

Aspo

Laaja raportti

10.3.2023 21:15



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



Kasper Mellas
+358 45 6717 150
kasper.mellas@inderes.fi

Aktiivisemmän pääoman allokoinnin aika

Odotamme Aspolta lähivuosina hyvää operatiivista kehitystä haastavasta lyhyen aikavälin talouskuvasta huolimatta. Osakkeen nykyinen arvostus olisi perusteltavissa pelkällä Aspon nykyisellä tulostasolla, mikä tarjoaa mielestämme riittävää turvamarginaalia korkeaa ennusteriskiä kompensoimaan. Nostamme suosituksemme lisää-tasolle (aik. vähennä) ja toistamme 9,0 euron tavoitehintamme.

Yritystoilla kasvava monialayhtiö

Aspo omistaa ja kehittää pääosin B2B-markkinoilla operoivia yrityksiä, jotka toimivat erikoisosaamista vaativilla alueilla. Jokaisella liiketoiminnolla on erillinen johtoryhmä sekä hallitus. Konsernin tehtävänä on puolestaan tukea segmenttejä näiden strategiatyössä ja kasvussa, tarjota tukitoimintoja sekä vastata pääoman allokoinnista. Aspon kolme operatiivista segmenttiä ovat varustamo ESL Shipping, teollisuuden jakelija Telko sekä leipomo- ja elintarviketeollisuuden tukkuri Leipurin. Aiemmin konsernille tärkeiden itämarkkinoiden painoarvo on viimeisen vuoden aikana laskenut hyvin pieneksi, kun konserni päätyi vetäytymään Venäjältä ja Valko-Venäjältä ensin mainitun aloitettua hyökkäyssodan Ukrainaan.

2021 lopulla Aspo julkaisi päivitetyn strategiansa, jonka mukaisesti yhtiö pyrkii kehittämään arvonluontimalliaan kohti sarjayhdistelijöiltä tuttua toimintatapaa. Olennaisena osana Aspon uuteen strategiaan kuuluu erityisesti Telko-segmentin kasvun kiihdyttäminen yritysostoin. Toistaiseksi Aspon kohdalla ei kuitenkaan ole perusteltua puhua sarjayhdistelijästä, sillä yhtiö on vasta ottanut muodonmuutoksensa ensiaskeleet ja yritysostoja on tehty sangen verkkaisesti. Aspoa tulee siten mielestämme tarkastella ja hinnoitella yritysostoilla kasvavana monialayhtiönä.

Odotamme hyvää operatiivista tuloskehitystä

Arvioimme heikentyvän suhdanteen iskevän erityisesti Telkoon ja ESL:ään, vaikka kummankin segmentin suhteellinen kannattavuus pysyy ennusteissamme vahvana. 2023 odotammekin konsernin vertailukelpoisen liikevoiton laskevan edellisvuoden erittäin vahvalta tasolta noin 39 MEUR:oon (2022: 55,3 MEUR), mikä on linjassa myös yhtiön ohjeistuksen kanssa. Vuosina 2024–2026 ennusteissamme konsernin tuloskasvun veturina toimii Telko, jonka volyymikasvun ja suuremman skaalan myötä parantuvan tehokkuuden odotamme johtavan segmentin noin 13 % vuosittaiseen liiketuloksen kasvuun. Kokonaisuutena odotamme Aspon osakekohtaisen tuloksen laskevan kuluvana vuonna selvästi ja kääntyvän tämän jälkeen noin 10 %:n vuotuisen kasvuun 2023–2026e. Osinko kasvaa hyvin maltillisesti pääoman allokoinnin painopisteen ollessa investoinneissa.

Osake lievästi aliarvostettu

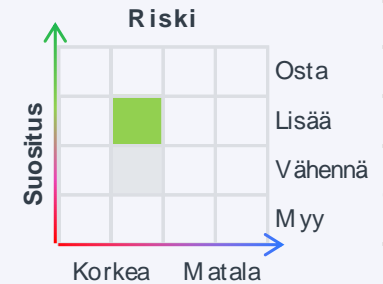
Annamme arvonmäärityksessämme suurimman painoarvon tulokertoimille sekä tasepohjaiselle arvostukselle, joiden perustana käytämme arviotamme konsernin syklin yli katsovasta normalisoidusta tulostasosta ja pääoman tuotosta. Aspon tasevarallisuuden tuotto ylittää ennusteillamme pääoman kustannuksen, joten yhtiötä voidaan perustellusti arvostaa selvästi yli sen sijoitetun pääoman. Hyväksymämme haarukka tasepohjaiselle EV/IC-kertoimelle on 1,5–1,7x, jonka keskikohta antaa osakkeen arvoksi 9,0 euroa. Myös tulospohjaiset kertoimet indikoivat osakkeen olevan lievästi aliarvostettu.

Suositus

Lisää
(aik. Vähennä)

9,00 EUR
(aik. 9,00 EUR)

Osakekurssi:
8,17



Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	643	579	638	675
kasvu-%	12 %	-10 %	10 %	6 %
EBIT oik.	55,3	39,1	43,2	45,8
EBIT-% oik.	8,6 %	6,8 %	6,8 %	6,8 %
Nettotulos	20,7	30,1	31,8	33,9
EPS (oik.)	1,36	0,87	0,93	1,03

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

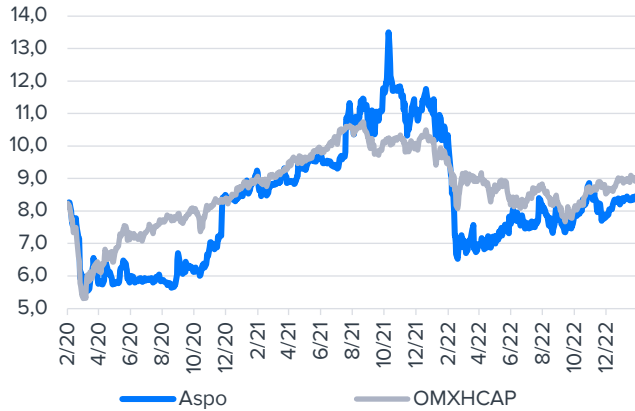
Lähde: Iderecs

Ohjeistus

(Ennallaan)

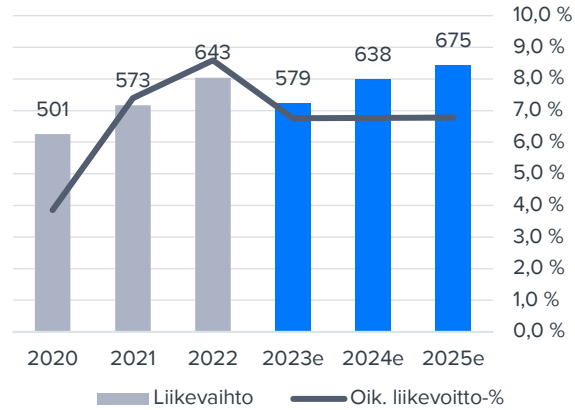
Aspo-konsernin vertailukelpoinen liikevoitto on yli 35 miljoonaa euroa vuonna 2023 (2022: 55,3 MEUR).

Osakekurssi



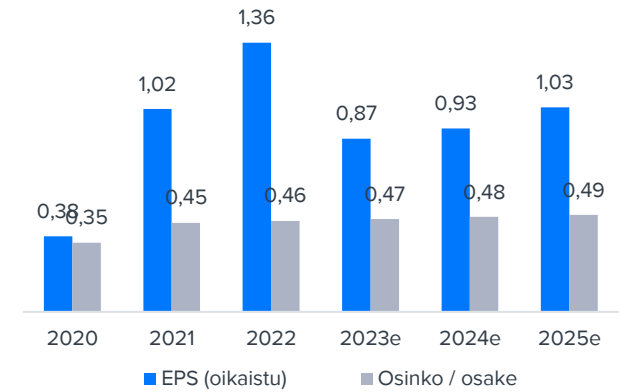
Lähde: Millistream Market Data AB

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 jatkuminen
- Leipurin tuloskäänteen eteneminen
- Yritysjärjestelyt



Riskitekijät

- Rahtimarkkinan syklisyys
- Velkaa on absoluuttisesti paljon
- Leipurin tuloskuunto ilman itämarkkinaa
- Yritysostoissa epäonnistuminen

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	8,17	8,17	8,17
Osakemäärä, milj. kpl	31,5	31,5	31,5
Markkina-arvo	257	257	257
Yritysarvo (EV)	450	459	459
P/E (oik.)	9,3	8,8	7,9
P/E	9,3	8,8	7,9
P/Kassavirta	6,8	18,1	11,5
P/B	1,7	1,5	1,7
P/S	0,4	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,8	0,7	0,7
EV/EBITDA (oik.)	6,3	5,9	5,5
EV/EBIT (oik.)	11,5	10,6	10,0
Osinko/tulos (%)	53,8 %	51,8 %	47,4 %
Osinkotuotto-%	5,8 %	5,9 %	6,0 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6–9
Taloudelliset tavoitteet	10–11
Segmentit: ESL Shipping	12–17
Segmentit: Telko	18–24
Segmentit: Leipurin	25–28
Sijoitus- ja riskiprofiili	29–30
Taloudellinen tilanne	31–32
Konsernitason ennusteet	33–35
Arvonmääritys	36–41
Liitteet	42–46
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	47

Aspo lyhyesti

Aspo-konserni pyrkii luomaan arvoa omistamalla ja kehittämällä liiketoimintoja pitkäjänteisesti. Konsernin tämänhetkiset liiketoiminnot ESL Shipping, Telko sekä Leipurin keskittyvät teollisuuden logistiikkapalveluihin.

1929

Perustamisvuosi

653 MEUR

Liikevaihto 2022

55,3 MEUR (8,5 % lv:sta)

Oikaistu liikevoitto 2022

866

Henkilöstö 2022 lopussa

3

Operatiivisten segmenttien määrä

Nykymuotoinen Aspo (2008)

Nykymuotoinen Aspo-konserni syntyy Kauko-Telko -yhtymän ja ESL:n yhdistäytymisestä vuonna 2008

Samalla Aspo myi omistamansa Autotank-yhtiön

Fokus itämarkkinoilla (2009–2017)

ESL investoi kahteen isoon kokoluokan Supramax-alukseen ja kasvattaa kuljetuskapasiteettiaan merkittävästi

Finanssikriisi iskee ESL:n kannattavuuteen

Aspo peruu suunnitelmansa listata Leipurin, kun Venäjän kriisi eskaloituu 2014

Telko kasvaa kannattavasti

AtoB@C-yhtymä (2018–2020)

ESL hankkii ruotsalaisen AtoB@C-varustamon ja laajentaa kalustoaan myös pienempiin alusluokkiin

ESL vastaanottaa kaksi nesteytettyä maakaasulla kulkevaa irtolastialusta

Telkon päivitetty strategia painottuu vahvemmin lisäarvotuotteisiin

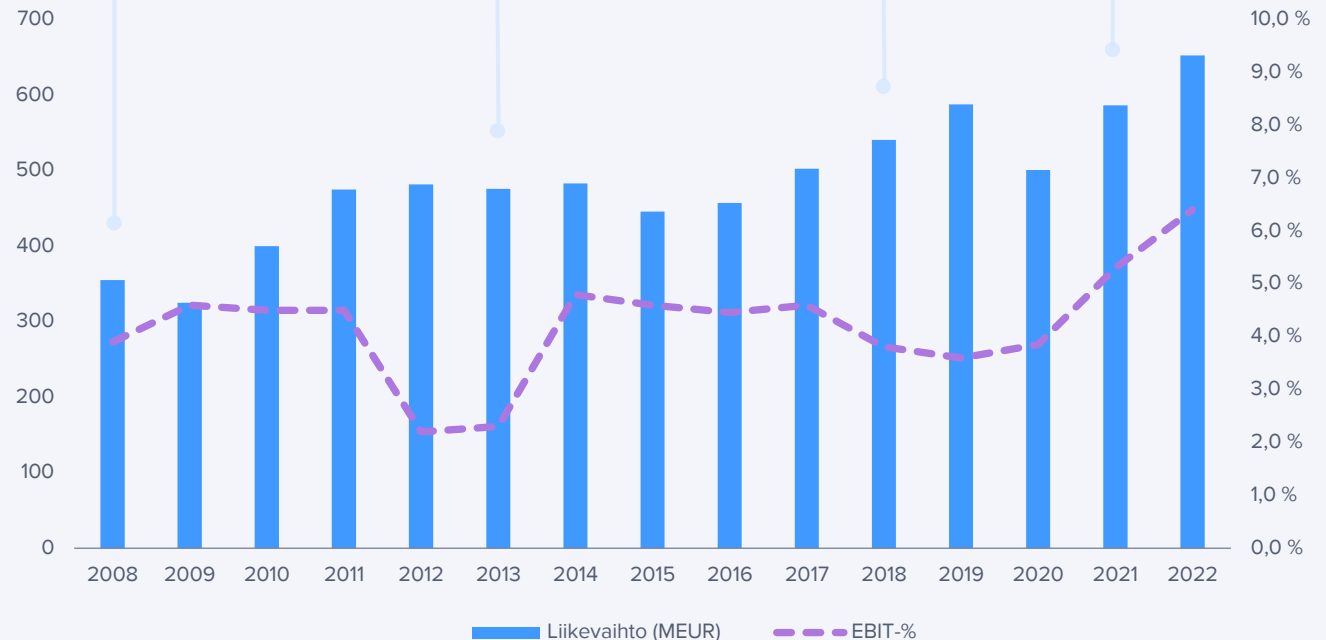
Uusi konsernistrategia (2021–)

Venäjän hyökkäyssodan myötä Aspo irtaantuu Venäjän ja Valko-Venäjän liiketoiminnoistaan

Leipurin ostaa ruotsalaisen Kobian

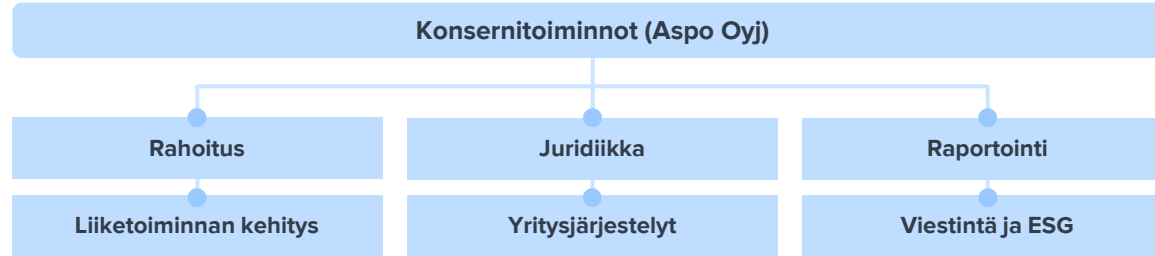
Sarjayhdistelijämalliin perustuvan strategia lanseerataan

ESL investoi 12 uuteen sähköhybridialukseen, joista puolet myydään ulkopuolisille sijoittajille



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/3

Aspo pyrkii luomaan arvoa omistamalla ja kehittämällä liiketoimintoja pitkäjänteisesti. Omistetut yritykset vastaavat omasta toiminnastaan sekä asiakassuhteistaan. Konsernitoimintojen tarkoituksena on tehostaa liiketoimintoja tarjoamalla muun muassa mittakaavaetuja tukitoiminnoissa, kohdistettuja asiantuntijapalveluita sekä vahvempaa asemaa rahoitusneuvotteluissa. Lisäksi konsernin hallitus yhdessä johdon kanssa vastaa konsernia koskevista strategisista linjauksista kuten pääoman ja kassavirtojen allokoinnista.



OPERATIIVISET LIIKETOIMINNOT

Jokaisella liiketoiminnolla on oma operatiivinen johto sekä hallitus, jotka koostuvat kunkin toimialan asiantuntijoista ja osaajista. Hallituksen puheenjohtajana toimii kuitenkin aina Aspon toimitusjohtaja.

ESL Shipping

ESL Shipping on Itämeren johtavia kuivarahtiyhtiöitä, jonka pääasiakaskuntia ovat energia-, metsä- ja terästeollisuus. Varustamo tarjoaa myös erityispalveluina suurten valtamerialusten lastauksia ja kevennyksiä merellä.

Telko

Telko on jakeluyhtiö, joka tarjoaa valmistavalle teollisuudelle muoviraaka-aineita, teollisuuskemikaaleja ja voiteluaineita. Yhtiön palvelut kattavat hankinnan, jakelun, teknisen tuen ja tuotantoprosessien kehittämisen.

Leipurin

Leipurin on tukkukauppa, joka on erikoistunut leipomoiden, kodin ulkopuolisen syömisen (foodservice) sekä elintarviketeollisuuden ratkaisuihin. Leipurin liiketoiminta koostuu raaka-aineiden ja koneiden myynnistä.



Uudet strategian mukaiset liiketoiminnot (1–2 kpl), joita konserni hakee yritystostoin. Uusien tukijalkojen tavoitekooko ostohetkellä 20–50 MEUR (EV).



Aspo allokoii pääomia aktiivisesti nykyisten liiketoimintojen kasvattamiseksi sekä uusien liiketoimintojen hankkimiseksi.



Tällä hetkellä konserni koostuu kolmesta erillisestä operatiivisesta liiketoiminnosta.

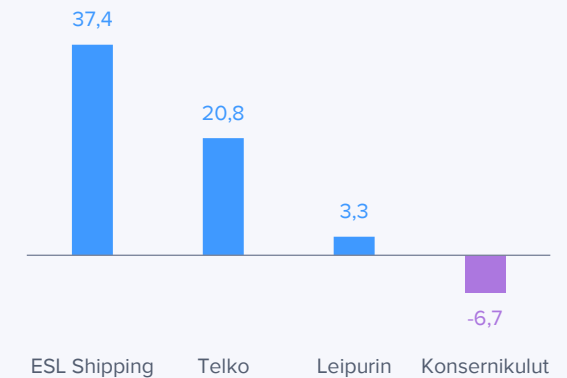


Konsernin työntekijöiden lukumäärä oli yhteensä 866 vuoden 2022 lopussa.



Konsernin liikevaihdosta ESL:n osuus oli 38 %, Telkon 42 % ja Leipurinin 20 % (2022).

Oikaistu liikevoitto segmenteittäin 2022 (MEUR)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/3

Konsernin rooli liiketoimintamallissa

Aspon liiketoimintamallin keskiössä on omistaa ja kehittää pääosin B2B-markkinoilla operoivia yrityksiä, jotka toimivat erikoisosaamista vaativilla alueilla. Jokaisella liiketoiminnolla on erillinen johtoryhmä sekä hallitus, jotka koostuvat kunkin toimialan asiantuntijoista ja osaajista. Hallituksen puheenjohtajana toimii kuitenkin aina Aspon toimitusjohtaja. Konsernin rooliksi jää ennen kaikkea vastata pääoman allokoinnista. Lisäksi konsernitoiminnot sisältävät joitain tukifunktioita.

Lähtökohtaisesti Aspo on hyvin pitkäaikainen omistaja, jonka nykyinen strategia rakentuu vahvasti sen nykyisten liiketoimintojen ympärille. Käsitksemme mukaan varsinaisia esteitä ei kuitenkaan yhdenkään segmentin myymiseksi ole, mikäli tarjottu hinta on riittävän houkutteleva. Koska jokaisella liiketoiminnalla on oma operatiivinen johtonsa ja erilliset liiketoimintaprosessinsa, näiden irrottaminen konsernista esimerkiksi yrityskaupalla onnistuu melko vaivattomasti. Yleisesti ottaen voidaan todeta, että Aspon kehityskaari sen omistamille yrityksille on perinteisiä pääomasijoittajia pidempi ja ennen kaikkea joustavampi.

Irtautumiset liiketoiminnoista epätodennäköisiä

Mielestämme Leipurin on Aspon tytäryhtiöistä potentiaalisin myyntikandidaatti, sillä kilpailu erityisesti leipomotuotteiden tukkumarkkinalla on kovaa eikä yhtiöllä ole arviomme mukaan kestäviä kilpailuetuja. Emme kuitenkaan pidä nykyhetkeä vielä optimaalisena irtautumisen kannalta, sillä yhtiö on kannattavuutensa osalta mielenkiintoisessa vaiheessa tuoreen Kobia-yrityksoston jäljiltä. Lisäksi kilpailuoikeudelliset

rajoitteet laskevat potentiaalisten ostajien määrää. ESL:ää emme usko konsernin myyvän, sillä sen kassavirrat ovat tärkeitä yritysostostrategiaa ja kasvavan osingon tavoitetta silmällä pitäen. Telko puolestaan on olennainen palanen yhtiön pyrkimyksessä muuntautua sarjayhdistelijäksi. Uskommekin Aspon jatkavan nykyisellä rakenteellaan ja täydentävän tätä strategiansa mukaisesti yhdellä tai kahdella uudella segmentillä.

Maantieteellinen fokus murroksessa

Maantieteellisesti Aspo on fokuoitunut toimimaan Pohjois-Euroopassa ja valituilla itämarkkinoilla. Ennen Venäjän hyökkäystä Ukrainaan itämarkkinoiden merkitys oli konsernille huomattava Venäjän, IVY-maiden ja Ukrainan vastatessa hieman alle 30 %:sta 2021 liikevaihtoa. Sodan syttymisen jälkeen Aspo aloitti aktiiviset ponnistelut Venäjältä ja Valko-Venäjältä vetäytymiseksi ja on nyt allekirjoittanut sitovat esisopimukset kaikkien kyseisillä markkinoilla toimivien yhtiöidensä myynnistä. Olemme käsitelleet Telkon Venäjältä irtautumista täällä, Valko-Venäjältä irtautumista [täällä](#) ja Leipurinin Venäjän, Valko-Venäjän ja Kazakstanin liiketoimintojen myyntiä [täällä](#).

Järjestelyt odottavat vielä viranomaishyväksyntöjä, joiden saamiseen liittyy yhä vaikeasti ennakoitavia poliittisia linjanvetoja. Näin ollen pidämme mahdollisena, että varojen kotiuttamiseen saattaa kulua vielä jonkin aikaa. Venäjältä ja Valko-Venäjältä saatavien kassavarojen kotiutumisen ajankohtaa ja lopullista summaa tärkeämpää on kuitenkin saada näiden omaisuuserien aktiivinen kauppaprosessi päätökseen. Tämä vapauttaa johdon resursseja, jotka voidaan jatkossa kanavoida kasvustrategian toimeenpanoon.

ESL Shipping



Osuus konserni tuloksesta korkea.



Kassavirran tuottokyky hyvä, mutta kaluston ylläpitoinvestoinnit huomattavia. Lisäksi tuloksen voitiliteetti korkea.



Irtautumisen todennäköisyys matala.

Telko



Osuus konsernin tuloksesta huomattava.



Pääomakevyt ja vahva kassavirta. Konsernin näkökulmasta investointikohde yrityskauppojen kautta.



Irtautumisen todennäköisyys matala.

Leipurin



Osuus konsernin tuloksesta matala.



Pääomakevyt liiketoiminta, ei vaadi olennaisia investointeja. Merkitys konsernille kuitenkin pieni.



Irtautumisen todennäköisyys kohtalainen.

Merkittävät yritysjärjestelyt

Aspon viimeisin merkittävä rakennejärjestely tapahtui vuonna 2008, kun Aspo osti Keskolta Kauko-Telkon ja myi omistamansa Autotank-yhtiön. Tämän järjestelyn myötä muodostui konsernin nykyinen liiketoimintaportfolio, jota Aspo on viimeiset vuodet keskittänyt kehittämään.



Aspo myi omistamansa Autotank-yhtiön Gilbarco VeederRootille kesällä 2008. Kauppahinta oli 28 MEUR ja kaupan EV/Liikevaihto-kerroin oli 0,5x. Tappiollisen tuloksen vuoksi tulospohjaisia kertoimia ei voida laskea. Ottaen huomioon Autotankin heikko taloudellinen kehitys, voidaan kauppahintaa pitää Aspon kannalta varsin hyvänä.



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 kemikaalitutkuri 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. Kauko myytiin konsernista vuonna 2022.

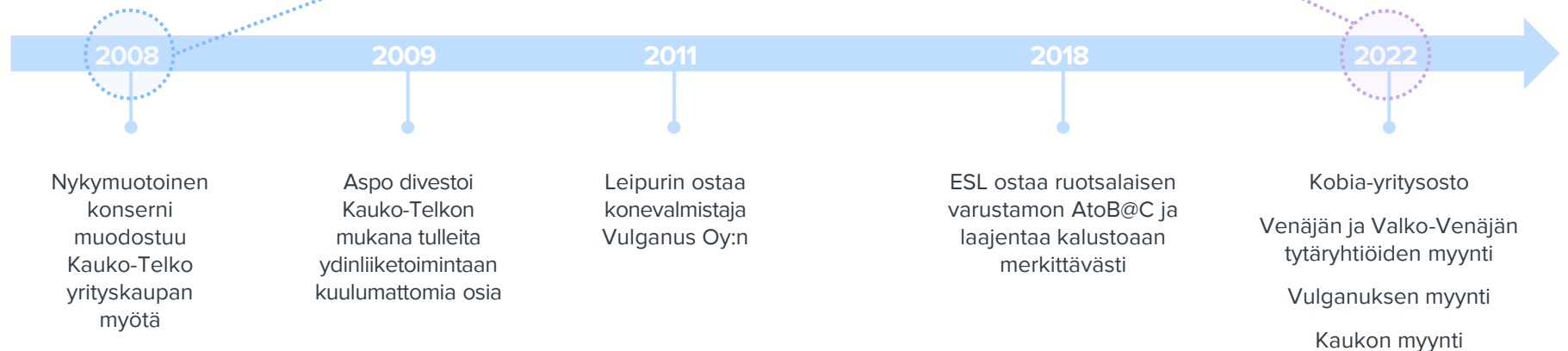
Vuosi 2022 oli Aspolla merkittävä yritysjärjestelyiden osalta. Vuoden aikana konserni allekirjoitti sitovat esisopimukset kaikkien sen Venäjällä ja Valko-Venäjällä toimivien tytäryhtiöiden myynnistä. Lisäksi Telko myi Kaukon ja Leipurin irtaantui konevalmistaja Vulganuksesta sekä hankki jakeluyhtiö Kobian.



