa noin 30 % ja vanha enintään 100 %:in tavoite nousi puhtaasti tästä syystä. 130 %:n nettovelkaantumisasaste on mielestämme Aspolla varsin neutraali ja sen velanhoitokyky on tällä tasolla edelleen vahva. Aspon riskiä tasaavat liiketoimintojen erilaiset

profiilit, maantieteellinen hajautus ja mahdollisuus myydä liiketoimintoja tai niiden osia. Vuonna 2018 toteutetut alusinvestoinnit sekä AtoB@C-varustamon osto ovat nostaneet yhtiön velkaantuneisuuden yli tavoitetason (2019e 180 %). Tavoitetasojen hetkellisestä ylittymisestä huolimatta yhtiön velanhoitokyky on mielestämme silti edelleen hyvä johtuen vahvasta kassavirrasta. Tämä heijastuu myös yhtiön korkokuluissa, jotka ovat alhaisella tasolla, sillä lainasalkun keskikorko oli noin 1,6 % 2018 lopussa (ei huomioi hybridilainaa).

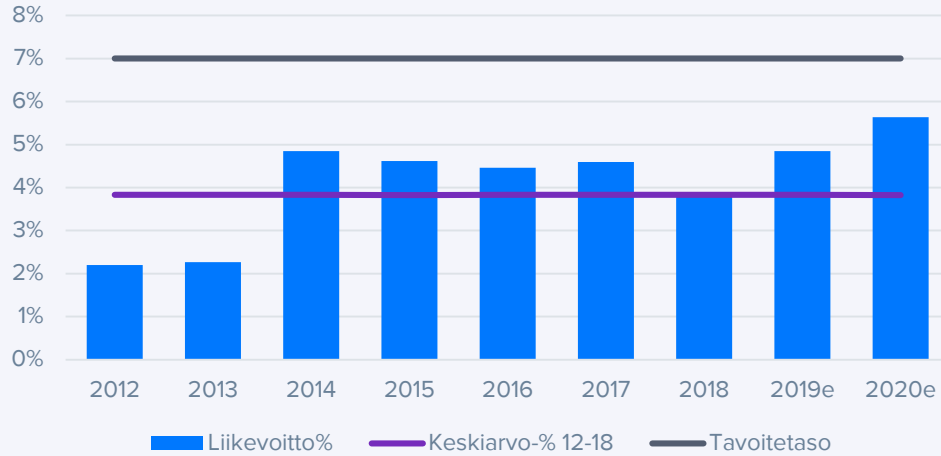
## Voitonjako

Operatiivisten taloudellisten tavoitteiden lisäksi Aspo pyrkii harjoittamaan aktiivista osinkopolitiikkaa. Aspon tavoitteena on vuonna 2018 päivitetyn osinkopolitiikan mukaisesti jakaa vuosittain kasvavaa osinkoa. Lisäksi Aspo on vuodesta 2017 alkaen jakanut osinkoa kaksi kertaa vuodessa.

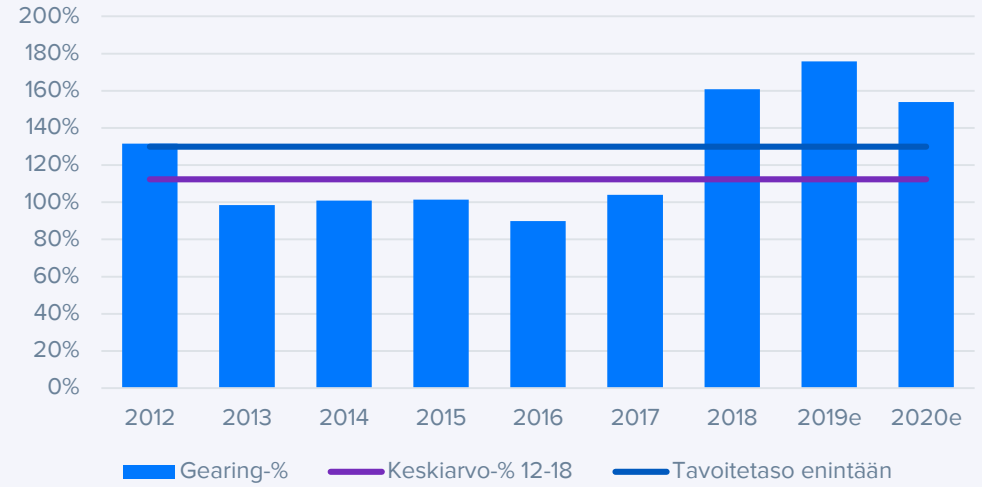
Aspo on historiallisesti ollut hyvin avokätisen osingonmaksaja ja osinkosuhte on viimeiseltä seitsemältä vuodelta keskimäärin 88 %. Odotamme, että Aspo tulee jatkamaan avokätistä osinkopolitiikkaansa myös jatkossa, mutta kanavoivan lähivuosina osan rahavirroista myös velkojen maksuun. Uskomme keskimääräisen osinkosuhteen pysyvän 60 %:n tuntumassa tulevana vuosina. Osingon maksaminen kaksi kertaa vuodessa ja kasvavan osingon viestiminen ovat mielestämme hyviä päätöksiä, sillä ne parantavat Aspon kassavirran hallintaa sekä pienentävät osinkoon liittyvää epävarmuutta.

# Taloudelliset tavoitteet 2/2

## Kannattavuus



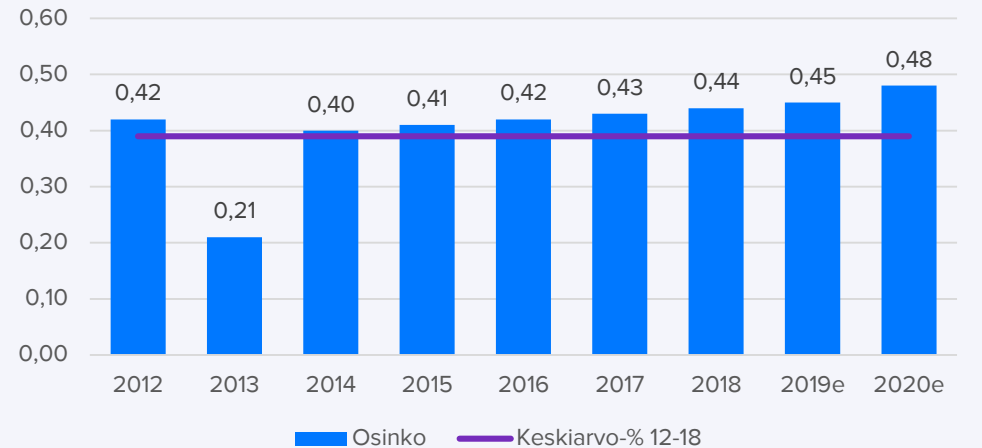
## Velkaisuus



## Oman pääoman tuotto



## Voitonjako



Tavoite: Vuosittain kasvava osinko

# ESL Shipping 1/4

## Itämeren johtava erikoisvarustamo

ESL Shipping on yksi Itämeren johtavia kuivarahtiyhtiöitä ja sen historia ulottuu vuoteen 1949. ESL:n kilpailuetuina voidaan pitää sen monipuolista ja tehokkaasti operoitua laivastoa, toimitusvarmuutta kaikissa sääolosuhteissa, vahvaa tasetta ja pitkiä asiakassuhteita. Tärkeimmät asiakkaat ovat teräs- ja energiateollisuus ja tärkeimmät kuljetettavat raaka-aineet ovat rautamalmi, hiili ja kalkkikivi. Viimeaikoina bioenergian kuljetukset ovat nostaneet merkitystään ja ESL odottaa sen korvaavan energiahiihen laskevia kuljetuksia.

## Kuivarahtimarkkinan kehitys luo epävarmuutta

Globaali kuivarahtimarkkina on pitkään ollut erittäin heikko. Vuosien 2003-2008 välillä markkina koki historiallisen nousukauden ja kapasiteettia tilattiin selvästi enemmän kuin maailman kaupan kasvu olisi vaatinut. Vuosina 2010-2013 aluksia toimitettiin ennätysellinen määrä ja kuivarahtimarkkinalle jäi raskas ylikapasiteetti, minkä johdosta kuivarahtien hinnat romahtivat.

Tällä hetkellä alan hintatasoa kuvaava Baltic Dry-indeksi on vielä suhteellisen matalalla tasolla, mutta se on elpynyt vuoden 2016 pohjalukemista selvästi. Ylikapasiteetti sulaa kuitenkin markkinalta hitaasti, sillä laivojen keski-ikä on 20-30 vuotta. Tällä hetkellä ESL:n asiakkuuksille relevantteja Handysize-kokoluokan aluksia (alle 50 000 dwt) sekä Supramax aluksia (50-60 000 dwt) rakennetaan suhteellisen vähän ja uskomme, että

ylikapasiteetin purkautuminen etenee ja markkina elpyy vähitellen terveemmälle tasolle kysynnän ja tarjonnan tasapainoutuessa. Vanhojen alusten romutusta tukee myös 2020 voimaan astuva laivojen rikkipäästöjen rajoitus globaalisti.

## Itämeri ei yhtä altis kilpailulle

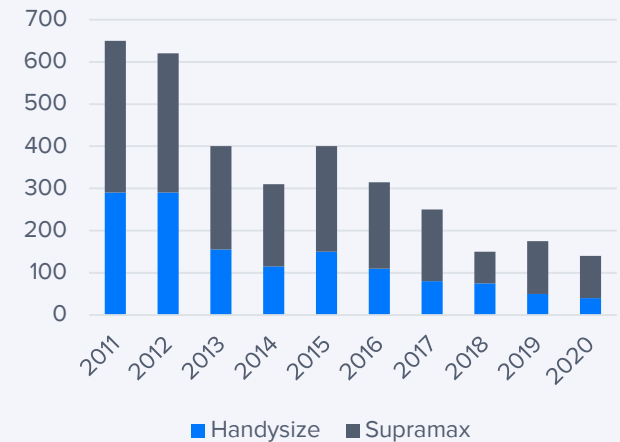
ESL:lle oleellisen Itämeren markkinatilanne on ollut globaalia markkinaa parempi. Tämän taustalla on näkemyksemme mukaan etenkin Itämeren poikkeavat kalustovaatimukset. Itämerellä tarvitaan jäävahvistettuja aluksia huomattavan osan vuodesta ja sen satamat ovat maailman suuria satamia selvästi matalampia. Näin ollen iso osa maailman alustyypeistä ei edes sovellu Itämerellä ympärivuotiseen käyttöön. Kokonaisuutena jäävahvistettujen alusten osalta ylikapasiteettia on selvästi vähemmän, sillä maailman meristä vain pienellä osalla on käyttöä jäävahvistuksella ja näin ollen valtaosa maailman kapasiteetista on jäävahvistamatonta.

Itämeren suojaisuus ja ESL:n asiakkaiden kanssa tekemät pitkät sopimukset ovat pehmentäneet globaalin romahduksen vaikutusta ESL:n kannattavuuteen. Myös yhtiön nostureilla varustetut alukset (erityisesti vanha ESL) soveltuvat hyvin merellä tapahtuviin purku- ja lastausoperaatioihin. Tämä ovat hyvin kannattavaa toimintaa Itämerellä, sillä isot rahtialukset eivät voi ajaa täytenä sen mataliin satamiin.

Baltic dry -indeksi



Alustoimitukset ja tilauskirja (kpl/v)



Lähde: Aspo (CMD), Tilanne marraskuussa 2018  
(ei huomio alle 20 000 dwt aluksia)

# ESL Shipping 2/4

## Yhtiön sisäinen parantaminen ollut hyvää

Vuoden 2013 jälkeen ESL on uuden toimitusjohtajansa Mikki Koskisen alaisuudessa keskittynyt etenkin sisäisen tehokkuutensa parantamiseen ja uuden asiakaskunnan hankintaan. Yhtiö on parantanut polttoainetehokkuuttaan sekä käyttöasteitaan selvästi. Myös asiakaskunta on laajentunut ja yhtiön kuljetukset ovat monipuolistuneet. Näiden toimien seurauksena yhtiön kannattavuus on noussut hyvälle tasolle ja ROA-% on pysytellyt 10 % tuntumassa viimeiset vuodet. Tätä tasoa voidaan pitää erinomaisena, kun huomioidaan rahtimarkkinan vaikeudet. Näkemyksemme mukaan kannattavuusparannus on myös kestäväällä pohjalla, sillä se on peräisin yhtiön sisäisistä toimista.

## Investoinnit kalustoon

ESL:ään sitoutunut pääoma on kasvanut tällä vuosikymmenellä merkittävästi johtuen alushankinnoista. Näistä merkittävimmät ovat 2012 vastaanotetut supramax-aluksat (60 MEUR), 2014 Kallio-aluksen hankinta (13,5 MEUR) sekä 2018 vastaanotetut LNG-aluksat (54,1 MEUR) ja ruotsalaisen AtoB@C-varustamon yritysosto (30 MEUR). Yhtiöllä on mahdollisuus lunastaa tänä vuonna taseeseensa myös Alppila. Arvioimme lunastuksen toteutuvan ja lunastushinnan olevan noin 10-15 MEUR. Isojen laivainvestointien lisäksi yhtiö tekee jatkuvasti myös pieniä korjausinvestointeja nykyiseen kalustoon, joidenka suurusluokka on arvioimme mukaan noin 6 -7 MEUR/v.

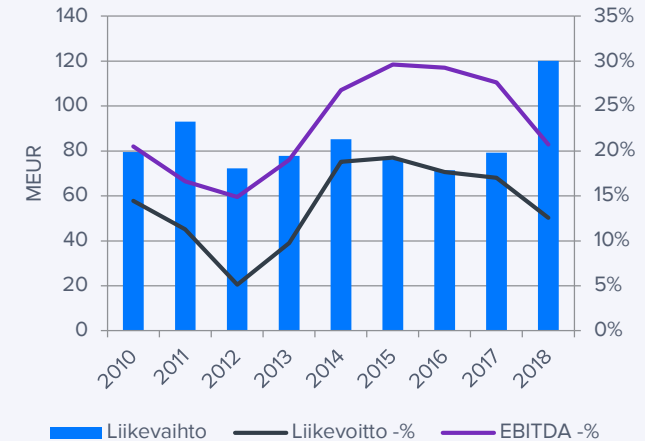
## Suuremmat alukset pääosin ESL:n omistamia

Suuremmat laivat muodostavat ESL:n kaluston ytimen vastaten noin puolesta sen liikevaihdosta ja valtaosasta liikevoitosta. Kalusto on kokonaisuutena varsin hyvässä kunnossa, sillä tonnistolla painotettu keski-ikä on 9 vuotta. Kaluston kahden supramax-aluksen koot ovat 56.000 dwt, kahden LNG-aluksen koot 25.600 dwt ja loppujen viiden aluksen koot vaihtelevat välillä 13.400-21.400 dwt. Kalustoon kuuluu lisäksi viisi proomua (9.000-14.000 dwt) sekä kaksi proomujen liikuttelussa tarvittavaa puskiä.

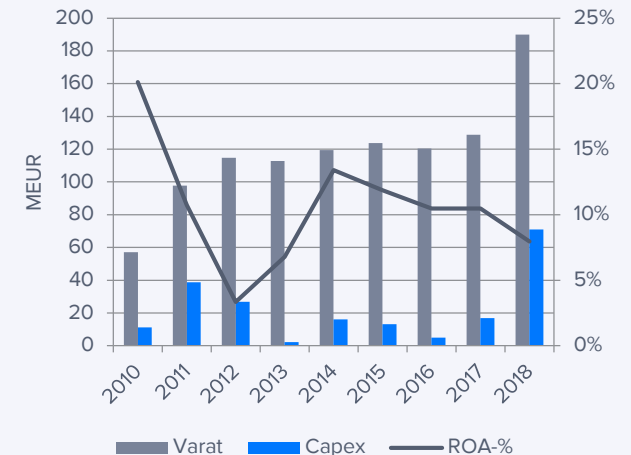
## Pienemmät alukset uudempaa liiketoimintaa

ESL alkoi syksyllä 2017 uutena liiketoimintana aikaradata markkinoilta pienemmän kokoluokan jäävahvistettua kalustoa (3000-5000 dwt). Yhtiö sai liiketoimintamallista hyviä kokemuksia ensin neljällä aluksella. AtoB@C:n hankinnan jälkeen pienempien alusten kalusto koostuu 33 aluksesta, jotka ovat kantavuudeltaan 3 000-5 000 tonnia. Seitsemän irtolastialusta on kokonaan omistettu ja kaksi AtoB@C omistaa 49 %:n osuudella. Käsitksemme mukaan aikarahtaus sopimukset pyritään tekemään asiakassopimusten pituuden mukaisiksi, mikä tekee niiden operoinnista joustavaa ja vähäriskisempää. Pienemmän alukset mahdollistavat yhtiölle uusia pienempiä asiakkuuksia (erityisesti bioenergia). Vuokra-alusten liikevoitto-% on luonnollisesti matalampi, sillä alusten omistajille pitää maksaa vuokraa. Toiminta sitoo vain vähän pääomia tukien varustamon kannattavuutta ROA-% tasolla.

## Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



## Sitoutuneet varat ja niiden tuotto-%



# ESL Shipping 3/4

## LNG-alusten aloitus epäonninen

ESL päätti 2015 lopussa kahden LNG-aluksen hankinnasta, jotka toimitettiin lopulta 2018 syksyllä. Hankinnan kokonaisarvo oli 60 MEUR, jota EU tuki 5,9 MEUR:lla. Aluksilla on SSAB:n kanssa pitkäaikainen sopimus ja se takaa ESL:lle hyvän näkyvyyden kaluston kannattavuuteen. Aspon kommenttien perusteella uusista laivoista saatava pääoman tuotto nousee yli konsernin tavoitteiden mukaisen tason (20 %). Johtuen ensin alusten saapumisen viivästyemisestä ja tämän jälkeisistä nosturien mekaanisista ongelmista tulosparannus ei ole vielä realisoitunut. Täydessä toiminnassa tulosvaikutus on laskelmiemme mukaan liikevoittotasolla noin 6 MEUR/v.

## AtoB@C –hankinta edennyt suunnitellusti

Elokuun 2018 lopussa ostetun AtoB@C varustamon velaton hinta oli 30 MEUR. Sen 2017 liikevaihto oli 79,3 MEUR ja liikevoitto 3,2 MEUR. ESL odottaa saavansa yhtiön hankinnan myötä myös noin 2 MEUR kustannussynergiat, jotka tulevat mm. polttoaineen hankinnasta, sillä yhtiön volyymit lähes kaksinkertaistuvat. Yhtiöiden pääkonttoreita ei ole tarkoitus yhdistää, mutta ESL:llä on toiminnanohjausjärjestelmän yhtenäistämiprojekti meneillään, jonka tavoitteena on tuoda molempien yhtiöiden alukset samaan näkymään vuoden loppuun mennessä. Tietojärjestelmä muutokset sisältävät aina riskin operaatioille, mutta yhtiö etenee muutoksissa alus kerrallaan, mikä pienentää riskiä merkittävästi. Uusi järjestelmä mahdollistaa laivaston optimaalisemman hyödyntämisen eri

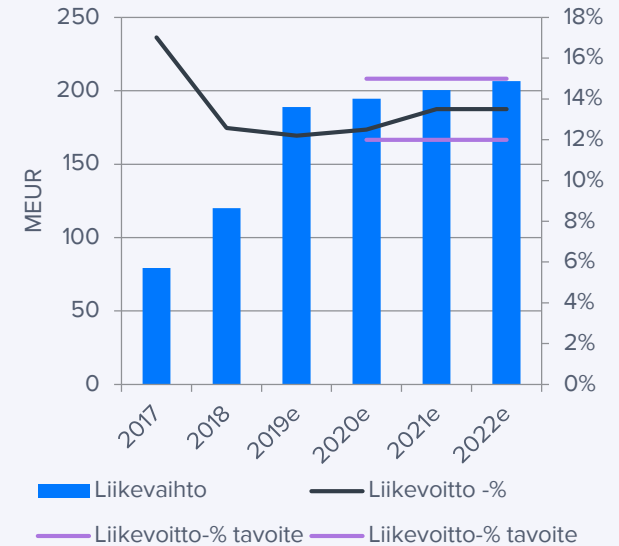
asiakkuuksissa ja tämä pitää arviomme mukaan sisällään vielä merkittävän kannattavuusparannuspotentiaalin.

## Selvä tulosparannus loppuvuodesta 2019

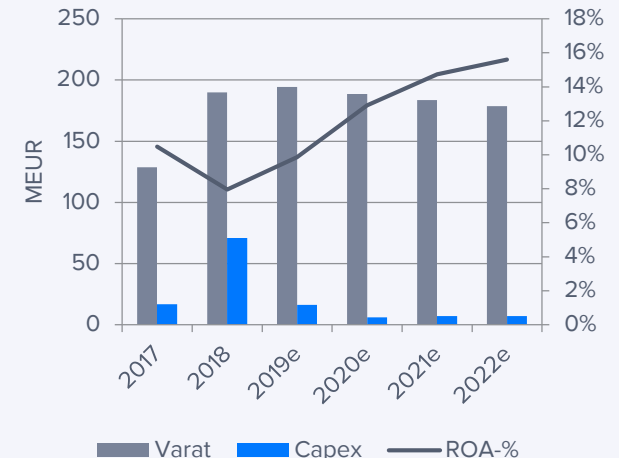
Kokonaisuutena ennustamme ESL:n 2019 liikevaihdon kasvavan 189 MEUR:oon (2018: 120 MEUR) ja liikevoiton ilman kertaeriä nousevan 19,2 MEUR:oon (2018: 16,0 MEUR). Q1'19:llä ESL:n tulosparannus jäi vielä vaisuksi (3,2 MEUR vs. 2,6 MEUR). Aspo oli tyytyväinen AtoB@C:n performanssiin, mutta LNG-alukset tekivät käsityksemme mukaan edelleen korkeintaan nollatuloksen johtuen nosturiongelmissa.

Nosturiongelmat on korjattu Q2:n aikana ja odotamme uusien alusten tulosparannuksen näkyvän jo H2'19:lla selvästi. Ennustamme LNG-alusten kontribuution 2019 tulosparannukseen olevan 3 MEUR. Myös AtoB@C tukee kannattavuusparannusta vuoden 2019 ennusteessamme noin 2,5 MEUR:lla. Supramaxit ovat osoittautuneet ESL:n nykyisiin asiakaskuljetuksiin Itämerellä liian isoiksi, jolloin niille on ollut vaikeampaa löytää pitkäaikaisia sopimuksia. Odotammekin supramaxien kannattavuuden kulkevan käsikädessä rahtimarkkinan kehityksen mukana ja olevan siten vuotta 2018 alempana (vaikutus -1 MEUR). Myös lastaus ja purkutoiminnan määrä vaikuttaa kannattavuuteen ja odotamme myös sen jäävän vaisun Q1'19:n jälkeen 2018 tasoa alemmaksi (vaikutus -1 MEUR).

## Ennusteet



## ROA-% ja investointiennusteet



# ESL Shipping 4/4

## ESL on lähellä saavuttaa 2020 tavoitteet

Vuonna 2020 LNG-alusten tulosvaikutus alkaa näkyä täysimääräisesti, mikä tukee tulosparannusta toisella 3 MEUR:lla. Myös AtoB@C:n ensimmäiset 1-2 MEUR kustannussynergiat alkavat tulla läpi. Yhtiön 2020 liikevaihtoennustemme on 195 MEUR sekä liikevoittoennustemme 24,3 MEUR (liikevoitto-% 12,5 %). Kokonaisuutena odotamme ESL:n yltävän lähelle sen määrittelemiä 2020 taloudellisia tavoitteita (liikevaihto 200 MEUR sekä liikevoitto 12-15 %).

Vuodelta 2021 odotamme 200 MEUR liikevaihtoa sekä 27,1 MEUR:on liikevoittoa, kun nykyisen laivaston kapasiteetin käyttö alkaa olla optimoitua ja ja viimeisetkin synergiat ovat tulleet läpi. Odotamme rahtimarkkinan tilanteen kohenevan asteittain, mikä tukee osaltaan myös kannattavuusparannusta.

## ESL arvo

ESL:n arvoa määrittäessä keskeisessä asemassa on yhtiön kalusto. ESL:n tapaista, paljon pääomaa sitovaa teollisuutta tulee arviomme mukaan lähtökohtaisesti hinnoitella sen kaluston käyvän arvon mukaisesti. Mahdollinen preemio tai alennus riippuu markkinatilanteesta ja yhtiön laadusta. ESL:n tapauksessa selkeä preemio on mielestämme perusteltu, sillä yhtiö on osoittanut kykenevänsä operoimaan erittäin kannattavasti vaikeasta markkinatilanteesta huolimatta ja sen kalustolle saama pääoman tuotto on jatkuvasti ollut toimialan kärkeä. Olemme nostaneet

aiempaa arviotamme ESL:n käyvästä arvosta 280 MEUR:oon aiemmasta 245 MEUR:sta pitkälti AtoB@C yritysoston johdosta. Yrityskaupan myötä kohonneet velat näkyvät puolestaan Aspon nettovelassa.

Yhtiön verrokkiryhmä (s. 37) painottuu kuivarahdin kuljetuksiin keskittyviin varustamoihin Euroopan ja Amerikan alueella. Verrokkiryhmän alukset eivät kuitenkaan pääsääntöisesti operoi Itämerellä, joten erilainen markkinatilanne pitää huomioida vertailussa.

ESL:n 2019 ja 2020 EV/EBIT-kertoimet 14,6x ja 11,5x alittavat 4 %:lla ja ylittävät 20 %:lla verrokkien mediaani-kertoimet. Pidämme 2020 tuloskerroimien preemiota ESL:lle perusteltuna, sillä verrokkien tulosparannus on vielä todistamatta ja se nojaa vahvasti globaalin rahtimarkkinan elpymiseen, kun taas ESL:n ennusteessamme tulosparannus nojaa uusien alusten vaikutukseen. Arvonmäärityksessä on myös hyvä huomata ESL:n liikevoiton olevan pitkälti verovapaata (suurin osa laivastosta tonnistoverotuksen alla), jolloin EV/EBIT-luku vastaa enemmän yhteisöveron alaisen yhtiön P/E-kerrointa. Velattomalla arvolla 280 MEUR vuoden 2020 P/E luku 11,5x on vähintäänkin kohtuullinen alhaisen riskiprofiiliin omaavalle yhtiölle ja voisi myös tukea korkeampaa arvostusta ESL:lle. Tarkempi verrokkiryhmä löytyy liitteistä.

ESL:n P/B-kerroin 1,4x on selvästi verrokkiryhmän nykyistä 0,7x tasoa korkeampi, mutta perusteltavissa verrokkiryhmän heikolla kannattavuudella ja useiden verrokkien heikolla

rahoitustilanteella. Kokonaisuutena suosittelemme sijoittajia tukeutumaan yhtiön kirja-arvoon ja hinnoittelemaan ESL:ää preemiolla/alennuksella suhteessa tähän riippuen sen tuloksentelekkävyydestä ja näkymistä.

## Vastuullisuus

Pidämme Aspon investointia uusiin LNG-laivoihin strategisestiärkevinä niiden ympäristöystävällisyydestä johtuen (CO2 -50%). Odotamme myös tulevien uusien alusinvestointien olevan LNG-käyttöisiä. Laivojen käyttöajat ovat pitkiä ja varautuminen etupainotteisesti ilmaston muutoksen lainsäädännöllisiin vaikutuksiin alentaa riskiä tulevaisuudessa mahdollisesti asetettävien päästörajoitusten vaikutuksesta varustamon kannattavuuteen. ESL:n asiakkaiden (energia- ja terästeollisuus) intresseissä on myös vähentää omaa hiilijalanjälkeään joten kaluston alemmat päästöt voivat tarjota etua sopimuksista neuvotellessa. Yhtiö saa myös LNG-aluksilla alennuksia väylämaksuihinsa Ruotsissa.



# Leipurin 1/3

## Leipomosektorin palvelija

Leipurin on B2B-palveluyhtiö, joka toimii leipomo- ja konditoriatuotteiden sekä uudempina avauksena kodin ulkopuolisen syömisen (foodservice) markkinoilla. Yhtiöllä on liiketoimintaa Suomessa, Baltiassa, Venäjällä, Kazakstanissa, Valko-Venäjällä ja Ukrainassa, lisäksi omalla konetuotannolla on myyntiä myös näiden maiden ulkopuolelle. Yhtiöllä on yli 3000 asiakasta. Leipurin toimii linkkinä raaka-ainetuottajien ja -käyttäjien välillä.

Leipomoasiakkailla Leipurin on mukana koko asiakkaan arvoketjussa aina koneinvestoinneista ja tuotekehityksestä koneiden huoltopalveluihin.

Leipurilla on yli 500 päämiestä ja sen toimittajaportfolio sisältää tunnettuja toimijoita kuten mm. Zeelandia, Scanegg, Ireks, Fazer Mylly ja Rheon. Leipurin myy myös tuotteita oman ”Leipurin” tuotemerkkinsä alla ja näiden tuotteiden osuus yhtiön myynnistä on arviomme mukaan yli 20 %. Leipurin ei itse valmista oman tuotemerkkinsä tuotteita vaan hankkii nämä alihankkijoilta. Oman tuotemerkin tuotteissa (private label) Leipurin kate on parempi.

Vuonna 2018 yhtiön liikevaihdosta 83 % tuli Leipomo- ja elintarviketeollisuuden raaka-aineistoista. Arviomme mukaan raaka-aineista noin puolet on korkeamman lisäarvon tuotteita (esim. leivontamixit ja leivänparanteet) ja noin puolet bulkkiraaka-aineita (esim. jauhot ja sokerit). Koneliiketoiminnassa Leipurin myy sekä päämiestensä laitteita, että sen omavalmisteisia laitteita. Koneliiketoiminnan osuus Leipurin

liikevaihdosta oli 2018 17 %, josta omien koneiden osuus on arviomme mukaan hieman yli puolet.

Yhtiö tavoittelee uusia asiakkuuksia kodin ulkopuolella tapahtuvan syömisen markkinoilta (foodservice), Yhtiö ei tavoittele yleistukkurin asemaa, vaan hakee kasvua erityisesti ketjuuntuneiden asiakkaiden palvelemisesta. Asiakastarjontaa on terävöitetty ja yhtiö pyrkii rakentamaan konseptoituja ratkaisuja ketjuille logistiikka- ja hankintaosaamisensa pohjalta.

## Leipurin kilpailuedut

Pidämme Leipurin kilpailuedun ytimenä leipomosektorilla laajaa päämies- ja asiakasverkostoa sekä tehokasta logistiikka. Asiakas saa Leipurin kautta kilpailukykyisen kokonaistarjooman tarvitsemiinsa raaka-aineisiin, jolloin hankinta helpottuu. Leipurin saa myös laajan verkostonsa kautta ensikäden tietoa markkinoiden tarpeista, mikä nopeuttaa sen tuotekehityksen reagoitua muuttuviin trendeihin. Laaja asiakasverkosto antaa Leipurille lisäksi neuvotteluvoimaa päämiehiä vastaan. Arviomme Leipurin kilpailijoista vain Norjalaisen Orklan omaavan vastaavaan verkoston Suomen ja Baltian teollisen leipomisen markkinalla.

Koneliiketoiminta on ollut myös oleellinen osa Leipurin strategiaa sen mahdollistaessa koko arvoketjussa mukana olemisen. Koneiden oman valmistuksen rooli yhtiön kilpailuetuna on mielestämme kuitenkin kyseenalainen ja emme yllätyisi mikäli yhtiö pitkällä aikavälillä pyrkisi irtaantumaan omasta konevalmistuksesta.

## Vuosina 2008-2013 kehitys oli erittäin hyvää

Leipurin liiketoiminta lähti Kauko-Telko-kaupan jälkeen voimakkaaseen kasvuun ja yhtiön liikevaihto kasvoi välillä 2008-2013 keskimäärin noin 10 % vuodessa 136 MEUR tasolle. Kasvun keskeisenä ajurina toimi etenkin yhtiön onnistunut laajentuminen itä-markkinoille sekä koneliiketoiminnan kasvu. Koneliiketoiminnan kasvua vauhditettiin vuonna 2011, kun Leipurin osti konevalmistaja Vulganuksen. Liikevoittomarginaali pysytteli 2008-2013 aikana 3-4 %:n välillä.

