

Aspo

Yhtiöpäivitys

3/2018

Kahden kerroksen väkeä

Nostamme Aspon tavoitehinnan 10,5 euroon (aik. 10,0 euroa) ja toistamme lisää-suosituksemme. Pidämme lähivuosien tuloskasvunäkymiä positiivisina ja Aspolla pitäisi olla hyvät edellytykset parantaa tulostaan ESL:n ja Telkon johdolla. ESL:n uudet alukset nostavat liikevoittoa selvästi H2'2018 alkaen ja luottamuksemme aluksien positiivista tulosvaikutusta kohtaan on vahvistunut tavattuamme yhtiön johtoa. Tuloskasvun realisoituessa (CAGR-% 20 %) osakkeen arvostus on edullinen ja samalla korkea 4,6 %:n osinkotuotto antaa tukeaa osakkeelle.

Holding-yhtiö Aspo

Aspo on monialayhtiö, jonka liiketoiminta koostuu neljästä liiketoimintasegmentistä (ESL, Telko, Leipurin ja Kauko). Yhtiö on useamman kerran historiansa aikana toteuttanut rakennemuutoksia ja ne ovat osa myös yhtiön nykyistä strategiaa. Näin ollen sijoittajien tulee tarkastella Aspoa mielestämme eräänlaisena holding-yhtiönä, sillä pidemmällä aikavälillä on syytä olettaa, että osien arvo tulee purkautumaan tavalla tai toisella.

Lähivuosien tulospöytä ovat positiiviset

Aspon lähivuosien tuloskasvunäkymät ovat mielestämme erittäin hyvät. Telko keskittyy kannattavuuden optimointiin ja odotamme yhtiön parantavan tulostaan selvästi lähivuosina. ESL:n tulos pysyy olemassa olevan laivaston osalta vakaana, kunnes uudet LNG-alukset nostavat tulosta selvästi H2'2018 alkaen. Leipurin osalta odotamme loppuvuoden hyvän tuloskehityksen jatkuvan. Kokonaisuutena Aspon tuloksen pitäisikin kasvaa 2017-2020e välillä 20 % per vuosi.

Arvonmääritys tukevalla pohjalla

Arviomme Aspon osien summasta on kohonnut vuoden 2016 jälkeen. Arvoon positiivisesti ovat vaikuttaneet Telko ja ESL joiden hyvä kehitys on nostanut niiden arvoa. Eri arvonmääritysmenetelmien keskiarvolla (DCF, osien summa, tulospohjaiset kertoimet ja osinkotuotto) Aspon arvoksi saadaan 10,5 euroa per osake. Näkemyksemme mukaan Aspon kurssikehitys nojaa vahvasti tulevaan tulosparannukseen. 2017 tuloksella osakkeen hinnoittelu on linjassa muun pörssin kanssa, mutta ripeän tuloskasvun myötä kertoimet laskevat nopeasti houkuttelevalle tasolle. Näemmekin osakkeessa nousuvaraa kunhan Aspo lunastaa tuloskasvuodotuksemme. Osinkotuotto on edelleen hyvällä hieman yli 4,6 %:n tasolla ja tarjoaa sijoittajalle hyvää tuottoa tuloskasvun realisoitumista odotellessa.

Analyytikot

Sauli Vilén

+358 44 025 8908

sauli.vilen@inderes.fi

Olli Vilppo

+358 40 761 9380

olli.vilppo@inderes.fi

Suositus ja tavoitehintaa

Lisää

Ennallaan

10,5 EUR

Aik. 10,0 EUR



Osakekurssi: 9,82 EUR

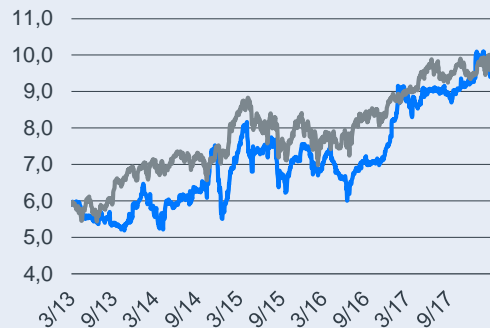
Potentiaali: +6,9 %

Avainluvut

	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	502,4	532,3	576,0
- kasvu-%	10 %	6 %	8 %
Liikevoitto (EBIT)	23,1	28,4	34,3
- Liikevoitto-%	4,6 %	5,3 %	6,0 %
Nettotulos	17,5	21,6	26,1
EPS	0,56	0,70	0,84
Osinko	0,43	0,45	0,50
P/E (oik.)	16,6	14,1	11,7
EV/EBITDA	11,1	10,4	9,3
P/B	2,6	2,5	2,3
Osinkotuotto-%	4,6 %	4,6 %	5,1 %

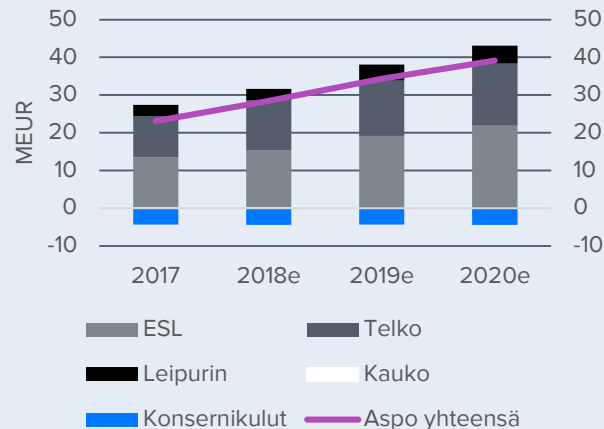
Lähde: Aspo, ennusteet Inderes

Kurssikehitys

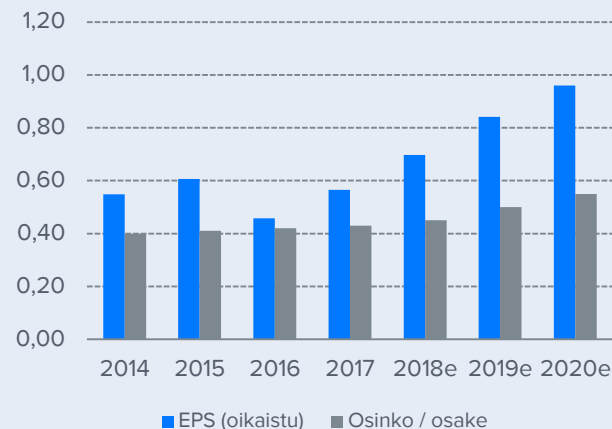


Lähde: Bloomberg

Liikevoitto segmenteittäin



Osakekohtainen tulos ja osinko



P/E (oik.)