Ukrainan sodan syttymisen jälkeen Aspo alkoi aktiivisesti kartoittaa keinoja Venäjältä vetäytymiseksi. Loppuvuodesta 2022 konserni ilmoitti myyneensä sekä Leipurinin että Telkon Venäjän ja Valko-Venäjän liiketoiminnot. Kaupoista kirjattiin vuodelle 2022 yhteensä noin 15 MEUR:n edestä arvonalentumistappioita pääosin varastosta, myyntisaamisista ja rahavaroista.



Toukokuussa 2022 Leipurin ilmoitti merkittävän kokoisesta yrityskaupasta, jolla se osti ruotsalaisen leipomoteollisuuden jakeluyhtiö Kobia Ab:n. Samana vuonna yhtiö ilmoitti myyneensä konevalmistaja Vulganuksen koko osakekannan.



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/3

Tavoitteena sarjayhdistelijäksi muuntautuminen

Vuoden 2021 lopulla Aspo julkaisi päivitetyn konsernistrategiansa, jonka perusteella yhtiö pyrkii kehittämään arvonluontimalliaan kohti sarjayhdistelijöiltä tuttua toimintatapaa.

Sarjayhdistelijöiksi kutsutaan tyypillisesti yhtiöitä, joiden oma liiketoiminta keskittyy pääoman allokontiin. Pääoma taas voi tässä yhteydessä olla luonteeltaan aineellista tai aineetonta.

Puhdasoppinen sarjayhdistelijä hankkii, omistaa ja kehittää pääomakeveitä liiketoimintoja, joilla on jokin tunnistettava paikallinen kilpailuetu tai kilpailukyvyyn lähde. Tätä kautta hankittavat pienet- ja keskisuuret liiketoiminnot tuottavat pitkällä aikavälillä vahvaa kassavirtaa konsernin uudelleen sijoitettavaksi maltillisella riskillä ja korkealla pääoman marginaalituotolla.

Ostettavien yritysten ei itsessään tarvitse kasvaa tai merkittävästi kehittyä, vaan niiden arvo konsernin näkökulmasta lepää niiden tarjoamissa kassavirroissa. Siten sarjayhdistelijän arvonluontimalli muuntaa erillisten yhtiöiden perintövallihaudat pääoman tehokkaaseen uudelleenallokontiin perustuvaksi vallihaudaksi.

Pääoma-, kustannus- sekä rahoitussynergioiden, ja toisaalta urakehitysmahdollisuuksien myötä yrittäjät taas ovat valmiita siirtämään elämäntyönsä sarjayhdistelijän kaltaiselle ikuiselle omistajalle maltillisella hinnalla, sillä tyypillisesti kyseisten yrittäjien ensisijainen intressi on jatkaa liiketoimintansa kehittämistä sarjayhdistelijän leveämpien hartioiden alla kauppahinnan maksimoinnin sijaan.

Yritysosotot tiiviimmin osaksi konsernin päivitettyä strategiaa

Toistaiseksi Aspon kohdalla ei kuitenkaan ole perusteltua puhua sarjayhdistelijästä, sillä yhtiö on vasta ottanut muodonmuutoksensa ensiaskeleet. Aspoa tulee siten mielestämme tarkastella yritysostoilla kasvavana monialayhtiönä. Olennaisena osana Aspon uuteen konsernistrategiaan kuuluu Telkon kasvun kiihdyttäminen yritysostoin. Perusteet tälle ovat kunnossa, sillä Aspon nykyisistä liiketoiminnoista Telkon arvonluontiedellytykset ovat näkemyksemme mukaan parhaat. Olemme tarkastelleet Telkon yrityskauppoja tarkemmin segmenttiä käsittelevässä osiossa.

Lisäksi uuden strategian puitteissa yhtiö on ilmoittanut pyrkivänsä laajentumaan yhteen tai kahteen kokonaan uuteen liiketoimintoon yli nykytoimialojen. Uusien segmenttien tavoiteltu kokoluokka on hankintahetkellä yritysarvolla (EV) mitattuna noin 20–50 MEUR, mutta tarkempia indikaatioita tavoitelluista kohteista yhtiö ei ole antanut. Sarjayhdistelijämallin arvonluontiteesin mukaisesti olennaista olisi erityisesti ostettavien yhtiöiden pääomakeveys sekä kyky tuottaa vakaata kassavirtaa konsernin allokoitavaksi taas uusiin ja uusiin yritysostoihin. Uusien liiketoiminta-alueiden on myös tarkoitus toimia uusien yritysostojen alustana Telkon rinnalla.

Lähtökohtaisesti Aspon nykyiset ja tulevat liiketoiminnot ovat kokonaan konsernin omistuksessa, joskaan Aspo ei käsityksemme mukaan ole poissulkemassa mitään vaihtoehtoja omistusmuodolle.

Aspolla riittää vielä todistettavaa

Yritysosstovetoisessa arvonluonnissa onnistuminen on mielestämme kiteytettävissä muutamaa keskeiseen edellytykseen. Ensinnäkin riittävän korkea osuus konserniyhtiöiden tuottamasta operatiivisesta kassavirrasta tulee olla käytettävissä yritysostoihin. Aspon tapauksessa haasteita aiheuttavat yhtiön kasvavan osingon tavoite sekä ESL:n vähäpäästöisyyteen tähtäävät merkittävät kalustoinvestoinnit. Alusten uusi pooling-rahoitusmalli siirtää kuitenkin osan pääomatarpeista ulkopuolisille sijoittajille ja vapauttaa pääomia muuhun käyttöön. ESL:n tulos myös heiluu rahtimarkkinan syklien mukana.

Toisekseen konsernin on pystyttävä tunnistamaan riittävä määrä potentiaalisia ostokohteita, sillä yritysostovetoisen arvonluonnin onnistumisessa on lopulta kyse siitä, kuinka tehokkaasti konsernin liiketoimintojen tuottamaa kassavirtaa kyetään allokoimaan arvostukseltaan houkutteleviin yritysostokohteisiin – erityisesti Telko-segmentissä. Haasteena on siten löytää kilpailudynamiikaltaan sopivia toimijoita, joiden hinnoittelu on linjassa tavoitellun pääoman tuoton kanssa. Tämä taas muuttuu sitä haastavammaksi, mitä suuremmaksi Telko kasvaa, sillä valtaosa houkuttelevista kohteista löytyy kokoasteikon pienemmästä päästä. Hyvän pääoman tuoton saavuttaminen ja ylläpitäminen vaativat siten yhä useampia onnistuneita yritysostoja. Tyypillisesti ongelmaa taklataan jalkauttamalla yrityskauppavastuuta segmenttitasolle. Erityisesti tämän osalta konsernilla on lähivuosina näytön paikka.

Taloudelliset tavoitteet 1/2

Taloudelliset tavoitteet

Aspolla on voimassa neljä konsernitason taloudellista tavoitetta:

- Liikevoittoprosentti nykyrakenteella 8 %
- Liikevaihdon vuosikasvu 5–10 %
- Oman pääoman tuotto yli 20 %
- Nettovelkaantumisaste enintään 130 %
- Vuosittain kasvava osinko

Liikevoittomarginaalia ei ole Aspolle hyvä mittari

Liikevoittomarginaali tavoite ei pitkällä aikavälillä ole Aspolle kovinkaan relevantti mittari. Tämä johtuu siitä, että Aspoo omistaa profiililtaan hyvin erilaisia yrityksiä, joiden kasvuun konserni uudessa strategiansa investoi vapaata kassavirtaansa. Näin ollen eri liiketoimintojen omistaja-arvon kehitys riippuu ennen kaikkea niiden pääoman tuotosta. Vaikka kannattavuus onkin pääoman tuottoon olennaisesti vaikuttava komponentti, eivät nämä välttämättä kulje käsi kädessä. Kehotammekin sijoittajia kääntämään katseensa segmenttikohtaiseen tarkasteluun, sillä näiden operatiiviset liiketoiminnot sitovat eri määrän tasevaroja, jolloin myös hyvään pääoman tuottoon vaadittavat kannattavuustasot eroavat merkittävästi toisistaan. Segmenttikohtaiset tavoitteet liikevoittomarginaalille ovat: ESL 14 %, Telko 8 % ja Leipurin 5 %.

Yleisellä tasolla voidaan todeta, että pidämme kannattavuustavoitteita hyvin vaativina, emmekä usko nykykuoroisten segmenttien yltävän näihin

ilman markkinan merkittävää vetoapua. Eri liiketoimintojen ennusteita olemme käyneet tarkemmin läpi kutakin segmenttiä käsittelevässä osiossa.

Liikevaihto ei kerro arvonluonnista

Myös liikevaihtotavoite on Aspolle mielestämme varsin tarpeeton, sillä se ei kerro yhtiön arvonluonnista eikä ota huomioon mahdollisia yritysjärjestelyjä. Mielestämme liikevaihdon kasvutavoitetta pitää tulkita siten, että yhtiö tavoittelee hallittua kasvua myös jatkossa ja 5–10 %:n tavoite sisältää myös jonkin verran nykyisten liiketoimintojen yritysostoja. Mahdollisten isompien ns. platform-yritysostojen mukanaan tuoma liikevaihdon kasvu tulisi tähän päälle.

Osinko kasvaa hitaasti kassavirtojen ohjautuessa takaisin liiketoimintoihin

Aspo on historiassa ollut avokätinen osingonmaksaja ja voitonjakosuhte on ollut korkea. Yhtiön tavoitteena on maksaa vuosittain kasvavaa osinkoa, mikä on osittain ristiriidassa yhtiön sarjayhdistelijästrategian kanssa, sillä osinkovirta lohkaisee huomattavan osan yhtiön vapaasta kassavirrasta yhtiön ulkopuolelle. Yhtiön voitonjakosuhte on kuitenkin laskenut merkittävästi viime vuosina tuloskasvun myötä. Odotammekin osingon kasvun jäävän lähivuosina vaatimattomaksi yhtiön kanavoitessa yhä enemmän pääomia sarjayhdistelijästrategian toteuttamiseen.

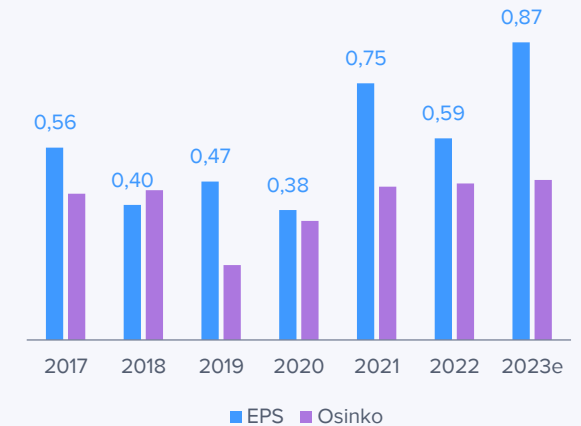


Konsernin taloudelliset tavoitteet

Aspon taloudelliset tavoitteet (annettu 1.12.2021):

- Liikevoittomarginaali nykyrakenteella **+8 %**
- Liikevaihdon vuosikasvu **5–10 %**
- Oman pääoman tuotto **yli 20 %**
- Nettovelkaantumisaste enintään **130 %**
- Vuosittain **kasvava osinko**

Osakekohtainen tulos ja osinko



Taloudelliset tavoitteet 2/2

ROE-% on konsernin tavoitteista relevantein

Oman pääoman tuottotavoite on näkemyksemme mukaan Aspolle kaikista relevantein, sillä se mittaa konsernin kykyä saada tuottoa sen liiketoimintaan sitoutuneille varoille. Oman pääoman tuotto ottaa myös huomioon Aspon kannalta olennaisen velkavivun käytön. Sijoittajien kannattaakin Aspoa arvioidessa kiinnittää erityistä huomiota oman pääoman tuottoon, sillä lopulta se kertoo miten yhtiö on onnistunut strategian mukaisessa pääoman allokoinnissa. Suosittelemme sijoittajia seuraamaan oman pääoman tuottoa pidemmällä aikavälillä, sillä mahdolliset rakennejärjestelyt vaikuttavat merkittävästi tunnusluvun kehitykseen.

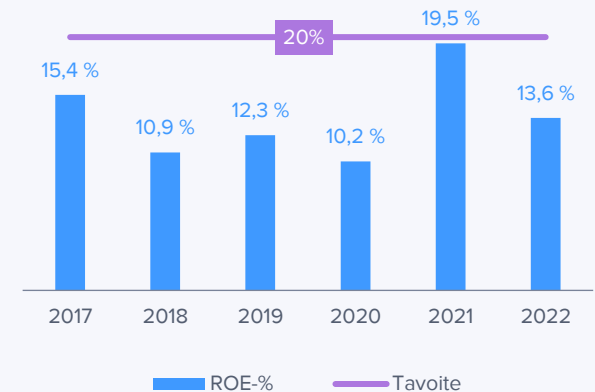
Pidämme 20 %:n oman pääoman tuottotavoitetta nykyisellä liiketoimintaportfoliolla ja taserakenteella kunnianhimoisena, mutta saavutettavissa olevana tasona. Se kuitenkin vaatii taakseen nykyisten liiketoimintojen vahvaa operatiivista suoriutumista.

Tasetta käytetään aktiivisesti

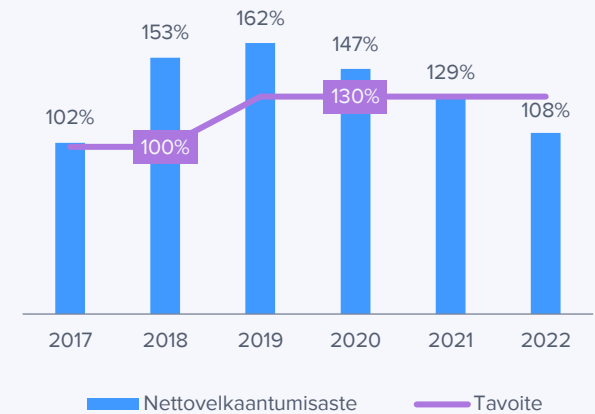
Aspo on läpi historiansa hyödyntänyt aktiivisesti vierasta pääomaa rahoituksessaan ja yhtiön velkavipu on ollut suhteellisen korkea. Konsernin nettovelkaantumistavoite on hyvin relevantti, sillä se yhdessä vapaan kassavirran kanssa asettaa rajat compounder-strategian toteuttamiseen kanavoitaviin pääomiin. Näkemyksemme mukaan 130 %:n tavoite on suhteellisen korkea, etenkin kun huomioidaan nykyinen selvästi kohonnut korkotaso. Aspon nykyinen nettovelkaantumisaste on noin 110 %, mutta se pitää sisällään hybridilainan

sekä Venäjän epävarmat saamiset. Hybridilainan mielekkäisyys rahoitusinstrumenttina on laskenut selvästi korkojen nousun myötä ja odotamme yhtiön luopuvan hybridilainastaan nykyisen erääntyessä vuoden 2025 puolivälin tienoilla. Näin ollen hybridistä oikaistuna Aspo on varsin lähellä nettovelkaantumistavoitteensa ylärajaa. Näemmekin, että konsernin tase ja velkakapasiteetti antavat yhtiölle lähivuosina suhteellisen rajallisesti pelimerkkejä toteuttaa sarjayhdistelijästrategiaansa, jolloin valtaosa pääomista tulee väistämättä liiketoimintojen tuottamasta vapaasta kassavirrasta. Olemme tarkastelleet konsernin investointeja ja kassavirtaa yksityiskohtaisemmin raportin konsernitason ennusteita käsittelevässä kappaleessa.

ROE-% suhteessa tavoitetasoon



Nettovelkaantumisasteen kehitys



ESL Shipping 1/5

Rahtipalvelut ovat yhtiön ydinliiketoimintaa

ESL Shipping on yksi Itämeren johtavia kuivarahtiyhtiöitä, ja sen historia ulottuu vuoteen 1949. ESL:n kilpailukyvyyn lähteinä voidaan pitää sen monipuolista ja tehokkaasti operoitua laivastoa, toimitusvarmuutta kaikissa sääolosuhteissa sekä pitkiä asiakassuhteita. Yhtiön strategian kulmakivenä on myös toimia edelläkävijänä ympäristöystävällisessä operoinnissa, mikä on linjassa sen tärkeimpien asiakkaiden päästötavoitteiden kanssa.

Yhtiön ydinliiketoimintaa on tarjota asiakkailleen tuote- ja raaka-ainekuljetukset meriteitse kaikkina vuodenaikoina. Yhtiön alukset operoivat pääosin Itämerellä ja Pohjanmerellä. ESL:n tärkeimmät asiakkaat löytyvät teräs-, metsä- ja kemianteollisuudesta. Tärkeimmät kuljetettavat tavaralajit ovat rautamalmi, koksishiili, kalkkikivi, terästeollisuuden tuotteet, selluloosa, sahatavara sekä vilja ja lannoitteet. Myös energia- ja kaivosteollisuudesta löytyy pitkään jatkuneita asiakkuuksia.

Varsinaisten rahtipalveluiden lisäksi ESL tarjoaa asiakkailleen myös merellä tapahtuvaa lastausta ja kevennystä, sillä Itämeren matalat satamat eivät mahdollista isojen kansainvälisten alusten pääsyä perille täydessä lastissa. ESL:n liikevaihto oli 245 MEUR ja liiketulos 38,1 MEUR vuonna 2022.

ESL:n kalusto sopii vaikeisiin olosuhteisiin

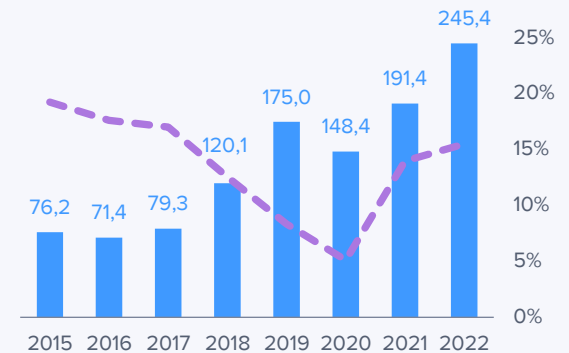
Koko ESL:n nykyinen kuljetuskalusto on jäävähvistettua, ja soveltuu siten vaikeisiin jääolosuhteisiin. Osalla kalustoa voidaan jopa

kulkea ilman jäänmurtajan avustusta.

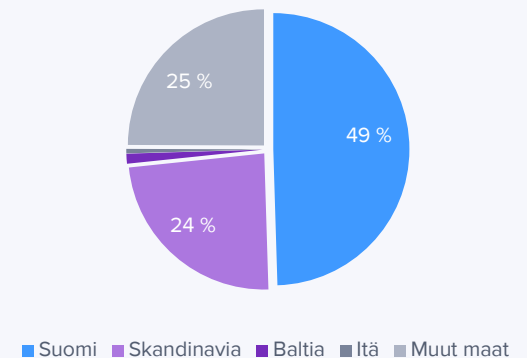
Vuoteen 2017 asti ESL:n rahtiliiketoiminta nojasi vahvasti itse omistettujen suuremman kokoluokan alusten operointiin. Vuonna 2017 yhtiö alkoi kuitenkin uutena liiketoimintana aikarahdata markkinoilta pienemmän kokoluokan kalustoa. Aikarahdauksella tarkoitetaan laivojen vuokraamista rahtikäyttöön. Ensin liiketoimintamallia kokeiltiin neljällä aluksella, ja hyvien kokemusten pohjalta yhtiö päätyi vuoden 2018 elokuussa hankkimaan omistukseensa ruotsalaisen AtoB@C-varustamon. Kaupan myötä ESL kasvatti kalustoaan 30:lla pienemmällä jäävähvistetulla aluksella. AtoB@C:n mukana tulleet alukset ovat yhtiön aiempaa kalustoa selvästi pienempiä, ja näiden keskikoko on noin 5000 DWT. ESL:n vanhan kuljetuskaluston keskikoko on puolestaan reilusti suurempi – noin 28 000 DWT. Kaksi suurinta Supramax-luokan alusta ovat tonnistoiltaan noin 56 000 DWT, joten nämä alukset muodostavat ESL:n nykyisenkin kaluston ytimen vastaten noin neljäsosasta yhtiön kaluston kantavuutta. Kannattavuuden osalta Supramaxien vaikutus on kuitenkin tätä pienempi.

Lisäksi yhtiö vastaanotti syksyllä 2018 kaksi Handysize-luokan nesteytettyllä maakaasulla (LNG) kulkevaa modernia alusta. Käyttämästään polttoaineesta johtuen LNG-alusten hiilidioksidipäästöt ovat noin 50 % ESL:n vanhaa kalustoa matalammat, mikä tukee yhtiön pyrkimyksiä tarjota kaikille asiakkailleen hiilineutraalia kuljetuskapasiteettia vuoteen 2050 mennessä.

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Liikevaihdon maantieteellinen jakauma (2022)



ESL Shipping 2/5

Aluksille solmittiin jo ennen tilausta pitkäaikainen rahtisopimus SSAB:n kanssa, ja tämän syntymisessä alusten ympäristöystävällisyys oli näkemyksemme mukaan yksi merkittävä tekijä. LNG-alusten käyttöönotto oli kuitenkin epäonninen, sillä niiden nostureissa havaittiin mekaanisia ongelmia, joiden takuukorjaukset viivästyttivät tavoiteltuun kannattavuustasoon yltämistä. AtoB@C-yrityskaupan sekä uusien LNG-alusten myötä ESL:n hallinnoimien alusten yhteenlaskettu lukumäärä nousi 18:sta 50:een.

Seuraava lisäys varustamon kalustoon nähdään vuosina 2023–2026, kun yhtiö saa asteittain käyttöönsä tilaamansa 12 uutta sähköhybridialusta (kapasiteetti 5350 DWT). Aluksista puolet rahoitetaan Aspon taseesta, kun taas loput myydään ulkopuoliselle sijoittajaryhmälle. Olemme käsitelleet tätä niin kutsuttua pooling-rakennetta tarkemmin raportin seuraavilla sivuilla.

ESL Shippingin nykyinen kalusto siis koostuu kahdesta Supramax-aluksesta, kahdesta Handysize-luokan LNG-aluksesta, viidestä dieselkäyttöisestä Handysize-aluksesta, 26:sta AtoB@C-yrityskaupan mukana tulleesta pienemmästä rahtialuksesta, neljästä proomusta sekä kahdesta proomujen liikutteluun tarvittavasta puskiijasta. Yhteenveto kalustosta löytyy sivun oikeasta palkista. Kalusto on näkemyksemme mukaan yhä kokonaisuutena kohtalaisen hyvässä kunnossa, ja tonnistolla painotettu keski-ikä on laskelmiemme mukaan noin 17 vuotta.

Liiketoimintamalli

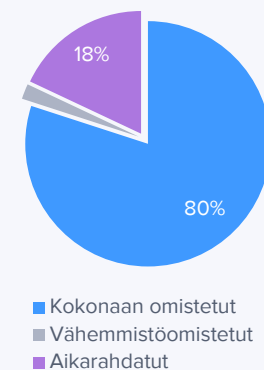
Aspon kalusto eroaa toisistaan kantavuuden ja polttoaineen lisäksi omistusrakenteeltaan. Aspon suurimmat alukset (supramaxit ja handysizet) ovat sen itse omistamia (80 % kapasiteetista Q4'22

lopussa). AtoB@C:n operoima kalusto on puolestaan pääosin aikarahdattua (18 % ESL:n kapasiteetista), joskin aluksista seitsemän on yhtiön omistamia. Lisäksi kalustoon kuuluu kaksi vähemmistöomistettua alusta (~2 % ESL:n kokonaiskapasiteetista).

Omistumuoto vaikuttaa olennaisesti aluksen kannattavuusprofiiliin. Itse omistamien alusten operointi on paras käyttöasteiden ollessa korkeita. Aikarahituksen kannattavuus on puolestaan heikointa, sillä aluksen varsinainen omistaja ottaa katteensa välistä, mutta toisaalta malli tarjoaa joustoa käytössä olevaan kapasiteettiin. Käsittelemme mukaan aikarahitussopimusten pituudet mitoitetaankin pääosin asiakkaiden kanssa solmittujen kuljetussopimusten pituisiksi. Lisäksi investointitarve on hyvin matala omasta taseesta rahoitettuihin aluksiin nähden, mikä parantaa näiden pääoman tuottoa. Myös vastuiden osalta on eroja, sillä Aspo huolehtii itse omistamiensa laivojen huolloista ja perusparannuksista, kun taas aikarahdattujen laivojen kohdalla vastuu on laivojen omistajalla.

Vuonna 2022 ESL ilmoitti uudesta järjestelystä, jossa joka toinen (eli kuusi kappaletta) vuosina 2023–2026 toimitettavasta aluksesta rahoitetaan ns. pooling-mallilla. Mallissa alukset myydään sijoittajayhtiölle, ja ESL saa osuuden laivojen tuotoista. Tässäkin tapauksessa alusten liikevoitolla mitattu kannattavuus on lähtökohtaisesti itse omistettuja matalampi (kuitenkin aikarahdattuja korkeampi), mutta toisaalta sopimusliikenteen kasvu ei sido konsernin kassavirtaa. Pidämme siten pääoman allokoinnin näkökulmasta järjestelyä perusteltuna. Olemme kommentoineet pooling-järjestelyä tarkemmin [täällä](#).

Kaluston omistujajakauma (osuus tonnistosta)



Alus	DTW	Keski-ikä
2x Supramax	56 000	11 vuotta
2x LNG-alus	25 500	5 vuotta
3x Handysize	20 000	17 vuotta
2x Handysize	15 000	27 vuotta
2x Puskiija	–	37 vuotta
4x Proomu	14 000	37 vuotta
26x Pienet alukset	4000–6000	18 vuotta
Yhteensä (Q4'22)	425 000	17 vuotta*

*Tonnistolla painotettu keski-ikä omistetuissa aluksissa
Lähde: Aspo / Inderes

ESL Shipping 3/5

Sopimusrakenne vaimentaa syklistyyttä

Omistusmuodon lisäksi alusten kannattavuuteen vaikuttaa olennaisesti kapasiteetin käyttöaste. Laajalti seurattu Baltic Dry -indeksi antaa kelvollisen kokonaiskuvan globaalin rahtimarkkinan kehityksestä, mutta Aspon kannalta se ei kuitenkaan ole kovin relevantti. Tämä johtuu siitä, että ESL:n kalustoa selvästi isompien valtamerialusten (Capesize) painoarvo siinä on suuri. Merikuljetusmarkkina seurailee pitkälti taloudellisen aktiviteetin kehitystä, ja lyhyellä aikavälillä kuljetustarpeet ovat verrattain syklisiä teollisuuteen painottuvasta asiakaskunnasta johtuen, mikä taas heiluttaa markkinahintoja paikoittain rajustikin.