## Itämarkkinalla vastatuulta monelta suunnalta

Leipurin vakuuttavan kehityksen johdosta Aspo suunnitteli Leipurin listaamista vuoden 2014 lopulla, mutta Venäjän kriisin kärjistymisen vuoksi yhtiö perui listautumishankkeen sen loppumetreillä. 2014-2015 jatkuneella kriisillä oli merkittävä negatiivinen vaikutus Leipurin idän liiketoimintaan. Myös heikentyneet valuutat (etenkin rupla) sekä laskeneet raaka-ainehinnat ovat antaneet merkittävää vastatuulta myös tämän jälkeen. Leipurin on joutunut korvamaan tuontiraaka-aineitaan paikallisella hankinnalla säilyttääkseen hintakilpailukykynsä. Myös vuonna 2017 tapahtunut lakimuutos Venäjällä, jossa vähittäiskaupat vastaavat leipähävikistä itse on vähentänyt merkittävästi myymälöiden tilaaman leivän määrää.

# Leipurin 2/3

Kokonaisuutena idän raaka-aineiden euromääräinen liikevaihto ja liikevoitto ovat käsityksemme mukaan edelleen hieman alle vuoden 2013 tason. Arviomme mukaan yhtiön ruplamääräinen liikevaihto on idässä pysynyt kuitenkin noin 10 % vuosikasvussa.

## Lännessä pakatun leivän määrä vähenee

Lännessä yhtiön raaka-aine liikevaihto on myös ollut loivassa laskutrendissä, jota selittää pääasiassa Leipurin ydinosaamisalueen teollisen pakatun leivän markkinan lasku. Markkinan painopiste on siirtynyt enemmän myymäläleipomoihin sekä ulkona syömisen kasvun kautta makeiden kahvilleipien (pullat yms.) kulutuksen kasvuun. Tästä syystä myös Leipurin on pyrkinyt hakemaan näiltä alueilta kasvua pysäyttääkseen liikevaihdon laskevan trendin. Lännen raaka-aineiden liikevaihto ja liikevoitto ovat arviomme mukaan noin 15 %-25 % alle 2013 tason.

## Koneliiketoiminta elpynyt pohjiltaan

Koneliiketoiminnalle erityisesti vuodet 2015-2016 olivat vaikeita, sillä koneliiketoiminnan myynti sakkasi ja tulos painui tappiolle. Tämän jälkeen sen myynti ja kannattavuus on uusien asiakkuuksien myötä nousseet, mutta johtuen toimitusten projektiluonteesta on tuloksen heilahtelu edelleen suurta kvartaalien välillä.

Viime vuosina myös Leipurin organisaation rakennetta sekä toimintatapoja (logistiikkaa, valikoimaa, hinnoittelu, hankinta) on sisäisesti uudistettu ja tehostaminen on jatkuvaa.

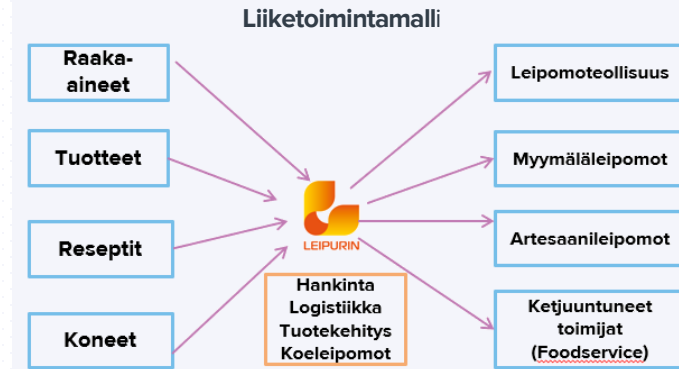
Kokonaisuutena vuodesta 2014 Leipurin liikevaihto on laskenut yhteensä noin 10 % 2018 121 MEUR:oon ja liikevoittomarginaali on elpynyt historiallisiin tasoihin verrattuna vaatimattomalle 2,7 % tasolle (liikevoitto 3,3 MEUR).

## Taloudelliset tavoitteet

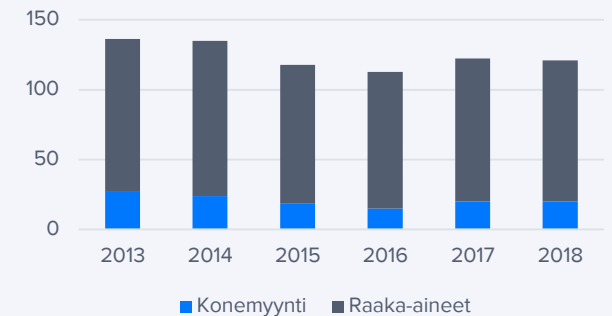
Aspon 2018 pääomamarkkinapäivänä yhtiö päivitti taloudelliset tavoitteensa ja Leipurin tavoittelee vuonna 2022 7 MEUR liikevoittoa ja 5 %:in liikevoittomarginaalia. Tämä tarkoittaa vuoden 2018 tason yli kaksinkertaistamista.

Taloudellisten tavoitteiden saavuttaminen koostuu toiminnan tehostamisesta sekä liikevaihdon kasvusta. Leipurin lähes 4 MEUR liikevoiton parannuksesta karkeasti puolet on tarkoitus saada kasaan itämarkkinan leipomosektorilta, noin neljännes länsimarkkinan leipomosektorilta ja noin neljännes foodservice-markkinalta.

Matka tavoitteisiin on arviomme mukaan kivinen, sillä arviomme mukaan vuonna 2018 Itämarkkinat tekivät noin 1,5 MEUR liikevoiton (liikevoitto 4 %) ja länsimarkkinat noin 1,8 MEUR liikevoiton (liikevoitto 2 %) ja Foodservicen ollessa vielä nollatuloksessa.



## Myyntimix (MEUR)



## Liikevaihdon ja liikevoiton kehitys



# Leipurin 3/3

## Ennusteemme kaukana tavoitteista

Vuonna 2018 Leipurin liikevaihto laski 1 % 121 MEUR:oon. Idässä liikevaihto nousi euromääräisesti 3 % huolimatta ruplan aiheuttamasta selvästä vastatuulesta (noin 10 %). Lännessä liikevaihto laski 3 %. Leipurin liikevoitto parani hieman 3,3 MEUR (2017: 3,1 MEUR), mutta jäi selvästi odotuksistamme (4,3 MEUR).

Myöskään Q1'19 ei alkanut Leipurin kannalta erityisen hyvin liikevaihdon laskettu 14 % 25,9 MEUR:oon ja liikevoiton jäätyä 0,5 MEUR:oon (Q1'18: 0,8 MEUR). Vaisu tulos johtui konekaupan toimitusten ajoittumisesta loppuvuoteen sekä raaka-aineissa merkittävän sesongin pääsiäisen ajoittumisesta huhtikuulle. Foodservice muodosti Suomen liikevaihdosta Q1'19:llä 13 %, joten pientä edistymistä sen suhteen on havaittavissa.

Kokonaisuutena ennustamme Leipurin 2019 liikevaihdon kasvavan 2 %:lla 123 MEUR:oon idän raaka-ainemyynnin (8 %) kasvun vetämänä. Lännessä raaka-aineiden arvioimme pysyvän ennallaan perinteisen pakatun leivän volyymeihin kohdistuessa edelleen painetta alaspäin ja uusien asiakkaiden (mm. foodservice) paikatessa poistuvaa jakeluvolyymia. Konekaupassa projektitoimitukset ajoittuvat vuoden jälkipuoliskolle, mikä tukee H2:n liikevaihtoa ja liikevoittoa, mutta Q2'19 on todennäköisesti edelleen vaisu. Leipurin 2019 kannattavuus pysyy ennusteessamme vuoden 2018 tasolla 3,3 MEUR:ssa (EBIT: 2,7 %).

2020-2021 osalta yhtiön kasvu jatkuu

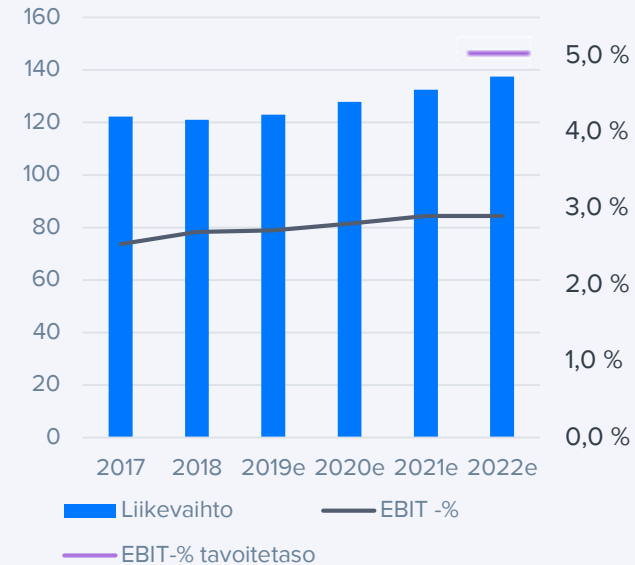
ennusteessamme pääosin idän raaka-aineiden (8 %) vetämänä. Myös foodservice-liiketoiminnan kasvu alkaa näkyä lievästi ennusteessamme lännen kasvun (1-2 %) yltäessä BKT:n kasvuun. Samalla hiljalleen paraneva myyntimix ja tehostamistoimet tukevat suhteellista kannattavuutta maltillisesti.

Jatkuvien tulospettymysten myötä olemme ennusteissamme varovaisia ja odotamme vuodelta 2020 vain 2,8 % ja 2021 vain 2,9 %:n liikevoittomarginaalia. Marginaali on vielä hyvin kaukana yhtiön 5 %:n tavoitetasosta. Ennen voimakkaamman näkemyksen ottamista haluamme nähdä konkreettisia näyttöjä tulosparannuksesta ja sen kestävyyydestä.

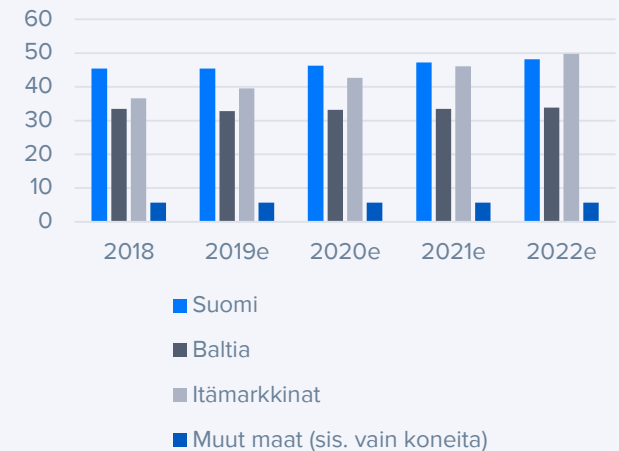
## Leipurin arvo

Arviomme Leipurin arvosta on laskenut 45 MEUR:oon (aik. 60 MEUR) laskeneiden tulosennusteidemme myötä. Arvonmäärityksen tukena käyttämämme Leipurin verrokkiryhmä (s. 38) sisältää kaksitoista ulkomaista raaka-aineiden tai foodservice-sektorin sekä kolme keittiökoneiden B2B-jakelijaa. Nykyisien tulosennusteidemme valossa Leipurin vuoden 2019 EV/EBIT on 13,6x ollen 15 % alle verrokkiryhmän mediaanin. Verrokkien isompi koko ja Leipurin Venäjä-riski huomioiden alennus on perusteltu. Tasepohjaisesti (P/B 0,8x vs. 2,8x) sekä volyympohjaisesti (EV/S 0,4x vs. 0,7x) alennukset ovat selvästi suurempia ja kertovat yhtiössä piilevästä potentiaalista strategian edetessä suunnitellusti.

## Ennusteet



## Myyntin kehitys



# Telko 1/4

## Yhtiökuvaus

Telko on muovien ja kemikaalien jakelija, joka operoi Pohjoismaissa, Baltiassa ja Idässä. Yhtiö toimii linkkinä raaka-ainevalmistajien (esim. öljynjalostajat) ja niiden valmistamia raaka-aineita käyttävän teollisuuden välissä. Yhtiön 2018 liikevaihdosta 55 % tuli muoveista ja noin 45 % kemikaaleista. Yhtiön päämieskunta koostuu yli 400 toimijasta, joista suurimmat yhtiöt toimivat globaalisti. Telkon päämiehiä ovat mm. ExxonMobil, EMS, BASF, Lotte, Total, AkzoNobel, Castrol ja LG. Asiakaspuolella Telko keskittyy palvelemaan pientä ja keskisuurta teollisuutta, joilla ei ole pääsyä globaaleille petrokemian markkinoille. Tiivistettynä voidaan todeta, että Telko hankkii globaaleita raaka-aineita lokaaleille toimijoille ja tarjoaa niille lisäksi erilaisia lisäarvopalveluita.

Yhtiö toimii tällä hetkellä 16 markkinalla. Yhtiön suurimmat markkinat olivat vuonna 2018 Venäjä+IVY (47 % liikevaihdosta) ja Suomi (20 % liikevaihdosta). Lisäksi yhtiöllä on merkittävää toimintaa myös Baltiassa, Puolassa ja Muissa Pohjoismaissa sekä itäisessä Keski-Euroopassa ja Kiinassa. 2018 yhtiö laajentui myös Uzbekistaniin sekä Romaniaan.

## Telkon positio arvoketjussa

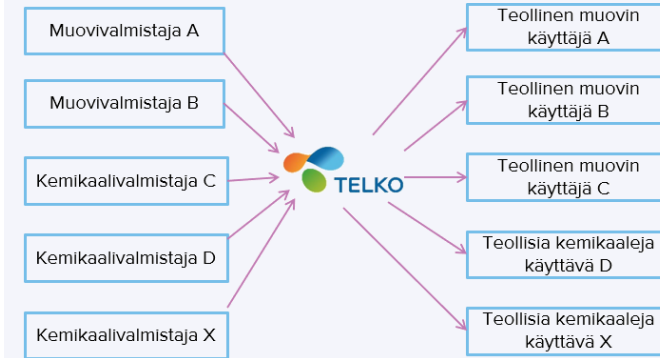
Telko positioituu arvoketjussa raaka-ainejalostajien ja loppukäyttäjien väliin. Yhtiö ostaa valmistajilta tuotteita, kuljettaa ja varastoi ne ja myy niitä eteenpäin pienemmissä erissä loppuasiakkaille. Lisäksi osaan tuotteita liittyy

asiakaskohtaisten tuotemixien oma valmistus. Teknisissä tuotteissa yhtiö myös tarjoaa asiakkailleen erilaisia lisäarvopalveluita ja auttaa asiakkaitaan mm. tuotekehityksessä ja oikeiden materiaalien valinnassa. Yhtiön liiketoiminnan kannalta keskiössä ovat korkeat volyymit, sillä niiden kautta yhtiö saa merkittäviä skaalaehtoja (mm. volyyrialennukset ja kuljetukset, myynti hallinto).

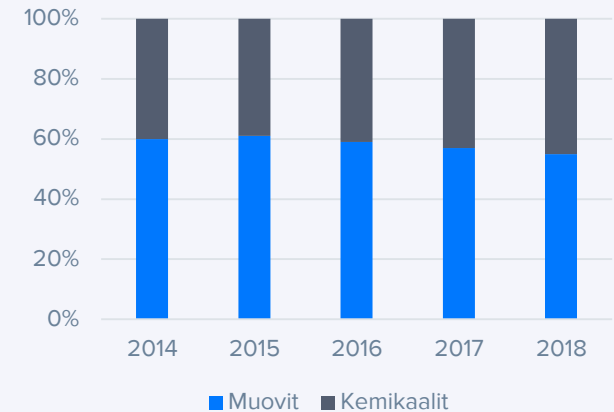
Varastoinnissa Telkolla on käytössään alueellinen varastointi, mikä mahdollistaa nopeat toimitusajat asiakkaille. Telko kantaa kohtuullista varastoriskiä liittyen lopputuotteiden markkinahintojen liikkeisiin. Yhtiön varaston kiertonopeus on arviomme mukaan noin 30 päivää ja näin ollen varastoriski on varsin rajallinen.