14x

2018e

EV/EBITDA

10x

2018e

P/B

2,5x

2018e

Osinko-%

4,7

2018e



Arvoajurit

- Telkon kannattava kasvu
- ESL:n uudet alukset
- Yritysjärjestelyt



Riskitekijät

- Viime vuosina tuloskehitys jäänyt odotuksista
- Epävarmuus osingon kasvuun liittyen
- Venäjän markkinan poliittiset riskit



Arvostus

- Toteutuneilla numeroilla arvostus on neutraali
- Tulosparannuksen realisoituessa osake on halpa
- Hyvä osinkotuotto

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja taloudelliset tavoitteet	s. 5-8
Sijoittajaprofiili	s. 9
Omistaja-arvo ja rakennejärjestelyt	s. 10-13
ESL Shipping	s. 14-18
Telko	s. 19-24
Leipurin	s. 25-29
Kauko	s. 30
Taloudellinen tilanne	s. 31
Ennusteet	s. 32-34
Arvonmääritys ja suositus	s. 35-39
Liitteet & taulukot	s. 40-43
Vastuuvapauslauseke	s. 44

Yhtiökuvaus

Holding-yhtiö Aspo

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

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

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

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

Kauko on erikoistunut vaativiin kenttäolosuhteisiin ja yhteiskunnan kannalta kriittisiin toimintoihin räätälöityihin laite- ja ohjelmistoratkaisuihin.

Aspo konsernin liikevaihto oli vuonna 2017 502 MEUR ja liikevoitto 23,1 MEUR.

Visio

Aspon visiona on kasvattaa yrityksen arvoa ja osaamista pitkäjänteisesti, sukupolvesta toiseen. Tavoitteena on rakentaa kestäviä, vahvaan partneriuteen ja kumuloituneeseen erikoisosaamiseen perustuvia asiakassuhteita. Näin Aspo voi parhaiten luoda arvoa myös osakkeenomistajilleen.

Strategia

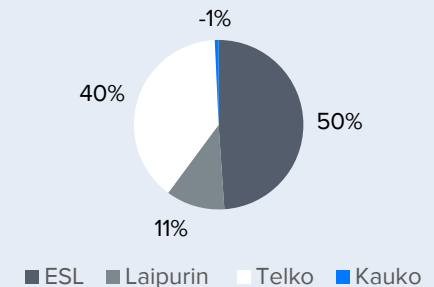
Aspon strategian keskiössä on omistaa ja kehittää B2B-markkinoilla pääsääntöisesti operoivia yrityksiä. Maantieteellisesti Aspo on fokusoitunut toimimaan Pohjois-Euroopassa ja itämarkkinoilla. Osana Aspo-konsernia sen yritykset saavat merkittäviä hyötyjä, kuten taloudellista liikkumavaraa investointeja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

Liiketoimintarakenne

Aspon omistamat yritykset on johdettu hyvin

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

Liikevoiton jakauma 2017



Aspon rakenne sijoittajan näkökulmasta

Liiketoiminnan luonne:

Alukset tuottavat tasaista kassavirtaa
Sitoo merkittäviä pääomia
Hankinnat mahdollisia

Pieni investointitarve
Pääoma sitoutuu lähinnä käyttöpääomaan
Pienet yritysostot mahdollisia

Pieni investointitarve
Pääoma sitoutuu lähinnä käyttöpääomaan
Pienet yritysostot mahdollisia

Fokus epäselvä
Heikko pääoman tuotto

Omistajuuden vaihe:

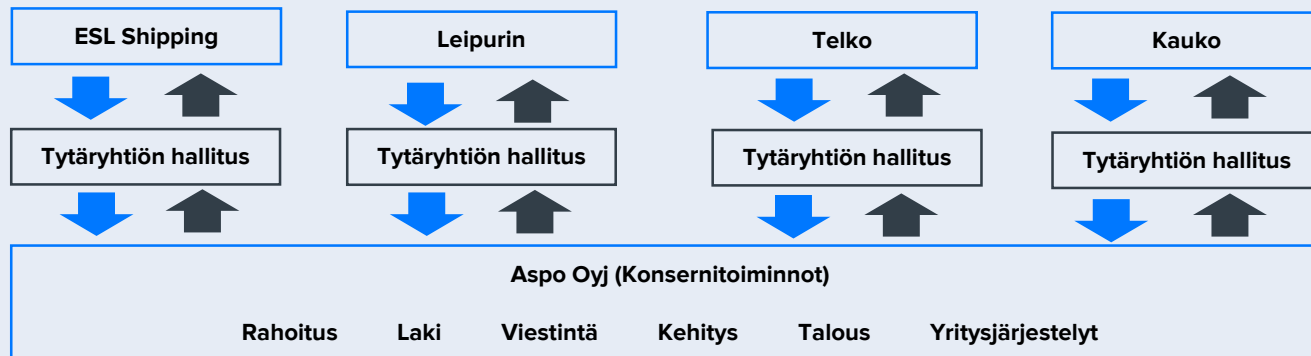
Yksittäisten alusten myynnit mahdollisia

Irtaantuminen ei vielä ajankohtaista

Irtaantuminen ja arvonpurkautuminen mahdollisia

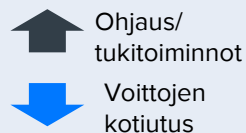
Luopuminen ja alaskirjaus mahdollisia

Operaatiot: Toisistaan poikkeavat liiketoiminnot tasoittavat riskiä



Omistajuus aktiivista:

Holding-yhtiölle tyypilliset ulkoiset hallitukset
Monialayhtiölle tyypillinen 100 % omistusosuus



Osakkeenomistajat



Aspon hallitus

Taloudelliset tavoitteet 1/2

Taloudelliset tavoitteet

Aspolla on voimassa kolme taloudellista tavoitetta:

- Liikevoittoprosentti nykyrakenteella 7 %
- Oman pääoman tuotto keskimäärin yli 20 %
- Nettovelkaantumisasaste on enintään 100 %

Liikevoittomarginaalitavoite ei näkemyksemme mukaan ole Aspollle kovinkaan relevantti. Tämä johtuu siitä, että Aspo omistaa profiililtaan hyvin erilaisia yrityksiä ja näiden arvon kehittyminen ei välttämättä kulje käsi kädessä liikevoitto-%:n kehityksen kanssa. ESL:n liikevoittomarginaali on lähivuosille noin 17-21 %, kun taas kauppa tekevien Telkon liikevoittomarginaaliennuste on noin 5 %:n ja Leipurin 3,5 %:n tuntumassa. Jos esimerkiksi Telko ja Leipurin nostaisivat liikevoittomarginaalinsa 7 % (mitä voidaan pitää erinomaisena tasona molemmille) ja ESL:n liikevoittomarginaali puolittuisi heikon markkinatilanteen vuoksi, laskisi Aspon liikevoittomarginaali selvästi, vaikka yhtiön osien summa ja omistaja-arvo olisikin kasvanut Telkon ja Leipurin vahvan kehityksen myötä. Liikevoittomarginaalin käyttö Aspolla voi kuitenkin olla relevanttia tietyllä strategiakaudella, jolla yhtiön osat pysyvät ennallaan.