Lisäksi ESL tekee asiakkaidensa kanssa tyypillisesti pitkiä sopimuksia, jotka pehmentävät rahtihintojen muutosten vaikutusta yhtiön kannattavuuteen (pl. Supramax-alukset). ESL:n kuljetusvolyymeistä arviolta vain noin neljännes hinnoitellaan spot-markkinalla, ja loppu kuuluu teollisuusasiakkaiden kiinteiden sopimusten alle. Vaikka valtaosaa ESL:n kuljetuskalustosta ajetaan pitkien sopimusten alla, voi asiakkaiden tarve ja siten kapasiteetin käyttöaste kuitenkin vaihdella talouden syklistä riippuen. Asiakkaiden kysyntä kuljetuspalveluille taas on johdettavissa niiden omista kysyntänäkymistä.

Asiakaskysynnän lisäksi meripalveluiden (merellä tapahtuva lastaus ja purku) määrä vaihtelee muita kuljetusvirtoja enemmän tuoden ESL:n tulokseen volatiilin komponentin spot-markkinan ohella. Näin ollen ESL ei yleistä markkinaa suotuisammasta sopimusrakenteestaan huolimatta ole suojassa markkinan sykleiltä, vaikka tämä arviomme

mukaan vaikutuksia laimentaakin.

Päästökauppa kasvattaa rahtikustannuksia

Laivaliikenne tullaan alustavan päätöksen mukaan asettamaan EU:n päästökaupan piiriin asteittain vuodesta 2024 alkaen. Vuonna 2024 isompien yli 5000-tonnisten (bruttovetoisuudella mitattuna) rahti- ja matkustajalaivojen päästöistä aluksi vain 20 % kuuluu päästökaupan piiriin, mutta osuus kasvaa asteittain 100 %:iin vuoteen 2027 mennessä. Pienemmän kokoluokan laivojen asettamista päästökaupan piiriin tullaan arvioimaan vuoteen 2026 mennessä.

Merikuljetusten asettaminen päästökaupan piiriin nostaa rahdin hintaa sekä kasvattaa rahtiyhtiöiden operatiivisia kustannuksia sekä investointitarpeita. Hiilidioksidipäästöjen vähentämisestä tulee siten entistä merkittävämpi kaluston uudistumista vauhdittava tekijä, kun seuraavan vuosikymmenen aikana uutta ympäristöystävällistä teknologiaa tullaan ottamaan käyttöön ja samalla vanhaa kalustoa poistuu käytöstä.

Muutoksella on vaikutusta myös ESL:n liiketoimintaan, sillä käsityksemme mukaan suuri osa ESL:n nykyisestä kapasiteetista tullaan lukemaan päästökaupan piiriin. Yhtiön tilaamat sähköhybridialukset ovat tässä ensimmäinen askel, ja nämä edustavat päästöttehokkuudeltaan markkinoilla olevien alusten ehdotonta kärkeä. Yhtiön mukaan sähköhybridialusten hiilidioksidipäästöt ovat lähes 50 % pienemmät muuhun kalustoon verrattuna. Päästökauppa heikentää kuitenkin vanhan aluskannan kustannuskilpailukykyä, joten odotamme yhtiön modernisoivan kalustoaan yli nykyisen investointiohjelman.



ESL:n merkittävimmät investoinnit

- **2012** vastaanotettiin kaksi ison kokoluokan Supramax-alusta (~**60 MEUR**)
- **2014** hankittiin Kallio-alus kokonaan omistukseen (~**13 MEUR**)
- **2018** vastaanotettiin kaksi LNG-alusta (**54,1 MEUR**)
- **2018** hankittiin AtoB@C-kaupan mukana 30 pienemmän kokoluokan pääosin aikarahdattua alusta (~**19 MEUR**)
- **2019** lunastettiin vuokralla ollut Alppila-alus (**10–15 MEUR**)
- **2023–2026** ESL:lle toimitetaan 12 uutta sähköhybridialusta, joista 6 myydään sijoittajayhtiölle (ESL:n osuus ~**70 MEUR**)



Kasvuinvestointien lisäksi ESL tekee jatkuvasti myös korjaus- ja ylläpitoinvestointeja nykyiseen kalustoonsa, ja näiden suurusluokka on jatkossa arviomme mukaan keskimäärin noin 10–15 MEUR vuosittain. Luku sisältää myös oletuksen tulevaisuudessa käytöstä poistuvan kaluston korvausinvestoinneista.

Lähde: Aspo / Inderes

ESL Shipping 4/5

Kannattavuusvaihtelut ovat olleet rajua

Muiden markkinalla toimivien varustamoiden tapaan ESL nautti vahvasta kysynnästä ja nousukauden mukanaan tuomista pulleista katteista vuosina 2003–2008. Finanssikriisi kuitenkin iski yhtiöön rajusti ja liikevoittomarginaali laski lähes 30 %:n tasolta aina noin 5 %:iin vuosien 2007–2012 aikana. Käsityksemme mukaan tähän vaikuttivat sekä matalampien volyymien myötä laskenut alusten käyttöaste sekä laskeneet kuivarahtien markkinahinnat.

Vuoden 2013 jälkeen ESL keskittyi etenkin sisäisen tehokkuutensa parantamiseen ja uuden asiakaskunnan hankintaan. Yhtiö onnistuikin 2014–2018 nostamaan polttoainetehokkuuttaan ja käyttöasteitaan selvästi, minkä myötä ROA-% (liikevoitto/segmentin varat) palasi yli 10 %:n tasolle. ESL käyttää sopimuksissaan toimialalle tyypillisiä polttoaineklausuuleja, joiden avulla eliminoidaan vaikeasti ennakoitavan polttoainehintojen kehityksen vaikutusta tulokseen. Näin ollen polttoaineen hinnan nousu kasvattaa ESL:n liikevaihtoa ja laskee suhteellista kannattavuutta. Hinnan laskulla taas on päinvastainen vaikutus. Polttoaineklausuulien mukaisesti vain polttoaineen hinnan muutos vaikuttaa asiakkaan maksamaan hintaan, ja polttoaineen määrä on sopimuksissa vakio. Polttoainetehokkuuden kasvu johtaa siten kannattavuuden kohentumiseen.

Pandemiasta palautuminen oli nopeaa

Vuonna 2020 alkanut koronapandemia laski nopeasti asiakkaiden (etenkin terästeollisuuden) aktiviteettia ja siten myös tavaravirtojen kuljetusta, ja ESL:n liikevoitto jäi kyseisenä vuonna vain 7,6 MEUR:oon (EBIT-% 5,1%). Loppuvuonna kysyntä kuitenkin piristyi selvästi ja vuodesta 2021 tuli jo

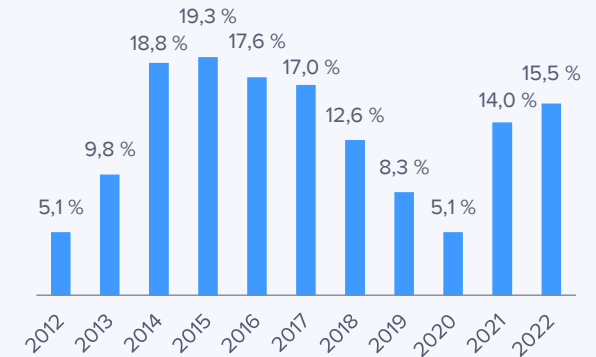
tuloksellisesti vahva. Hyvänä säilynyt kysyntätilanne piti kuljetusvolyymit ja -hinnat korkeilla tasoilla myös 2022, ja vuodesta tuli lopulta erinomainen liikevaihdon kasvettua 28 % ja liikevoittomarginaalin noustua 15,5 %:iin. Myös pääoman tuotto (NOAPT/segmentin varat) oli korkein sitten finanssikriisiä edeltävän ajan. Muun markkinan tapaan ESL on oman spot-hinnoilla operoivan kalustonsa myötä päässyt hyötymään vuosien poikkeuksellisen korkeista rahtihinnoista, ja arviomme mukaan tämän vaikutus viimeisen kahden vuoden kannattavuusparannukseen on huomattava. Viime vuosina yhtiö on myös vahvasti keskittynyt ympäristöystävällisten kuljetusten mahdollistamiseen.

Historialuvut tarjoavat heikon vertailukohdan

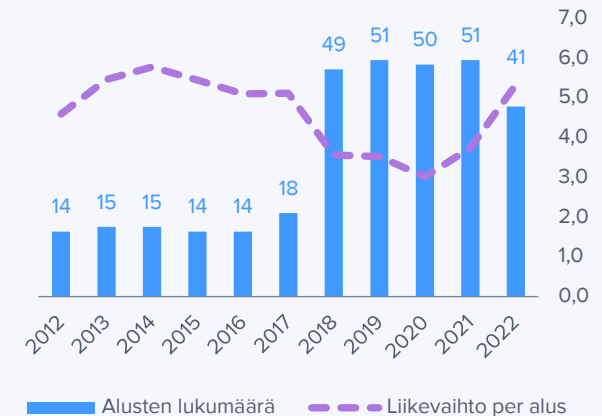
Vuodesta 2012 segmentin keskimääräinen pääoman tuotto on jäänyt korkeasta pääomaintensiivisyydestä johtuen kohtalaisen vaatimattomaksi, vaikka kannattavuus onkin ollut toimialan standardeilla hyvää. Huomionarvoista on, että ESL:n tulos on myös pysynyt nollan paremmalla puolella läpi 2000-luvun, mitä voidaan pitää toimialan kilpailtu ja syklinen luonne huomioiden vahvana suorituksena ja merkinä yhtiön kyvystä sopeuttaa kapasiteettiaan muuttuvaan kysyntään.

Kun ESL hankki AtoB@C:n vuonna 2018, siirtyi sen liiketoimintamallin painopiste kohti pienempiä alusluokkia. Samalla aikarahtaukseen perustuva kalusto on laskenut segmentin kannattavuuden potentiaalia, mutta toisaalta vähentänyt investointitarpeita sekä tarjonnut joustoa kapasiteetin suhteen. Näin ollen historialliset tulosluvut eivät ole täysin vertailukelpoisia nykyrakenteen kanssa.

ESL:n liikevoittomarginaalin kehitys



Liikevaihto per alus (MEUR)



Lähde: Aspo / Inderes

ESL Shipping 5/5

ESL:n kannattavuustarkastelu on siis syytä kohdistaa vuoden 2018 jälkeiseen aikaan. Vuonna 2019 LNG-alusten takuukorjaukset ja viivästynyt käyttöönotto kuitenkin vaikuttivat negatiivisesti alkuvuoden liikevoittoon ja vuonna 2020 maailmanlaajuisen pandemian käynnistyminen laski merkittävästi kuljetusvolyymejä ja painoi ESL:n tuloksen hetkellisesti yhden kvartaalin osalta jopa tappiolle. Loppuvuonna kysyntä piristyi selvästi ja poikkeuksellisen korkealla tasolla nousseet spot-rahtihinnat vaikuttivat positiivisesti segmentin kannattavuuteen. Näin ollen vuosien 2021–2022 kannattavuustasoaakaan ei voida mielestämme pitää yhtiölle kestäväenä.

Segmentin tulosennusteet

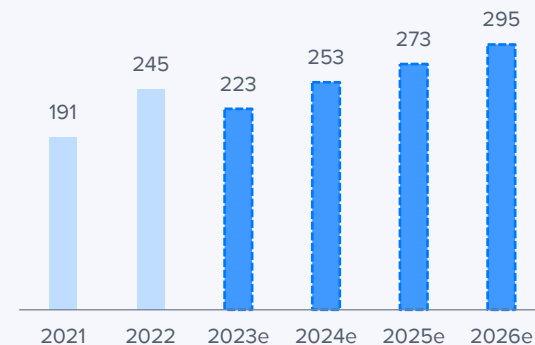
Vuoden 2022 lopussa ESL:n operoimien alusten lukumäärä laski kuudella aluksella 41:een. Tämän taustalla oli yhtiön mukaan liian korkeaksi arvioitu vuokrataso, joten kuusi pienempää aikarahdattua alusta luovutettiin omistajilleen sopimuskauden päätyttyä. Muutoksen myötä ESL:n kaluston kantavuus laski noin 6 %. Yhtiön kommenttien perusteella kysyntänäkymä on hidastumaan päin ja spot-hinnat ovat jatkaneen laskuaan, joten kapasiteetin hallinta etupainotteisesti vaikuttaa järkevältä. Odotammekin laskeneen kapasiteetin ja heikentyneen maailmankaupan näkymän summana segmentin 2023-liikevaihdon laskevan selvästi edellisvuodesta. Rajallinen tarjonta pitää kuitenkin ennusteissamme kannattavuuden edelleen vahvalla tasolla. Muistutamme kuitenkin, että polttoaineklausuulien vuoksi liikevaihto ja suhteellinen kannattavuus heiluvat polttoainehintojen kehityksen mukana. Näin ollen absoluuttisen liikevoiton kehitys antaa paremman kuvan segmentin kehityksestä. ESL:n liikevoiton odotamme asettuvan noin 30 MEUR:oon vuonna

2023 (2022: 38 MEUR). AKT:n noin kaksi viikkoa kestäneellä ahtaajien lakolla odotamme olleen maltillinen noin 0,5 MEUR:n negatiivinen vaikutus alkuvuoden kannattavuuteen.

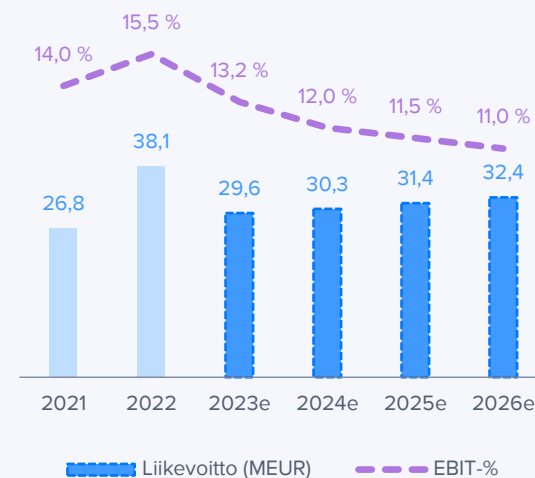
Tämän jälkeen normalisoitunut kysyntätilanne ja uudet alusinvestoinnit (ensimmäisen uuden hybridialuksen toimitus syksyllä 2023) kasvattavat kuljetusvolyymejä ja liikevaihtoa lähivuosien ennusteissamme noin 8 % vuodessa. Samalla liikevoitto painuu asteittain 11 %:iin, jota pidämme segmentille kestäväenä tasona pitkällä aikavälillä. Näiden summana segmentin tulostaso säilyy ennusteissamme noin 30 MEUR:n tuntumassa vuosina 2023–2026. Suhteellista kannattavuutta tukevat uudet alusinvestoinnit, joiden kannattavuus on pooling-mallista johtuen aikarahdattua kalustoa korkeampaa ja hybridialusten vähäpäästöisyys, joka parantaa näiden kannattavuuspotentiaalia päästökaupan astuessa voimaan 2024 alkaen.

Pitkällä aikavälillä uskomme markkinalla olevan kapasiteetin kuitenkin konvertoituvan vastaaviin vähäpäästöisiin ratkaisuihin. Näin ollen pitkän aikavälin suhteellista kustannusetua ei vähäpäästöisyyteen tähtäävillä investoinneilla ole mahdollista saavuttaa ja kilpailu varustamoiden kesken sekä uusien alusinvestointien myötä kehittyvä kapasiteetti pitävät koko markkinan kannattavuustasot aisoissa. Ennustamme kasvu- ja ylläpitoinvestoinnit sekä liikevoitto huomioiden tämä tarkoittaa ESL:n osalta reilun 10 %:n keskimääräistä pääoman tuottoa, joka on lähellä arviotamme pääoman kustannuksesta. Sijoittajan on myös hyvä huomioida, että ESL:n tulos on hyvin verotehokasta, sillä se kuuluu tonnistoverotuksen alaisuuteen. Näin ollen varustamon maksamat verot ovat vain joitain prosentteja segmentille ennustamastamme liikevoitosta.

ESL:n liikevaihtoennusteet (MEUR)



ESL:n liikevoittoennusteet



Toimiala – ESL Shipping

Vahva kysyntä tukee toimialan kannattavuutta

Globaalin kuivarahtimarkkinan kehitys on pitkään ollut vaisua. Vuosien 2003-08 välillä markkina koki historiallisen nousukauden ja kapasiteettia tilattiin selvästi enemmän kuin maailmankaupan kasvu olisi vaatinut. 2010–2013 aluksia toimitettiin hurja määrä, minkä johdosta toimialalle muodostui merkittävää ylikapasiteettia. Tämä taas romahdutti kuivarahtien markkinahinnat. Ongelma ei poistu hetkessä, sillä alusten keski-ikä on tyypillisesti 20-30 vuotta. Aluksia on kuitenkin viime vuosina rakennettu suhteellisen vähän, joten vanhimpien alusten tultua käyttöikänsä päähän on ylikapasiteetti arviomme mukaan isossa kuvassa jo poistunut. Viimeisen kahden vuoden aikana nähty poikkeuksellisen vahva kysyntä onkin jo johtanut ajoittain kapasiteetin puutteeseen, mikä puolestaan on tukenut selvästi alan yhtiöiden kannattavuutta. Arviomme mukaan normaalimmassa markkinassa Itämerellä kulkevia rahtialuksia on kuitenkin edelleen vähintään riittävästi, joten varustamoiden tulostasossa on keskipitkällä aikavälillä selvää painetta alaspäin viime vuosien tasoilta.

Rahtimarkkinan liikevaihdon kehitys seurailee pitkälti taloudellisen aktiviteetin kehitystä, ja lyhyellä aikavälillä kuljetustarpeet ovat verrattain syklisiä teollisuuden painottuvasta asiakaskunnasta johtuen. Keskipitkällä aikavälillä uskomme Pohjois-Ruotsin valtaviin teollisuusinvestointien tukevan myös Itämeren kuljetusmarkkina, mutta pitkällä aikavälillä Itämeren rahtimarkkina kuitenkin kasvaa arviomme mukaan suunnilleen globaalin BKT:n vauhtia (3-4 %).

Itämerellä poikkeavat kalustovaatimukset

ESL toimii pääosin Itämerellä, jonka poikkeavat

kalustovaatimukset tekevät siitä erilaisen globaaliin rahtimarkkinaa verrattuna. Itämerellä tarvitaan jäävahvistettuja aluksia huomattavan osan vuodesta ja sen satamat ovat maailman suuria satamia selvästi matalampia. Satamien mataluudesta johtuen isot kansainvälistä rahtia kuljettavat alukset eivät voi ajaa täydellä lastilla Itämeren satamiin. Tämä taas johtaa kilpailuhaittaan, kun Itämerelle tehtävien suurten rahtikuljetusten kannattavuus kärsii kapasiteetin vajeesta käyttöasteesta, mikä puolestaan tarjoaa kannattavaa liiketoimintaa pienemmille aluksille sekä merellä tapahtuville purku- ja lastauspalveluille. Käsityksemme mukaan Itämeren markkina käsittää melko suuren määrän erikokoisia toimijoita, joista ESL lukeutuu suurimpiin.

Kilpailutilanteen kehitys

Nykyisessä vahvassa kysyntätilanteessa näemme riskin sille, että ESL:n lisäksi myös muut varustamot alkavat investoida uusiin aluksiin. Tätä riskiä nostaa edelleen arvio siitä, että Suomeen ja Pohjois-Ruotsiin toteutettavat mittavat investoinnit tukevat Itämeren rahtimarkkinan kehitystä tulevina vuosina. Tämä investointisykli taas luo riskin ylikapasiteetin muodostumiselle, mikä toteutuessaan painaisi koko toimialan katteita ja pääoman tuottoa. Nykyiset huolet talouskasvun taitumisesta suitsivat kuitenkin arviomme mukaan varustamoiden investointihaluja, ja alusten rakennusprosessien viedessä tyypillisesti useamman vuoden, odotamme toimialan kapasiteettiä tilanteen säilyvän vähintään kelvollisena. Pitkässä juoksussa odotamme toimialan pääoman tuottojen normalisoituvan viime vuosien korkealta tasoltaan, mikä ESL:n kalustolla tarkoittaisi arviomme mukaan noin 10–11 %:n liikevoittomarginaalia.

Pitkän aikavälin kuljetustrendit

Tuote/palvelu	Trendi
Terästeollisuuden raaka-aineet	↘
Terästuotteet	↗
Terästeollisuuden kierrätysmetalli	↗
Metsäsektorin tuotteet (pl. paperi)	↗
Energiahiihi	↘
Ravintoketju	↗
Lastaus ja purku merellä	↗
Arktisen alueen tavaraliikenne	↗

Lähde: Aspo CMD (2021)

Baltic Dry -indeksi



Lähde: Bloomberg

Telko 1/6

Teollisuusyhtiöiden palvelija

Telko on muovien, kemikaalien ja voiteluaineiden jakelija, joka toimii linkkinä raaka-ainevalmistajien ja näitä tuotannossaan käyttävien teollisuuden yhtiöiden välillä. Yhtiö on viime vuosina panostanut erityisesti lisäarvotuotteiden jakeluun ja vähentänyt hyödykkeiden (bulkkituotteet) osuutta liiketoiminnastaan. Vuonna 2022 Telkon liikevaihto oli 267,4 MEUR ja liikevoitto 7,3 MEUR (2,7 % liikevaihdosta). Tilikauden kannattavuutta rasittivat merkittävästi Venäjältä poistumiseen liittyvät kustannuserät (alaskirjaukset sekä neuvonantopalkkiot) sekä Ukrainan tytäryhtiön tuhoutunut varasto. Yhtiön raportoima vertailukelpoinen liikevoitto oli puolestaan 20,8 MEUR (7,8 % liikevaihdosta).

Yhtiön päämiesportfolio on laaja ja koostuu yli 400 tavarantoimittajasta, joista suurimmat ovat globaaleita toimijoita. Näihin lukeutuu muun muassa ExxonMobil, Castrol ja LG. Asiakaspuolella Telko keskittyy palvelemaan pientä ja keskiuurta teollisuutta, ja asiakasyrityksiä on yhteensä noin 7000. Telkon palveluvalikoimaan kuuluu jakelun lisäksi erilaisia tukitoimintoja (varastointi ja pakkaus) sekä lisäarvopalveluita, kuten teknistä tukea ja tuotekehitystukea. Tuotekehityksessä Telkon asiantuntijat osallistuvat materiaalivalintoihin asiakkaidensa valmistamien tuotteiden suunnitteluvaiheessa. Telkon jakelemat tuotteet on jaettu kolmeen kategoriaan. Vuoden 2022 liikevaihdosta 51 % tuli muoveista, 30 % kemikaaleista ja 19 % voiteluaineista.

Muovit sisältävät teknisiä muoveja (soveltuvat haastavampiin kohteisiin kuin perusmuovit), jotka soveltuvat muun muassa terveydenhoitotuotteisiin

(insuliinikynät yms.), sähkölaitteisiin ja elintarvikepakkauksiin.

Kemikaaleissa pääpaino on erilaisissa erikois- ja perusraaka-aineissa maali- ja pinnoiteteollisuudelle sekä useille muille teollisuudenaloille, kuten kosmetiikka- ja kaivosteollisuuteen.

Voiteluaineiden keskeiset tuotekategoriat koostuvat korkealaatuisista teollisuuden, autojen sekä laivojen voiteluaineista.

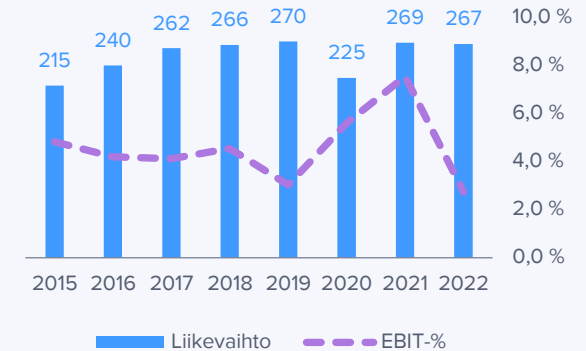
Vuonna 2022 segmentin liikevaihdosta 20 % tuli Suomesta, 23 % Skandinaviasta, 11 % Baltian maista, 34 % itämarkkinoilta (Venäjä, Ukraina ja IVY-maat) ja loput 12 % muista maista.

Vuonna 2022 tapahtuneen Venäjältä ja Valko-Venäjältä poistumisen jälkeen Telko toimii 9 eri markkinalla: Suomessa, Baltiassa, Skandinaviassa, Puolassa, Romaniassa, Ukrainassa, Kazakstanissa, Uzbekistanissa ja Kiinassa. Venäjältä ja Valko-Venäjältä poistumista ja tämän vaikutusta segmentin lukuihin käsittelemme tarkemmin raportin seuraavalla sivulla.

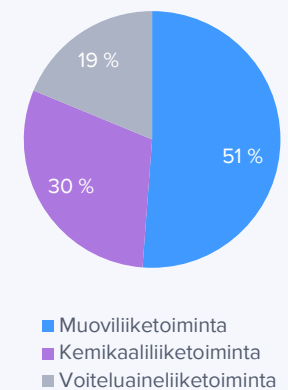
Kauko myytiin loppuvuonna 2022

Kauko-Telko järjestelyn myötä vuonna 2008 syntynyt liikkuvan tietotyön ratkaisuja tarjoava Kauko-segmentti raportoitiin osana Telko-liiketoimintasegmenttiä vuoden 2019 alusta lähtien, kunnes se luokiteltiin vuoden 2021 lopussa lopetetuksi toiminnoksi. Omissa laskelmissamme olemme oikaisseet Telkon liikevaihdosta ja liikevoitosta Kaukon vaikutuksen näiltä vuosilta. Viime vuodet Kaukon liiketoiminta oli selvästi tappiollista, ja 2022 marraskuussa yhtiö myytiin Signal Partnersille maltilliseen kauppahintaan (arviolta 0–1 MEUR).