Päämiehen kannalta Telkon kiinnostavuuden määrittää yhtiön jakeluverkoston laajuus, markkina-asema ja tämän kautta saavutettava potentiaalinen asiakaskunta. Venäjällä Telko on merkittävä peluri ja omien arvioidensa mukaan yhtiö on suurin länsimainen toimija alueella. Myös Suomessa yhtiön markkina-asema on johtava. Muilla alueilla yhtiön markkinaosuus vaihtelee ja valituilla segmenteillä sen asema voi maakohtaisesti olla vahva. Erityisesti länsimaalaisten päämiesten näkökulmasta Telkosta tekee kiinnostavan sen Venäjän potentiaali, toiminnan läpinäkyvyys ja yhtiön hyvä markkina-asema alueella. Asiakkaan kannalta Telkon kiinnostuksen puolestaan määrittelee yhtiön tuotetarjonta (päämiehet), hintakilpailukyky (tehokkuus) ja palvelutarjonta (lisäarvopalvelut).

## Liiketoimintamalli



## Tuotemixin kehitys



# Telko 2/4

## Telkon historia

Telkon strategiana on sen muodostamisesta asti ollut aggressiivinen laajentuminen itämarkkinoille. Vuosien 2008-2018 välillä yhtiön liikevaihto on Itämarkkinoilla lähes kolminkertaistunut. Suomessa yhtiön tilanne on ollut hankalampi ja liikevaihto on 10 vuodessa laskenut lähes 30 %.

Telko on hakenut kasvua laajentamalla uusille maantieteellisille alueille, uusiin tuoteryhmiin ja uusille asiakassegmenteille. Lisäksi yhtiö on keskittynyt teknisiin muoveihin ja erikoiskemikaaleihin, joissa katetasot ovat merkittävästi bulkkikemikaaleja tai -muoveja korkeammat. Korkeamman lisäarvon tuotteisiin laajentuminen vaatii Telkolta myös enemmän teknistä osaamista ja esimerkiksi asiakkaan kanssa tehtävä yhteistyö tuotekehityksessä lisääntyy selvästi korkeamman lisäarvon tuotteissa. Arviomme mukaan korkean lisäarvon tuotteiden myyntikatteet vaihtelevat 10-25 %:n välillä, kun bulkkimateriaaleissa kate jää yksinumeroiseksi. Lisäksi korkean lisäarvon tuotteissa asiakkaalle toimittajan vaihtamiskynnys on selvästi korkeampi.

## Taloudelliset tavoitteet haastavia

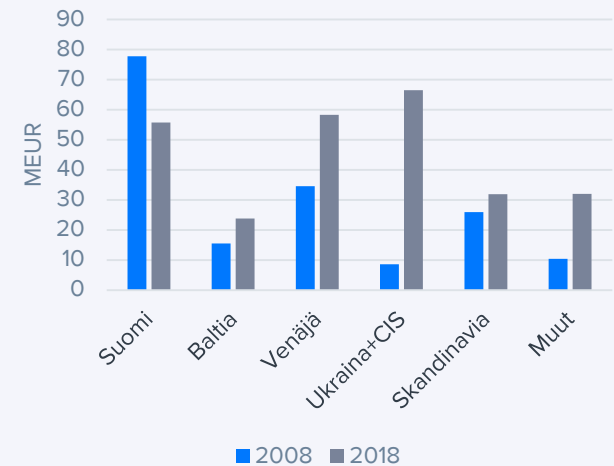
Telko kertoi 2017 päivitetystä strategiassaan keskittyvänsä aiempaa voimakkaammin kannattavuuden optimoimiseen osin kasvun kustannuksella. Telko on asettanut tavoitteekseen vuodelle 2020 300-350 MEUR:n liikevaihdon ja 6-7 % liikevoittomarginaalin. Kannattavuusparannus koostuu yhtiön selkeästi määrittelemistä

projekteista koostuen muun muassa: hinnoittelusta, logistiikan ja hankinnan kehittämisestä, hallinnon keskittämisestä, IT-järjestelmien yhtenäistämisestä sekä kulujen skaalautumisesta erityisesti myyntiorganisaation osalta.

Kannattavuustoimenpiteiden vaikutus on tähän mennessä näkynyt odotuksia selvästi hitaammin. Vuonna 2018 liikevoittomarginaali nousi 4,5 %:iin (2017: 4,1 %), mutta samalla liikevaihdon kasvu hidastui 1,5 %:iin (2017: 9,1 %). Myös yhtiön pitkäaikainen toimitusjohtaja Kalle Kettunen irtisanoutui toukokuussa 2019, mikä kertoo omaa kieltään strategian edistymisen hitaudesta suhteessa odotuksiin.

Telkon tavoittelema kannattavuusparannus on mielestämme hyvin haastava, sillä vain alan parhaat toimijat pystyvät yli 6 %:n marginaaleihin volyymien ollessa tyypillisesti moninkertaisia Telkoon verrattuna. Yhtiön historiallinen liikevoittotaso 4,0 % (2012-2018) on myös selvästi matalampi. Käytyämme läpi myös 50 eri kemikaalialanjakelijaa liikkuu niiden 2018 keskimääräinen liikevoitto 3,6 %:n tuntumassa. Telkon keskittyminen jättäjäisiä enemmän teknisiin tuotteisiin tukee kuitenkin osaltaan Telkon tavoitteiden saavuttamista. Verrokkiryhmässä (s. 39) teknisiin tuotteisiin keskittyviä toimijoita ovat IMCD (liikevoitto 6,6 %) ja Ashland (liikevoitto 6,3 %).

### Liikevaihdon kehitys alueittain



### Liikevaihdon ja liikevoiton kehitys



# Telko 3/4

## Markkina konsolidoituu ja kasvaa

Päämiesten tarve ulkoistaa kemikaalimyynti ja -jakelu erityisesti itämarkkinalla on alalla selkeästi kasvussa oleva trendi. Kolmannen osapuolen kemikaalijakelun markkina kasvaakin arvioiden mukaan Telkon Itä-markkinoilla 5-8 % vauhtia, mutta lännessä se on lähellä BKT:n kasvuvauhtia (Technavio). Tärkein syy jakelun ulkoistukseen on se, että päämies kykenee laajentamaan maantieteellistä levikkiään kustannustehokkaasti ja ilman sitoutunutta pääomaa pystyen keskittymään omaan ydinliiketoimintaansa. Volyymituotteissa isommat jakelijat, joiden asiakaskattavuus on suurempi ovat selvästi houkuttelevampia jakelijoita päämiehille ja samalla niiden skaalaedut johtavat kilpailukykyiseen hintatasoon koko arvoketjulle.

Näkemyksemme mukaan teknisissä tuotteissa on edelleen tilaa myös pienemmille jakelijoille ja osa päämiehistä jopa preferoi jakelijoita, joilla ei ole kilpailijoiden tuotteita edustuksessaan. Myös jakelijan asiantuntemus päämiesten tuotteita kohtaan korostuu teknisissä tuotteissa.

## Telkon M&A

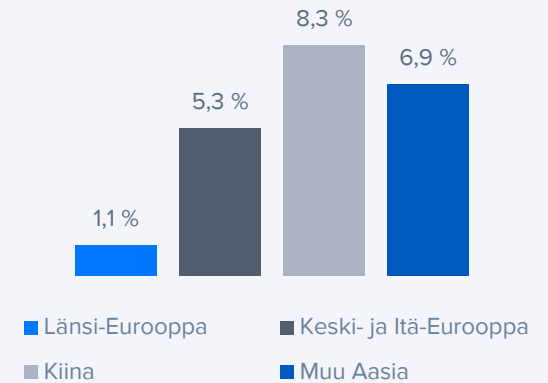
Kemikaali- ja muovialanjakelijoita on globaalisti runsas 10 000 ja niiden kokoluokat vaihtelevat voimakkaasti globaaleista lokaaleihin toimijoihin. Markkinalla konsolidaatio on kiihtynyt viime vuosina selvästi. Kokoluokan tuoman selkeän edun johdosta näkemyksemme mukaan oikea strategia kemikaalijakelussa on joko itse kasvaa isommaksi tai pyrkiä myymään oma

liiketoimintansa hyvään hintaan ostajalle. Alkuvuodesta 2019 markkinan kakkonen Univar osti 5. suurimman Nexeon 2 miljardin dollarin hintaan (2018 oikaistu EV/EBITDA 9,6x). Kaupasta odotettiin muodostuvan noin 100 miljoonan dollarin synergiat, jotka toteutuessaan laskevat kaupan kertoimia selvästi (EV/EBITDA 6,5x).

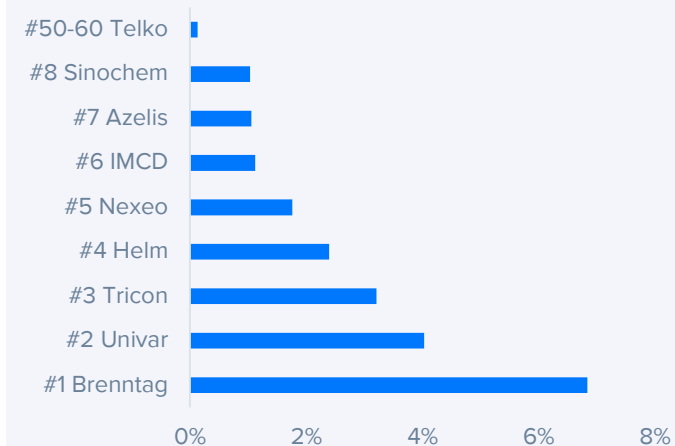
Telkon kannattavuuden optimointiin keskittyviä strategia viittaa näkemyksemme mukaan myös Aspon suunnitelmiin myydä (tai listata) Telko. Ennen myyntiä kannattavuus yleensä pyritään optimoimaan, koska myyntihinta määritetään usein EBIT- tai EBITDA-kertoimella. Todennäköisin irtaantumiskanava olisi se, että jokin isompi peluri ostaisi Telkon. Kannattavuusparannuksen hitaus on kuitenkin mielestämme siirtänyt mahdollista myyntiajankohtaa eteenpäin.

Myös Telko tutkii jatkuvasti sopivia M&A-kohteita erityisesti Euroopasta. Laajentuminen tällä alueella on loogista, sillä se mahdollistaisi mm. asiakaskunnan laajentamisen ja saman logistiikkakoneiston tehokkaamman hyödyntämisen. Uskomme yhtiön kannalta optimaalisen kohteen olevan 10-50 MEUR:n liikevaihtoluokassa. Yritystokohteen arvoa lisää päämiesportfolion sopiminen Telkon olemassa olevaan portfolioon tai laajentuminen uusiin tuoteryhmiin ja asiakkaisiin. Viime vuonna Telko hankki kaksi tanskalaista pientä jakelijaa (liikevaihto noin 3 MEUR/yhtiö). Itämarkkinoilla yhtiö on viime vuosina laajentunut pääosin organisaation kautta.

## Kolmannen osapuolen jakelumarkkinan kasvu 2015-2020 CAGR



## Globaali ranking ja markkinaosuudet 2017



# Telko 4/4

## Tulevaisuuden ennusteet

Vuoden 2019 alusta pienin segmentti Kauko yhdistettiin Telkon lukuihin, mikä lisää segmentin liikevaihtoa noin 30 MEUR/v. Tästä noin puolet liittyy energiategohkuusliiketoimintaan, jonka varastoja käsityksemme mukaan myydään vuoden edetessä tyhjäksi. 2020 alkaen jäljellä Kaukosta on ennusteessamme liikkuva tietotyö, joka käsityksemme mukaan on voitollista liiketoimintaa.

2019 ei alkanut erityisen hyvin Telkolta, vaikka liikevaihdon kasvu kiihtyiikin Q1'19:llä 11,3 %:iin, laski liikevoittomarginaali 3,3 %:iin. Suurimpana selittävänä syynä oli raaka-aineiden hinnassa tapahtunut nopea lasku ja varastoon hankittua tavaraa jouduttiin myymään alemmalla katteella. Myös Telkon toimitusjohtaja irtisanoutuminen toukokuussa kertoo kehityksen jatkuneen vaisuna myös Q2:lla. Koko vuodelta odotamme 317 MEUR liikevaihtoa ja 12,7 MEUR liikevoittoa (4,0 % marginaali). Kasvu tulee ennusteessamme erityisesti idästä (12 %) ja muista maista (15 %). Kannattamattomista asiakkaista luopuminen on saatu käsityksemme mukaan päätökseen idässä.

Telkon 2020 liikevaihto kohoaa ennusteessamme 343 MEUR:oon (+8 %) ja liikevoitto noin 14,4 MEUR:oon. 2021 ennustamme liikevaihdon kohoavan 368 MEUR:oon (+7 %) ja liikevoiton noin 16,2 MEUR:oon. Kannattavuus parantuu asteittain kannattavuusprojektien vaikutusten realisoituessa, mutta arvioimme kehityksen olevan kohtuullisen hidasta. Uutta toimitusjohtajaa ei olla vielä valittu ja tyypillisesti uudella johdolla menee aikaa noin vuosi ennen kuin tuloksia on realistista odottaa. Telkon 2020e 4,4 %:n liikevoittomarginaali onkin

ennusteessamme kaukana Telkon tavoitteista (liikevoitto 6-7 %).

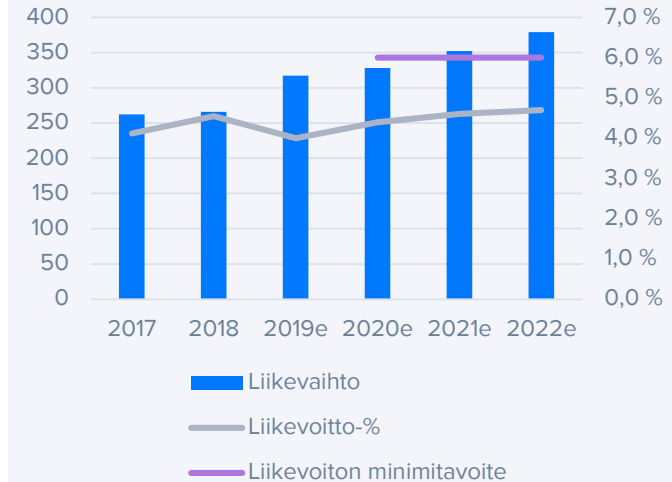
## Telkon ja Kaukon arvo

Olemme laskeneet arviotamme Telkon liiketoiminnan arvosta 150 MEUR:oon (aik. 170 MEUR). Laskun taustalla ovat laskeneet ennusteemme liittyen kannattavuusparannuksen kulmakertoimeen. Ennusteillamme Telkon 2019 ja 2020 EV/EBIT-kertoimet ovat 12x ja 11x ja alennus verrokkiryhmään (s. 39) on noin 15 %. Alennus on perusteltavissa verrokkien Telkoa suuremmalla koolla. Volyymipohjaisella EV/S-kertoimella 0,5x Telko on hinnoiteltu selvällä alennuksella (-30 %) suhteessa verrokkiryhmään. Myös P/B arvo 1,6x on verrokkeja 12 % matalampi.

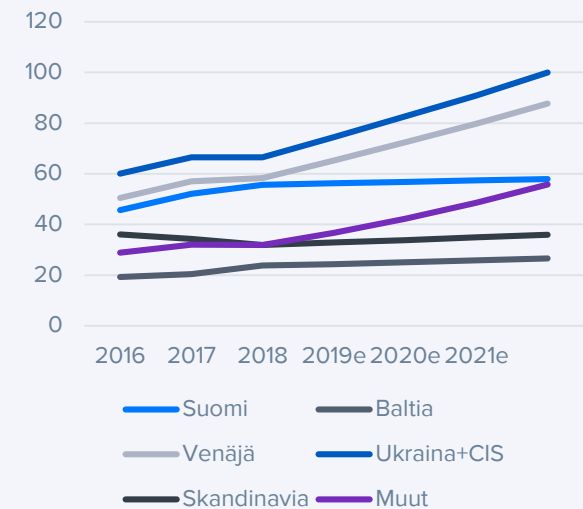
Olemme muodostaneet Telkolle myös erillisen DCF-mallin (s. 39). DCF antaa kohtuullisen näkyvyyden yhtiön arvoon, sillä investoinnit ja poistot ovat Telkon liiketoiminnan luonteelle ominaisesti pienet ja pääomaa sitoutuu liikevaihdon kasvaessa lähinnä käyttöpääomaan. Käyttöpääoman ja liikevaihdon välisen suhteen arvioimme pysyvän vakaana noin 15 %:ssa. DCF-arvomme Telkolle on 157 MEUR käyttämällämme 9,0 % diskonttorolla.