Oman pääoman tuotto on näkemyksemme mukaan Aspollle kaikista keskeisin mittari. Mielestämme Aspo on sijoitusyhtiö, jonka tarkoituksena on omistaja-arvon maksimointi. Näin ollen sijoittajien kannalta kyse on ennen kaikkea siitä, miten tehokkaasti ja hyvin Aspo

heidän varojaan allokoit. Oman pääoman tuotto ottaa myös huomioon Aspollle tärkeän velkavivun käytön. Oman pääomaan tuotto huomioi mahdolliset rakennemuutokset ja kertoo pitkässä juoksussa yhtiön omistaja-arvon kehityksestä. Suosittelemme sijoittajia seuraamaan oman pääoman tuottoa pidemmällä aikavälillä, sillä mahdolliset rakennejärjestelyt vaikuttavat lukuun merkittävästi. Pidämme 20 %:n oman pääoman tuottotavoitetta kunnianhimoisena, mutta nykyisellä liiketoimintaportfoliolla ja taserakenteella realistisena ja ennustammekin yhtiö pääsevän tavoitteeseensa vuonna 2019 uusien laivojen tulosvaikutuksen ja Telkon ja Leipurin tulosparannusten myötä. Vuonna 2017 Aspon oman pääomantuotto oli 17,4 %.

Nettovelkaantumisasaste on mielestämme myös tärkeä tavoite Aspollle, sillä Aspon liiketoiminnassa velkavipu näyttelee merkittävää roolia. Lähtökohtaisesti Aspon kannattaa käyttää merkittävää velkavivua, sillä se nostaa oman pääoman tuottoa ja luo omistaja-arvoa, sillä oletuksella, että pääoman tuotto ylittää velasta maksettavan koron. 100 %:n nettovelkaantumisasaste on mielestämme Aspollle varsin neutraali ja sen velanhoitokyky on tällä tasolla edelleen vahva. Tämä heijastuu myös yhtiön korkokuluissa, jotka ovat alhaisella tasolla (lainasalkun keskikorko noin 2 %). Aspon riskiä tasaavat liiketoimintojen erilaiset profiilit, maantieteellinen hajautus ja mahdollisuus myydä liiketoimintoja tai niiden osia. Näkemyksemme mukaan 100 %:n nettovelkaantumisasaste tarjoaa Aspollle myös kohtuullista liikkumavaraa. Arviomme mukaan

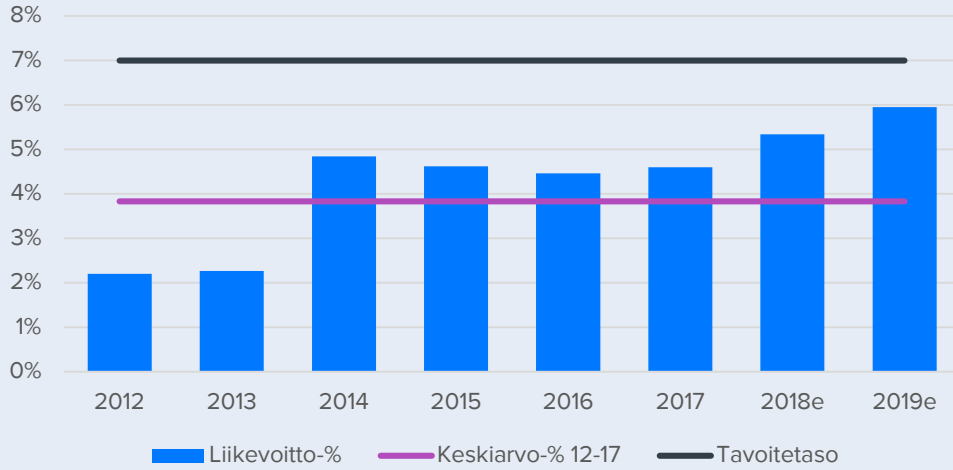
Aspon nettovelkaantumisasaste voisi yritysostolla nousta 150 %:iin ja yhtiön velanhoitokyky olisi silti varsin hyvä.

Voitonjako: Operatiivisten taloudellisten tavoitteiden lisäksi Aspo pyrkii harjoittamaan aktiivista osinkopolitiikkaa, jonka tavoitteena on jakaa osakkeenomistajille keskimäärin vähintään puolet vuoden tuloksesta. Lisäksi Aspo on vuodesta 2017 alkaen jakanut osinkoa kaksi kertaa vuodessa.

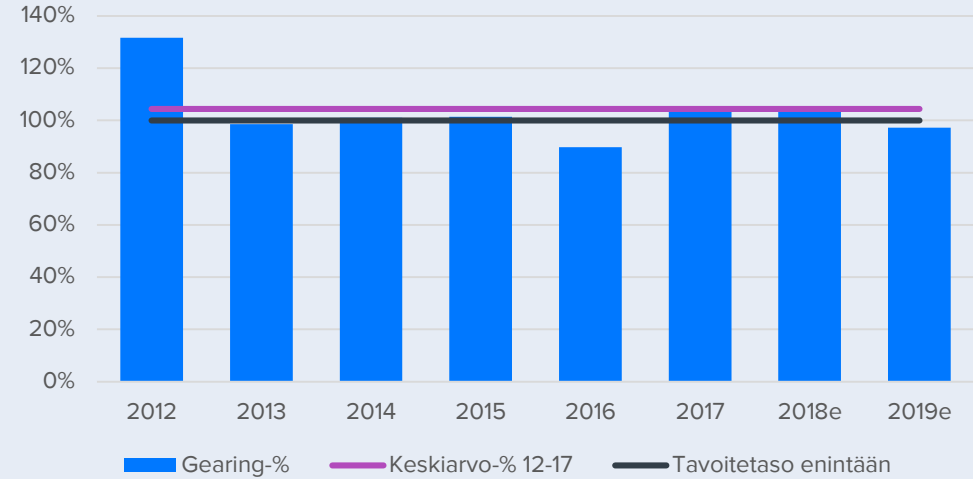
Aspo on historiallisesti ollut hyvin avokätisen osingonmaksaja ja osinkosuhte on viimeiseltä seitsemältä vuodelta keskimäärin 86 %. Odotamme, että Aspo tulee jatkamaan avokätistä osinkopolitiikkaansa myös jatkossa, mutta kanavoivan lähivuosina osan rahavirroista myös velkojen maksuun (erityisesti 2020 erääntyvä hybridi). Uskomme keskimääräisen osinkosuhteen pysyvän 60 %:n tuntumassa tulevana vuosina. Osingon maksaminen kaksi kertaa vuodessa on mielestämme erinomainen päätös, sillä se parantaa Aspon kassavirran hallintaa sekä pienentää osinkoon liittyvää epävarmuutta.