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys*



Liikevaihdon jakauma (2022)



Lähde: Inderes / Aspo
*Kauko oikaistu luvuista

Telko 2/6

Telkon taloudellinen kehitys

Telkon strategiana on sen muodostamisesta asti (2008) ollut aggressiivinen laajentuminen itämarkkinoille. Vaikka liikevaihto kasvoikin selvästi vuosina 2008–2019, junnasi liikevoitto lähes paikallaan. Arviomme mukaan tähän vaikutti erityisesti itämarkkinoiden kannattavuuden lasku vuosien 2016–2019 välillä. Vuonna 2020 Telko tehosti toimintaansa ja alkoi vahvemmin keskittyä paremman jakelukatteen lisäarvotuotteisiin. Pandemian aiheuttamasta volyymin ja myyntihintojen laskusta huolimatta segmentin kannattavuus paranikin samana vuonna usealla prosenttiyksiköllä. Liikevaihdon osalta kuoppa oli varsi lyhytkestoinen, sillä vuonna 2021 segmentin liikevaihto palautui jo käytännössä pandemiaa edeltävälle tasolle. Osaltaan liikevaihtokehityksen vaikutti kaksi yrityskauppaa (yhteensä ~20 MEUR). Samalla liikevoittomarginaali nousi ennätystasolle.

Arviomme mukaan kannattavuuden viime vuosien vahva kehitys on osittain vahvan kysyntätilanteen (välillä jopa saatavuusongelmien) ansiota. Tätä arviota tukevat muun muassa Q2'22 lähtien nousseet tuotteiden hinnat. Tukkuliiketoiminnassa nopeasti nousevat hinnat tukevat katteita, kun olemassa olevaa varastoa saadaan myytyä aiempaa paremmin hinnoin. Laskevien hintojen tapauksessa tilanne on luonnollisesti päinvastainen. Samalla hintojen nousu on tyypillisesti signaali vahvasta loppukysynnästä.

Toinen selittävä tekijä kannattavuusparannuksen taustalla on näkemyksemme mukaan jakeluvolyymien painopisteen siirtyminen paremman katetason lisäarvotuotteisiin. Hintojen volatilitteetti teknisissä muoveissa ja muissa lisäarvotuotteissa on myös selvästi esimerkiksi volyyminuoveja matalampaa. Yhtiön nykyinen

jakeluliiketoiminta ei juurikaan sisällä bulkkituotteita, minkä hankaloittaa tuloslukujen vertailua historialliseen kannattavuustasoon.

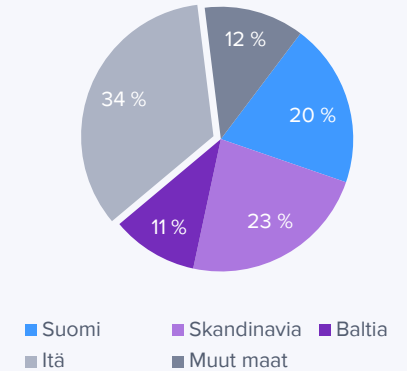
Idästä vetäytyminen rokottaa liikevaihtoa

Vielä suuremman haasteen historiallukujen tarkastelussa muodostavat itämarkkinat, joiden kannattavuus on historiassa ollut länsimarkkinoita parempaa. Venäjältä ja Valko-Venäjältä Telko vetäytyi vuonna 2022 myymällä tytäryhtiönsä paikallisille ostajille. Muutos on merkittävä, sillä näiden markkina-alueiden osuus segmentin vuoden 2021 liikevaihdosta oli noin 26 %. Johto kuitenkin indikoi, että vuoden 2022 kolmannella kvartaalilla Venäjän ja Valko-Venäjän liiketulos oli jo nollan tuntumassa. Näin ollen arvioimme länsimarkkinoiden rakenteellisen kannattavuuden kohentuneen, eikä itämarkkinoiden liikevaihdon poistuminen näkemyksemme mukaan olennaisesti heikennä Telkon kannattavuuspotentiaalia. Vahvan kysyntätilanteen normalisoituminen kuitenkin laskee arviotamme segmentin normaalista kannattavuustasosta.

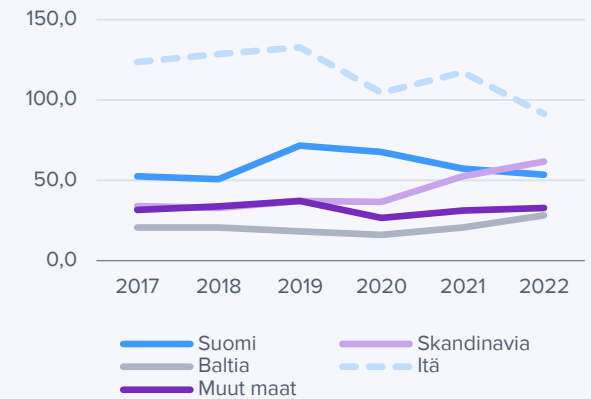
Pääoman tuotto on ollut historiassa vahvaa

Tukkuliiketoiminnassa kannattavuusmarginaaleja olennaisempaa on tarkastella liiketoimintaan sitoutuneen pääoman tuottoa. Historiallisesti Telkon pääoman tuotto (ROCE) on ollut keskimäärin hyvää ja yli segmentille arvioimamme pääoman kustannuksen (WACC). Merkittävin komponentti on ollut taseen kiertonopeus, sillä toimialalle tyypilliseen tapaan Telkon marginaalit ovat olleet varsin vaatimattomia. Pääomakeveys onkin liiketoimintamallin keskeinen vahvuus. Yhtiön tehokkuuden arvioimme olevan yli verrokkien keskitason.

Liikevaihdon maantieteellinen jakauma (2022)



Liikevaihdon kehitys markkinoittain (MEUR)



Telko 3/6

Telkon asema arvoketjussa

Telko asemoituu arvoketjussa raaka-ainejalostajien ja teollisuuden väliin. Yhtiö ostaa päämiehiltä tuotteita, kuljettaa ja varastoi niitä sekä lopulta myy eteenpäin pienemmissä erissä omille asiakkailleen. Teknisissä tuotteissa yhtiö myös tarjoaa asiakkailleen erilaisia lisäarvopalveluita ja auttaa asiakkaitaan mm. tuotekehityksessä ja oikeiden materiaalien valinnassa. Yhtiön liiketoiminnan keskiössä ovat myös riittävän korkeat volyymit (saman tuotteen tai saman maantieteellisen markkinan sisällä), sillä tätä kautta yhtiö hyötyy logistiikan skaalaeduista (mm. volyymialennukset, kuljetuskapasiteetin optimointi ja myynti). On kuitenkin tärkeä huomioida, että ratkaisevaa on skaala suhteessa muihin markkinalla toimiviin jakelijoihin, ei niinkään liiketoiminnan absoluuttinen kokoluokka.

Arvonluontia päämiehen ja asiakkaan välissä

Tukkuliiketoiminnan erityispiirre on, että jakelijan pitää kyetä tuottamaan lisäarvoa sekä päämiehilleen että asiakkailleen. Päämiesten näkökulmasta Telkon kiinnostavuutta määrittää yhtiön maantieteellisen jakeluverkoston laajuus, markkina-asema ja tämän kautta päämiehen saavutettavissa oleva potentiaalinen asiakaskunta. Päämiehen vaihtoehtoina ovat järjestää jakelu itse tai käyttää toista jakelijaa.

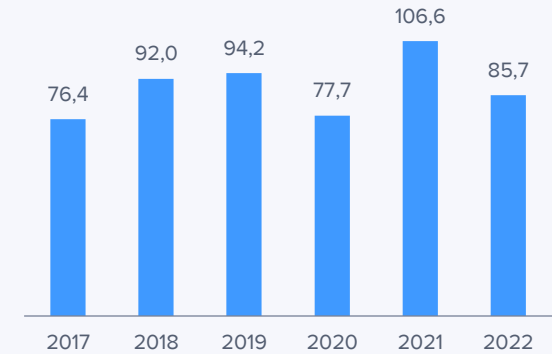
Asiakkaat (eli teollisuusyhtiöt) taas voivat tyypillisesti valita useasta eri tavarantoimittajasta. Tällöin tuotannossa tarvittavien tuotteiden saatavuus (päämiesverkosto) ja hinta (tehokkuus) sekä jakelijan tarjoama lisäarvo (palveluvalikoima) esimerkiksi tuotekehitys- ja suunnittelutuessa ovat toimittajan valinnan kriteereinä.

Erikoistuotteet parantavat hinnoitteluvoimaa

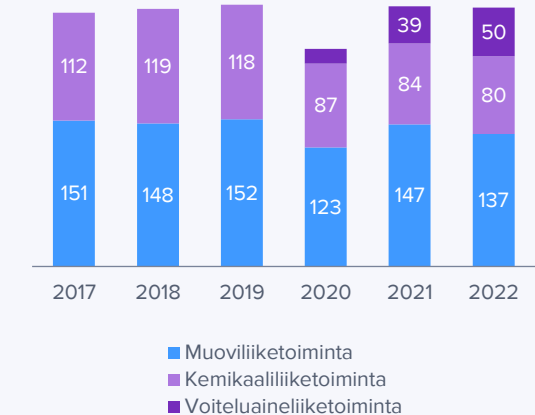
Yleisesti voidaan todeta, että jakelijan neuvotteluasema on sitä parempi, mitä pienemmästä markkinasta ja erikoisemmasta tuotteesta on kysymys. Tyypillisesti näissä tapauksissa päämiehellä on tuotteilleen vain yksi jakelija, sillä matalista volyymeistä ja maltillisesta skaalasta johtuen ei jakelua voida tehokkaasti järjestää usean tukkurin voimin. Sama pätee myös asiakkaiden kannalta tärkeisiin niche-tuotteisiin, joiden valmistus on potentiaalisen asiakaskunnan pienuudesta johtuen keskittynyt yhdelle tai kahdelle toimijalle. Vaihtoehtoisten toimittajien puute parantaa luonnollisesti jakelija asemaa, ja markkinan ollessa riittävän pieni on uusien kilpailijoiden alalle tulon uhka verrattain matala. Joidenkin tuotekategorioiden kohdalla vaaditaan myös ympäristölupia, joihin liittyvät kustannukset aiheuttavat haasteita erityisesti pienille toimijoille. Muilta osin toimialan pääomavaatimukset ovat matalat. Telkon keskeiset kilpailijat sen päämarkkinoilla ovatkin muut vastaavan kokoluokan toimijat, jotka Telkon tapaan hyötyvät mittakaavan tuomista kustannuseduista.

Lisäksi asiakkaan kanssa tehtävä yhteistyö ja sitä myöden kasvanut ymmärrys asiakkaan liiketoiminnasta nostavat toimittajan vaihdon kustannusta ja tukevat jakelijan asiakaspysyvyyttä sekä hinnoitteluvoimaa. Tämän saavuttamiseksi myyntiorganisaation tekninen osaaminen on avainvykykyksiä. Lisäarvotuotteiden tukkukauppiaana Telko pyrkiikin keskittymään tuoteryhmiin, joilla on edellä kuvattuja ominaisuuksia. Vaikka Telkolla ei ole jakelemiensa päämiesten tuotteisiin yksinoikeuksia, toimii se kuitenkin usealla markkinalla päämiehensä ainoana jakelijana.

Segmentin varat (MEUR)



Liikevaihdon kehitys tuoteryhmittäin (MEUR)



Telko 4/6

Arvonluontia haetaan myös yritysostoin

Kemikaali- ja muovialan jakelijoita on globaalisti tuhansia ja niiden kokoluokat vaihtelevat suurista globaaleista toimijoista pieniin paikallisiin jakelijoihin. Markkina konsolidoituu nopeasti ja näkemyksemme mukaan tämä on myös looginen strateginen valinta Telkolle kokoluokan kasvun tuoman mittakaavaedun johdosta. Telko tutkiikin jatkuvasti sopivia M&A-kohteita erityisesti Länsi- ja Etelä-Euroopasta.

Kokoluokan kasvu mahdollistaa yhtiön olemassa olevan logistiikkainfrastruktuurin entistä tehokkaamman hyödyntämisen. Erityisesti varaston sekä kuljetuskapasiteetin optimoiminen on toimialalla edellytys hyviin pääoman tuottoihin yltämiseksi, sillä laajempi asiakaskunta ja suuremmat volyymit mahdollistavat aiempaa matalammat yksikkökustannukset per jaeltu tuoteyksikkö. Tämä on seurausta siitä, että kuljetuskustannukset ovat jakelijan näkökulmasta pääosin kiinteä kuluerä, sillä kuljettajien palkat ja polttoaineen kulutus eivät ole riippuvaisia kuljetuskaluston täyttöasteesta.

Tehokkuus voidaan myös saavuttaa muun muassa varastotiloja yhdistämällä. Tukkutoiminnassa vaadittava varmuusvarasto ei myöskään kasva samaa vauhtia liikevaihdon kanssa, mikä nopeuttaa liiketoimintaan sitoutuvan pääoman kiertoa. Tehokkuusetujen saavuttamisessa olennaista osaa näyttävät keskitetyt alueelliset varastot, ja esimerkiksi koko Telkon Suomen logistiikka hoidetaan kokonaisuudessaan yhdestä sijainnista. Operatiivisen tehostumisen lisäksi ostoista voidaan saada joidenkin tuoteryhmien kohdalla volyymialennusta mittakaavan kasvaessa. Myös regulaation kasvu ja tämän aiheuttamat

kustannukset ovat jo haaste toimialan pienemmille toimijoille.

Kustannussynergiat arvonluonnin välineenä

Tehokkuusetujen ulosmittaamiseksi yritysostokohteen tulisi sijaita markkinalla, jolla Telkolla on jo jakelutoimintaa, sillä mittakaavaedut pätevät pääsääntöisesti vain paikallisesti. Nykyinen korkeamman lisäarvon tuotteisiin keskittyvä päämiesportfolio on myös looginen valinta, koska lisäarvotuotteita on mahdollista kuljettaa bulkkituotteita pidempiä matkoja kannattavasti, sillä lisäarvotuotteiden hinta/tilavuus-suhdeluku on korkeampi. Bulkkituotteiden jakelu taas on tyypillisesti järjestettävä suoraviivaisemmin, koska kuljetuskustannukset muodostavat merkittävän osan lopputuotteen hinnasta. Tällöin esimerkiksi varastoinnin keskittämisestä saatavat hyödyt eivät riitä kompensoimaan pidempien kuljetusmatkojen muodostamia lisäkustannuksia.

Potentiaalisen yritysostokohteen arvoa Telkolle lisää arviomme mukaan samankaltainen päämiesportfolio, jolloin Telkolle jo entuudestaan tuttujen tuotteiden myyntivolyymit nousevat ja kertynyttä asiantuntemusta voidaan hyödyntää myös uusia asiakkaita palveltaessa. Lisäksi päämiestarjontaa täydentävät tuoteryhmät, joita voidaan myydä ja jaella Telkon olemassa oleville asiakkaille lisäävät jakeluvolyymejä ja siten mittakaavaetuja. Uskommekin yhtiön kannalta optimaalisen kohteen olevan 5–20 MEUR:n liikevaihtoluokassa ja sijaitseva jollakin yhtiön toimintamarkkinoista. Vaihtoehtoisesti yhtiö voi myös laajentua uudelle markkinalle niin kutsutulla platform-yritysostolla, jolla luodaan nimensä mukaisesti alusta uusille yritysostoille.

Telkon viimeaikaisia yrityskauppoja

-
- 2018 **Square Oil**
Markkina: Norja & Tanska
Tuotteet: Voiteluaineet
Ostettu liikevaihto: ~3 MEUR
- 2019 **HH Plastkombi**
Markkina: Tanska
Tuotteet: Tekniset muovit
Ostettu liikevaihto: ~3 MEUR
- 2020 **ILS Group**
Markkina: Ruotsi & Norja
Tuotteet: Voiteluaineet
Ostettu liikevaihto: ~9 MEUR
- 2021 **Mentum AS**
Markkina: Baltia
Tuotteet: Voiteluaineet
Ostettu liikevaihto: ~9 MEUR
- 2022 **Johan Steenks**
Markkina: Norja
Tuotteet: Tekniset muovit
Ostettu liikevaihto: ~5 MEUR
- 2023 **Eltrex**
Markkina: Puola
Tuotteet: Erikoiskemikaalit
Ostettu liikevaihto: ~8 MEUR

Telko 5/6

Yrityskaupoista maksetut arvostustasot tärkeitä

Vaikka toimialalla tehokkuusetuja on savutettavissa konsolidaation myötä, ovat nämä kuitenkin isossa kuvassa kohtuullisen maltillisia ja yrityskauppojen onnistumisen näkökulmasta toissijaisia. Lopulta jokaisen yritysoston onnistumisen määrää kohteen kauppahinta. Käytännössä houkutteleva ostohinta vaatii, ettei kohteista tule tarjouskilpailua markkinalla toimivien yritysten kesken. On tärkeä muistaa, että myös nämä toimijat voivat hinnoitella kustannussynergiat omissa tuottolaskelmissaan, joten kilpailu kohteista johtaa väistämättä yrityskauppojen pääoman tuoton keskiarvoistumiseen ja pahimmillaan omistaja-arvon tuhoutumiseen.

Yrityskaupalla voidaan toki luoda arvoa myös ilman kustannussynergioita, mutta tällöin hinnoittelun merkitys vain korostuu. Näin ollen täytyy käytännössä joko 1) potentiaalisten ostajien määrän olla rajallinen tai 2) myyjän päätöksen perustua muihin kuin puhtaasti taloudellisiin seikkoihin (eli oman myyntihinnan maksimointiin). Yrityskauppavetoisen kasvustrategian suurin haaste kiteytyykin riittävän houkuttelevien ostokohteiden tunnistamiseen. Tämä taas käy sitä vaikeammaksi, mitä suurempi on toiminnan mittakaava (pienet yksittäiset yritysostot eivät enää heilauta segmentin tulosta).

Yrityskaupoissa haasteen luovat lisäksi potentiaaliset asiakasmenetykset, sillä jos ostettu yhtiö jakelee kilpailijan tuotteita, voi toinen päämiehistä katkaista jakelusopimuksen. Tämä taas pahimmassa tapauksessa kumoaa tehokkuusetujen tuoman hyödyn. Käytännössä riskiä voidaan hallita huomioimalla arvioitu asiakaskato ostokohteen hinnoittelussa.

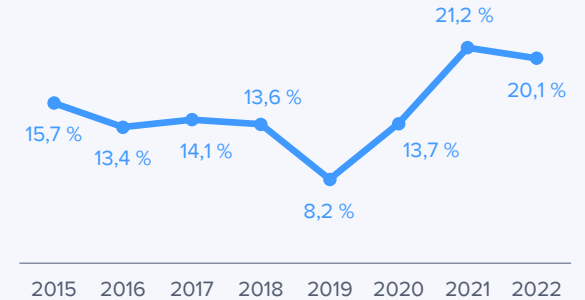
Strategia nojaa korkeamman lisäarvon tuotteisiin

Telko aikoo jatkaa strategiassaan keskittymistä korkeamman lisäarvon erikoistuotteisiin, joissa katetasot ovat esimerkiksi bulkkikemikaaleja tai -muoveja korkeammat. Niche-markkinoilla asiakaspito ja hinnoitteluvoima ovat myös suurten volyymien tukkutoimintaa houkuttelevampia, sillä erikoistuotteiden toimittajan vaihtaminen on haastavampaa kuin keskenään täysin identtisten bulkkituotteiden kohdalla.

Vaikka Telkolla on erikoistuotteiden kohdalla hieman neuvotteluvoimaa asiakkaidensa suuntaan ja keskisillä markkinoilla myös skaalan tuomaa mittakaavaetua, on näiden tuoma absoluuttinen hinnoitteluvoima kuitenkin arviomme mukaan rajallista. Teollisuusasiakkailta nimittäin on aina mahdollisuus järjestää jakelu itse, mikä rajoittaa jakeluportaan kannattavuuspotentiaalia. Lisäksi käsityksemme mukaan suurten jakelijoiden kasvanut neuvotteluvoima on myös joskus johtanut tilanteisiin, joissa päämies on ottanut omaa kustannuskilpailukykyään suojatakseen toisen jakelija vanhan rinnalle. Osa päämiehistä suosiikin pieniä jakelijoita, sillä näillä ei ole kilpailijoiden tuotteita edustuksessaan. Päämiesten näkökulmasta Telkon jakelukanavien laajuus on itämarkkinoiden supistumisesta huolimatta edelleen houkutteleva.

Yhtiön historialliseen pääoman tuottoon ja lisäarvotuotteiden suotuisaan kilpailudynamiikkaan (mittakaavaedut ja kelvollinen hinnoitteluvoima) peilaten arviomme yhtiöllä kuitenkin olevan nykyisillä markkinoillaan kilpailuetuja, joiden myötä nykyisen liiketoiminnan mahdollisuudet houkuttelevaan pääoman tuottoon (ROCE > WACC) pysyvät hyvinä myös jatkossa.

Telkon arvioitu pääoman tuoton (ROCE) kehitys

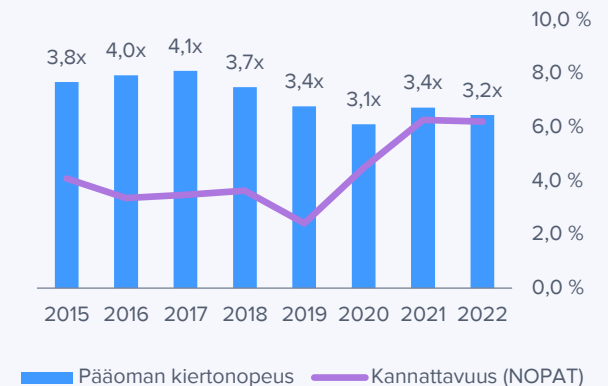


ROCE = NOPAT / (Liiketoiminnan varat – lyhytaikaiset velat)

NOPAT = vertailukelpoinen EBIT * (1 – veroaste)

Lyhytaikaiset velat = Liikevaihto * 5 % (Inderesin arvio)

Pääoman tuoton komponentit



Lähde: Inderes / Aspo

Telko 6/6

Segmentin liikevaihtoennusteet

Telkon liikevaihtokehityksen ennustaminen on kohtalaisen haastavaa markkinahintojen ja jakeluvolyymien heiluessa talouden syklien mukana. Venäjältä ja Valko-Venäjältä poistuminen kuitenkin laskee segmentin liikevaihtoa kuluvana vuonna. Jäljelle jäävien jakelutoimintojen volyymien odotamme pysyvän suunnilleen edellisvuoden tasolla, vaikka kuluttajien ostovoiman ja lopputuotekesynnän kehitykseen liittykin huomattavia riskitekijöitä. Samalla viimeisimmät yritysostot (Eltrex ja Johan Steenks) paikkaavat hieman itämarkkinoiden laskua ja tuovat noin 11 MEUR uutta liikevaihtoa. Näin ollen odotamme liikevaihdon laskevan noin 15 % vuonna 2023 ja tämän jälkeen kääntyvän noin 5 %:n kasvuun, mikä vastaa arviotamme markkinan kasvusta. Lisäksi Ukrainan jakelun arvioitu osittainen palautuminen tukee 2024-liikevaihdon ennustettamme.

Segmentin kannattavuusennusteet

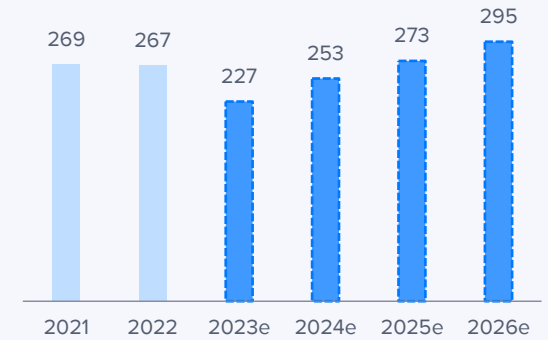
Odotamme laskevien volyymien ja hintojen normalisoitumisen viime vuosien korkeilta tasoilta rasittavan kuluvaan vuoden liikevoittomarginaalia, joka ennusteissamme laskee ~5 %:iin ja palautuu asteittain ~6 %:iin 2025 mennessä. Lisäksi tappiollinen Venäjän liiketoiminta rasittaa segmentin Q1-tulosta myynnin toteutumiseen asti. Ennusteemme on selvästi alle segmentin 8 %:n tavoitteen, mutta toisaalta huomattavasti Telkon länsimarkkinoiden historiallista tasoa korkeampi. Näkemyksemme mukaan viime vuosien vahva lähes 8 %:n oikaistu liikevoittomarginaali johtui suurilta osin vahvan kysynnän ja saatavuushaasteiden yhdistelmästä, ja pidämmekin tätä matalampaa tasoa realistisempänä pidemmän aikavälin kannattavuusoletuksena.

Yhtiön oma tavoite heijastelee arviomme mukaan lisäarvotuotteiden parempaa katetasoa sekä ennen kaikkea yritysostojen positiivista vaikutusta. Ennusteemme eivät sisällä toteutumattomia yritysostoja, sillä näiden ennustettavuus on hyvin heikkoa. Yhtiön arvonmäärityksen kannalta tällä ei ole merkitystä, sillä pääoman tehokkaan (tai tehottoman) allokoinnin vaikutus omistaja-arvoon voidaan huomioida arvonmäärityksessä.