Kaukon osalta suurimman osan varaston arvosta pitäisi kotiutua energialiiketoiminnan alasajon edetessä ja jäljelle jäävä liikkuvatietotyö on voitollista liiketoimintaa. Kaukon tasearvo (17 MEUR) on siten mielestämme pitkälti realistinen ja toimii pohjana arvonmäärityksellemme. Olemme käyttäneet Kaukon arvona 15 MEUR (aik. 5 MEUR) ja yhteensä Telkon ja Kaukon arvo on 165 MEUR.

## Ennusteet



## Telkon myynnin kehitys alueittain\* (MEUR)



\*Ei huomio Kaukoa

# Sijoitusprofiili

Aspo on virallisesti monialayhtiö, mutta se on toteuttanut historiassaan useita isoja rakennejärjestelyjä. Näin ollen on mielestämme syytä olettaa, että Aspon osien arvo tulee purkautumaan pidemmällä aikavälillä tavalla tai toisella. Näin ollen sijoittajan näkökulmasta Aspon profiili on lähempänä sijoitus-, kuin monialayhtiötä.

Aspo on myös läpi historiansa ollut avokätinen osingonmaksaja ja haluaa näkemyksemme mukaan profiloitua sijoittajakentässä myös osinkoyhtiönä.

## Potentiaali

Odotamme ESL:n olevan Aspon keskeinen tulosajuri lähivuosille.

**ESL:n uudet alukset:** Uusien LNG alusten nosturiongelmat saatiin korjattua vihdoin 2019 huhtikuussa ja niiden mukanaan tuoma tulosparannus ei ole näkynyt vielä tuloslaskelmassa. Mikäli alukset täyttävät yhtiön pääoman tuottotavoitteet, tulee niiden tulosvaikutus konsernille olemaan merkittävä.

**AtoB@C-yritysosto:** Yhtiö toteutti pitkään valmistellun ruotsalaisen varustamo AtoB@C-yritysoston 2018 syksyllä. Yhtiö kauppahinta oli kustannussynergiat huomioituna maltillisella tasolla. Integroinnin onnistuessa suunnitellusti tukevat myös myynnilliset synergiat ja operointitehokkuuden parantuminen ESL:n tulosparannusta merkittävästi.

**Telkon tulosparannus:** Telko on toteuttanut 2017 strategiaansa kohta pari vuotta saadakseen liiketoimintansa kannattavuuden kohenemaan,

mutta selvää tason nostoa ei olla vielä nähty yhtiön kunnianhimoisia tavoitteita kohti. Mikäli Telko onnistuu strategiansa toteutuksessa, olisi tällä selkeä positiivinen vaikutus ennusteisiimme, jotka ottavat tavoitteisiin selvää turvamarginaalia.

**Leipurin tulospöytä:** Leipurin tuloskehitys on viimevuosina jäänyt selvästi odotuksista. Leipurin ennusteemme ovat edelleen hyvin maltillisella tasolla suhteessa yhtiön taloudellisiin tavoitteisiin. Mikäli Leipurin onnistuu strategiansa toteutuksessa, olisi myös tällä selkeä positiivinen vaikutus ennusteisiimme.

**Omistaja-arvon luonti yrityskaupoilla:** M&A on osa Aspon strategiaa ja onnistumiset näissä voivat nostaa yhtiön arvoa merkittävästi. Aspo on historiassaan onnistunut yritysjärjestelyissä hyvin ja näin ollen pidämme tätä positiivisena optiona sijoittajien kannalta.

## Riskit

Sijoittajan kannalta keskeisimmät Aspon riskit ovat näkemyksemme mukaan seuraavat:

**Suomen talouden taantuma:** Taloudellisen aktiviteetin hidastuminen iskisi Aspon asiakasyrityksiin ja vähentäisi niiden raaka-aineiden tarpeita ja laskisi liiketoimintojen kuljetus- tai jakeluvolyymeja.

**Venäjä:** Aspon Venäjä-riski voidaan näkemyksemme mukaan jakaa kahteen osaan: poliittinen riski ja taloudellinen riski. Poliittisella riskillä tarkoitamme skenaariota, jossa poliittisen tilanteen kiristymisen johdosta yhtiön toimintaympäristö muuttuu nykyistä vaikeammaksi

esimerkiksi pakotteiden laajentumisen tai länsimaisten toimijoiden aseman hankaloittamisen vuoksi. Vaikka Telko ja Leipurin toimivat molemmat poliittisesti melko neutraaleilla toimialoilla, on poliittiset riskit syytä huomioida nykyisessä hyvin epävarmassa tilanteessa. Venäjän taloudellisilla riskeillä tarkoitamme tilannetta, missä maan talousympäristö heikkenee selvästi ja näin ollen myös toimintaympäristö muuttuu haastavammaksi. Vaikka Telko ja Leipurin ovat molemmat osoittaneet kykenevänsä operoimaan kannattavasti Venäjällä erittäin heikossa talousympäristössä, liittyy Venäjän liiketoimintaan kuitenkin länsimarkkinoita enemmän riskiä.

**Yritysjärjestelyt:** Yrityskaupat ovat osa Aspon strategiaa ja niihin liittyy aina merkittäviä riskejä, jotka yleisesti liittyvät ostettavan liiketoiminnan laatuun ja maksettavaan kauppahintaan. Olemme verrattain luottavaisia yritysostoihin ja pidämme riskiä melko rajallisena, mikäli ostokohteen kokoluokka jää selvästi ostajan kokoluokkaa pienemmäksi.

**Kauppasota ja protektionismin nousu:** Yhtiö toimii monessa maassa ja liiketoiminta muodostuu tavaravirtojen kuljetuksesta eri maiden ja osapuolten välillä. Vapaakaupalle asetettavat mahdolliset esteet toimintamaissa voisivat osua ESL:n asiakaskuljetuksiin. Myös Telkon tai Leipurin asemaan tällä voi olla vaikutusta, jos kansainvälisten päämiesten tuotteille asetettaisiin esimerkiksi tullimaksuja tietyillä alueilla.



# Sijoitusprofiili

1.

Vakaata ja lähes verotonta kassavirtaa tuottava ESL

2.

Telkon ja Leipurin liiketoiminnat ovat pääomakeveitä

3.

Monialayhtiö mahdollistaa korkean velkavivun hyödyntämisen erityisesti alushankinnoissa

4.

Korkea oman pääomantuotto ja kasvava osinko

5.

Viimevuosina tulosparannus realisoitunut odotuksiamme hitaammin

## Potentiaali



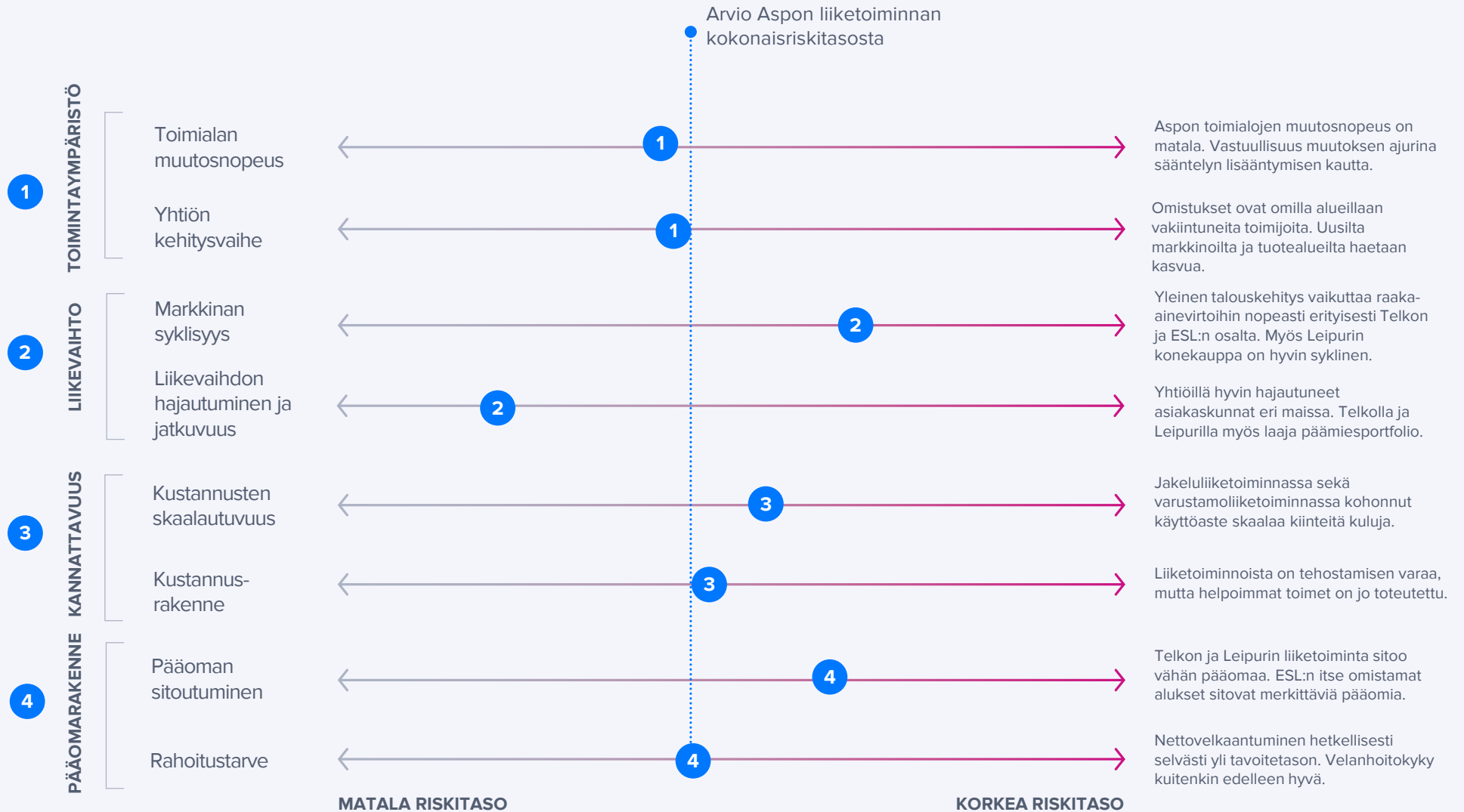
- LNG-alusten tuoma tulosparannus
- AtoB@C-yrityksoston tuoma tulosparannus ja saavutettavat synergiat
- Telkon onnistuminen strategiansa toteutuksessa
- Leipurin tuloskäänteen eteneminen

## Riskit



- Venäjä (poliittinen ja taloudellinen)
- Yrityksostojen epäonnistuminen
- Rahtimarkkinan kehitys
- Hyvän taloustilanteen kestävyys
- Kauppasota

# Liiketoimintamallin riskiprofiili



# Taloudellinen tila

## Tase kasvoi viime vuonna selvästi

Aspon taseen loppusumma oli 2018 lopussa 400 MEUR (2017: 321 MEUR). Taseessa on huomattava määrä kiinteää omaisuutta (175 MEUR), josta valtaosa on ESL:n laivoja sekä niiden vuokrauksiin liittyviä IFRS 16 vastuita. Liikearvoa ja muita aineettomia omaisuuksia yhtiöllä on 52 MEUR. Liikearvo (43 MEUR) on syntynyt pääosin Kauko-Telko-kaupan yhteydessä ja valtaosa siitä on kohdistettu Leipuriin.

Vaihto-omaisuuden ja saamisten osuus oli 2018 lopussa 149 MEUR. Rahavaroja yhtiöllä oli 19 MEUR. Muita merkittäviä varoja yhtiöllä ei ole.

Oman pääoman osuus on 116,6 MEUR ja tämä sisältää 25 MEUR:n hybridilainan. Hybridilainasta oikaistuna oma pääoma oli vuoden lopussa 92 MEUR.

Pitkäaikaista korollista velkaa yhtiöllä oli 178 MEUR ja lyhytaikaista korollista velkaa 28,5 MEUR. Aspon Lainasalkun keskiporko (pl. hybridilaina) on tällä hetkellä 1,6 %, mikä heijastelee rahoittajien luottamusta yhtiön velanhoitokykyyn. Ostovelkoja yhtiöllä oli 2018 lopussa arviolta 73 MEUR.

Kokonaisuutena Aspon varallisuus painottuu selvästi ESL:ään, johtuen sen pääomaintensiivisyydestä. Telkon ja Leipurin pääomista merkittävä osa on vaihto-omaisuutta. Pidämme Aspon varallisuusmassaa valtaosin kuranttina, mutta Kaukon vaihto-omaisuuden osalta pidämme pientä alaskirjausta mahdollisena skenaariona energialiiketoiminnan toiminnan alasajon edetessä. Kokonaisuutena taseen

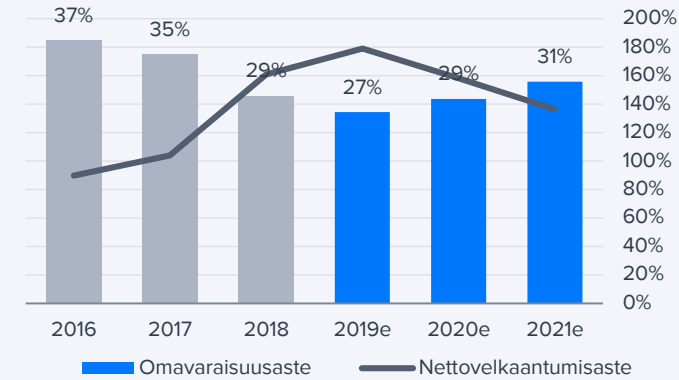
alaskirjaukseen liittyvä riski on kuitenkin suhteellisen pieni ja Aspon kokoluokassa varsin rajallinen.

## Velanhoitokyky on hyvä kohonneesta nettovelasta huolimatta

Aspon nettovelkaantumisaste oli 2018 lopussa 160 %. Vuoden 2019 alusta voimaantulleet IFRS 16 kirjanpitemuutokset nostivat nettovelkaantumista 30 %, mikä näkyy piikkinä kuvaajassa. Yhtiön velanhoitokyky on kuitenkin hyvä ja nettovelkaantumisaste laskee nopeasti nykyennusteillamme.

Yhtiön käyttökate/nettovelat suhde on 2019e ennusteillamme 3,8x ja 2020e 3,1x kertoen yhtiön hyvällä tasolla säilyvästä velanhoitokyvystä. Ennusteessamme lähivuosien investoinnit pysyvät matalina ja vahvistuneen rahavirtansa avulla yhtiöllä ei pitäisi myöskään olla ongelmia pitää osinkoaan lievästi kasvavalla trendillä.

### Taseen avainlukujen kehitys



### Rahavirrat 2017-2021e



# Ennusteet 1/2

## 2019 – odotamme vahvaa tuloskasvua

Odotamme Aspolta vahvaa tuloskasvua vuodelta 2019. Aspo on itse ohjeistanut liikevoiton olevan 28-33 MEUR, mikä tarkoittaa 6-25 %:n kasvua 2018 oikaistuun liikevoittoon (26,3\* MEUR). Haarukka on hyvin leveä ja arviomme mukaan se heijastelee etenkin epävarmuutta liittyen taloustilanteen kehitykseen. Myös kun ohjeistus annettiin uusien LNG-alusten nosturiongelmiin korjauksen aikatauluun liittyi vielä epävarmuutta.

Oma ennusteemme 2019 liikevoitolle on 30,6 MEUR ja olemme konsernin ohjeistuksen keskikohdassa. Tulosparannuksen ajurina toimii ESL, jonka kasvanut laivasto nostaa tulosta merkittävästi. LNG-alusten vaikutus näkyy kunnolla kuitenkin vasta H2:lla ja näin ollen 2019 ei kuvasta ESL:n täyttä tulospotentiaalia. Telkon ja Leipurin suhteen olemme ennusteissamme varovaisia suhteessa niiden taloudellisiin tavoitteisiin. 2019 EPS:n ennustamme olevan 0,73 euroa. Luku sisältää Telkon saaman 0,05 euron kertaluontoisen veronpalautuksen liittyen kiistaan 2015 maksetuista lisäveroista.

## 2020 – uudet alukset näkyvät täysimääräisesti

2020 Aspon tulos tekee jälleen selvän tasokorjauksen, kun uudet alukset näkyvät yhtiön numeroissa täysimääräisesti. Myös Telkon strategian toteutuksen etenemisen myötä koheneva kannattavuus tukee tuloskasvua.