Taloudelliset tavoitteet 2/2

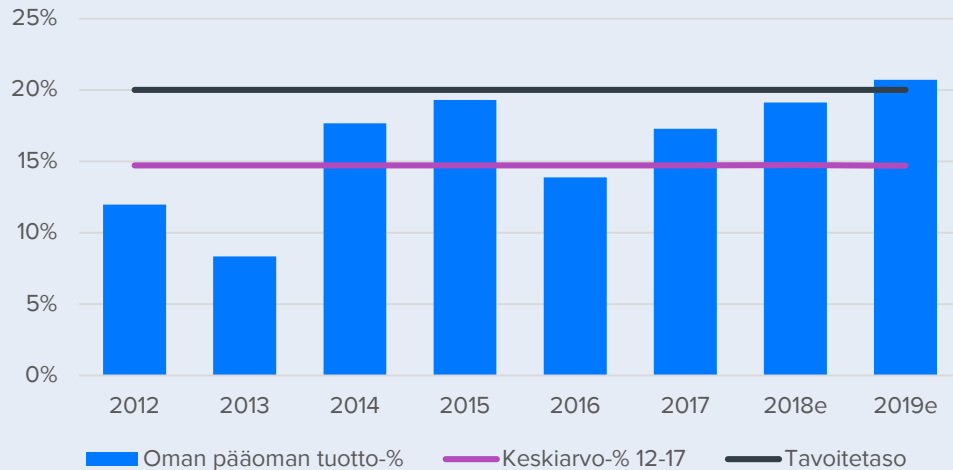
Kannattavuus



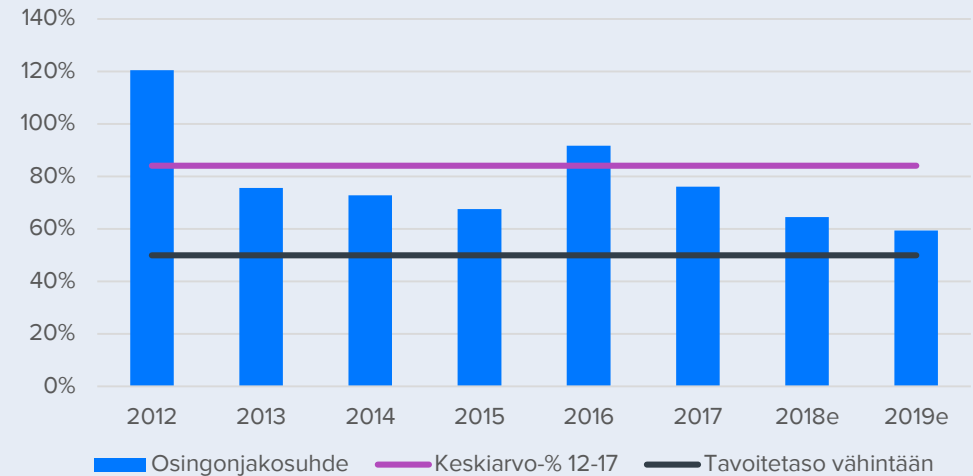
Velkaisuus



Pääoman tuotto



Osinko



Sijoittajaprofiili

Sijoittajan tulee näkemyksemme mukaan tarkastella Aspoa holding-yhtiönä. Vaikka yhtiö onkin virallisesti monialayhtiö, on Aspo toteuttanut historiassaan useita isoja rakennejärjestelyjä ja näin ollen on mielestämme syytä olettaa, että Aspon osien arvo tulee purkautumaan pidemmällä aikavälillä tavalla tai toisella.

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

Potentiaali

Näkemyksemme mukaan Aspon keskeiset positiiviset arvoajurit ovat:

- **Telkon kannattava kasvu:** Odotamme Telkolta lähivuosilta voimakasta kannattavaa kasvua ja yhtiö tulee olemaan Aspon keskeinen tulosajuri lähivuosille.
- **ESL:n uudet alukset:** Uudet alukset tulevat liikenteeseen 2018 vuoden puolivälissä ja mikäli ne täyttävät yhtiön pääoman tuottotavoitteet, tulee niiden tulosvaikutus konsernille olemaan merkittävä.
- **Omistaja-arvon luonti yrityskaupoilla:** M&A on osa Aspon strategiaa ja onnistumiset näissä voivat nostaa yhtiön arvoa merkittävästi. Aspo on historiassaan onnistunut yritysjärjestelyissä hyvin ja näin ollen pidämme tätä positiivisena optiona sijoittajien kannalta.
- **Leipurin tuloskäänte:** Leipurin tuloskehitys on viime vuosina jäänyt selvästi odotuksista,

mutta H2'17 positiivinen tuloskehitys loi toivoa paremmasta. Leipurin ennustemme ovat edelleen hyvin maltillisella tasolla ja arviomme mukaan yhtiön oma tavoitetaso on huomattavasti tätä korkeampi. Mikäli Leipurin onnistuu strategiansa toteutuksessa, olisi tällä selkeä positiivinen vaikutus ennusteisiimme.

Riskit

Aspon riskiprofiili on viime vuosina laskenut mielestämme selvästi, kun Venäjä on toipunut kriisistään ja rahtimarkkina on elpynyt historiallisen heikolta tasolta. Sijoittajan kannalta keskeisimmät riskit ovat näkemyksemme mukaan seuraavat:

- **Venäjä:** Aspon Venäjä-riski voidaan näkemyksemme mukaan jakaa kahteen osaan: poliittinen riski ja taloudellinen riski. Poliittisella riskillä tarkoitamme skenaariota, jossa poliittisen tilanteen kiristymisen johdosta yhtiön toimintaympäristö muuttuu nykyistä vaikeammaksi esimerkiksi pakotteiden laajentumisen tai länsimaisten toimijoiden aseman hankaloittamisen vuoksi. Vaikka Telko ja Leipurin toimivat molemmat poliittisesti melko neutraaleilla toimialoilla, on poliittiset riskit syytä huomioida nykyisessä hyvin epävarmassa tilanteessa. Venäjän taloudellisilla riskeillä tarkoitamme tilannetta, missä maan talousympäristö heikkenee selvästi ja näin ollen myös toimintaympäristö muuttuu haastavammaksi. Vaikka Telko ja Leipurin ovat molemmat osoittaneet kykenevänsä operoimaan kannattavasti Venäjällä erittäin heikossa talousympäristössä, liittyy Venäjän

liiketoimintaan kuitenkin länsimarkkinoita enemmän riskiä.

- **Yritysjärjestelyt:** Yrityskaupat ovat osa Aspon strategiaa ja niihin liittyy aina merkittäviä riskejä, jotka yleisesti liittyvät ostettavan liiketoiminnan laatuun ja maksettavaan kauppahintaan. Aspon tapauksessa yritysostot ovat mahdollisia Leipurin, Telkon ja Kaukomarkkinoiden tapauksessa. Leipurin ja Telkon suhteen olemme verrattain luottavaisia ja pidämme riskiä melko rajallisena, mikäli ostokohteen kokoluokka jää selvästi ostajan kokoluokkaa pienemmäksi. Kaukomarkkinoiden osalta pidämme riskiä huomattavasti suurempana, sillä on mielestämme epäselvää, olisiko uuden yhtiön tuloksentelekyky nykyistä parempi.
- **Kaukon mahdollinen alaskirjaus.** Kaukon kehitys on jäänyt jatkuvasti odotuksistamme ja pidämme mahdollisena, että Aspo päätyy irtautumaan Kaukosta lähivuosina. Mielestämme Kaukon tasearvo (23,6 MEUR) ei heijastele liiketoiminnan arvoa ja irtautuminen johtaisi todennäköisesti alaskirjaukseen. Alaskirjauksella ei ole oleellista vaikutusta Aspon taloudelliseen asemaan, mutta se heikentäisi yksittäisen vuoden tunnuslukuja selvästi.