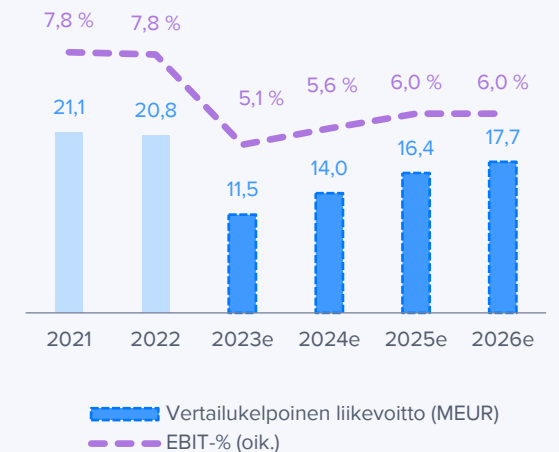
Pääoman tuotto säilyi houkuttelevana

Pääoman tuoton (ROCE) kehitystä voidaan myös tarkastella jakamalla se kahteen komponenttiin – kannattavuuteen ja pääoman kiertonopeuteen. Telkon pääoman tuotto on historiassa perustunut erityisesti logistiikan tehokkuuteen, sillä kannattavuusmarginaalit ovat olleet jakeluliiketoiminnalle tyypilliseen tapaan matalat. Viime vuosien pääoman tuoton hyvä kehitys on kuitenkin erityisesti kannattavuuden kohentumisen ansiota, sillä taseen käytön tehokkuus ei ole yltänyt aivan huippuvuosien tasolle. Tämä johtunee suurilta osin markkinoilla nähdyistä saatavuushaasteista, jotka ovat johtaneet normaalia suurempiin varastotasoihin. Myös lisäarvotuotteisiin perustuva strategia on nostanut arviomme mukaan varastoon sitoutuvan pääoman määrää. Liiketoiminnassa vaadittava varmuusvarasto ei kuitenkaan kasva samalla tahdilla liikevaihdon kanssa, joten ennusteissamme oletamme pääoman kierron tehostuvan asteittain, mutta asettuvan hieman historiallisten tasojen alapuolelle. Hyvän kannattavuuden ja tehokkaan taseen tuloksena arviomme segmentin pitkän aikavälin ROCE-%:n asettuvan noin 16–17 %:n tienoille, joka ylittää soveltamamme pääoman kustannuksen (WACC).

Telkon liikevaihtoennusteet* (MEUR)



Telkon liikevoittoennusteet*



Lähde: Inderes / Aspo, *Kauko oikaistu luvuista

Toimiala – Telko

Telkon toimiala on pirstaleinen

Telkolle on mahdotonta määrittää yhtä toimialaa, sillä yhtiö toimii usealla maantieteellisellä alueella ja tuotekategoriassa. Kannattavuuteen vaikuttavat kilpailuvoimat taas vaikuttavat pääosin paikallisesti, joten yhtiön voidaan katsoa toimivan usealla toimialalla samanaikaisesti. Käsityksemme mukaan yhtiön keskeisten tuoteryhmien (tekniset muovit, kemikaalit, voiteluaineet) tukkumarkkinoiden dynamiikat ovat kuitenkin jokseenkin samankaltaisia, joten tarkastelemme niitä tässä yhteydessä yhtenä ryhmänä. Arviomme mukaan maakohtaisia eroja kuitenkin löytyy, joskin näihin pureutuminen on verrattain haasteellista ja analyysimme laajuuden ulkopuolella.

Näkemyksemme mukaan tukkumarkkinoiden kasvua ajavat sekä 1) päämiesten omien loppukäytöiden kehitys sekä 2) uudet sopimukset, joiden myötä ennen jakelustaan itse vastanneet yhtiöt ulkoistavat jakelutoimintojaan erilliselle tukkurille.

Markkinoilla toimivien jakelijoiden nykyisten asiakkuuksien liikevaihdon arvioimme kasvavan yli ajan suurin piirtein linjassa Euroalueen bruttokansantuotteen kasvun kanssa, emmekä näe Telkon kohdalla perusteita poiketa muille toimijoille arvioimastamme kasvuvauhdista.

Jakelun ulkoistamisen suosio on kasvussa

Päämiesten tarve ulkoistaa kemikaalimyynti ja -jakelu taas on alalla kasvussa oleva trendi. Tyypillisin syy jakelun ulkoistamiselle on se, että tämän myötä päämies kykenee keskittymään omaan ydinliiketoimintaansa ja laajentamaan tuotteidensa maantieteellistä levikkiä

kustannustehokkaasti ja ilman sitoutunutta pääomaa. Esimerkiksi konsulttiyhtiö Boston Consulting Group arvioi, että kemikaaliyhtiön kustannussäästö ulkoistamisesta voi nousta jopa 20 %:iin kokonaisjakelukustannuksista.

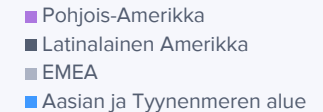
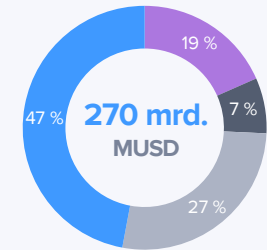
Kolmannen osapuolen jakelumarkkina kasvaakin arvioiden mukaan Telkon keskeisillä markkinoilla (tekniset muovit, kemikaalit, voiteluaineet) hieman alueellisten bruttokansantuotteiden kasvuvahia ripeämmin keskipitkällä aikavälillä. Lyhyellä aikavälillä volyymeissä ja liikevaihdossa on jonkun verran syklisyyttä, sillä asiakaskunta painottuu vahvasti teollisuusasiakkaisiin.

Bruttokansantuotteen kasvuvauhti määrittää pitkän aikavälin kehityksen

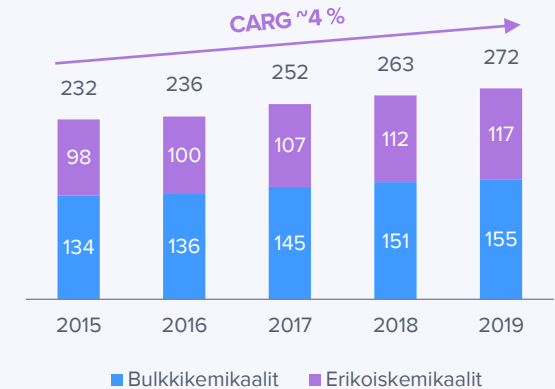
Pitkällä aikavälillä ulkoistusten määrällisen kasvun tuoma noste kuitenkin tasaantuu, minkä jälkeen toimialan liikevaihdon kasvu noudattelee ennusteissamme yleistä Euroalueen BKT:n kehitystä. Merkittäviä orgaanisia kasvupanostuksia markkinaosuuksien voittamiseksi emme odota Telkolta ainakaan lähivuosina näkevämme.

Lisäksi uskomme Telkon toteuttavan konsernin päivitetyn strategian mukaisesti useita yrityskauppoja. Euroopan jakeluliiketoiminnan kokonaismarkkina on valtava ja koostuu suuresta määrästä suuria globaaleja jakelijoita pienempiä paikallisia tukkureita, joten markkinan koko ei ainakaan rajoita Telkon epäorgaanisia kasvumahdollisuuksia. Emme kuitenkaan ole sisällyttäneet näitä segmenttikohtaisiin ennusteisiimme niiden epävarman luonteen vuoksi, vaan käsittelemme Telkon yrityskauppoja osana konsernin pääoman allokoitinta.

Kemikaalijakelun markkina (2019)



Kemikaalijakelun globaalin markkinan kehitys (MUSD)



Lähde: BCG Chemical Distribution Market Model (April 2020)

Leipurin 1/3

Raaka-ainejakelu liiketoiminnan keskiössä

Leipurin on tukkukauppias, joka toimii leipomo- ja konditoriatuotteiden, elintarviketeollisuuden sekä kodin ulkopuolisen syömisen (foodservice) markkinoilla. Yhtiöllä on liiketoimintaa kuudessa maassa, ja segmentti on jaettu neljään maantieteelliseen yksikköön, jotka ovat Suomi, Ruotsi, Itä ja Baltia. Maantieteellisesti tärkein alue on ollut historiassa Suomi, mutta tuoreimman Kobian-yritysoston myötä odotamme Ruotsin nousevan liikevaihdolla mitattuna suurimmaksi markkinaksi jo kuluvana vuonna. Asiakkaita Leipurinilla on yhteensä noin 3000.

Leipurin toimii linkkinä raaka-ainetuottajien ja -käyttäjien välillä. Leipomoasiakkaat ovat yhtiön selvästi tärkein segmentti, ja näiden asiakkaiden osuus 2022 liikevaihdosta oli noin 67 %. Leipomoasiakkailta Leipurin on mukana koko asiakkaan arvoketjussa aina koneinvestoinneista ja tuotekehityksestä koneiden huoltopalveluihin. Valtaosa asiakassegmentin liikevaihdosta tulee raaka-aineiden myynnistä ja jakelusta, ja arviomme mukaan toimitetuista raaka-aineista noin puolet on korkeamman lisäarvon tuotteita (esim. leivontamixit ja leivänparanteet) ja noin puolet bulkkiraaka-aineita (esim. jauhot ja sokerit).

Koneliiketoiminnassa Leipurin myy nykyisin vain päämiestensä laitteita, sillä se myi tappiollisen elintarviketeollisuuden jäädytys- ja pakastuskoneita valmistavan tytäryhtiönsä Vulkanuksen kesäkuussa 2022.

Koneliiketoiminnan osuus Leipurinin liikevaihdosta on kuitenkin arviomme mukaan vain joitain prosentteja.

Foodservice-asiakkuuksissa Leipurin ei tavoittele

yleistukkurin asemaa, vaan hakee kasvua erityisesti ketjuuntuneiden asiakkaiden palvelemisesta. Näille asiakkaille Leipurin tarjoaa raaka-aineiden lisäksi muun muassa pakasteita ja työvälineitä. Valtaosa asiakassegmentin liikevaihdosta tulee kuitenkin arviomme mukaan raaka-aineista. Elintarvikealan asiakkailleen yhtiö tarjoaa lisäksi tuotekehityspalvelua ja reseptiikkaa.

Päämiehiä Leipurinilla on yli 500 ja sen toimittajaportfolio sisältää tunnettuja toimijoita kuten Zeelandia, Ireks, Fazer Mylly ja Rheon. Leipurin myy myös tuotteita oman Leipurin-tuotemerkkinsä alla, ja näiden tuotteiden osuus yhtiön myynnistä on arviomme mukaan noin 20 %. Leipurin ei itse valmista oman tuotemerkkinsä tuotteita vaan hankkii nämä alihankkijoilta. Vuonna 2022 hankitulla Kobiolla on kuitenkin myös omaa tuotantoa (mm. marsipania ja vaniljakastiketta) Oman tuotemerkin tuotteissa (private label) Leipurinin kate on muuta jakeluliiketoimintaa parempi.

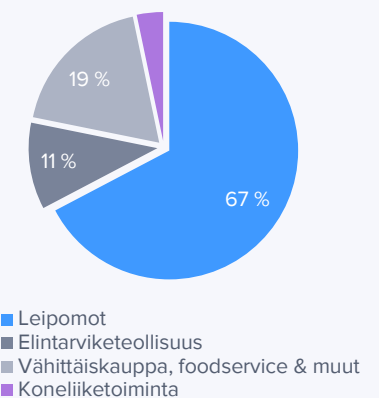
Tehokas logistiikka on toimialalla välttämätön

Pidämme Leipurin kilpailukyvyyn tärkeimpinä komponentteina sen laajaa päämies- ja asiakasverkostoa leipomosektorilla sekä erityisesti tehokasta logistiikkaa. Leipurinin kautta asiakas saa kilpailukykyisen kokonaistarjoonnan tarvitsemiaan raaka-aineita, välineitä ja koneita, mikä tehostaa asiakasyhtiöiden hankintatoimintoja. Laaja asiakasverkosto puolestaan parantaa Leipurinin neuvotteluvoimaa päämiehiensä suuntaan. Kilpailukenttä on hyvin pirstaleinen, ja arviomme mukaan kilpailijoista vain Norjalaisella Orklalla on vastaava päämiesverkosto keskeisillä markkinoilla Suomessa, Ruotsissa ja Baltiassa.

Tukkuliiketoiminnan arvoketju



Liikevaihdon jakauma asiakassegmenteittäin (2022)



Lähde: Inderes / Aspo

Leipurin 2/3

Itämarkkinoilla takana haastavat ajat

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 itämarkkinoille. Koneliiketoiminnan kasvua vauhditettiin vuonna 2011, kun Leipurin osti konevalmistaja Vulganuksen. Vuonna 2014 kärjistynyt Venäjän ja lännen välinen kriisi vei kuitenkin kasvuedellytykset itämarkkinalta useaksi vuodeksi. Myös kriisin jälkeen heikentyneet valuutat (etenkin rupla) sekä laskeneet raaka-ainehinnat puhalsivat Venäjällä merkittävää vastatuulta, ja Leipurin joutui muun muassa korvamaan tuontiraaka-aineitaan paikallisella hankinnalla säilyttääkseen hintakilpailukykyänsä. Kriisin eskaloituttua Ukrainan sodaksi keväällä 2022, ilmoitti Leipurin allekirjoittaneensa sitovan esisopimuksen Venäjän, Valko-Venäjän sekä Kazakstanin liiketoimintojensa myynnistä vuoden 2023 alussa. Kauppa on tarkoitus viedä maaliin vielä H1'23 aikana.

Myös Leipurinin konemyynti on idässä pysytellyt matalalla tasolla ja vuonna 2020 tappiollinen päämieskoneiden myynti ja huolto itämarkkinoilla päätettiin lopettaa. Tämän lisäksi yhtiö kauppassi heikosti kannattaneen Vulganuksen vuonna 2022.

Myös lännessä liikevaihto on ollut laskussa

Leipurin on pyrkinyt hakemaan myös uusilta alueilta kasvua pysäyttääkseen liikevaihdon laskevan trendin, mutta toistaiseksi ponnistelut orgaanisen kasvun elvyttämiseksi eivät ole tuottaneet merkittävää tulosta. Yhtiöllä on parhaillaan käynnissä strategiatyö, joilla uusia kasvumahdollisuuksia pyritään tunnistamaan

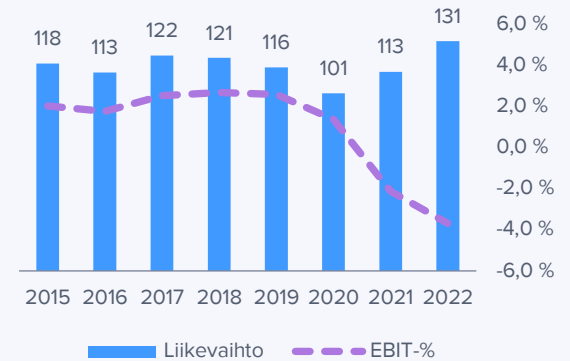
nykyisten sekä uusien asiakkaiden parissa. Viime vuosina Leipurin on myös uudistanut organisaatorakennettaan sekä toimintatapojaan (logistiikkaa, valikoimaa, hinnoittelua ja hankintaa). Liikevaihdon laskun ja kireän kilpailutilanteen myötä toimet eivät ole kuitenkaan näkyneet kannattavuuslukuissa, vaikka vuonna 2021 itämarkkinoiden luvuilla oikaistu liikevaihto kääntyikin pitkästä aikaa kasvuun. Myös pääoman tuotolla mitattuna historiallinen suoriutuminen on ollut heikkoa, mikä näkemyksemme mukaan suurilta osin heijastelee bulkkiraaka-aineiden jakelumarkkinan haastavaa kilpailudynamiikkaa.

Yrityskaupalla kasvua

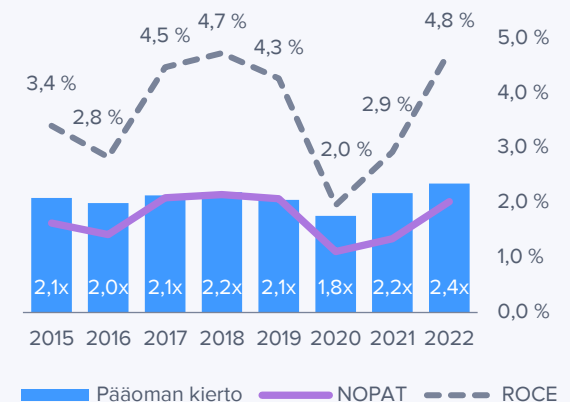
Syksyllä 2022 Leipurin toteutti ruotsalaisen leipomoteollisuuden jakelu-yhtiö Kobia Ab:n hankinnan. Segmentin kokoluokassa järjestely oli huomattava, sillä kaupan myötä Leipurinin vuositason liikevaihto kasvaa arviolta noin 50 MEUR (44 % segmentin 2021 liikevaihdosta) ja liikevoitto noin 1–2 MEUR. Lisäksi uskomme liiketoimintojen välillä olevan kustannussynergioita, joiden avulla uuden kokonaisuuden kannattavuuden parantamiselle on aiempaa paremmat edellytykset volyymin noususta. Kobian hankinta myös paikkaa itämarkkinalta poistunutta liikevaihtokuormaa ja kääntää liikevaihdon vihdoin kasvuun nostaten sen ennen vuonna 2014 alkaneen Venäjän kriisin tasoa.

Vaikka pidämme mahdollisena, että Aspö toteuttaisi tulevaisuudessa uusia vastaavia yritysjärjestelyitä Leipurin-segmentissä, uskomme Kobia-integraatiossa ja käynnissä olevassa kannattavuusohjelmassa olevan riittävästi tekemistä kuluvalle vuodelle.

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Pääoman tuoton kehitys ja komponentit



ROCE = NOPAT / (Liiketoiminnan varat – lyhytaikaiset velat)

NOPAT = vertailukelpoinen EBIT * (1 – veroaste)

Lyhytaikaiset velat = Liikevaihto * 5 % (linderesin arvio)

Leipurin 3/3

Markkina kasvaa hitaasti

Leipurinin suurimman markkina-alueen eli Suomen leipomoteollisuuden liikevaihto on lähes polkenut paikallaan viimeisen vuosikymmenen ajan. Myös koko elintarviketeollisuuden liikevaihtokehitys on jäänyt maltilliseksi, ja vuosien 2012–2022 välillä liikevaihdon keskimääräinen vuosikasvu oli alle prosentin (lähde: Tilastokeskus). Tuonnin kasvu huomioidenkin jää loppukysynnän kehitys maltilliseksi.

Toimialana leipomoteollisuuden (tai elintarviketeollisuuden laajemmin) suhdanneherkkyys taas on varsin matalaa. Eri segmenteissä toimiviin leipomoalan yrityksiin talouden vaihtelut kuitenkin vaikuttavat hyvin erin tavoin. Esimerkiksi pandemian alun jälkeen pienleipomot ajautuivat vaikeuksiin alan kokonaisliikevaihdon kasvusta huolimatta. Tähän suurimpana syynä oli kulutustottumusten muutos, kun ruokapalvelusektoriin kohdistuneiden rajoitteiden myötä suhteelliset myyntimäärät kasvoivat vähittäiskaupassa ja nostivat teollisten leipomoiden markkinaosuutta. Myös tuontileivän määrä on kasvanut myymäläleipomoiden ja paistopistetoiminnan voimakkaan kasvun myötä 2000-luvun alusta alkaen. Leipomoteollisuus oli vielä vuonna 2002 pitkälti kotimarkkinateollisuutta, mutta tuontileivän osuus kokonaiskulutuksesta on noussut noin 20 %:iin.

Odotamme toimialan yleisen kehityksen jatkuvan varsin maltillisena sen defensiivisestä luonteesta johtuen. Isossa kuvassa toimialan pitkän aikavälin kasvu jää kuitenkin BKT:n kehityksestä elintarvikkeiden tulojouston ollessa varsin matala. Suomen lisäksi Leipurinille tärkeitä markkinoita

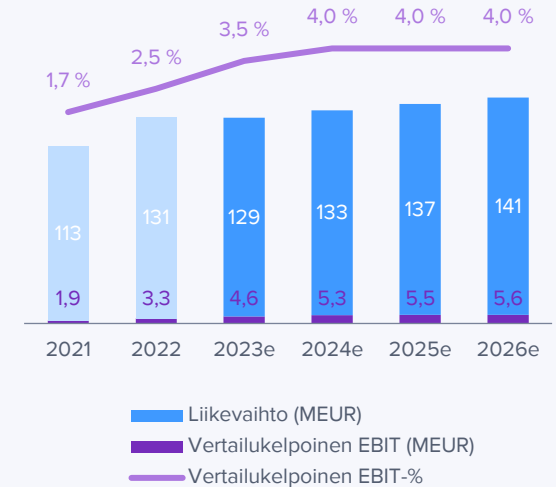
ovat Baltia sekä Kobia-yritysosaston myötä Ruotsi, ja näiden kehityksen oletamme vastaavan suurilta osin Suomen markkinaa.

Segmentin tulosenusteet

Vuosi 2022 oli arviomme mukaan vahva koko toimialalle, kun patoutunutta palvelukysyntää purkautui ravintola-alan lisäksi kahviloihin ja muihin leipomotuotteita tarjoaviin yrityksiin. Korkealla tasolla säilynyt inflaatio ja korkojen nousu heikentävät kuitenkin yleisen talouskehityksen näkymää, mutta odotamme elintarvikealan liikevaihdon pitävän pintansa myös laskevan ostovoiman aikana. Käytettävissä olevien varojen lasku kuitenkin siirtää arviomme mukaan kysynnän painopistettä edullisempiin tuotteisiin, mikä heikentää esimerkiksi Leipurinille tärkeiden artesaanileipomoiden näkymiä.

Leipurinin nykyisen kannattavuustason arvioiminen on haastavaa, sillä tappiollisesta koneliiketoiminnasta on vasta luovuttu ja myös Venäjän ja Valko-Venäjän historiallisesti kannattavista toiminnoista irtaannuttu. Odotamme Kobia-yrityskaupasta saavutettavien kustannussynergioiden tukevan liikevoittomarginaalia, jonka odotamme nousevan ensin noin 3,5 %:iin vuonna 2023 ja tästä eteenpäin asettuvan keskimäärin noin 4 %:iin. Kuluvana vuonna odotamme segmentin liikevaihdon laskevan maltillisesti leipomotuotteiden kysynnän painottuessa vähittäiskauppaan ja tämän jälkeen kasvavan noin 3 % vuodessa. Hieman yleistä leipomomarkkinaa nopeamman kasvuoletuksen perustelemme uudella foodservice-palvelualueella, joka tukee ennusteissamme lähivuosien liikevaihdon kasvua.

Leipurinin liikevaihto- ja kannattavuusennusteet



Leipurinin päämiesten brändejä

Toimiala – Leipurin

Toimialan kilpailuedut skaalan varassa

Leipurinin päätuoteryhmän eli leipomoraaka-aineiden ja -tarvikkeiden tukkumarkkina on luonteeltaan korkeisiin volyymeihin perustuvaa matalan katteen jakeluliiketoimintaa. Raaka-aineet ovat keskenään lähes identtisiä, joten vahvalla päämiesportfoliolla erottuminen kilpailijoista on haastavaa. Asiakkaiden lukumäärä on myös korkea (ja siten keskimääräinen toimitus melko pieni), joten keskitetystä jakelusta on vaikea saavuttaa tehokkuutta puhtaasti leipomosegmentistä. Suuremmilla asiakkailla puolestaan on selvää neuvotteluvoimaa suurten tilausvolyymien myötä. Näin ollen vähittäiskauppa- ja elintarviketeollisuus -segmenttien kasvu parantaisi arviomme mukaan Leipurinin tehokkuutta ja hintakilpailukykyä, mutta vaatisi mittavia investointeja.

Toimialalla on arviomme mukaan saavutettavissa mittakaavaetuja, joiden myötä suurimpien toimijoiden kannattavuustasot ovat rakenteellisesti pienempiä kilpailijoita korkeammat. Tämä myös puoltaa toimialan konsolidaation jatkumista. Mittakaavaetujen kustannushyötyä jakeluliiketoiminnassa olemme käyneet tarkemmin läpi Telko-segmenttiä käsittelevässä osiossa. Muita kilpailuetuja toimialalla on näkemyksemme mukaan hyvin haastava saavuttaa. Koska katteet ovat alalla matalia (tyypillisesti liikevoittomarginaalit vain muutamia prosentteja), vaikuttaa logistiikan tehokkuus (käyttöpääoman kiertonopeus) olennaisesti pääoman tuottoon. Tehokkuus taas on osittain riippuvaista toiminnan skaalasta, joskin pienempienkin toimijoiden on poikkeuksellisella tehokkuudella mahdollista päästä kelpolliseen kannattavuuteen. Kilpailuedun lähteeksi tästä ei kuitenkaan ole.

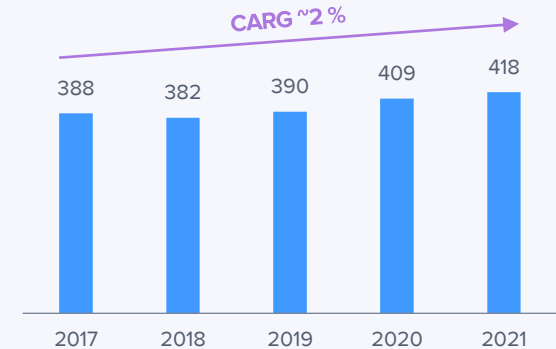
Leipurinin lisäpalvelut (reseptiikka, tuotekehityspalvelut) lisäävät näkemyksemme mukaan sen houkuttelevuutta asiakkaiden näkökulmasta, mutta hinnoitteluvoimaa tämä ei kuitenkaan arviomme mukaan olennaisesti lisää. Leipomo- ja elintarvikealan kannattavuudet ovat keskimäärin matalia, jolloin kustannuskilpailukyyn merkitys korostuu toimittajan valintaprosessissa.