Ennustamme konsernin liikevoiton nousevan 37,5 MEUR:oon. Telkon ja ESL:n osuus tuloksesta on merkittävä ja hitaan tulosparannuksen myötä

Leipurin rooli konsernissa jatkaa supistumistaan. ESL:n erittäin matalan veroasteen (tonnistovero) myötä konsernin veroaste pysyy alhaisena ja EPS kasvaa ripeästi 0,84 euroon.

Vuonna 2021 odotamme Aspon liikevoiton nousevan 42,1 MEUR:oon ja EPS kasvaa 0,96 euroon. ESL ja Telko vastaavat valtaosasta tulosparannusta ESL hyötyessä odottamastamme rahtimarkkinan elpymisestä sekä kasvaneen aluskapasiteetin tehostuvasta hallinnasta asiakkuuksissa. Odotamme myös Telkon kannattavan kasvun jatkuvan.

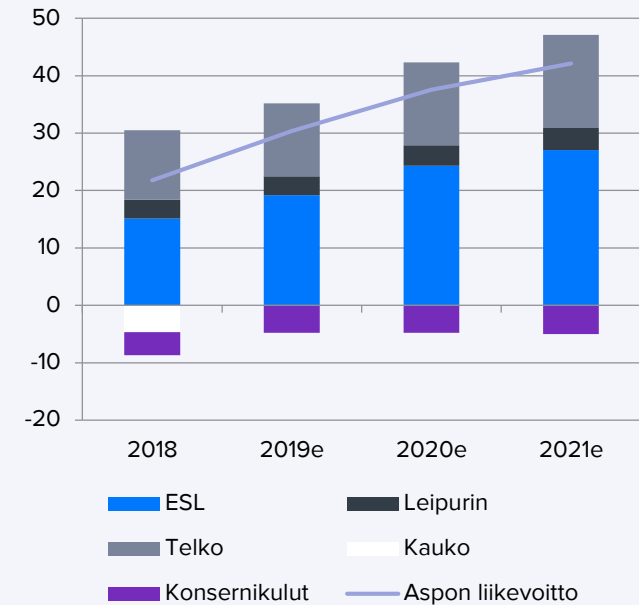
## Ennusteemme suhteessa 2020 tavoitteisiin

Aspon tavoitteena on saavuttaa 7 %:n liikevoittomarginaali vuoteen 2020 mennessä.

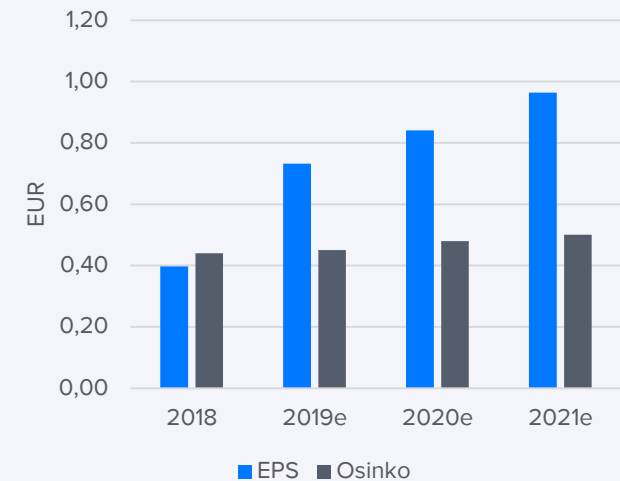
Ennustamme 2020 liikevoittomarginaalin olevan 5,8 % ja pidämme 7 %:n tavoitetasoa erittäin kunnianhimoisena. Sen saavuttaminen vaatisi arviomme mukaan erityisesti Telkolta ja Leipurilta odotuksiamme voimakkaampaa kannattavuusparannusta sekä supramax-alusten selvästi nykyistä parempaa kannattavuutta.

Vaikka Aspon liikevoitto-% jää selvästi tavoitteista, ennustamme konsernin pääsävän 20 % oman pääoman tuottotavoitteeseen vuonna 2020. Tämä johtuen erityisesti korkeasta velkavivusta sekä matalista korkokuluista.

Tulosennusteet 2018-2021e



Tulos ja osinko



\*oikaisu Kaukon 5,2 MEUR alaskirjauksesta sekä ESL:n AtoB@C:n -yritysoston 0,9 MEUR kertaluontoisista kuluista

# Ennusteet 2/2

## Tuloskasvuun liittyy epävarmuutta

Kokonaisuutena ennustamme Aspolle merkittävää tuloskasvua lähivuosille. Vuosien 2018-2021e välillä ennustamme tulosparannus on erittäin vahvalla 17 %:n (CAGR) tasolla. Absoluuttisesti oikaistu liikevoitto kasvaa aikaperiodilla noin 16 MEUR:lla.

Tulosparannuksesta ESL:n rooli on suurin (11 MEUR) ja se vastaa noin puolta koko konsernin tulosparannuksesta. ESL:n tulosparannus nojaa etenkin uusiin aluksiin ja näin ollen siihen liittyvä epävarmuus on mielestämme varsin kohtuullinen.

Telkon osuus tulosparannuksesta on noin 4 MEUR ja sen tulosparannus nojaa kannattavan kasvun jatkumiseen. Suhteessa Telkon historialliseen suorittamiseen, voidaan tulosparannusta pitää varsin rajuna, mutta mielestämme se on perusteltavissa yhtiön uskottavalla strategialla.

Leipurin rooli tulosparannuksessa on hyvin rajallinen ja varovaisuus Leipurin ennusteissa luo tiettyä turvamarginaalia konsernin muille osille.

Tulosparannusennusteemme odottavat nykyisenkaltaisen hyvän taloustilanteen jatkuvan, mutta huomautamme, että myös tähän liittyvä epävarmuus on kasvanut.

## Osinkoa kasvatetaan tavoitteiden mukaisesti

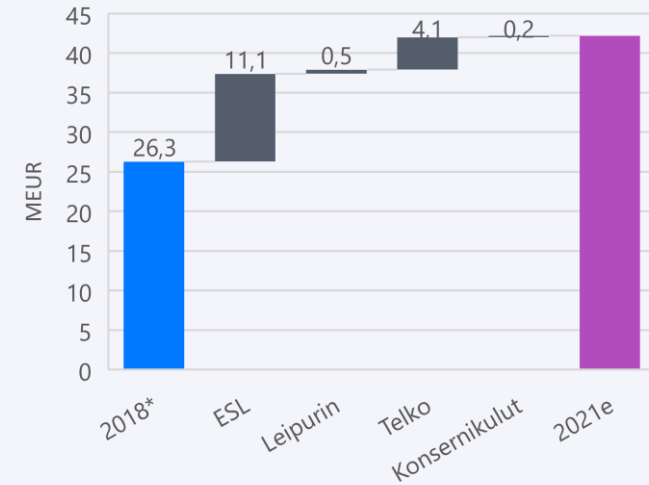
Aspon operatiivinen kassavirta ottaa tasokorjauksen ylöspäin uusien laivojen myötä. Keskeinen kysymys sijoittajien kannalta onkin se, miten Aspo tulee jatkossa käyttämään kohoavan kassavirtansa. Laskelmiemme mukaan Aspon

nettovelkaantumisaste on 2019 vuoden lopussa noin 180 %. Tämä luku pitää kuitenkin sisällään hybridilainan ja tästä oikaistuna nettovelkaantumisaste on 215 % ja selvästi yli yhtiön tavoitteleman 130 %:n tason.

Koholla olevasta velkaantumisesta johtuen emme ennusta Aspon luopuvan hybridilainastaan lähitulevaisuudessa ja yhtiö tulee suurella todennäköisyydellä laskemaan uuden hybridilainan liikkeelle ennen ensi kevättä, jolla korvataan nykyinen hybridilaina. Uskomme kuitenkin, että Aspo tulee lähivuosina kanavoimaan merkittävästi pääomia vieraan pääoman ehtoisten lainojen takaisinmaksuihin ja velkatason laskuun raskaan investointivaiheen jälkeen.

Osinko tulee ennusteessamme pysymään lievällä nousu-uralla 2018 päivitetyn osinkotavoitteen mukaisesti. 2019 tilikaudelta odotamme vain marginaalista 0,01 euron korotusta osinkoon sen kasvaessa 0,45 euroon. Tilikauden 2020 osingon ennustamme kasvavan 0,48 euroon.

### Tulosparannus 2018-2021e



### Rahavirrat 2017-2021e



# Arvonmääritys 1/2

## Arvonmäärityksessä käyttämämme menetelmät

Määrittääksemme käyvän arvon Aspolle olemme käyttäneet kahta arvostusmenetelmää (DCF sekä osien summa). Menetelmien painoarvo valuaatiossamme on 50 % ja tavoitehinnaksemme muodostuu 9,0 euroa.

## Osien summa

Olemme aiemmissa kappaleissa arvottaneet eri liiketoiminnot ja keskityimme tässä kokonaisuuden arviointiin. ESL:n arvo on noussut 280 MEUR:oon (aik. 245 MEUR). Korotus heijastelee pitkälti 30 MEUR arvoista AtoB@C-yritysostoa. Leipurin arvo on laskenut 45 MEUR (aik. 60 MEUR) heijastellen laskeneita ja hyvin varovaisia ennusteitamme lähivuosille. Arviomme Telkon arvosta on laskenut 150 MEUR:oon (170 MEUR) johtuen laskeneista tuloskasvuennusteistamme strategian toteutuksen edettyä odotuksiamme hitaammin. Kaukon arvo on noussut 15 MEUR:oon (aik. 5 MEUR), johtuen heikosti kannattavan energiatehokkuusliiketoiminnan alasajosta ja varaston likvidoinnista lähellä kirja-arvoa. Koska Kauko on yhdistettyä vuoden 2019 alusta Telko segmenttiin, emme käsittele sitä enää erillisenä osien summassamme.

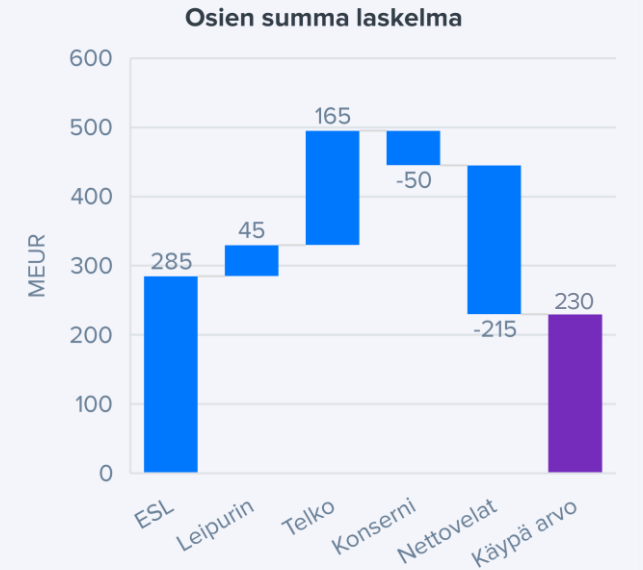
Konsernikulujen osalta olemme diskontanneet nykyisen kulutason 9 %:n WACC (käytimme tätä myös Telkon DCF-mallissamme). Konsernikulujen netto nykyarvo on laskelmassamme -50 MEUR. Osien summa laskelmassamme käyttämämme nettovelat koostuvat Aspon tämän hetkisistä korollisista nettoveloista rahoituslaitoksilta (arviomme noin 190 MEUR) sekä 25 MEUR

hybridilainasta. Emme laske osien summamme nettovelkoihin mukaan IFRS 16 muutosten myötä kasvanutta laskennallista velkaa (37,6 MEUR). Konsernin osien summa on näin ollen 230 MEUR tai noin 7,32 euroa per osake. Näkemyksemme mukaan osien summa ei huomioi konsernin hyvin alhaista vieraan pääoman kustannusta, joka on seurausta Aspon alhaisesta operatiivisesta riskitasosta. Matalan vieraan pääoman kustannuksen ansiosta Aspo kykenee ylläpitämään merkittävää velkavipua, joka nostaa osakkeenomistajien saamaa oman pääoman tuottoa.

Osien summa laskelma ei huomioi tätä matalan vieraan pääoman kustannusta millään tavalla, mikä on mielestämme virheellinen lähtökohta. Toisin sanoen, jos osat arvotettaisiin Aspo konsernin pääoman kustannuksella olisi osien summa nykyistä korkeampi. Tämän seurauksena hyväksymme Aspon osien summaan lievää 10 %:n preemiota ja näkemyksemme yhtiön osien summasta on 8,1 euroa.

## DCF-malli

DCF-mallimme mukainen arvo osakkeelle on 9,9 euroa. DCF-hahmottaa parhaiten yhtiön arvoa, kun korkea velkavipu sekä matala vieraan pääoman kustannus huomioidaan. Samalla malli on kuitenkin erittäin herkkä oletuksille. Ennustemallissamme yhtiön liikevoitto kohoaa vuoden 2019e 30,6 MEUR:sta 2022 44 MEUR:oon eri segmenttien parantaessa liikevoittojaan. Vuoden 2022 taso vastaa mielestämme pitkälti Aspon nykyrakenteesta irti saatavaa



# Arvonmääritys 2/2

kannattavuustasoa (6,2 %). Tämän jälkeen marginaalit laskevat loivasti ja terminaalilla (2028 jälkeen) liikevoittomarginaali on enää 4,8 %. Odotamme erityisesti kasvavien ympäristömääräysten antavan liikevoittomarginaaleille lievää painetta alaspäin. Mallissa terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta on selvä enemmistö, 59 % johtuen alhaisesta pääoman kustannuksesta. Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 7,1 % ja oman pääoman kustannus on 8,8 %.

## Tuloskasvun realisoituminen on osakkeen keskeisin ajuri

Tulosparannuksen realisoituessa Aspon tuotto-odotus on erittäin hyvä, mutta tuloskasvuun liittyvä epävarmuus painaa riski/tuottosuhteen mielestämme neutraaliksi.

Mielestämme Aspon viimeisen 12 kk tuloksesta laskettava P/E-kerroin 14x on neutraali, eikä siinä ole nousuvaraa. Mikäli ennustamamme tuloskasvu tulee läpi täysimääräisesti, koostuu yhtiön tuotto-odotus 17 % osakekohtaisen tuloksen kasvusta sekä 5 % osingosta. Tuloskasvunäkymä on kuitenkin jo useita kvartaaleja siirtynyt eteenpäin ja luottamuksemme tuloskasvuennusteitamme kohtaan on sitä myöten laskenut. Pääsyynä tuloskasvun siirtymiseen ovat olleet LNG-alusten käyttöönoton ongelmat, mutta myös Telko ja Leipurin ovat vielä kaukana tavoitetasostaan.