Omistaja-arvon luonti

Omistaja-arvo keskiössä

Aspon omistajien kannalta keskeisessä asemassa Aspoa analysoidessa on koko liiketoimintaportfolion arvon kehitys ja omistajien saama tuotto pitkällä aikavälillä. Tarkastelun aikajakso on syytä ulottaa yli edellisen rakennemuutoksen, sillä rakennemuutosten yhteydessä konsernin osiin purkautunut piilovarallisuus realisoituu ja onnistuneet järjestelyt voivat kasvattaa yhtiön omistaja-arvoa merkittävästi.

Aspon lisäarvon luontia omistajilleen on paras tarkastella oman pääoman tuoton, osinkojen ja oman pääoman kasvun kautta. Koska Aspon tarkoituksena on vaurastuttaa omistajiaan, ovat nämä komponentit siinä keskeisessä asemassa.

Kurssikehitys jäänyt osien arvon kasvusta

Vuosien 2004-2017 välillä Aspon oman pääoman kasvun ja osinkojen yhteenlaskettu kumulatiivinen tuotto on ollut noin 10 % vuodessa. Valtaosa tästä (noin 80 %) on koostunut osingoista ja yhtiön hybridilainasta oikaistu oma pääoma on kasvanut vain hieman vuoden 2004 tasosta. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että Aspo on jatkuvasti jakanut kaiken liiketoimintansa synnyttämän ylimääräisen pääoman omistajilleen.

Aspon oma pääoma ei kuitenkaan heijastele yhtiön osissa piilevää arvoa. Aspo on Kauko-Telko rakennemuutoksen jälkeen keskittynyt kehittämään sen nykyisiä liiketoimintoja ja niiden arvot ovat kasvaneet merkittävästi vuoden 2008 jälkeen (Kauko-Telko kauppaa tarkasteltu tarkemmin seuraavalla sivulla). Osien summa laskelmamme perusteella (sivu 37) Aspon osien

velaton arvo on 260 MEUR tai noin 8,4 euroa per osake. Tämä summa ylittää selvästi yhtiön hybridistä oikaistun oman pääoman (2017: 2,81 EUR) ja erotus (noin 5,6 euroa per osake) kuvastaa näkemyksemme mukaan yhtiön osissa piilevää arvoa.

Osien summa laskelmaamme käyttämällä Aspon vuosien 2004-2018 väliseksi annualisoiduksi arvonkasvuksi saadaan 14 %. Mielestämme tämä luku on huomattavasti käyttökelpoisempi, sillä se heijastelee yhtiön liiketoimintoihin patoutunutta piilovarallisuutta. Yhtiö yritti purkaa tätä piilovarallisuutta listaamalla Leipurin pörssiin vuoden 2014 lopussa, mutta Venäjän markkinan romahdus ja talouskriisi johtivat listauksen peruutukseen. Aspon osakkeen vuotuinen kokonaistuotto on vuosien 2004-2018 välillä ollut noin 10 %. Tästä osinkojen osuus on ollut noin 50 % ja kurssinousun noin 50 %.

Oman pääoman tuotto ollut hyvällä tasolla

Oman pääoman tuottoa tarkasteltaessa vuosien 2004-2017 välillä Aspon oman pääoman tuotto on ollut keskimäärin 17,1 %. Aspon nykyinen liiketoimintarakenne on ollut käytössä vuodesta 2008 ja vuosien 2008-2017 välillä oman pääoman tuotto on ollut keskimäärin 14,3 %. Sijoittajan kannalta Aspo-konsernin tehtävänä on maksimoida omistaja-arvo rakennejärjestelyillä ja kehittämällä sen omistamia yhtiöitä. Paras mittari tämän seuraamiseen on oman pääoman tuotto ja osinkojen sekä oman pääoman kumulatiivinen kehitys.

Aspo on luonut omistaja-arvoa pitkällä aikavälillä

Pitkällä aikavälillä voidaan todeta Aspon luoneen selvästi omistaja-arvoa, sillä osien piiloarvon huomioiva vuosien 2004-2018 välinen annualisoitu arvonkasvu on ollut 14 %, jota voidaan pitää hyvänä tasona huomioiden vallitseva vaikea markkinaympäristö. Taso on myös vertailukelpoinen muihin pääomasijoittajiin tai sijoitusyhtiöihin. Yleisesti ottaen sijoitusyhtiöillä 20 %:n tasoa pidetään jo erinomaisena ja vain harvat yhtiöt yltyvät yli 20 %:n vuotuisen tuottoon pitkällä aikavälillä.

Rakennejärjestelyt (1/2)

Useita rakennejärjestelyjä

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

Autotank myytiin hyvään aikaan

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

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

Syksyllä 2008 Aspo toteutti historiansa suurimman yritysjärjestelyn, kun se osti Keskolta Kauko-Telkon liiketoiminnan. Kaupan yritysarvo oli 76 MEUR ja vuoden 2007 luvuilla sen keskeiset kertoimet olivat EV/S 0,3x ja EV/EBIT 10x. Kaupan yhteydessä Aspo yhdisti omistamansa kemikaalitukkuri 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 Kaukomarkkinat, joka alun perin tunnettiin nimellä Aspo Ventures. Vuosien 2008 ja 2009 aikana Aspo divestoi Kauko-Telkon mukana tulleita ydinliiketoimintaan kuulumattomia osia noin 15 MEUR:lla. Näin ollen Kauko-Telkon nettokauppahinnaksi jäi 61 MEUR.

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

Kun analysoimme Kauko-Telko kauppaa, tulee lähtökohtana käyttää nykyistä osien summaa ja lisäksi huomioida yhtiön tuottama vapaa kassavirta. Analysoimme mukaan Leipurin käypä arvo on tällä hetkellä 60 MEUR, Kaukon 5 MEUR ja Telkon 170 MEUR. Leipurin ja Kauko tulivat kokonaisuutena mukana Kauko-Telko kaupassa, mutta Telko sisältää myös vanhan Aspokemin. Arviomme mukaan Aspokemin osuus Telkosta

on noin 25 %, kun Aspokemin tulostasoa verrataan suhteessa nykyiseen Telkoon. Näin ollen Telkon hankitun liiketoiminnan arvo on noin 128 MEUR. Kokonaisuutena Kauko-Telkon osien summa on siis noin 193 MEUR. Tämän lisäksi nämä yhtiöt ovat tuottaneet Aspon omistuksessa liikevoittoa noin 97 MEUR:n edestä ja nettotulosta noin 77 MEUR. Kun tästä vähennetään vuosien 2008-2017 väliset noin 20 MEUR:n investoinnit, ovat yhtiöt tuottaneet Aspolle vapaata kassavirtaa noin 57 MEUR. Näin ollen Kauko-Telko-kaupan kokonaisarvo on noin 250 MEUR ja annualisoitu vuosituotto noin 13 %. Kun otetaan huomioon kaupan ajoitus (noin kuukausi ennen Lehman Brothersin konkurssia) ja tämän jälkeinen markkinaympäristö (Eurokriisi ja Venäjä-kriisi), voidaan noin 13 % vuosituottoa pitää varsin hyvänä tasona.