Suuret toimijat pärjäävät myös lukujen valossa

Leipomotuotteiden ja -raaka-aineiden jakelumarkkina on käsityksemme mukaan vahvasti fragmentoitunut, ja kilpailijoina on tyypillisesti useita pieniä paikallisia toimijoita. Suurimmista toimijoista keskeisin kilpailija on arviomme mukaan Orkla Food Ingredients, jolla on mittavaa jakeluliiketoimintaa leipomo ja foodservice-asiakkaille Suomessa, Ruotsissa ja Baltiassa. Näillä markkinoilla Orkla Food Ingredients on kuitenkin liikevaihdolla mitattuna Leipurinia selvästi isompi. Tämän lisäksi Orkla hyötyy myös sen muun liiketoiminnan mahdollistamasta valtavasta jakeluverkostosta, sillä sen kaikkien segmenttien yhteenlaskettu myynti on esimerkiksi Suomessa arviolta yli 400 MEUR (Leipurin noin 40 MEUR).

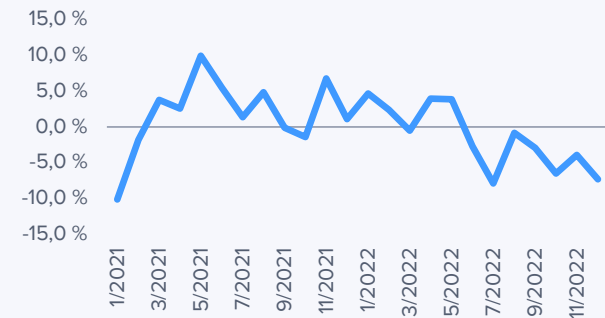
Vaikka Leipurin on keskeisillä markkinoillaan arviomme mukaan suurimpien toimijoiden joukossa, ei se kuitenkaan hyödy mittakaavan tuomista kustannuseduista, sillä vain suhteellinen koko ratkaisee. Tämä on näkynyt matalana pääoman tuottona läpi Aspon omistusaajan. Orklan kannattavuus taas on mittakaavaetujen myötä toimialan kärkeä (EBIT 5–7 %) ja pääoman tuotto hyvää. Vaikka Orkla Food Ingredientsin liikevaihto on selvästi painottunut foodservice-asiakkuuksiin, arviomme tämän segmentin kilpailudynamiikan leipomosektoria vastaavaksi.

Leipomotuotteiden jakelumarkkinan koko Suomessa (MEUR)



Lähde: Inderesin arvio

Elintarviketeollisuuden volyyymi, vuosimuutos (%)

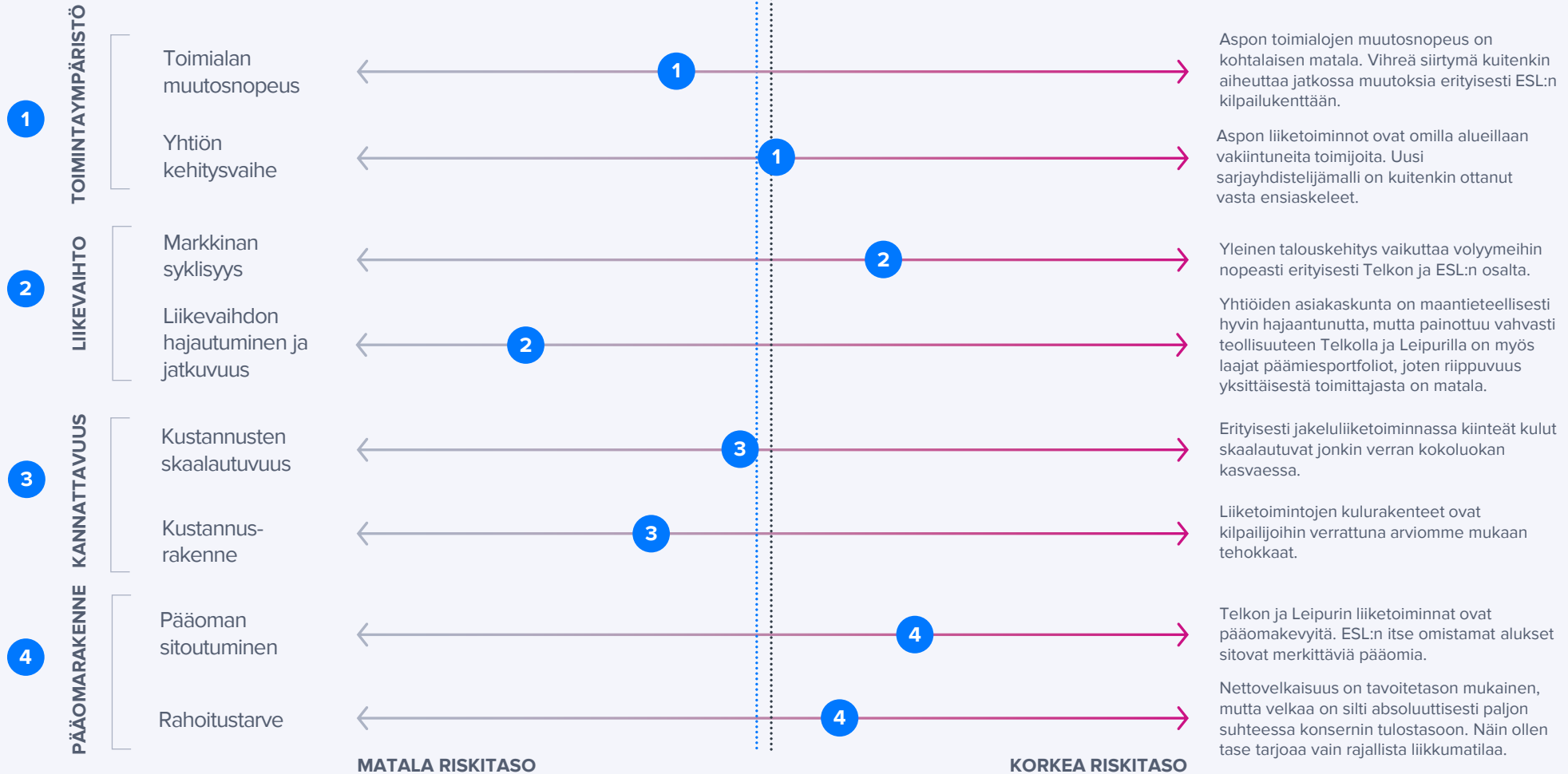


Lähde: Tilastokeskus

Liiketoimintamallin riskiprofiili

Arvio Aspon liiketoiminnan kokonaisriskitasosta

Listattujen verrokkien riskitason keskiarvo



Sijoitusprofiili

1.

Nykyliiketoimintojen vahva kassavirta

2.

Telko ja ESL vahvassa tulokunnossa

3.

Konsernirakenne mahdollistaa korkean velkavivun hyödyntämisen

4.

Korkea oman pääoman tuotto ja kasvava osinko

5.

Yritysostoilla mahdollista luoda lisäarvoa

Potentiaali



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

Riskit



- Rahtimarkkinan syklisyys
- Velkaa on absoluuttisesti paljon
- Leipurin tuloskunto ilman itämarkkinaa
- Yritysostoissa epäonnistuminen

Taloudellinen tilanne 1/2

Tasevaroista suuri osa koostuu ESL:n kalustosta

Aspon taseen loppusumma oli 2022 lopussa 416 MEUR. Liikearvoa ja muita aineettomia omaisuuseriä konsernilla oli taseessaan tilinpäätöshetkellä 47 MEUR. Liikearvo (37 MEUR) on syntynyt pääosin Kauko-Telko-kaupan yhteydessä ja valtaosa siitä on kohdistettu Leipurin-segmentille.

Taseessa olevat aineelliset hyödykkeet (178 MEUR) sekä IFRS 16 -standardin mukaiset käyttöoikeusomaisuuserät (16 MEUR) koostuvat pääosin ESL:n kalustosta. Aineelliset hyödykkeet sisältävät Kobia-yrityskaupan mukana tulleita teollisuuskiinteistöjä Ruotsissa (tasearvo ~10 MEUR), ja näistä yhtiö on kommentoinut pyrkivänsä irtautumaan lähiaikoina.

Vaihto-omaisuus (70 MEUR) taas jakautuu käytännössä tukkutoimintaa harjoittavien Telkon ja Leipurinin kesken. Muut taseen jatkuviin liiketoimintoihin liittyvät omaisuuserät koostuvat pääosin myyntisaamisista ja muista lyhytaikaisista varoista. Rahavaroja konsernilla oli 2022 lopussa yhteensä noin 32 MEUR. Rahavaroista noin 12 MEUR on kuitenkin sidottu Venäjän ja Valko-Venäjän tytäryhtiöihin, joiden myynti oli tilikauden päättyessä vielä kesken (sitovat esisopimukset on allekirjoitettu, mutta viranomaishyväksynnät vielä saamatta), joten näiden erien kotiuttamiseen liittyy epävarmuutta. Tästä oikaistuna konsernin rahavarat olivat 21,7 MEUR.

Mielestämme käyttöpääoman kehitystä ja sen käytön tehokkuutta tulee tarkastella segmentitason, sillä Leipurinin ja Telkon pääomien kiertoajat eroavat jonkin verran

toisistaan. Näin ollen konsernitason vertailu ei anna riittävää kuvaa taseen käytön tehokkuudesta.

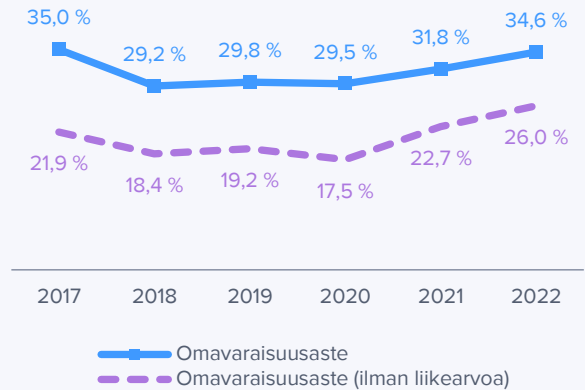
Kokonaisuutena tarkasteltuna Aspon varallisuus painottuu selvästi ESL:ään johtuen sen liiketoiminnan pääomaintensiivisyydestä. Telkon ja Leipurinin pääomista merkittävä osa taas koostuu vaihto-omaisuudesta.

Liikearvon määrä taseessa edelleen huomattava

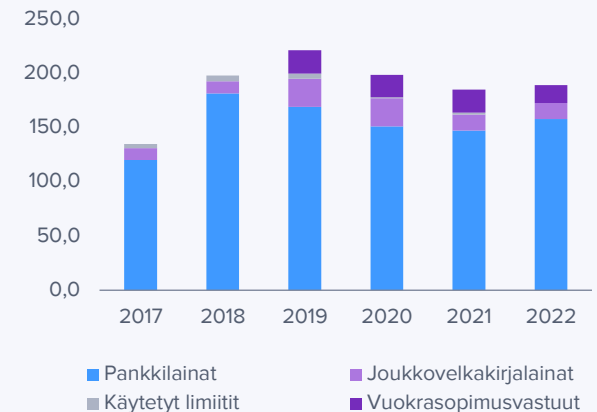
Pidämme Aspon varallisuusmassaa kokonaisuutena kuranttina. Omaisuuseristä merkittävin riski liittyy näkemyksemme mukaan liikearvoon, jonka määrä taseessa on huomattava. Viimeisen kahden vuoden aikana konserni on jo joutunut alaskirjaamaan liikearvoaan laskelmiemme mukaan yhteensä reilun 9 MEUR:n edestä. Tästä 4,3 MEUR oli seurausta Leipurinin odotettua heikommasta tuloskehityksestä ja näkymistä, 1,7 MEUR Venäjän ja Valko-Venäjän tytäryhtiöiden myynneistä tasearvoja matalampaan hintaan ja 3,4 MEUR Kaukon omaisuuserien uudelleenarvioinnista sen myynnin yhteydessä.

Tulevaisuudessa arviomme Leipurin-segmentin liikearvoon kohdistuvan alaskirjausriskin merkittävimmäksi, mikäli segmentin päivitetty strategia ei onnistu kääntämään sen tuloskehitystä. Vaikka liikearvon absoluuttinen määrä on huomattava, olisi mahdollisilla alaskirjauksilla kuitenkin kohtalaisen rajallinen vaikutus Aspon taseeseen (Leipurinin jäljellä oleva liikearvon määrä suhteessa taseen omaan pääomaan ~15 %), joten riski on sijoittajien kannalta mielestämme maltillinen, eikä aiheuta merkittävää riskiä yhtiön rahoitusasemalle.

Omavaraisuusasteen kehitys



Korollisten velkojen jakauma (MEUR)



Taloudellinen tilanne 2/2

Velkaantuneisuus kohtuullisella tasolla

Aspo-konsernin vastatessa liiketoimintojen rahoituksesta (pl. ESL:n kalustohankinnat) korostuu konsernitaseen vastattavaa-puolen tarkastelu. Konsernin oman pääoman määrä taseessa oli vuoden 2022 lopussa 144 MEUR. Tämä sisältää 30 MEUR:n hybridilainan, joka kirjanpidossa luetaan konsernin omaan pääomaan.

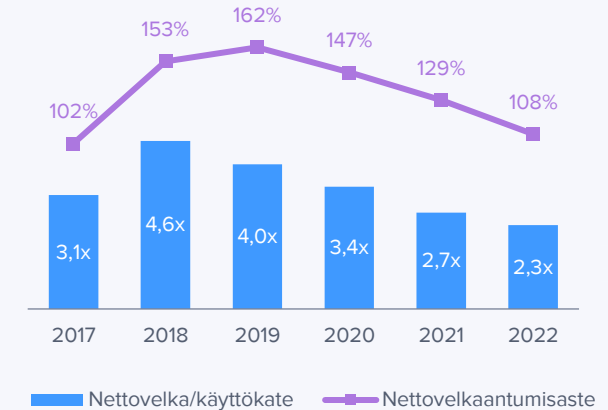
Konsernin korollinen velka koostui 2022 lopussa pankkilainoista (156 MEUR), joukkovelkakirjalainoista (15 MEUR) sekä IFRS 16 -vuokravastuista (16 MEUR). Pankkilainoilla yhtiö rahoittaa muun muassa ESL:n kalustoinvestointeja, ja näiden sopimusten vakuuksina toimivat rahoitetut alukset. ESL:n omien pankkilainojen kokonaismäärä oli arviomme mukaan 2022 lopussa noin 70 MEUR, ja näitä vastaavien kiinnitysten nimellisarvo oli tilinpäätöshetkellä noin 100 MEUR. Valtaosa konsernin korollisista veloista on kuitenkin emoyhtiön taseessa, mikä mahdollistaa konsernin kokoluokan hyödyntämistä rahoituksen ehdoista neuvoteltaessa. Käsityksemme mukaan Aspon tytäryhtiöistä vain ESL:llä on merkittäviä omia vastuuta.

Nettovelkaantumisasteen hallinta on mielestämme tärkeä tavoite Aspolle, sillä velkavipu näyttelee merkittävää roolia konsernin liiketoiminnassa. Nykyinen tavoitetaso on mielestämme Aspolle varsin neutraali ja sen velanhoidokyky olisi tällä tasolla edelleen riittävän hyvä. Vuoden 2022 taseluvuilla Aspon nettovelkaantumisaste oli 108 % ja tavoitetason mukainen. Myös nettovelat/käyttökate -tunnusluku laski jo terveelle noin 2,3x tasolle, kun se vielä vuonna 2018 oli

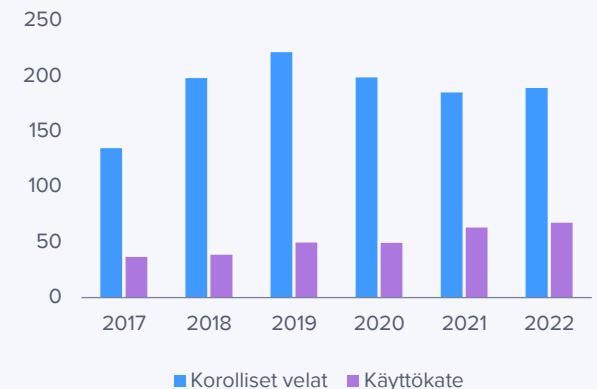
lähes 5x. Syklisen ESL:n painoarvo yhtiön tuloksessa on kuitenkin edelleen korkea, mikä on syytä huomioida taseen tunnuslukuja arvioidessa. Hybridilainan lukeminen osaksi konsernin omaa pääomaa on myös nähdäksemme pitkälti tekninen seikka, sillä hybridilainakin on luonteeltaan laina. Tämän sisällyttäminen nettovelkaan nostaisi siten hieman velkaisuuden tunnuslukuja. Lisäksi Aspon kassavaroihin sisältyy noin 12 MEUR Venäjän ja Valko-Venäjän myytyihin liiketoimintoihin kuuluvia rahavaroja.

Pidämmekin Aspon jäljellä olevaa velkakapasiteettia melko rajallisena, joten ESL:n ulkopuoliset investoinnit (kuten sarjayhdistelijästrategian uusien tukijalkojen hankinnat) tulee näkemyksemme mukaan järjestää pääosin konsernin tulo-rahoituksella. ESL:n tulevien kalustoinvestointien rahoitusta emme pidä ongelmana, sillä arviomme mukaan uusien vähäpäästöisten hybridialusten vakuusarvot ovat hyvät, kuten yhtiön jo [tiedottamat](#) rahoitusjärjestelyt osoittavat. Samalla on syytä huomioida, että kertaalleen kiinnitetty alukset eivät enää tarjoa vakuuksia konsernin rahoitusneuvotteluissa, vaan mahdollisten uusien lainojen arviointi rahoittajan näkökulmasta perustuu segmenttien kassavirtoihin. Positiivista tulosta tekevien tytäryhtiöiden osakkeet ja konsernin joustava rakenne (mahdollisuus irtautumisiin) kuitenkin pitävät Aspon rahoitusriskin aisoissa. Konsernin likviditeettiasema on myös kohtalaisen hyvä (current ratio ~1,6 ja quick ratio ~0,9), minkä lisäksi Aspolla on käyttämätön 40 MEUR:n valmiusluottoliimiitti.

Konsernin velkaisuuden kehitys



Käyttökateen ja velkojen kehitys (MEUR)



Konsernitason ennusteet 1/3

2023: Operatiivinen liikevoitto laskee

Yleisen talouskehityksen jäähtyminen iskee ennusteissamme erityisesti Aspon tuloksen kannalta tärkeimpiin segmentteihin Telkoon ja ESL:ään. ESL:n kohdalla odotamme kuljetusvolyymien ja rahtihintojen laskun laskevan segmentin liikevoittoa selvästi, vaikka suhteellinen kannattavuus pysyy vahvana. Telkon osalta maltillistuvat raaka-ainehinnat sekä Venäjän ja Valko-Venäjän jakeluliiketoimintojen poistuminen painavat liikevaihtoa sekä vertailukelpoista liiketulosta. Leipurin odotamme puolestaan parantavan kannattavuuttaan Kobia-yrityskaupan tuomien volyymien sekä integraatiosta realisoituvien kulusynergioiden johdosta.

Näin ollen odotamme konsernin vertailukelpoisen liikevoiton laskevan noin 39 MEUR:oon (2022: 55,3 MEUR), mikä on linjassa myös yhtiön voimassa olevan ohjeistuksen kanssa. Ohjeistuksessa Aspo odottaa vertailukelpoisen liikevoiton ylittävän 35 MEUR. Huomautamme, että 2023 konsernin raportoitu tulos kuitenkin paranee ennusteissamme edellisvuodesta, sillä Venäjältä ja Valko-Venäjältä poistumiseen liitännäiset kertaerät eivät tulosta enää rasita. Vertailukelpoinen liikevoitto kuitenkin laskee, mitä Olemme käsitelleet liiketoimintakohtaisia ennusteitamme tarkemmin segmenttien omilla osioissa.

ESL:n liiketoiminnan kuuluessa tonnistoverotuksen alaisuuteen jää konsernin verorasitus ennusteissamme matalaksi (~9 % veronalaisesta tuloksesta). Aspolla on taseessaan reilusti korollista velkaa, ja nettorahoituskulujen odotamme olevan 6,2 MEUR. Ennusteemme konsernin osakekohtaiseksi tulokseksi on siten

0,87 euroa. Huomautamme, että omilla laskelmissamme olemme huomioineet hybridilainan korot tuloslaskelmalla, jolloin EPS eroaa konsernin raportoimasta luvusta.

2024–2026: Odotuksissa maltillista tuloskasvua

Vuosina 2024–2026 ennusteissamme konsernin tuloskasvun veturina toimii Telko, jonka volyymikasvun ja suuremman skaalan myötä parantuvan tehokkuuden odotamme johtavan noin 13 % vuosittaiseen liiketuloksen kasvuun. ESL Shippingin normalisoituvat katetasot puolestaan pitävät segmentille ennustamamme liikevoiton lähellä 30 MEUR:n tasoa, vaikka uudet alusinvestoinnit kasvattavatkin kapasiteettia ja liikevaihtoa. Leipurinin tuloskehityksen odotamme jäävän vuoden 2023 jälkeen maltilliseksi, sillä ankara kilpailu markkinaosuuksista pitää arviomme mukaan katteet jatkossakin matalina ja liikevaihdon kasvun maltillisena. Ennusteissamme Kobia-integraation hyödyt segmentti saavuttaa täysimääräisesti jo vuoden 2023 aikana.

Kokonaisuutena odotamme konsernin osakekohtaisen tuloksen kasvavan keskimäärin noin 10 % vuosina 2024–2026. Nousevien korkojen ja kasvavan velkamäärän (uusista hybridialuksista ~70 % rahoitetaan velkarahalla) odotamme kasvattavan konsernin nettorahoituskuluja vuoteen 2024 asti, jonka jälkeen uskomme näiden kääntyvän hiljalleen laskuun. Lisäksi odotamme Aspon maksavan pois hybridilainansa 2025 aikana, millä on positiivinen vaikutus EPS:n kasvuennusteeseemme. Konsernin veroasteen odotamme pysyvän kohtalaisen vakaana noin 9 %:ssa.

Liikevaihtoennusteet (MEUR)



Liikevoittoennusteet (MEUR)



Konsernitason ennusteet 2/3

Kassavirran allokointi omistaja-arvon ajuri

Aspon strategian arvonluonti kiteytyy konsernin kykyyn allokoida pääomia houkuttelevalla tuotto-odotuksella. Tässä taas liiketoimintojen tuottamien kassavirtojen ja potentiaalisten investointikohteiden tarkastelu on avainasemassa. Lähivuosina Aspon vapaan kassavirran kannalta olennaisimmat erät liittyvät yhä ESL:n kalustoinvestointeihin sekä osingonmaksuun, ja nämä rajoittavat arviomme mukaan nykyisen strategian toimeenpanoa.

ESL vaatii edelleen mittavia investointeja

Hiilineutraaliin operointiin pyrkiminen on ESL:n nykyisen strategian keskiössä, ja tämän saavuttamiseksi vaadittavat investoinnit ovat arviomme mukaan huomattavia. ESL:llä on jo käynnissä 12 uuden sähköhybridialuksen hankinta, ja näistä joka toinen hankitaan yhtiön taseeseen ja joka toinen myydään ulkopuoliselle sijoittajayhtiölle. Investoinnin kokoluokka on Aspolle noin 70 MEUR, josta noin 50 MEUR rahoitetaan jo sovitulla lainarahalla. Uudet hybridilaivainvestoinnit voidaan laajemmin tarkasteltuna nähdä ylläpitoinvestointeina, sillä alusten pääasiallinen vaikutus on arviomme mukaan turvata yhtiön kilpailukyky pidemmällä aikavälillä. Lyhyellä aikavälillä näillä on kuitenkin kannattavuutta tukeva vaikutus, sillä alalla on yhä reilusti suuripäästöistä kapasiteettia, jonka kustannuskilpailukyky sekä hinnoitteluvoima ovat päästökaupan voimaantumisen myötä heikompia.

Nykyisen investointiohjelman päättämisen jälkeen odotamme ESL:n rahoittavan uudet kalustohankintansa pääosin pooling-mallilla, jolloin ESL:n osuus investoinneista jää matalaksi. Yhtiön taseessa oleva nykykalusto vaatii kuitenkin

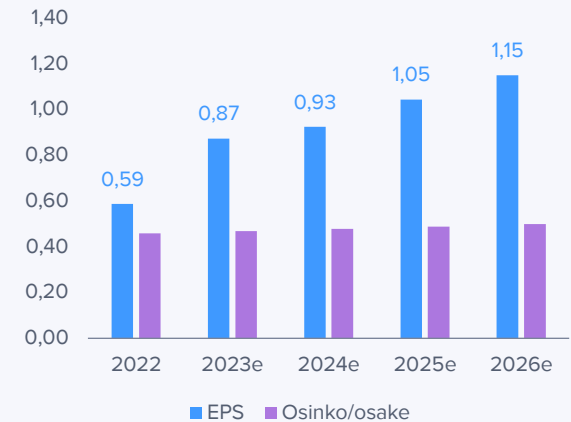
jatkuvaa ylläpitoa ja modernisointia, sillä vaikka kalusto on edelleen kokonaisuutena hyvässä kunnossa, on osa aluksista jo tulossa taloudellisen käyttöikänsä päähän. Näihin liittyvien ylläpitoinvestointien odotamme olevan keskimäärin noin 10–15 MEUR vuositasolla. Huomautamme, että luku sisältää myös oletuksen tulevaisuudessa käytöstä poistuvan kaluston korvausinvestoinneista. Kokonaisuutena ESL:n vaatimat investoinnit ovat siten lähivuosina ennusteissamme noin 30–35 MEUR (ylläpito ~10–15 MEUR ja kasvu ~20 MEUR).

Voitonjako syö liiketoimintojen kassavirtaa

Operatiivisten taloudellisten tavoitteiden lisäksi Aspo tavoittelee vuosittain kasvavaa osinkoa, jota yhtiö on vuodesta 2017 alkaen jakanut kahdesti vuodessa. Yhtiö on kommunikoinut, että kasvavan osingon tavoitteen vertailukohtana se pitää pandemian edeltävää aikaa (tilikaudelta 2018 maksettu osinko oli 0,44 euroa osakkeelta), sillä koronapandemian vaikutuksiin varautuminen aiheutti osinkoon väliaikaisen notkahduksen.