## Talustilanteen epävarmuus puoltaa edelleen myös varovaisuutta

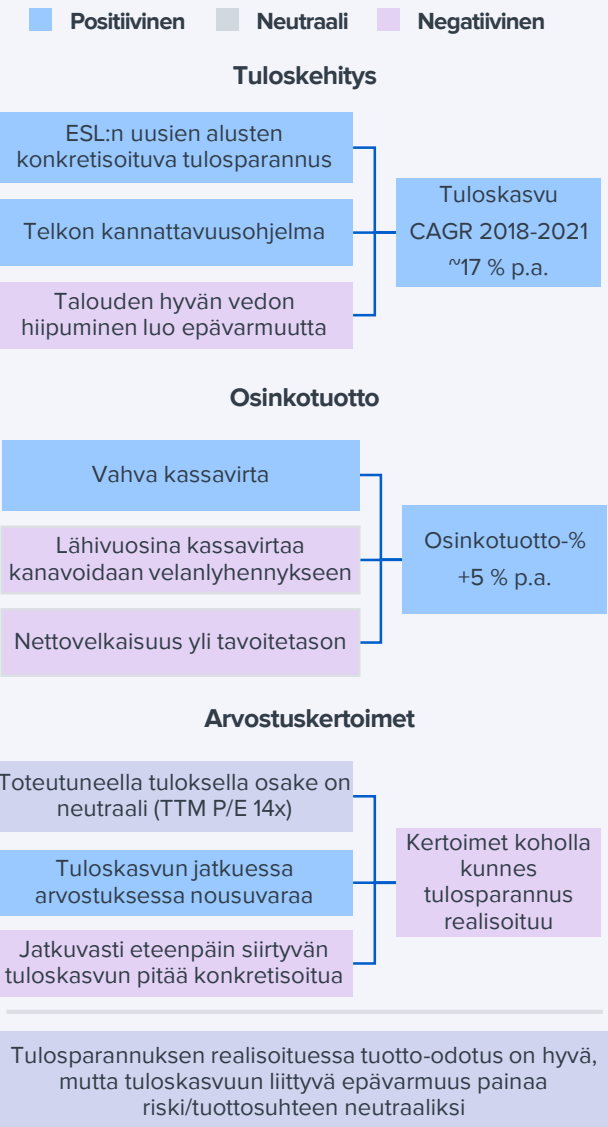
Myös hyvän talustilanteen kestävytyteen liittyvä

epävarmuus pitää meidät varovaisina ja talouden hyvä veto voi hiipua nopeastikin. Aspon kuluvan vuoden tuloskasvu on pääosin ESL:n varassa ja kuivarahtimarkkinan hintatasoa seuraavan Baltic Dry –indeksin alkuvuoden heilahtelut luovat epävarmuutta. Vuoden alusta indeksi ehti laskea jo 1300 tasolta helmikuussa 600 tasolle, mutta se on elpynyt jälleen kesäkuussa yli 1000 tasolle. Huomautamme kuitenkin, että rahtimarkkinan heilahtelun vaikutusta ESL:n tulokseen rajoittavat yhtiön tekemät pitkät sopimukset asiakkaiden kanssa (pl. supramax-alukset). Mielestämme myös Aspo oli aiempaa varovaisempi markkinanäkemyksessään Q1-raportissa. Myös mahdollisen kauppasodan eskaloitumisen myötä vapaakaupalle asetettavat esteet voivat vaikuttaa Aspon päämiesten ja asiakkaiden tavaravirtoihin.

## Emme ole valmiita katsomaan 2020 kertomisia epävarmuuden ollessa koholla.

Vuonna 2020 LNG-alusten pitäisi näkyä Aspon tulosparannuksessa jo täysimääräisesti ja P/E-kerroin laskee houkuttelevalle 10x tasolle. Emme ole kuitenkaan vielä valmiita katsomaan näitä kertomisia, sillä talustilanne voi heikentyä tätä ennen selvästi. Tulosparannuksen pitääkin mielestämme konkretisoitua ensin 2019 osalta, jotta olemme valmiit antamaan painoa tulevaisuuden kertomille.

## Osaketuoton ajurit



# Kvartaaliennusteet

Tuloslaskelma	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19	Q2'19e	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
<b>Liikevaihto</b>	<b>502</b>	<b>115</b>	<b>133</b>	<b>136</b>	<b>157</b>	<b>541</b>	<b>142</b>	<b>160</b>	<b>161</b>	<b>165</b>	<b>627</b>	<b>651</b>	<b>685</b>	<b>723</b>
ESL	79,3	20,5	22,6	30,6	46,4	120	43,7	47,3	48,3	47,8	187	195	201	207
Leipurin	122	30,2	31,2	28,0	31,6	121	25,9	31,5	30,8	34,8	123	128	132	137
Telko	262	57,7	71,7	67,3	69,5	266	71,9	81,3	81,9	82,3	317	328	352	379
Kauko	38,6	6,9	7,2	10,4	9,1	33,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Konsernikulut	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	0,0
<b>Käyttökate</b>	<b>36,7</b>	<b>6,8</b>	<b>10,2</b>	<b>11,0</b>	<b>10,7</b>	<b>38,7</b>	<b>11,8</b>	<b>14,5</b>	<b>15,9</b>	<b>16,4</b>	<b>58,6</b>	<b>67,0</b>	<b>71,7</b>	<b>74,4</b>
Poistot ja arvonalennukset	-13,6	-3,1	-3,1	-3,8	-8,1	-18,1	-6,9	-6,9	-7,0	-7,2	-28,0	-29,5	-29,6	-29,7
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>23,1</b>	<b>3,7</b>	<b>7,1</b>	<b>8,1</b>	<b>7,4</b>	<b>26,3</b>	<b>4,9</b>	<b>7,6</b>	<b>8,9</b>	<b>9,2</b>	<b>30,6</b>	<b>37,5</b>	<b>42,1</b>	<b>44,7</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>23,1</b>	<b>3,7</b>	<b>7,1</b>	<b>7,2</b>	<b>2,6</b>	<b>20,6</b>	<b>4,9</b>	<b>7,6</b>	<b>8,9</b>	<b>9,2</b>	<b>30,6</b>	<b>37,5</b>	<b>42,1</b>	<b>44,7</b>
ESL	13,5	2,6	4,3	4,0	4,2	15,1	3,2	4,3	5,9	5,8	19,2	24,3	27,1	27,9
Leipurin	3,1	0,8	0,9	0,8	0,8	3,3	0,5	0,7	1,0	1,1	3,3	3,6	3,8	4,0
Telko	10,8	2,2	3,6	2,9	3,4	12,1	2,4	3,6	3,2	3,5	12,7	14,4	16,2	17,8
Kauko	-0,2	-0,6	-0,4	0,7	-4,4	-4,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Konsernikulut	-4,1	-1,3	-1,3	-1,2	-1,4	-5,2	-1,2	-1,0	-1,2	-1,2	-4,6	-4,8	-5,0	-5,0
Nettorahoituskulut	-2,0	-1,2	-1,0	-0,9	-1,1	-4,2	-1,0	0,3	-1,1	-1,2	-3,0	-6,3	-6,6	-6,3
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>21,1</b>	<b>2,5</b>	<b>6,1</b>	<b>6,3</b>	<b>1,5</b>	<b>16,4</b>	<b>3,9</b>	<b>7,9</b>	<b>7,8</b>	<b>8,0</b>	<b>27,6</b>	<b>31,2</b>	<b>35,5</b>	<b>38,3</b>
Verot	-1,7	-0,5	-0,7	-0,3	-0,7	-2,2	-0,4	-0,8	-0,8	-0,8	-2,9	-3,1	-3,6	-4,2
Vähemmistöosuudet	-1,9	-0,4	-0,4	-0,5	-0,4	-1,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettotulos</b>	<b>17,5</b>	<b>1,6</b>	<b>5,0</b>	<b>5,6</b>	<b>0,4</b>	<b>12,5</b>	<b>3,5</b>	<b>7,0</b>	<b>7,0</b>	<b>7,2</b>	<b>24,7</b>	<b>28,1</b>	<b>32,0</b>	<b>34,1</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,56</b>	<b>0,05</b>	<b>0,16</b>	<b>0,21</b>	<b>0,16</b>	<b>0,58</b>	<b>0,10</b>	<b>0,21</b>	<b>0,21</b>	<b>0,22</b>	<b>0,73</b>	<b>0,84</b>	<b>0,96</b>	<b>1,03</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,56</b>	<b>0,05</b>	<b>0,16</b>	<b>0,18</b>	<b>0,01</b>	<b>0,40</b>	<b>0,10</b>	<b>0,21</b>	<b>0,21</b>	<b>0,22</b>	<b>0,73</b>	<b>0,84</b>	<b>0,96</b>	<b>1,03</b>
<b>Tunnusluvut</b>	<b>2017</b>	<b>Q1'18</b>	<b>Q2'18</b>	<b>Q3'18</b>	<b>Q4'18</b>	<b>2018</b>	<b>Q1'19</b>	<b>Q2'19e</b>	<b>Q3'19e</b>	<b>Q4'19e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	9,8 %	-3,1 %	7,2 %	7,2 %	18,3 %	7,7 %	22,7 %	20,6 %	18,1 %	5,3 %	16,0 %	3,7 %	5,3 %	5,5 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	13,2 %	-15,9 %	39,2 %	14,1 %	13,8 %	13,9 %	32,4 %	6,7 %	9,7 %	24,9 %	16,4 %	22,7 %	12,2 %	6,1 %
<b>Käyttökate-%</b>	7,3 %	5,9 %	7,7 %	8,1 %	6,8 %	7,2 %	8,3 %	9,0 %	9,9 %	10,0 %	9,3 %	10,3 %	10,5 %	10,3 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	4,6 %	3,2 %	5,4 %	5,9 %	4,7 %	4,9 %	3,5 %	4,7 %	5,5 %	5,6 %	4,9 %	5,8 %	6,1 %	6,2 %
<b>Nettotulos-%</b>	3,5 %	1,4 %	3,7 %	4,1 %	0,2 %	2,3 %	2,2 %	4,1 %	4,1 %	4,1 %	3,7 %	4,1 %	4,4 %	4,5 %

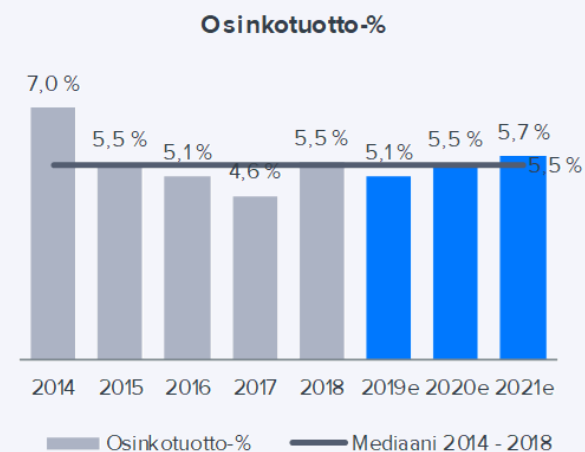
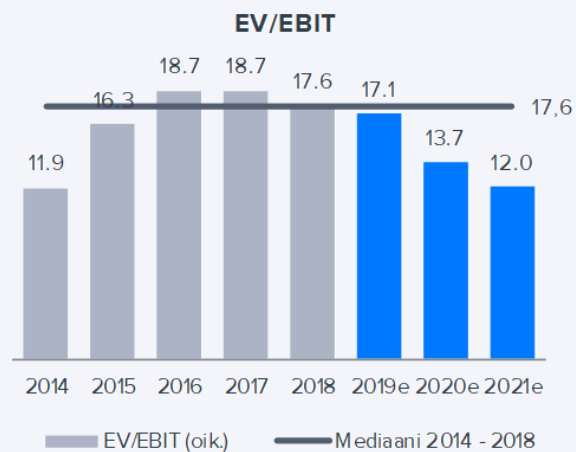
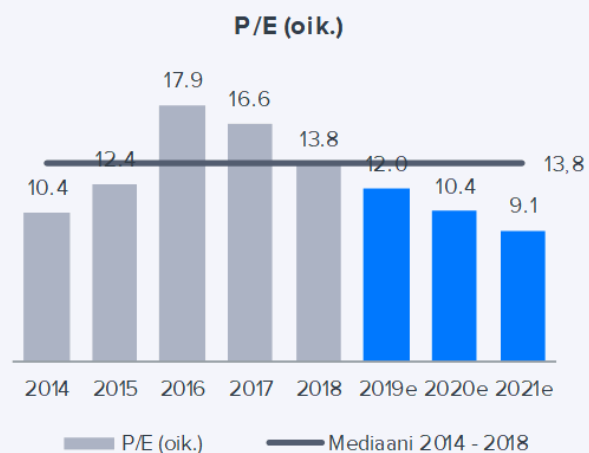
Lähde: Inderes



# Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	5,69	7,50	8,18	9,36	7,96	<b>8,78</b>	<b>8,78</b>	<b>8,78</b>	<b>8,78</b>
Osakemäärä, milj. kpl	31,0	31,0	31,0	31,0	31,4	<b>31,4</b>	<b>31,4</b>	<b>31,4</b>	<b>31,4</b>
Markkina-arvo	176	232	253	290	250	<b>276</b>	<b>276</b>	<b>276</b>	<b>276</b>
Yritysarvo (EV)	279	336	381	432	463	<b>522</b>	<b>513</b>	<b>504</b>	<b>494</b>
P/E (oik.)	10,4	12,4	17,9	16,6	13,8	<b>12,0</b>	<b>10,4</b>	<b>9,1</b>	<b>8,5</b>
P/E	10,4	12,4	17,9	16,6	20,1	<b>12,0</b>	<b>10,4</b>	<b>9,1</b>	<b>8,5</b>
P/Kassavirta	11,2	10,6	32,1	30,4	neg.	<b>13,0</b>	<b>9,7</b>	<b>9,1</b>	<b>8,6</b>
P/B	1,7	2,3	2,2	2,6	2,1	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>
P/S	0,4	0,5	0,6	0,6	0,5	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>
EV/Liikevaihto	0,6	0,8	0,8	0,9	0,9	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>
EV/EBITDA (oik.)	8,3	10,2	11,9	11,8	12,0	<b>8,9</b>	<b>7,7</b>	<b>7,0</b>	<b>6,6</b>
EV/EBIT (oik.)	11,9	16,3	18,7	18,7	17,6	<b>17,1</b>	<b>13,7</b>	<b>12,0</b>	<b>11,0</b>
Osinko/tulos (%)	72,9 %	67,5 %	91,7 %	76,1 %	110,9 %	<b>61,5 %</b>	<b>57,1 %</b>	<b>51,9 %</b>	<b>60,0 %</b>
Osinkotuotto-%	7,0 %	5,5 %	5,1 %	4,6 %	5,5 %	<b>5,1 %</b>	<b>5,5 %</b>	<b>5,7 %</b>	<b>5,5 %</b>

Lähde: Inderes, EV oikaistu hybridilainalla



# Tase

Vastaavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>174</b>	<b>231</b>	<b>275</b>	<b>275</b>	<b>277</b>
Liikearvo	42,0	43,0	43,0	43,0	43,0
Aineettomat hyödykkeet	8,0	8,9	8,7	8,5	8,4
Käyttöomaisuus	120	175	218	218	220
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,2	1,5	0,2	0,2	0,2
Muut pitkäaikaiset varat	3,8	2,8	4,9	4,9	4,9
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>147</b>	<b>168</b>	<b>188</b>	<b>195</b>	<b>206</b>
Vaihto-omaisuus	60,9	71,3	81,6	84,6	89,1
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	66,4	77,8	81,6	84,6	89,1
Likvidit varat	19,9	19,3	25,1	26,0	27,4
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>321</b>	<b>400</b>	<b>463</b>	<b>470</b>	<b>482</b>

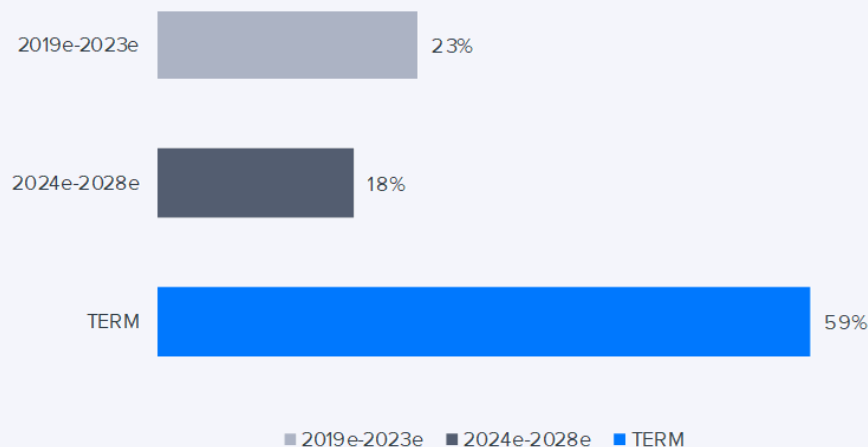
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>Oma pääoma</b>	<b>112</b>	<b>117</b>	<b>126</b>	<b>138</b>	<b>153</b>
Osakepääoma	17,7	17,7	17,7	17,7	17,7
Kertyneet voittovarot	69,6	73,9	83,1	95,4	111
Oman pääoman ehtoiset lainat	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>113</b>	<b>178</b>	<b>218</b>	<b>211</b>	<b>204</b>
Laskennalliset verovelat	3,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,3	0,0	0,3	0,3	0,3
Lainat rahoituslaitoksilta	110	178	212	206	199
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,5	0,0	5,0	5,0	5,0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>95,5</b>	<b>105</b>	<b>119</b>	<b>121</b>	<b>125</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	27,1	28,5	33,9	32,9	31,8
Lyhytaikaiset korottomat velat	67,9	73,0	81,6	84,6	89,1
Muut lyhytaikaiset velat	0,5	3,3	3,9	3,9	3,9
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>321</b>	<b>400</b>	<b>463</b>	<b>470</b>	<b>482</b>