Rakennejärjestelyt (2/2)

Irtaantumiset epätodennäköisiä lyhyellä aikavälillä

Lyhyellä tähtämellä pidämme todennäköisenä, että Aspo ei ole halukas irtaantumaan nykyisistä liiketoiminnoistaan. Leipurin sekä Kauko ovat molemmat keskellä strategian muutosta ja niiden tulostasot ovat vaisulla tasolla. Näin ollen kummankaan irtaantuminen ei ole nykytilanteessa omistajien kannalta järkevää. Leipurin koneliiketoiminnan irtautuminen olisi periaatteessa mahdollinen, mutta uskomme yhtiön haluavan vielä parantaa segmentin tulosta ennen mahdollista irtautumista.

ESL:n osalta emme pidä myyntiä realistisena vaihtoehtona. Vaikka laivamarkkinan tilanne onkin parantunut historiallisen heikolta tasolta, on markkinatilanne edelleen vaisu. Lisäksi näemme ESL:llä selkeän strategisen roolin Aspon portfoliossa vakaana kassavirtageneraattorina, jonka omaisuuserät toimivat tarvittaessa vakuuksina konsernin lainoille. Näin ollen ESL irtaantuminen onkin epätodennäköistä, vaikka suhdanne olisikin parempi. Yksittäisiä laivoja ESL saattaa myydä, joskin myös tämän todennäköisyys on laskenut, kun yhtiö on nykyisen johdon alaisuudessa parantanut kapasiteetin käyttöasteita selvästi ja siirtänyt liiketoiminnan selvälle kasvu-uralle.

Telko on Aspon tytäryhtiöistä kypsimmässä vaiheessa, mutta emme pidä nykyhetkeä vielä optimaalisena irtautumisen kannalta. Yhtiön kannattavuudessa on edelleen parantamisen varaa ja näkemyksemme mukaan Venäjän markkinan asteittainen kääntyminen tulee viemään yhtiön jälleen takaisin voimakkaalle kasvupolulle, joka tulee nostamaan yhtiön arvoa

edelleen. Keskipitkällä aikavälillä Telko on kuitenkin erittäin looginen kandidaatti irtaantumista ajatellen ja mielestämme Telkon päivitetty strategia ja 2020 tavoitteet viittaavat myyntikuntoon valmistelusta. Tarkastelemme Telkon myyntiä tarkemmin Telkon omassa kappaleessa sivulla 21.

Seuraavat rakennejärjestelyt todennäköisesti ostopuolella

Näkemyksemme mukaan Aspon tulevat rakennejärjestelyt keskittyvät ostopuolelle. Leipurin osalta pidämme yritysostoja lyhyellä aikavälillä hyvin epätodennäköisinä, sillä yhtiö keskittyy tällä hetkellä liiketoiminnan tulostason parantamiseen ja uuden strategian toteuttamiseen. Yrityskaupat voivat tulla kyseeseen muutaman vuoden tähtämellä, kun yhtiön oma pesä on kunnossa ja se voi kiihdyttää kasvuaan yritysostoin. Uskomme, että yhtiö olisi kiinnostunut laajentamaan markkina-aluettaan nykyisten markkinoiden ulkopuolella, todennäköisesti itäiseen Keski-Eurooppaan. Mahdolliset yritysostot ovat kokoluokaltaan todennäköisesti melko pieniä noin 5-10 MEUR:n tuntumassa olevia täydentäviä kauppoja ja näin ollen ne eivät muuta isoa kuvaa yhtiön suhteen.

Telkossa yrityskaupat ovat arviomme mukaan keskeinen osa yhtiön kasvustrategiaa ja uskomme sen etsivän ostokohteita jatkuvasti. Uskomme Telkon pyrkivän yrityskauppojen avulla laajentamaan joko maantieteellistä peittoaan (itäinen Keski-Eurooppa) tai vaihtoehtoisesti kasvattamaan markkinaosuuttaan olemassa olevilla alueilla. Myös tuoteportfolion laajentaminen (esim. komposiitteihin) ei ole mielestämme täysin

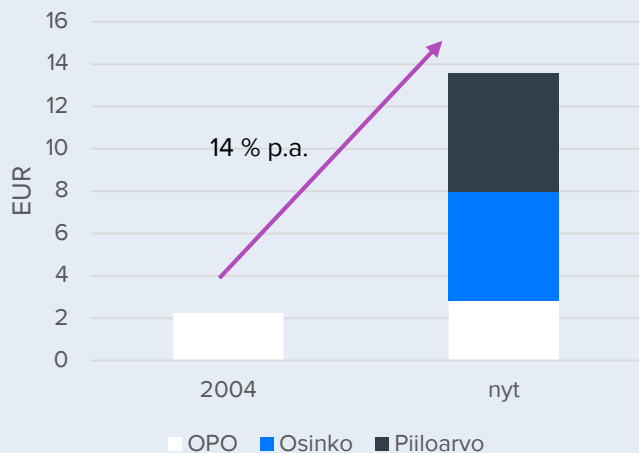
poissuljettu. Yritysostojen liikevaihtoluokka olisi arviomme mukaan 10-50 MEUR välillä ja toteutuessaan niillä voisi olla merkittävä positiivinen vaikutus Telkon liikevaihtoon. Olisimme yllättyneitä mikäli Aspo ei toteuttaisi Telkossa yritysostoja seuraavan kahden vuoden aikana.

ESL on mielestämme pitkälti rakennejärjestelyiden ulkopuolella ja sen investoinnit kohdistuvat pääosin orgaanisesti uusien erikoisvarusteltujen alusten tilauksiin.

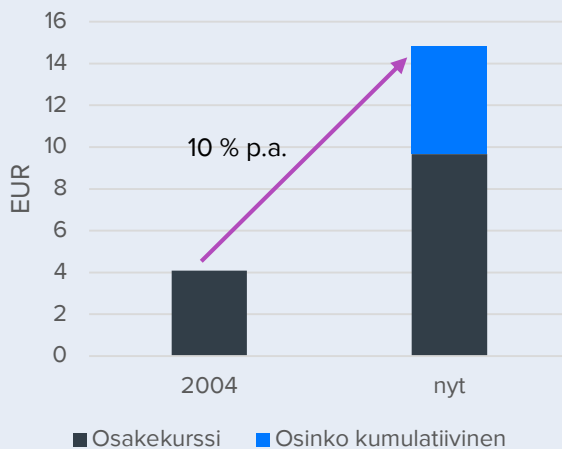
Kaukon osalta yritysostot eivät ole mielestämme järkeviä johtuen yhtiön tilanteesta. Kaukon tapauksessa pidämme todennäköisempänä vaihtoehtona, että Aspo päätyy irtautumaan yhtiöstä. Tarkastelle Kaukon mahdollista irtautumista tarkemmin sivulla 30.