Pidämme kasvavan osingon tavoitetta yhtiölle arvioimamme tuloskunton huomioiden realistisena, mutta samalla huomautamme, että noin 15 MEUR vuotuinen osinkovirta hidastaa Aspon sarjayhdistelijästrategian implementointia selvästi. Kassavirrat ovat erityisesti pois Telkon yrityskauppoihin keskittyvästä kasvustrategiasta, jolloin vaikutus omista-arvon kehitykseen on negatiivinen. Tämä toki vaatii, että pääoman tuotoltaan järkeviä ostokohteita on riittävästi tarjolla. Nykyiset ennusteemme odottavat Aspon vuoden 2023 osingon olevan 0,47 euroa osakkeelta ja kasvavan tämän jälkeen tasaisesti sentillä per vuosi.

Osakekohtainen tulos ja osinko



Konsernitason ennusteet 3/3

Investoinnit suurelta osin kassan varassa

Nykyiset ennusteemme odottavat konsernin vapaan kassavirran olevan lähivuodet noin 10–20 MEUR. Luku huomio sekä arvioimamme investoinnit, vuokrasopimusvelkojen lyhennykset sekä hybridilainan korot. Kun lisäksi otetaan huomioon noin 15 MEUR vuosittaiset osingot, on Telkon sarjayhdistelijästrategian mukaisesti yritystoihin käytettävissä oleva tulorahoitus rajallista. ESL:n uudet sähköhybridialukset kuitenkin rahoitetaan pääosin velkarahalla, joka huomioiden konsernin kassatilanne on vahva.

Näin ollen uskomme, että velkakapasiteetin rajallisuudesta huolimatta konserni kykenisi lähivuosina investoimaan kokoluokassaan noin 5–10 MEUR Telkon yritystoihin, vaikka Venäjän kassavaroja ei saataisikaan yhtiön odotusten vastaisesti kotiutettua. Tämä kuitenkin vaatii ESL:n liikevoiton säilymistä ennustamallamme vahvalla noin 30 MEUR:n tasolla, sillä operatiivisen kassavirran kuluessa pääosin osingonmaksuun ja ESL:n kalustoinvestointeihin toimivat yhtiön kassavarat yritystojen ensisijaisena rahoituslähteenä. Huomautamme myös, että Kobia-kaupan yhteydessä yhtiölle siirtyneistä kiinteistöistä vapautuvan noin 10 MEUR:n pääoma antaa yhtiölle lisää liikkumavaraa yrityskauppoja silmällä pitäen.

Lisäksi oletamme, ettei yhtiö lähivuosina merkittävässä määrin lyhennä nykyisiä lainojaan, vaan rullaa näitä eteenpäin erääntymispäivien lähestyessä. Tästä poikkeuksena on yhtiön taseessa oleva hybridilaina (korko 8,75 %), jonka odotamme Aspon lunastavan takaisin vuoden

2025 aikana.

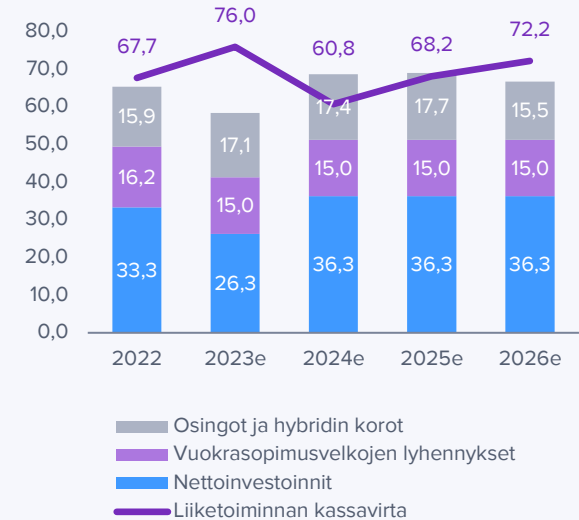
Sarjayhdistelijästrategiaan käytettävissä olevat resurssit jäävät lähivuosina rajallisiksi

Nykyennusteidemme valossa arvioimme sarjayhdistelijästrategian täytäntöönpanoon käytettävien resurssien olevan lähivuosina rajallisia. Yhtiön olisi ensiarvoisen tärkeää saada Venäjän toimintojen kauppahinnat kotiutettua täysimääräisesti sekä myytyä Kobian kiinteistöt, sillä nämä tarjoaisivat kriittistä liikkumavaraa yrityskauppoja silmällä pitäen.

Nykyennusteillamme Telkon houkuttelevista konsolidaatiomahdollisuuksista ei saada keskipitkällä aikavälillä vielä olennaista tukea yhtiön tuloksen kasvuun ja pääoman tuoton kehitykselle. Näin ollen myös sarjayhdistelijämallin arvonluontimahdollisuudet ovat konsernin kokoluokkaan nähden maltilliset, kun iso osa kassavirrasta kanavoituu ESL:ään sekä osinkoihin. Emme odota yhtiön tekevän myöskään lähivuosina uusia platform-järjestelyjä, sillä Aspon investointikapasiteetti ei arviomme mukaan tarjoa tähän mahdollisuutta.

Kasvavan taseen ja vertailukelpoisen tuloksen maltillisen kehityksen yhtälönä odotamme myös konsernin pääoman tuoton pysyvän lähivuodet melko vakaana. Nykyistä korkeammat ennusteet vaatisivat näkemyksemme mukaan taakseen 1) parempaa näkyvyyttä ESL:n tulokunnan kestävydestä myös pidemmällä aikavälillä, jotta tulorahoitus investointeihin on riittävää sekä 2) näyttöjä konsernin ja Telkon kyvystä toteuttaa arvostuskertoimiltaan houkuttelevia yritystojia riittävän suuressa mittakaavassa.

Kassavirtaennusteet (MEUR)



Huom: Nettoinvestoinnit eivät sisällä yrityskauppoja, vaan pelkät segmenttien arvioidut investoinnit kalustoon ja käyttöpäömaan.

Arvonmääritys 1/6

Arvonmäärityksen yhteenveto

Lähivuosien taloussyklin kehitystä on nykytietojen valossa hyvin haastava ennakoida. Tämän vuoksi konsernin lähivuosille perusteltavissa olevien tulosskenaarioiden haarukka on syklisen ESL:n korkeasta painoarvosta johtuen poikkeuksellisen leveä. Tämä taas heikentää DCF-mallimme käyttökelpoisuutta, sillä lähivuosien tulos- ja kassavirtaennusteet saavat mallissa suurimman painoarvon.

Annammekin arvonmäärityksessämme suurimman painoarvon tulokertoimille sekä tasepohjaiselle arvostukselle, joiden perustana käytämme arviotamme konsernin syklin yli katsovasta normalisoidusta tulostasosta ja pääoman tuotosta. Lisäksi olemme tarkastelleet eri liiketoimintojen kontribuutiota konsernin arvolle osien summa -laskelmalla.

Arvostus perusteltavissa pelkällä nykytuloksella

Aspon nykyinen kannattavuustaso on erinomainen, joten absoluuttisesti matalista tulokertoimista huolimatta osake on tasevarallisuuteen nähden melko korkealle arvostettu. Tämä on toki perusteltua, sillä taseluvuilla laskettu sijoitetun pääoman tuotto säilyy ennusteillamme hyvällä selvästi yli 10 %:n tasolla. Arviomme mukaan osake on konsernin nykyinen kasvu-, kannattavuus- ja riskiprofiili huomioiden melko neutraalisti hinnoiteltu, joten nykyistä korkeampi hyväksyttävä arvostushaarukka vaatisi tuekseen oletusta nykyisiä ennusteitamme korkeammasta pääoman tuotosta. Tämä voisi realisoitua lähinnä ESL:n kestävän tulostason ylittäessä nykyiset ennusteemme, sillä segmentin osuus konsernin tuloksesta ja kassavirroista on selvästi suurin. Samalla kassavirtaa riittäisi nykyisiä ennusteitamme

enemmän Telkon yrityskauppoihin, joiden arvonluontiedellytyksiä pidämme hyvinä.

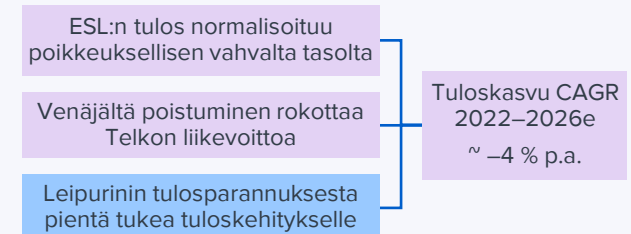
Osakkeen nykyinen arvostus olisi perusteltavissa pelkällä Aspon nykyisellä noin 40 MEUR:n liikevoittotasolla, jonka arvioimme konsernille kestäväksi pitkällä aikavälillä. Huomautamme kuitenkin, että tuloksen syklisyydestä johtuen arvostus voi lyhyellä aikavälillä heilua reilustikin, jos tulos jäisi olennaisesti lähivuosien ennusteistamme. Kelvollinen kasvunäkymä huomioiden pidämme kuitenkin turvamarginaalia nykyarvostuksella riittävänä positiivisen suosituksen perustelemiseksi. Myös tuotto-odotusta haarukoiva mallimme indikoi osakkeen olevan nykykurssilla maltillisesti hinnoiteltu ja vuotuisen tuotto-odotuksen yltävän niukasti yli tuottovaatimuksemme. Konserni on kuitenkin nykyennusteillamme operatiivisesti vahvassa tulokunnossa ja potentiaaliltaan hyvän pääoman tuoton kasvuinvestointeihin on arviomme mukaan käytettävissä vain rajallisesti pääomia, joten pitkällä tähtäimellä osakkeen on vaikea nähdä tarjoavan myöskään merkittävästi tätä korkeampaa tuotto-odotusta.

Huomautamme, että Aspon kirjanpitokäytännöistä poiketen olemme arvonmäärityksessämme sisällyttäneet hybridi-instrumentin konsernin korolliseen velkaan. Lisäksi olemme käsitelleet alusten vuokrista syntyneitä IFRS 16 -vuokravelkaa operatiivisena eränä, jolloin nämä on oikaistu pois korollisista veloista. ESL:n vuokrattujen alusten poistot ja korot vastaavat kuitenkin karkeasti näiden kassavirtavaikutusta, joten olennaista vaikutusta konsernin tuloslukujen tulkintaan tällä ei ole. Emme ole myöskään varovaisuuden nimissä huomioineet Venäjän tytäryhtiöissä olevia noin 12 MEUR:n kassavaroja osana nettovelan laskentaa.

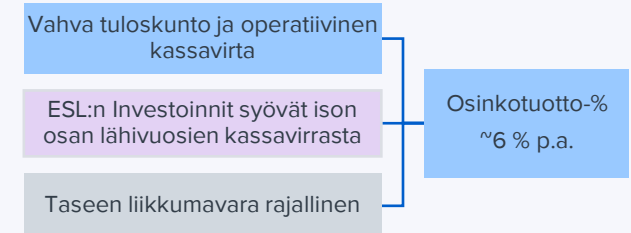
Osaketuoton ajurit

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

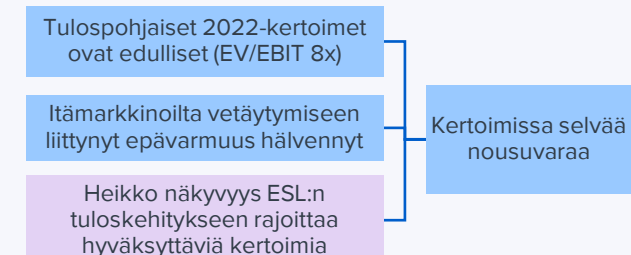
Tuloskehitys



Osinkotuotto



Arvostuskertoimet



Tuotto-odotus +10 % p.a.

Arvonmääritys 2/6

Tasepohjainen arvonmääritys

Annamme Aspon arvonmäärityksessä pääpainon tase- ja tulospohjaisille kertoimille. Absoluuttisina kertoimina olemme hyödyntäneet Aspolle määrittelemiämme hyväksyttäviä hinnoittelukertoimia, jotka pohjautuvat näkemykseemme nykyisestä kasvu-, kannattavuus- ja riskiprofiilista.

Tasepohjaisessa tarkastelussa keskitymme liiketoimintaan sijoitetun pääoman ja yritysarvon toisiinsa suhteuttavaan EV/IC-tunnuslukuun. Perusperiaate vastaa tunnetumpaa P/B-tunnuslukua sillä erolla, että EV-pohjainen kerroin huomioi myös yhtiön pääomarakenteen. Olemme suhteuttaneet Aspon taseperusteista arvostusta konsernille arvioimaamme pitkän aikavälin sijoitetun pääoman tuottokykyyn (ROIC). Keskeisinä oletuksina olemme laskelmissamme käyttäneet 10–11 %:n sijoitetun pääoman tuottoa, 10 %:n veroastetta sekä 1,5–3,0 %:n oletusta pitkän aikavälin kasvutekijästä. Aspolle soveltamamme keskimääräinen pääoman kustannus (WACC) on 8,5 %.

Näkemyksemme mukaan Aspon tasepohjaista arvostusta tukevat seuraavat seikat:

- **ESL:n kaluston tasearvot eivät kuvasta kovin hyvin arviotamme omaisuuserien jälleenhankinta-arvoista**, sillä poistoajat ovat pitkiä (17–30 vuotta) ja nykyinen kalusto on jo iältään vanhaa. Nykyisen kaluston kirjanpitoarvo onkin noin puolet hankintamenosta, mikä tukee taseluvuista laskettua pääoman tuottoa. ESL:n kilpailukyky on joka tapauksessa toimialan keskimääräiseen toimijaan verrattuna hyvä.

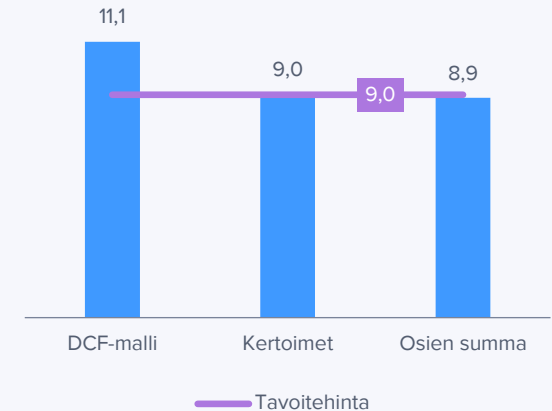
- **Telko ylittää erinomaiseen pääoman tuottoon** kannattavan liiketoiminnan ja matalan pääomaintensiivisyyden (taseen tehokas käyttö) johdosta.
- **Taseessa on huomattava määrä liikearvoa**, mikä laskee nykyisen operatiivisen tasevarallisuuden tuottoa. Nykyliiketoimintojen kasvaessa liikearvon osuus segmenttien varoista laskee, mikä tukee pääoman tuoton kehitystä. Konsernitason historiallista pääoman allokoinnin tehokkuutta analysoitaessa liikearvo tulee huomioida näkemyksessä yritysostostrategian toimivuudesta ja arvonluonnista.

Hyväksyttävää arvostustasoa puolestaan laskevat:

- **ESL:n lähivuosien suuret kalustoinvestoinnit**, joiden odotettu tuotto ei yllä vanhan, lähes poistetun kaluston tasolle. Lisäksi osa investoinneista on liiketoiminnan kokoluokkaa ja kilpailukykyä ylläpitäviä, sillä seuraavan vuosikymmenen aikana useat omistetut alukset tulevat taloudellisen käyttöikänsä päähän.
- **Konsernin tuloskehitykseen liittyy huomattavaa ennusteriskiä**, sillä syklisen varustamoliiketoiminnan painoarvo on edelleen suuri.

Konsernille arvioimamme 10–11 % ROIC ylittää vastaavan pääoman kustannuksen (8,5 %), jolloin Aspoa voidaan perustellusti arvostaa selvästi yli sen sijoitetun pääoman määrän. Oletuksillamme hyväksymämme haarukka EV/IC-kertoimelle on 1,5–1,7x. Vähentämällä haarukan keskikohdan mukaisesta yritysarvosta konsernin nettovelan (180 MEUR) saamme Aspon tasepohjaisen arvonmäärityksen tulokseksi 9,2 euroa osakkeelta.

Arvonmäärityksen yhteenveto



Hyväksytyin EV/IC-tunnusluvun herkkyyshanalyysi

WACC-%	ROIC-%				
	9,0 %	10,0 %	11,0 %	12,0 %	13,0 %
7,5 %	1,8x	2,0x	2,2x	2,4x	2,6x
8,0 %	1,6x	1,8x	2,0x	2,2x	2,4x
8,5 %	1,5x	1,7x	1,8x	2,0x	2,2x
9,0 %	1,4x	1,5x	1,7x	1,8x	2,0x
9,5 %	1,3x	1,4x	1,6x	1,7x	1,9x

Arvonmääritys 3/6

Tulospohjaiset kertoimet

Olemme myös haarukoineet hyväksyttäviiä tasoja Aspon tulospohjaisille arvostuskertoimille. Keskeisillä oletuksillamme saamme konsernille hyväksymämme EV/EBIT-kertoimen haarukaksi 10–12x. Vastaavilla oletuksilla hyväksyttävä haarukka P/E-luvulle on 9–11x, mikä on lähellä liikevoittopohjaista kerrointa konsernin matalasta veroasteesta johtuen. Ensi vuodelle ennustamamme liikevoiton sekä tulospohjaisten EV/EBIT ja P/E -lukujen keskiarvona saadaan Aspon osakkeen arvoksi 8,8 euroa osakkeelta. Lopputuloksen samankaltaisuus tasepohjaisten kertoimien kanssa ei ole sattumaa, sillä laskelmat perustuvat samoihin oletuksiin konsernin kasvunäkymistä sekä riskitasosta.

Huomautamme, että Aspon perustellun käyvän arvon vaihteluväli on melko suuri, sillä arvonmäärityksen kannalta kriittiset oletukset liittyvät tiiviisti toisiinsa. Keskeinen arvonmääritystä hankaloittava tekijä on luonnollisesti ESL-varustamon tulostaso, sillä segmentti vastaa 70–75 %:sta konsernin lähivuosille ennustamaamme liiketulosta. Mikäli ESL:n kestävä tulostaso osoittautuisi ennusteitamme korkeammaksi, olisi konsernilla enemmän pääomia allokoitavaksi Telkon yritysostoihin. Tällöin sekä Aspon tulostaso että hyväksyttävät kertoimet olisivat nykyistä korkeampia ja vipuvaikutus osakkeen arvostukseen huomattava. Tämä toki vaatisi myös lisänäyttöjä Telkon yritysostostrategian kyvystä luoda arvoa myös pidemmällä tähtäimellä.

Vastaavasti keskimääräisen tulostason jäädessä

ennusteistamme kuluisi käytännössä koko konsernin lähivuosien vapaa kassavirta ESL:n kalustoinvestointeihin, mikä papereissamme laskisi konsernitason sijoitetun pääoman tuottoa ja siten myös hyväksyttävää kerroinhaarukkaa.

Telkon yllätyspotentiaali taas on selvästi rajatumpi, sillä segmentin nykyisten jakelutoimintojen orgaaniset kasvuajurit ovat näkemyksemme mukaan melko rajalliset ja liikevaihtokehitys noudattelee pitkälti toimialan keskimääräistä kehitystä. Näin ollen skenaario, jossa nykyliiketoiminnan volyymit kasvaisivat selvästi odotuksiamme nopeammin on nykytiedoin vaikeasti perusteltavissa. Lisäksi Telko on jo nykyisellään operatiivisesti sängen vahvassa vireessä, jolloin marginaalien olennainen parantaminen on haastavaa. Tästä pitävät näkemyksemme mukaan huolen:

- 1) Päämiesten mahdollisuus integroitua vertikaalisesti jakeluketjuun, jos jakelijan osuus toimialan arvonnisästä nousee liian korkeaksi;
- 2) Kilpailijoiden hintakilpailukyvyyn kohentuminen, mikäli Telkon asiakkailtaan/päämiehiltään veloittamat hinnat nousevat liian korkeiksi (volyymeistä saa toimialalla vain rajallisesti kustannusetua);
- 3) Telkon rajallinen (vaikka arviomme mukaan hyvä) hinnoitteluvoima asiakkaiden suuntaan, sillä panoshintojen noustessa liian korkeiksi on useassa tapauksessa arviomme mukaan mahdollista turvautua substituutteihin.

Aspon hyväksyttävät arvostustasot



Aspon EV/EBIT (12kk eteenpäin katsova)



Lähde: Bloomberg

Arvonmääritys 4/6

Osien summa tukee arvonmäärityskehikkoamme

Osien summan mukainen tarkastelu vastaa pohjimmiltaan kerroin pohjaisen arvonmäärityksemme kehikkoa, ja sen tarkoitus on lähinnä havainnollistaa konsernin eri liiketoimintojen merkitystä osakkeen arvolle. Menetelmä siten mahdollistaa perustellumman hyväksyttävien arvostuskertoimien haarukan määrittämisen, sillä liiketoiminnoista ESL:n arvonmäärityksessä käytettäviin oletuksiin liittyy mielestämme suurinta epävarmuutta. Telkon ja Leipurinin liiketoiminnot sekä näihin sijoitettujen pääomien tuotot ovat papereissamme taas paremmin mallinnettavissa, jolloin myös näiden arvonmäärityksen luotettavuus on varustamoliiketoimintaa korkeampi.

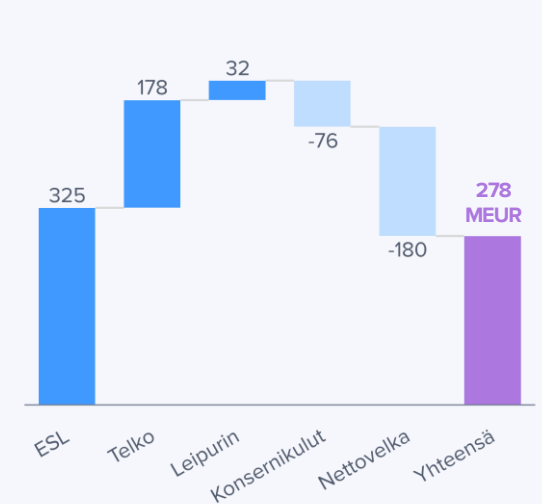
Osien summa -laskelmassamme olemme rajanneet tarkastelun EV/EBIT-tunnuslukuun, sillä oman pääoman tai velkojen jakautuminen eri liiketoimintojen kesken ei ole täsmällisesti määritettävissä konsernin vastatessa pääosin segmenttien rahoituksesta. Näin ollen tasevaroihin ja näiden tuottoon perustuvien tunnuslukujen käyttö ei ole mielekäästä. Segmenttien normalisoituina tulostasoina olemme käyttäneet vuoden 2023 ennusteitamme.

Segmenteistä korkeimman EV/EBIT-kertoimen saa Telko, jonka osalta pidämme hyväksyttynä tasona 14–16x haarukkaa vahvasta pääoman tuotosta ja kasvunäkymistä johtuen. Lisäksi Telkole arvioimamme pääoman kustannus (WACC) on segmenteistä matalin (8 %). ESL:ää puolestaan hinnoittelisimme itsenäisenä yhtiönä noin 10–11x-kertoimella kun taas Leipurinille hyväksymämme

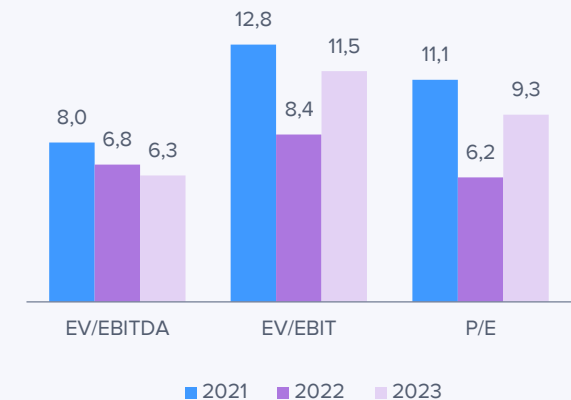
taso on matalasta pääoman tuotosta ja vaatimattomista kasvunäkymistä johtuen 7x. Leipurinille arvioimamme pääoman kustannus on myös liiketoiminnan pienestä koosta johtuen segmenteistä korkein (10 %). ESL:n tapauksessa hyväksytyä arvostustasoa nostaa erityisesti segmentin verotehokkuus (arvioitu veroaste vain 5–6 %). Huomattavasta ennusteriskistä ja tuloksen volatiliteetista johtuen ESL:lle soveltamamme pääoman kustannus on vastaavan kokoista Telkoa korkeampi 9 %.

Osien summa -laskelmamme mukainen arvo Aspon osakkeelle on 8,9 euroa, mikä vastaa myös konsernitason kerroin pohjaisen arvonmäärityksemme tulosta. Näin ollen konsernin osissa ei ole näkemyksemme mukaan sellaista arvoa, jonka näkisimme lähiaikoina esimerkiksi rakennejärjestelyillä purkautuvan. Optimistisessä skenaariossa ESL:n ja Leipurinin kassavirtoja voitaisiin allokoida nykyistä enemmän Telkon yrityskauppoihin, jolloin myös konsernin sijoitetun pääoman tuottokyvyn potentiaali olisi nykyistä korkeampi. Tämä myös tukisi hyväksytyä arvostustasoa. Arviomme kuitenkin Telkon yrityskauppoihin käytettävissä olevien pääomien vastaavan lähivuosina karkeasti segmentin omaa vapaata kassavirtaa, jolloin segmentti ei hyödy tai vastaavasti myöskään kärsi Aspo-konsernin muista investoinneista. Myös yksittäisten heikosti tuottavien liiketoimintojen myynnit voisivat tarjota konsernille keinon tehostaa taseeseen sitoutuneen varallisuuden käyttöä, mutta pidämme tämän toteutumista lähivuosina epätodennäköisenä.

Osien summa -laskelma



Tuloskertoimet



Arvonmääritys 5/6

Oletuksiamme vahvemman kassavirran lisäksi Telkon tulee vielä todistaa kykynsä ulosmitata toimialarakenteen tarjoamat mahdollisuudet kasvaa kannattavasti yritysostoin, joten tässä vaiheessa emme näe kyseisen melko epävarmoina oletuksiin nojaavan optimistisen skenaarion olennaisesti tukevan sijoittajan tuotto-odotusta.