# DCF-laskelma

DCF-laskelma	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>20,6</b>	<b>30,6</b>	<b>37,5</b>	<b>42,1</b>	<b>44,7</b>	<b>43,0</b>	<b>41,8</b>	<b>41,3</b>	<b>40,7</b>	<b>39,1</b>	<b>39,9</b>	
+ Kokonaispoistot	18,1	28,0	29,5	29,6	29,7	29,9	30,2	30,4	30,6	30,8	31,0	
- Maksetut verot	-5,2	-2,9	-3,1	-3,6	-4,2	-4,1	-3,9	-3,9	-3,9	-3,7	-3,8	
- verot rahoituskuluista	-0,6	-0,3	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	
+ 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	-13,9	-4,9	-3,0	-4,5	-4,9	-2,3	-2,4	-2,5	-2,5	-2,1	-2,1	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>19,1</b>	<b>50,5</b>	<b>60,3</b>	<b>62,9</b>	<b>64,6</b>	<b>65,8</b>	<b>64,9</b>	<b>64,7</b>	<b>64,3</b>	<b>63,5</b>	<b>64,3</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,8	5,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-75,5	-71,3	-30,0	-31,0	-31,0	-32,0	-32,0	-32,0	-32,0	-32,0	-33,9	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-57,2</b>	<b>-15,5</b>	<b>30,3</b>	<b>31,9</b>	<b>33,6</b>	<b>33,8</b>	<b>32,9</b>	<b>32,7</b>	<b>32,3</b>	<b>31,5</b>	<b>30,4</b>	
+/- Muut	4,2	36,8	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	
Vapaa kassavirta	-53,0	21,3	28,6	30,2	31,9	32,1	31,2	31,0	30,6	29,8	28,7	577
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>20,5</b>	<b>25,7</b>	<b>25,4</b>	<b>25,0</b>	<b>23,5</b>	<b>21,4</b>	<b>19,8</b>	<b>18,3</b>	<b>16,6</b>	<b>14,9</b>	<b>301</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		512	492	466	440	415	392	370	351	332	316	301
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>512</b>										
- Korolliset velat		-206,8										
+ Rahavarat		19,3										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-13,8										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>311</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>9,9</b>										

## Rahavirranjakauma jaksottain



## Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	10,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	30,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,5 %
Yrityksen Beta	1,00
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,50 %
Riskitön korko	3,5 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>8,8 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>7,1 %</b>

Lähde: Inderes

\*Vuoden 2019 bruttoinvestoinnit sisältävät laskennallisten 38,5 MEUR käyttöomaisuuserien tuonin taseeseen IFRS16 muutosten myötä (oikaistu kassavirrasta)

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2016	2017	2018	2019e	2020e	Osakekohtaiset luvut	2016	2017	2018	2019e	2020e
Liikevaihto	457,4	502,4	540,9	<b>627,4</b>	<b>650,5</b>	EPS (raportoitu)	0,46	0,56	0,40	<b>0,73</b>	<b>0,84</b>
Käyttökate	32,0	36,7	38,7	<b>58,6</b>	<b>67,0</b>	EPS (oikaistu)	0,46	0,56	0,58	<b>0,73</b>	<b>0,84</b>
Liikevoitto	20,4	23,1	20,6	<b>30,6</b>	<b>37,5</b>	Operat. kassavirta / osake	0,51	0,86	0,61	<b>1,61</b>	<b>1,92</b>
Voitto ennen veroja	17,4	21,1	16,4	<b>27,6</b>	<b>31,2</b>	Vapaa kassavirta / osake	0,25	0,31	-1,69	<b>0,68</b>	<b>0,91</b>
Nettovoitto	14,2	17,5	12,5	<b>23,0</b>	<b>26,4</b>	Omapääoma / osake	3,70	3,63	3,71	<b>4,00</b>	<b>4,39</b>
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	-5,7	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	Osinko / osake	0,42	0,43	0,44	<b>0,45</b>	<b>0,48</b>
<b>Tase</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
Taseen loppusumma	309,7	321,1	399,7	<b>462,8</b>	<b>470,3</b>	Liikevaihdon kasvu-%	3 %	10 %	8 %	<b>16 %</b>	<b>4 %</b>
Oma pääoma	114,5	112,3	116,6	<b>125,8</b>	<b>138,0</b>	Käyttökateen kasvu-%	-3 %	15 %	5 %	<b>51 %</b>	<b>14 %</b>
Liikearvo	42,6	42,0	43,0	<b>43,0</b>	<b>43,0</b>	Liikevoiton oik. kasvu-%	-1 %	13 %	14 %	<b>16 %</b>	<b>23 %</b>
Nettovelat*	127,8	141,7	212,5	<b>246,2</b>	<b>237,5</b>	EPS oik. kasvu-%	-25 %	23 %	2 %	<b>27 %</b>	<b>15 %</b>
<b>Kassavirta</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	Käyttökate-%	7,0 %	7,3 %	7,2 %	<b>9,3 %</b>	<b>10,3 %</b>
Käyttökate	32,0	36,7	38,7	<b>58,6</b>	<b>67,0</b>	Oik. Liikevoitto-%	4,5 %	4,6 %	4,9 %	<b>4,9 %</b>	<b>5,8 %</b>
Nettokäyttöpääoman muutos	-13,7	-6,9	-13,9	<b>-4,9</b>	<b>-3,0</b>	Liikevoitto-%	4,5 %	4,6 %	3,8 %	<b>4,9 %</b>	<b>5,8 %</b>
Operatiivinen kassavirta	15,8	26,7	19,1	<b>50,5</b>	<b>60,3</b>	ROE-%	13,1 %	15,4 %	10,9 %	<b>19,0 %</b>	<b>20,0 %</b>
Investoinnit	-7,8	-17,1	-75,5	<b>-71,3</b>	<b>-30,0</b>	ROI-%	8,8 %	9,5 %	7,2 %	<b>8,8 %</b>	<b>10,0 %</b>
Vapaa kassavirta	7,9	9,5	-53,0	<b>21,3</b>	<b>28,6</b>	Omavaraisuusaste	37,0 %	35,0 %	29,2 %	<b>27,2 %</b>	<b>29,4 %</b>
						Nettovelkaantumisaste	89,8 %	103,9 %	160,8 %	<b>175,9 %</b>	<b>153,9 %</b>
<b>Suurimmat omistajat</b>						<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
Havsudden Oy Ab			10,0 %			EV/Liikevaihto	0,8	0,9	0,9	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>
Vehmas Tatu Antti Aleksi			7,3 %			EV/EBITDA (oik.)	11,9	11,8	12,0	<b>8,9</b>	<b>7,7</b>
Keskinäinen työeläkevakuutusyhtiö Varma			4,6 %			EV/EBIT (oik.)	18,7	18,7	17,6	<b>17,1</b>	<b>13,7</b>
Vehmas Tapio			4,4 %			P/E (oik.)	17,9	16,6	13,8	<b>12,0</b>	<b>10,4</b>
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen			3,1 %			P/B	2,2	2,6	2,1	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>
Robinson Joanna			2,4 %			Osinkotuotto-%	5,1 %	4,6 %	5,5 %	<b>5,1 %</b>	<b>5,5 %</b>

Inderes: \*huomioi hybridin

# ESL verrokkiryhmä

	EV	EV/EBIT 19	EV/EBIT 20	EV/EBITDA 19	EV/EBITDA 20	EV/S 19	P/B
Algoma Central Corp	496	12,4	10,8	5,2	4,7	1,4	0,7
Costamare Inc	1838	11,6	10,1	7,2	6,6	4,6	0,4
Diana Shipping Inc	636	16,3	11,8	7,5	6,3	3,3	0,5
Safe Bulkers Inc	578	14,0	8,3	6,9	5,0	3,6	-
Genco Shipping & Trading Ltd	580	60,9	7,0	7,5	3,8	3,0	0,3
Euroseas Ltd	35	13,4	10,8	5,7	5,3	1,1	-
Star Bulk Carriers Corp	1755	28,3	5,5	10,8	4,0	3,6	0,5
Golden Ocean Group Ltd	1521	27,8	10,9	10,4	5,6	4,2	0,5
Eagle Bulk Shipping Inc	554	16,7	8,6	9,3	5,5	2,8	0,7
Team Tankers International Ltd	331	NaN	20,6	14,7	5,9	1,1	0,4
Scorpio Bulkers Inc	948	71,8	11,4	14,0	7,0	5,0	0,3
Dampskibsselskabet Norden	938	13,1	7,4	5,7	4,4	0,4	0,6
Danaos Corp	1539	9,6	9,6	6,1	6,1	4,2	-
Seanergy Maritime Holdings	184	847,3	6,8	13,3	5,0	2,9	-
Navios Maritime Partners LP	527	12,6	8,0	6,1	4,5	3,1	0,2
<b>Mediaani</b>	<b>683</b>	<b>15,1</b>	<b>9,6</b>	<b>5,3</b>	<b>6,2</b>	<b>2,9</b>	<b>0,7</b>
<b>Mediaani</b>	<b>683</b>	<b>15,1</b>	<b>9,6</b>	<b>5,3</b>	<b>6,2</b>	<b>2,9</b>	<b>0,7</b>
ESL	280	14,6	11,5	9,0	7,7	1,5	1,4
Erotus -%	-59 %	-4 %	20 %	70 %	25 %	-50 %	87 %

Lähde: Reuters, Inderes (data kerätty 5.6.2019)

# Leipurin verrokkiryhmä

	EV	EV/EBIT 19	EV/EBIT 20	EV/EBITDA 19	EV/EBITDA 20	EV/S 19	P/B
Amsterdam Commodities NV	565	11,0	10,7	10,1	9,8	0,8	2,4
Orkla ASA	8588	16,9	16,1	12,9	12,4	2,0	2,2
Tate & Lyle PLC	4151	12,2	11,8	8,2	8,1	1,3	2,3
Sysco Corp	38984	16,2	14,9	12,6	11,7	0,7	16,1
Orsero SpA	165	9,9	8,1	4,8	4,5	0,2	0,8
US Foods Holding Corp	9922	14,2	13,0	9,6	9,0	0,4	2,2
Marr SpA	1613	15,9	15,4	12,8	12,3	0,9	4,0
Colabor Group Inc	130	-	-	8,8	6,5	0,2	-
Total Produce PLC	913	11,4	10,9	9,8	9,6	0,2	1,3
Chefs' Warehouse Inc	1088	19,8	17,4	13,8	12,3	0,8	-
Performance Food Group Co	4743	17,1	15,3	11,4	10,1	0,3	3,3
Rational AG	6242	27,9	25,5	25,9	23,6	7,4	12,5
Middleby Corp	8175	16,1	14,5	13,4	12,2	3,0	3,6
Welbilt INC	3230	14,7	12,9	11,8	10,6	2,2	7,8
<b>Mediaani</b>	<b>3691</b>	<b>15,9</b>	<b>14,5</b>	<b>11,6</b>	<b>10,4</b>	<b>0,7</b>	<b>2,8</b>
Leipurin	45	13,6	12,5	10,1	9,6	0,4	0,8
Erotus -%	-99 %	-14 %	-14 %	-13 %	-7 %	-50 %	-73 %

Lähde: Reuters, Inderes (data kerätty 5.6.2019)

# Telkon verrokkiryhmä ja DCF

	EV	EV/EBIT 19	EV/EBIT 20	EV/EBITDA 19	EV/EBITDA 20	EV/S 19	P/B
Brenntag AG	8756	11,8	11,3	8,9	8,5	0,7	1,9
Univar Inc	5896	14,1	11,6	8,9	8,0	0,7	2,4
IMCD Group	4448	20,8	19,1	17,9	16,5	1,6	4,4
Ashland Global Holdings	6426	22,9	19,8	12,8	11,6	2,8	1,5
Luxchem Corporation	87	7,3	6,8	6,8	6,4	0,5	1,5
<b>Mediaani</b>	<b>5896</b>	<b>14,1</b>	<b>11,6</b>	<b>8,9</b>	<b>8,5</b>	<b>0,6</b>	<b>1,9</b>
Telko	150	11,7	10,3	10,5	9,4	0,5	1,6
Erotus -%	-97 %	-17 %	-12 %	18 %	10 %	-27 %	-12 %

Lähde: Reuters, Inderes (data kerätty 5.6.2019)

KASSAVIRTALASKELMA	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	TERM
EBIT	12,7	14,4	16,2	17,8	18,1	18,5	18,9	19,2	2 %
+ Poistot	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	
- Verot	-2,5	-2,9	-3,2	-3,6	-3,6	-3,7	-3,8	-3,8	
- Käyttöpääoman muutos	-3,2	-3,0	-3,7	-1,1	-1,1	-1,1	-1,2	-1,2	
<b>Operatiivinen cash flow</b>	<b>8,6</b>	<b>10,2</b>	<b>10,9</b>	<b>14,7</b>	<b>15,0</b>	<b>15,3</b>	<b>15,5</b>	<b>15,8</b>	
- CAPEX	-1,0	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6	
<b>Vapaa kassavirta</b>	<b>7,6</b>	<b>8,6</b>	<b>9,3</b>	<b>13,1</b>	<b>13,4</b>	<b>13,7</b>	<b>13,9</b>	<b>14,2</b>	
<b>Dinkontattu vapaa kassavirta</b>	<b>7,0</b>	<b>7,2</b>	<b>7,2</b>	<b>9,3</b>	<b>8,7</b>	<b>8,1</b>	<b>7,6</b>	<b>7,1</b>	<b>94,7</b>
WACC	9 %								
<b>DCF EV</b>	<b>157</b>								

Lähde: Inderes

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten 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 tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttieroön. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä 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 arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaamaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:  
Osta >15 %

Lisää 5-15 %

Vähennä -5-5 %

Myy < -5 %

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

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 Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestintään liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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

## Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
28.12.2015	Lisää	8,00 €	7,47 €
11.2.2016	Lisää	7,60 €	6,80 €
28.4.2016	Lisää	7,60 €	6,80 €
27.10.2016	Lisää	7,60 €	7,10 €
24.11.2016	Lisää	8,00 €	7,20 €
12.1.2016	Lisää	9,00 €	8,17 €
16.2.2017	Lisää	9,50 €	9,09 €
10.5.2017	Lisää	9,50 €	8,85 €
15.8.2017	Vähennä	9,00 €	9,01 €
27.10.2017	Lisää	10,00 €	9,25 €
22.11.2017	Lisää	10,00 €	9,22 €
15.2.2018	Lisää	10,00 €	9,70 €
19.3.2018	Lisää	10,50 €	9,82 €
3.5.2018	Lisää	10,00 €	9,28 €
6.8.2018	Lisää	10,00 €	9,22 €
14.8.2018	Osta	11,00 €	9,68 €
25.10.2018	Lisää	11,00 €	9,68 €
21.11.2018	Osta	11,00 €	9,16 €
17.12.2018	Lisää	10,00 €	8,64 €
14.2.2019	Vähennä	9,00 €	8,88 €
8.5.2019	Vähennä	9,00 €	8,54 €
17.6.2019	Vähennä	9,00 €	8,76 €





Inderes on kaikille osakesijoittajille avoin analyysipalvelu ja yhteisö. Toimintaamme ohjaavat viisi periaatetta: riippumattomuus, laadukas analyysi, intohimo osakemarkkinoita kohtaan, pääomamarkkinoiden avoimuuden parantaminen sekä toiminta yhteisönä yhteisen hyvän edistämiseksi. Tavoitteemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja kansankapitalismia. Yhteisöömme kuuluvat sijoittajat oppivat tuntemaan kohdeyhtiöt paremmin, ymmärtävät omistajuuden merkityksen ja voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi. Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyhtiötä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 20 työntekijän tiimillä intohimosta osakesijoittamiseen.

### Inderes Oy

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa [www.inderes.fi](http://www.inderes.fi)

## Palkinnot



2015, 2018  
Suositus- ja  
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017  
Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018  
Suositus- ja  
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018  
Suositustarkkuus



2012, 2016, 2017, 2018  
Suositus- ja  
ennustetarkkuus



2017  
Suositustarkkuus



2017  
Suositustarkkuus



2018  
Ennustetarkkuus



**Analyysi kuuluu  
kaikille.**