Rakennejärjestelyt ja omistaja-arvo yhteenveto

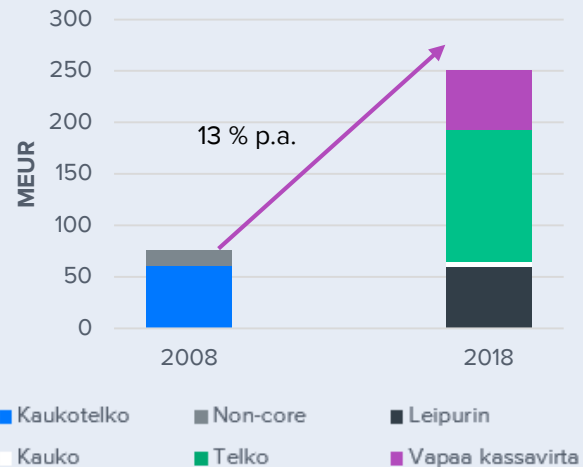
Aspon arvon kehitys



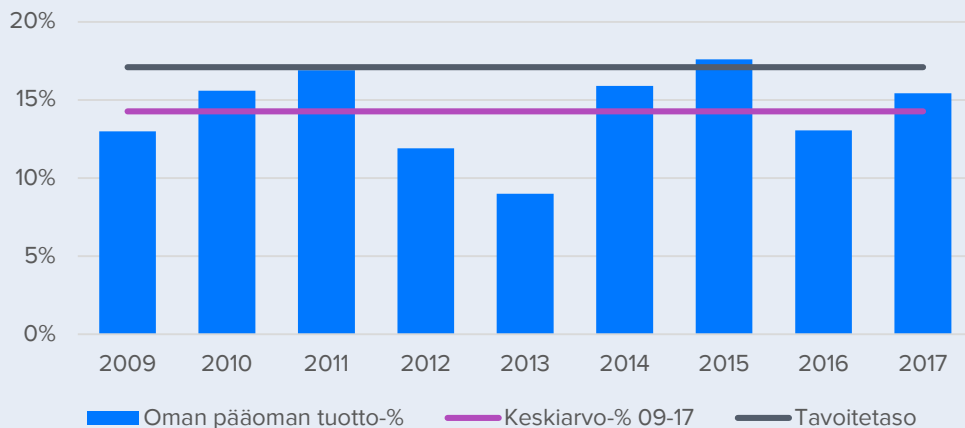
Osakkeen kokonaistuotto



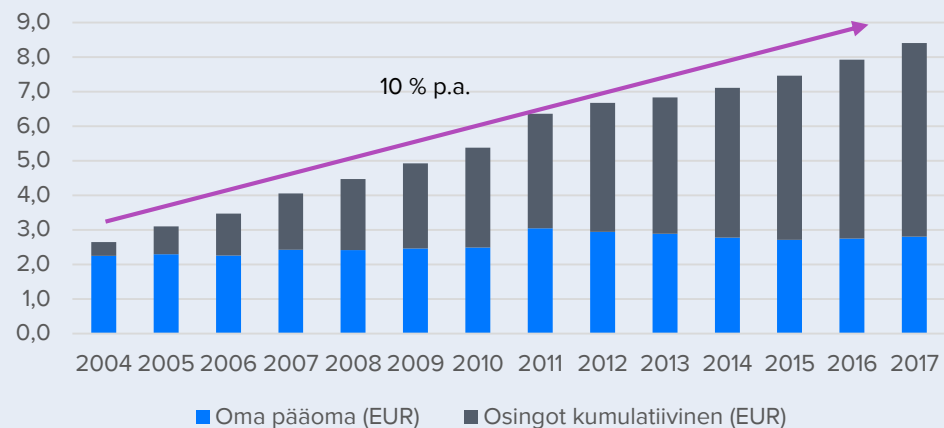
Kauko-Telko järjestely



Oman pääoman tuotto



Oman pääoman kasvu ja kumulatiiviset osingot



ESL Shipping (1/4)

Itämeren johtava erikoisvarustamo

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

Kuivarahtimarkkina elpymässä

Globaali kuivarahtimarkkina on pitkään ollut erittäin heikko. Vuosien 2003-2008 välillä markkina koki historiallisen nousukauden ja kapasiteettia tilattiin selvästi enemmän kuin maailman kaupan kasvu olisi vaatinut. Vuonna 2007 markkinan huipulla uutta kapasiteettia tilattiin yhteensä 166 miljoonaa dwt:tä, kun pitkän aikavälin keskiarvo on noin 80 miljoonaa dwt:tä. Tilaukset piristyivät väliaikaisesti finanssikriisin jälkeisen romahduksen jälkeen vuosina 2013 ja 2014, mutta romahtivat jälleen 2015. Aluksia toimitettiin vuosina 2010-2013 ennätyskellinen määrä ja kuivarahtimarkkinalle jäi raskas ylikapasiteetti. Ylikapasiteetin johdosta kuivarahtien hinnat romahtivat. Tällä hetkellä alan hintatasoa kuvaava Baltic Dry-indeksi on vielä suhteellisen matalalla tasolla, mutta se on elpynyt vuoden 2016 keskiarvolukemista noin 50 %. Ylikapasiteetti sulaa markkinalta hitaasti, sillä laivojen keski-ikä on 20-30 vuotta ja kustannukset ovat etupainotteisia. Verrokkiryhmän analyyttikkoennusteet heijastelevat globaalien rahtihintojen selvää

elpymistä vuosien 2018-2019 aikana.

Uskomme, että globaalin kuivarahtimarkkinan ylikapasiteetin purkautuminen etenee, mutta kehityksessä menee vielä vuosia. Markkina elpyy vähitellen terveemmälle tasolle kysynnän ja tarjonnan tasapainottuessa, kun vanhan kapasiteetin romutus jatkuu ja maailman kaupan kasvu nostaa asteittain kysyntää. Vanhojen alusten romutusta tukee 2020 voimaan astuva laivojen rikkipäästöjen rajoitus globaalisti.

Itämerellä tilanne on ollut parempi

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

Itämeren suojaisuus ja ESL:n asiakkaiden kanssa tekemät pitkät sopimukset ovat pehmentäneet globaalien romahduksen vaikutusta ESL:n kannattavuuteen. Tästä johtuen myös globaalin markkinan elpymisen ei voi olettaa heijastuvan ESL:n kannattavuuteen yhtä selvästi. Emme odota dramaattisia muutoksia Itämeren markkinatilanteeseen, vaan odotamme sen pysyvän verrattain vakaana ja kohenevana

vähitellen tulevien vuosien aikana. ESL on viimeisen kolmen vuoden aikana myös laajentanut operointiympäristöään Kanadan arktiselle alueelle sekä arktiselle alueelle. Molemmat ovat hyvin erikoislaatuisia markkinoita, jotka vaativat erikoiskaluston lisäksi erikoisosaamista jääalueella operoinnista. Näiden alueiden osalta markkinatilanne on arviomme mukaan varsin terve ja rahtitasot mahdollistavat hyvien pääoman tuottojen ansaitsemisen. Uskomme, että Aspolla on kiinnostusta kasvattaa toimintaansa näillä alueilla edelleen lähivuosien aikana.