Verrokkianalyysi

Vaikka Aspo päivitettyssä strategiassaan pyrkiikin muuntautumaan sarjayhdistelijäksi, ei vertailu pohjoismaisten sarjayhdistelijöiden arvostustasoihin ole perusteltua, sillä strategian täytäntöönpano on vasta alkutekijöissään ja valtaosa konsernin kassavirrasta suuntautuu kasvua ja pääoman tuottoa tukevien yritysostojen sijaan osingonmaksuun sekä ESL:n kalustoinvestointeihin.

Aspo-konserni koostuu kolmesta hyvin erilaisen profiilin liiketoiminnosta, joten verrokkianalyysissä keskitymme vertailemaan kullekin liiketoiminnolle hyväksymiämme tulos pohjaisia EV/EBIT-kertoimia verrokkiryhmän vastaaviin. Verrokkiryhmien soveltuvuus vaihtelee kuitenkin jonkin verran segmenteittäin, mistä johtuen emme käytä verrokkianalyysiä varsinaisena arvonmääritysmenetelmänä, vaan tästä saatuja havaintoja muita menetelmiä tukevana. Yleisellä tasolla todettakoon, että verrokkiryhmien soveltuvuus on keskimäärin melko heikkoa, sillä parhaatkin saatavilla olevat verrokkit eroavat jonkin verran Aspon liiketoimintoista muun muassa nykyisen kokoluokan sekä kannattavuuden osalta.

ESL:n verrokkiryhmän mediaani EV/EBIT kertoimelle on 9x 2023 ennustetuilla tuloksilla (lähde: Refinitivin konsensusdata). Tämä on alle segmentille hyväksymämme tason, sillä pidämme ESL:ää keskimääräistä verrokkiaan laadukkaampana yhtiönä, sillä nämä operoivat pääosin syklisemmässä ja kilpaillummassa globaalissa kuivarahtimarkkinassa, jossa katteet ovat yli syklin katsottuna keskimäärin hyvin maltillisia.

Telkon verrokkiryhmä koostuu eurooppalaisista ja pohjoisamerikkalaisista jakelijoista, jotka pääosin keskittyvät kemikaalien ja öljytuotteiden jakeluun. Arviomme mukaan Telko on kuitenkin korkeasta pääoman tuotosta johtuen selvästi keskimääräistä verrokkiaan tehokkaampi erityisesti taseen käytön suhteen (keskimääräinen ROIC noin 7 % 2018–2022), jolloin segmentille hyväksymämme kerroin on perustellusti verrokkiryhmän mediaania (EV/EBIT 13x) korkeampi.

Leipurinin verrokkit puolestaan vastaavat profiileiltaan kohtalaisen hyvin segmentin kannattavuutta ja pääoman tuottoa. Joukon EV/EBIT-luvun mediaani on 14x, joten Leipurin on omassa arvonmäärityskehikossamme arvostettu verrokkiryhmäänsä nähden selvällä alennuksella. Vaikka verrokkiryhmän keskimääräinen arvostustaso on selvästi hyväksymiämme kertoimia korkeampi, emme näe perusteita kyseisiin arvostustasoihin nykyisillä kasvu- ja kannattavuusennusteillamme. Huomautamme kuitenkin, että segmenteistä ainoastaan Leipurinin arvostus on selvässä ristiriidassa sen keskeisiin verrokkeihin.

ESL Shippingin verrokkit	EV/EBIT '23	EV/EBIT '24	P/B '23
Eagle Bulk Shipping	8,1	7,5	0,9
Globus Maritime Ltd	0,3	0,1	0,1
Diana Shipping	9,4	9,9	0,8
Belships ASA	43,6	51,8	1,8
Seenergy Maritime	11,4	10,6	0,5
Star Bulk Carriers Corp	8,6	7,4	1,1
Eneti Inc	22,4	(neg)	0,6
Genco Shipping	7,9	6,5	0,8
Safe Bulkers	4,9	4,1	377,0
Eurodry	40,8	8,5	0,4
Mediaani	9,0	7,5	0,8
Keskiarvo	15,7	11,8	38,4

Telkon verrokkit	EV/EBIT '23	EV/EBIT '24	P/B '23
Brenntag	10,4	9,9	2,2
Univar	10,4	9,7	2,1
IMCD	18,8	17,9	4,6
Bunzl Plc	0,1	0,1	3,5
DKSH Holding	15,6	14,5	2,6
Superior Plus Corp	14,8	12,2	1,6
Esprinet Spa	8,8	7,4	0,8
Bufab AB	16,6	15,7	3,0
Mediaani	12,6	11,0	2,4
Keskiarvo	11,9	10,9	2,6

Leipurinin verrokkit	EV/EBIT '23	EV/EBIT '24	P/B '23
Marr Spa	11,7	9,8	2,1
The Chefs Warehouse Inc	14,7	12,9	-
BayWa AG	24,7	22,7	2,8
Sligro Food Group	29,6	15,9	1,5
Amsterdam Commodities	10,3	10,0	1,5
United Natural Foods Inc	10,1	9,4	1,2
Sysco Corp	15,6	14,0	18,2
US Foods Holding Corp	12,9	11,1	2,0
Mediaani	13,8	12,0	2,0
Keskiarvo	16,2	13,2	4,2

Lähde: Refinitiv

Arvonmääritys 6/6

Kassavirtamalli

DCF-mallimme indikoima arvo Aspon osakkeelle on 11,1 euroa. Olemme käyttäneet kassavirtamallimme terminaalijakson kannattavuusoletuksena 6 %:n liikevoittomarginaalia ja pitkän aikavälin kasvutekijänä 2,0 %. DCF-malli tarkempine oletuksineen löytyy raportin sivulta [45](#).

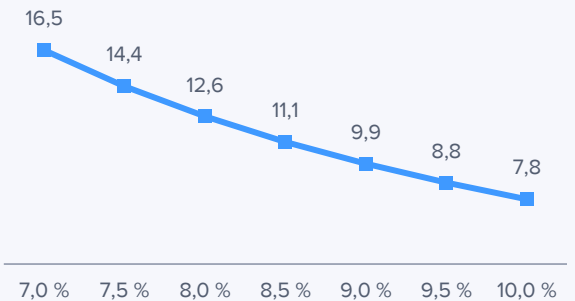
DCF-mallin mukainen arvo on selvästi kerroinpohjaista arvonmääritystämme korkeampi, sillä kassavirtamalli ottaa huomioon täysimääräisesti lähivuosille ennustamamme tuloskasvun. Kassavirtamalli antaa siten mielestämme Aspon osakkeelle hyvän indikaation ennusteidemme mukaisesta potentiaalista.

Emme kuitenkaan näe perusteltuna nojata täysin kassavirtamallin lopputulokseen, sillä liiketoiminnan syklinen luonne laskee hieman menetelmän käyttökelpoisuutta. Tämä taas johtuu siitä, että mallissa lähivuosien kassavirtaennusteet saavat diskonttotekijästä johtuen suurimman painoarvon, jolloin taloussyklin ajoittumisella on lopputuloksen kannalta olennainen merkitys.

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	8,17	8,17	8,17
Osakemäärä, milj. kpl	31,5	31,5	31,5
Markkina-arvo	257	257	257
Yritysarvo (EV)	450	459	459
P/E (oik.)	9,3	8,8	7,9
P/E	9,3	8,8	7,9
P/Kassavirta	6,8	18,1	11,5
P/B	1,7	1,5	1,7
P/S	0,4	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,8	0,7	0,7
EV/EBITDA (oik.)	6,3	5,9	5,5
EV/EBIT (oik.)	11,5	10,6	10,0
Osinko/tulos (%)	53,8 %	51,8 %	47,4 %
Osinkotuotto-%	5,8 %	5,9 %	6,0 %

Lähde: Inderes

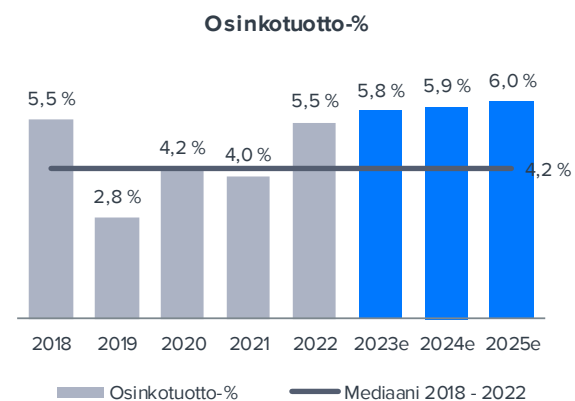
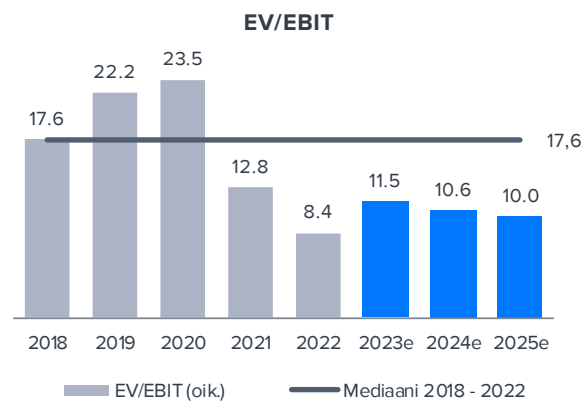
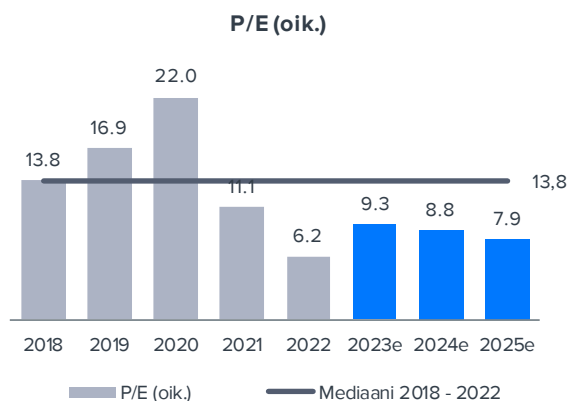
DCF-mallin herkkyys tuottovaatimukselle



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	7,96	7,86	8,40	11,4	8,44	8,17	8,17	8,17	8,17
Osakemäärä, milj. kpl	31,4	31,4	31,4	31,4	31,4	31,5	31,5	31,5	31,5
Markkina-arvo	250	247	264	357	265	257	257	257	257
Yritysarvo (EV)	463	470	454	544	462	450	459	459	454
P/E (oik.)	13,8	16,9	22,0	11,1	6,2	9,3	8,8	7,9	7,2
P/E	20,1	16,9	22,0	15,1	14,3	9,3	8,8	7,9	7,2
P/Kassavirta	neg.	6,2	5,0	33,5	25,7	6,8	18,1	11,5	9,4
P/B	2,1	2,0	2,3	2,8	1,8	1,7	1,5	1,7	1,5
P/S	0,5	0,4	0,5	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,9	0,8	0,9	0,9	0,7	0,8	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA (oik.)	12,0	9,4	9,2	8,0	6,8	6,3	5,9	5,5	5,2
EV/EBIT (oik.)	17,6	22,2	23,5	12,8	8,4	11,5	10,6	10,0	9,5
Osinko/tulos (%)	110,9 %	47,3 %	91,7 %	59,7 %	78,1 %	53,8 %	51,8 %	47,4 %	43,9 %
Osinkotuotto-%	5,5 %	2,8 %	4,2 %	4,0 %	5,5 %	5,8 %	5,9 %	6,0 %	6,1 %

Lähde: Inderes



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23e	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	573	160	161	158	164	643	146	142	146	144	579	638	675	714
ESL	191	56,8	60,3	65,0	63,3	245	52,3	54,9	59,2	57,0	223	253	273	295
Leipurin	113	27,7	29,3	32,3	41,3	131	33,2	32,0	31,8	31,7	129	133	137	141
Telko	269	75,9	71,8	60,5	59,2	267	60,5	55,4	55,4	55,4	227	253	265	278
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
Käyttökate	68,4	18,2	21,0	21,8	6,5	67,5	16,0	18,4	18,8	18,4	71,5	78,1	83,4	87,4
Poistot ja arvonalennukset	-34,5	-8,1	-7,5	-9,5	-11,3	-36,4	-8,1	-8,1	-8,1	-8,1	-32,4	-35,0	-37,6	-39,8
Liikevoitto ilman kertaeriä	42,4	15,0	15,9	13,0	11,4	55,3	7,9	10,3	10,7	10,3	39,1	43,2	45,8	47,6
Liikevoitto	33,9	10,1	13,5	12,3	-4,8	31,1	7,9	10,3	10,7	10,3	39,1	43,2	45,8	47,6
ESL	26,8	9,2	9,0	9,7	10,2	38,1	6,8	7,7	7,7	7,4	29,6	30,3	31,4	32,4
Leipurin	-2,4	-0,4	0,4	-0,5	-4,3	-4,8	1,2	1,1	1,1	1,1	4,6	5,3	5,5	5,6
Telko	20,3	4,0	6,8	4,2	-7,7	7,3	1,5	3,3	3,3	3,3	11,5	14,0	15,9	16,7
Kauko	-3,0	-0,2	-1,3	-0,2	-1,1	-2,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Konsernikulut	-7,8	-2,5	-1,4	-0,9	-1,9	-6,7	-1,6	-1,8	-1,5	-1,6	-6,5	-6,5	-7,0	-7,2
Nettorahoituskulut	-3,9	-1,8	-3,1	-2,1	0,7	-6,3	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-6,2	-8,3	-8,1	-7,7
Tulos ennen veroja	30,0	8,3	10,4	10,2	-4,1	24,8	6,3	8,8	9,1	8,7	33,0	34,9	37,7	39,9
Verot	-4,7	-1,3	-0,7	-0,8	-1,3	-4,1	-0,5	-0,8	-0,8	-0,8	-2,9	-3,1	-3,8	-4,0
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	25,3	7,0	9,7	9,4	-5,4	20,7	5,8	8,0	8,3	8,0	30,1	31,8	33,9	35,9
EPS (oikaistu)	1,02	0,37	0,37	0,30	0,32	1,36	0,16	0,23	0,24	0,23	0,87	0,93	1,03	1,14
EPS (raportoitu)	0,75	0,21	0,30	0,28	-0,19	0,59	0,16	0,23	0,24	0,23	0,87	0,93	1,03	1,14

Tunnusluvut	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23e	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	14,5 %	24,1 %	15,8 %	9,1 %	2,4 %	12,2 %	-9,0 %	-11,9 %	-7,3 %	-12,0 %	-10,1 %	10,3 %	5,8 %	5,8 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	119,7 %	92,3 %	67,4 %	16,1 %	-18,0 %	30,4 %	-47,5 %	-35,1 %	-18,0 %	-9,9 %	-29,3 %	10,3 %	6,1 %	3,9 %
Käyttökate-%	11,9 %	11,3 %	13,0 %	13,8 %	4,0 %	10,5 %	10,9 %	13,0 %	12,8 %	12,8 %	12,4 %	12,2 %	12,4 %	12,2 %
Oikaistu liikevoitto-%	7,4 %	9,4 %	9,9 %	8,2 %	7,0 %	8,6 %	5,4 %	7,3 %	7,3 %	7,1 %	6,8 %	6,8 %	6,8 %	6,7 %
Nettotulos-%	4,1 %	4,1 %	5,8 %	5,5 %	-3,7 %	2,9 %	3,5 %	5,2 %	5,2 %	5,1 %	4,8 %	4,6 %	4,8 %	5,0 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Pysyvät vastaavat	237	243	262	278	292
Liikearvo	37,1	35,0	35,0	35,0	35,0
Aineettomat hyödykkeet	8,7	11,8	11,6	11,8	12,0
Käyttöomaisuus	190	194	213	230	243
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7
Muut pitkäaikaiset varat	1,0	0,8	0,8	0,8	0,8
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	169	173	156	172	181
Vaihto-omaisuus	68,6	69,9	57,9	63,8	67,5
Muut lyhytaikaiset varat	8,4	12,4	6,0	6,0	6,0
Myyntisaamiset	74,4	69,3	69,4	76,6	81,0
Likvidit varat	17,7	21,7	23,1	25,5	27,0
Taseen loppusumma	406	416	418	450	473

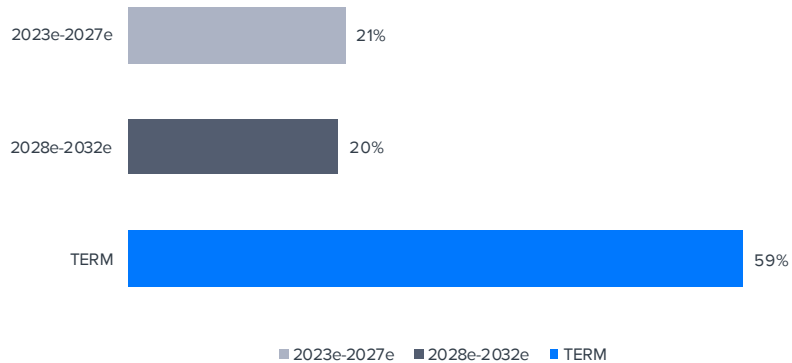
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Oma pääoma	129	144	152	167	154
Osakepääoma	22,0	22,0	17,7	17,7	17,7
Kertyneet voittovarot	87,4	91,7	105	119	137
Oman pääoman ehtoiset lainat	20,0	30,0	30,0	30,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	155	167	166	175	202
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	149	159	159	167	194
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	5,7	7,6	7,6	7,6	7,6
Lyhytaikaiset velat	122	106	99,4	108	117
Lainat rahoituslaitoksilta	35,8	29,5	28,0	29,6	34,3
Lyhytaikaiset korottomat velat	79,3	72,3	69,4	76,6	81,0
Muut lyhytaikaiset velat	6,8	3,9	2,0	2,0	2,0
Taseen loppusumma	406	416	418	450	473

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	12,2 %	-10,1 %	10,3 %	5,8 %	5,8 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	4,8 %	6,8 %	6,8 %	6,8 %	6,7 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %
Liikevoitto	31,1	39,1	43,2	45,8	47,6	44,1	45,5	46,8	48,2	49,7	50,7	
+ Kokonaispoistot	36,4	32,4	35,0	37,6	39,8	41,7	41,5	41,4	41,5	41,7	42,1	
- Maksetut verot	-4,1	-2,9	-3,1	-3,8	-4,0	-3,7	-3,8	-4,0	-4,2	-4,4	-4,5	
- verot rahoituskuluista	-0,9	-0,6	-0,8	-0,9	-0,8	-0,8	-0,7	-0,7	-0,6	-0,6	-0,5	
+ 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	-10,1	13,5	-5,9	-3,7	-3,9	-2,1	-2,2	-2,3	-2,3	-2,4	-1,7	
Operatiivinen kassavirta	52,4	81,6	68,3	75,1	78,7	79,2	80,2	81,3	82,6	84,0	86,0	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	1,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-41,8	-51,3	-51,5	-51,5	-51,5	-41,0	-41,0	-42,0	-43,0	-44,0	-41,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	12,5	30,3	16,8	23,6	27,2	38,2	39,2	39,3	39,6	40,0	44,8	
+/- Muut	-2,2	7,4	-2,6	-1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	10,3	37,7	14,2	22,3	27,2	38,2	39,2	39,3	39,6	40,0	44,8	699
Diskontattu vapaa kassavirta	35,3	12,2	17,7	19,9	25,8	24,4	22,5	20,9	19,4	20,1	313	
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		531	496	484	466	446	420	396	373	352	333	313
Velaton arvo DCF	531											
- Korolliset velat		-202,4										
+ Rahavarat		21,7										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF	350											
Oman pääoman arvo DCF per osake	11,1											
Pääoman kustannus (wacc)												
Vero-% (WACC)		10,0 %										
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)		30,0 %										
Vieraan pääoman kustannus		4,5 %										
Yrityksen Beta		1,15										
Markkinoiden riski-premio		4,75 %										
Likviditeettipremio		2,50 %										
Riskitön korko		2,5 %										
Oman pääoman kustannus		10,5 %										
Pääoman keskim. kustannus (WACC)		8,5 %										

Rahavirranjakauma jaksoittain



Lähde: Inderes

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	500,7	573,3	643,4	578,6	638,1	EPS (raportoitu)	0,38	0,75	0,59	0,87	0,93
Käyttökate	49,4	68,4	67,5	71,5	78,1	EPS (oikaistu)	0,38	1,02	1,36	0,87	0,93
Liikevoitto	19,3	33,9	31,1	39,1	43,2	Operat. kassavirta / osake	2,41	1,26	1,67	2,59	2,17
Voitto ennen veroja	14,8	30,0	24,8	33,0	34,9	Vapaa kassavirta / osake	1,68	0,34	0,33	1,20	0,45
Nettovoitto	12,0	20,7	18,5	27,5	29,2	Omapääoma / osake	3,61	4,12	4,57	4,85	5,30
Kertaluontoiset erät	0,0	-8,5	-24,2	0,0	0,0	Osinko / osake	0,35	0,45	0,46	0,47	0,48
Tase	2020	2021	2022	2023e	2024e	Kasvu ja kannattavuus	2020	2021	2022	2023e	2024e
Taseen loppusumma	384,1	406,3	415,9	417,9	450,0	Liikevaihdon kasvu-%	-15 %	14 %	12 %	-10 %	10 %
Oma pääoma	113,5	129,4	143,7	152,4	166,8	Käyttökateen kasvu-%	-1 %	39 %	-1 %	6 %	9 %
Liikearvo	43,3	37,1	35,0	35,0	35,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	-9 %	120 %	30 %	-29 %	10 %
Nettovelat*	189,9	187,4	196,7	193,4	201,5	EPS oik. kasvu-%	-18 %	168 %	33 %	-36 %	6 %
Kassavirta	2020	2021	2022	2023e	2024e	Käyttökate-%	9,9 %	11,9 %	10,5 %	12,4 %	12,2 %
Käyttökate	49,4	68,4	67,5	71,5	78,1	Oik. Liikevoitto-%	3,9 %	7,4 %	8,6 %	6,8 %	6,8 %
Nettokäyttöpääoman muutos	28,3	-23,6	-10,1	13,5	-5,9	Liikevoitto-%	3,9 %	5,9 %	4,8 %	6,8 %	6,8 %
Operatiivinen kassavirta	75,9	39,6	52,4	81,6	68,3	ROE-%	10,2 %	19,5 %	13,5 %	18,6 %	18,3 %
Investoinnit	-21,4	-25,5	-41,8	-51,3	-51,5	ROI-%	5,9 %	10,8 %	9,6 %	11,8 %	12,4 %
Vapaa kassavirta	52,7	10,7	10,3	37,7	14,2	Omavaraisuusaste	29,5 %	31,8 %	34,6 %	36,5 %	37,1 %
						Nettovelkaantumisaste	149,7 %	129,4 %	116,0 %	107,2 %	102,8 %
Arvostuskertoimet	2020	2021	2022	2023e	2024e						
EV/Liikevaihto	0,9	0,9	0,7	0,8	0,7						
EV/EBITDA (oik.)	9,2	8,0	6,8	6,3	5,9						
EV/EBIT (oik.)	23,5	12,8	8,4	11,5	10,6						
P/E (oik.)	22,0	11,1	6,2	9,3	8,8						
P/B	2,3	2,8	1,8	1,7	1,5						
Osinkotuotto-%	4,2 %	4,0 %	5,5 %	5,8 %	5,9 %						

Inderes: *huomioi hybridin

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

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

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

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

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoitavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

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

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

Suosituksihistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
14/02/2020	Vähennä	7,50 €	8,44 €
13/03/2020	Lisää	6,50 €	6,12 €
07/04/2020	Vähennä	6,50 €	6,56 €
09/04/2020	Vähennä	6,00 €	6,22 €
06/05/2020	Vähennä	6,00 €	6,06 €
13/08/2020	Vähennä	6,00 €	5,94 €
15/09/2020	Lisää	6,50 €	6,04 €
30/10/2020	Lisää	7,00 €	6,02 €
02/12/2020	Lisää	7,50 €	7,06 €
09/12/2020	Lisää	8,50 €	7,90 €
12/02/2021	Lisää	9,50 €	9,08 €
08/04/2021	Lisää	9,50 €	9,18 €
06/05/2021	Lisää	10,00 €	9,45 €
05/08/2021	Osta	12,00 €	10,40 €
12/08/2021	Lisää	12,50 €	11,32 €
22/09/2021	Osta	12,50 €	10,26 €
28/10/2021	Lisää	14,00 €	13,04 €
02/12/2021	Osta	13,00 €	10,78 €
17/02/2022	Osta	13,00 €	10,34 €
28/02/2022	Vähennä	9,00 €	8,99 €
14/03/2022	Vähennä	7,50 €	7,10 €
05/04/2022	Vähennä	7,50 €	7,50 €
05/05/2022	Vähennä	7,50 €	7,23 €
15/06/2022	Vähennä	8,00 €	7,83 €
11/08/2022	Vähennä	8,50 €	8,40 €
18/10/2022	Vähennä	8,50 €	7,88 €
03/11/2022	Vähennä	9,00 €	8,36 €
16/02/2023	Vähennä	9,00 €	8,39 €
13/03/2023	Lisää	9,00 €	8,17 €

Inderes yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Asiakkainamme on yli 400 pohjoismaista pörssiyritystä, jotka haluavat palvella sijoittajia tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Yhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista sijoittajaa.

Yhteiskunnallisena tavoitteenamme on demokratisoida tieto finanssimarkkinoilla.

Rakennamme pörssiyritysten tarpeisiin ratkaisuja, joiden avulla voidaan tehdä tehokasta ja oikeat kohderyhmät tavoitettavaa sijoittajaviestintää. Liikevaihdostamme suurin osa muodostuu pörssiyrityksiä asiakailta, joille tarjottavia päätuotteitamme ovat Tilausanalyysi, Virtuaalitapahtumaratkaisut (Flik), Yhtiökokousratkaisut sekä Teknologia- ja IR-ratkaisut.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla jäsenet voivat oppia ja kehittyä, tutustua muihin sijoittajiin sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North markkinapaikalla ja toimii Suomessa, Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa.

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**