ESL Shipping (2/4)

Historiallinen kehitys

Vuosien 2003-2008 välillä ESL nautti historiallisen hyvästä tilanteesta maailman rahtimarkkinoilla, kun kysyntä ylitti tarjolla olevan kapasiteetin selvästi. Yhtiön sidotun pääoman tuotto (ROCE-%) oli 20-50 %:n välillä. Vuonna 2008 ESL:n kannattavuus lähti heikkenemään muun laivamarkkinan mukana ja lasku jatkui aina vuoteen 2012 asti, jolloin ROCE-% tippui 3 %:iin. Vuoden 2013 jälkeen ESL on uuden toimitusjohtajansa alaisuudessa keskittynyt etenkin sisäisen tehokkuutensa parantamiseen ja uuden asiakaskunnan hankintaan. Yhtiö on parantanut polttoainetehokkuuttaan sekä käyttöasteitaan selvästi. Myös asiakaskunta on laajentunut ja yhtiön kuljetukset ovat monipuolistuneet. Näiden toimien seurauksena yhtiön kannattavuus on noussut hyvälle tasolle ja ROCE-% on pysytellyt 10 % tuntumassa viimeiset vuodet. Tätä tasoa voidaan pitää erinomaisena, kun huomioidaan rahtimarkkinan vaikeudet. Näkemyksemme mukaan kannattavuusparannus on myös kestäväällä pohjalla, sillä se on peräisin yhtiön sisäisistä toimista.

Yhtiöön sidottujen pääomien määrä on kasvanut merkittävästi suhteessa vuosiin 2003-2008 johtuen investoinneista supramax-aluksiin (2010 60 MEUR), Kallio-aluksen osto vuoden 2014 alussa (13,5 MEUR) ja viimeisimpänä LNG- alukset (54,1 MEUR), josta viimeinen 35 MEUR erä maksetaan kuluvana vuonna. Tarkastelemme uusien LNG-laivojen hankintaa ja investoinnin kannattavuutta tarkemmin seuraavalla sivulla. Odotamme niiden nostavan ESL:n liikevoiton seuraavalle tasolle.

Kalusto

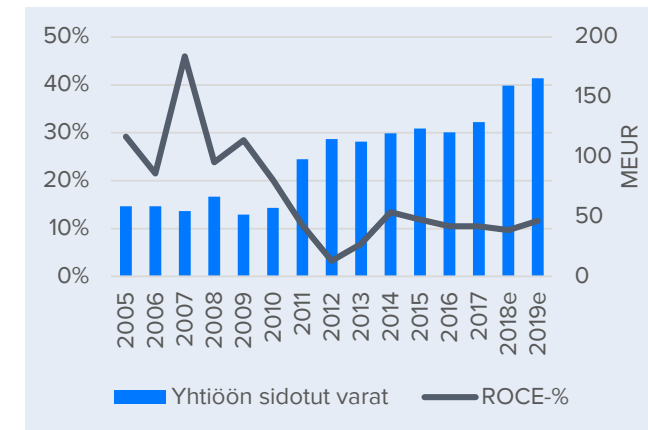
ESL:n operoima laivasto on koko ajan laajentunut monipuolisemmaksi. Tämä kehitys tukee asiakkaiden tavaravirtojen optimointia ja parantaa varustamon kilpailukykyä. ESL:n kalusto on kokonaisuutena varsin hyvässä kunnossa ja siihen kuuluu H2'18 alkaen 9 isompaa laivaa (sis. uudet LNG-alukset) ja näiden tonnistolla painotettu keski-ikä on noin 8 vuotta. Nämä laivat muodostavat ESL:n kaluston ytimen vastaten valtaosasta sen operatiivisesta liiketoiminnasta ja liikevaihdosta. Kaluston kahden supramax-aluksen koot ovat 56.000 dwt, kahden LNG-aluksen koot 25.600 dwt ja loppujen viiden aluksen koot vaihtelevat välillä 13.400-21.400 dwt. Kalustoon kuuluu lisäksi viisi proomua (9.000-14.000 dwt) sekä kaksi proomujen liikuttelussa tarvittavaa puskijaa. Proomut ovat valmistuneet vuosina 1986-87 ja niiden käyttöikää pidennettiin investoinneilla vuonna 2011 noin kymmenellä vuodella. Niiden elin-ikä on mahdollista pidentää tästäkin pienillä investoinneilla. ESL operoi proomuja hyvin tehokkaasti ja niiden tasearvon ollessa pitkästä iästä johtuen matala nousee niiden pääomantuotto korkeaksi.

Pienempien alusten vuokraus

ESL alkoi syksyllä 2017 uutena liiketoimintana vuokrata markkinoilta pienemmän kokoluokan jäävahvistettua kalustoa. Tällä hetkellä kalusto käsittää 4 alusta, joiden koot liikkuvat 3.110-3.793 dwt välillä. Alusten aikarahtaaminen on näkemyksemme mukaan erittäin järkevää ja vähäriskistä liiketoimintaa ja se mahdollistaa yhtiölle uusia pienempiä asiakkuuksia. Erityisesti bioenergia on kasvava rahti Itämeren alueella ja

näiden asiakkuuksien volyymit voivat asteittain laajentua myös isommille aluksille soveltuviksi. Vuokra-alusten liikevoitto-% on luonnollisesti matalampi, sillä alusten omistajille pitää maksaa vuokraa. Toiminta sitoo vain vähän pääomia tukien varustamon kannattavuutta ROCE-% tasolla. Tällä hetkellä vuokratapasiteetti käsittää noin 5 % ESL:n tonnistokapasiteetista ja liikevoittovaikutus on siten vielä kokonaisuuden kannalta matala. Toiminta on tähän mennessä täyttänyt sille asetetut tavoitteet ja uskomme sen laajenevan.

LNG-alusten investoinnin jälkeen emme odota merkittäviä uusia alushankintoja tai myyntejä lähiaikoina. Yhtiöllä on kuitenkin mahdollisuus lunastaa 2019 omaan taseeseensa Alppila (20 dwt). Alppila on ESL:n isommista laivoista tällä hetkellä ainoa, jota se ei omista itse. Lunastus on mielestämme jopa todennäköinen ja arvioimme lunastushinnaksi on 10-15 MEUR. ESL saattaa myöhemmin hankkia myös pienempiä aluksia omaan taseeseensa, kunhan niiden operoinnista on saatu enemmän kokemusta.



ESL Shipping (3/4)

LNG-alusten hankinta

ESL päätti 2015 lopussa hankkia kaksi 25.600 dwt kokoista LNG-polttoainetta käyttävää alusta. Investoinnin kokonaisarvo on 60 MEUR, jota EU tukee enintään 5,9 MEUR:lla. Alukset ovat kokoluokassaan ensimmäiset ja niiden päästötaso on yli 50 % nykyisiä laivoja matalampi. Investoinnin yhteydessä ESL myös kertoi laajentavansa yhteistyötä SSAB:n kanssa. Uudet alukset tulevat kuljettamaan vuosittain 6-7 miljoonaa tonnia materiaalia SSAB:lle. Käsittelemme mukaan SSAB:n sopimus on pitkäaikainen ja se takaa ESL:lle hyvän näkyvyyden uuden kaluston kannattavuuteen. Tämä on mielestämme loogista ja ilman hyvää näkyvyyttä ei uusiin laivoihin investointi olisi vuoden 2015 markkinassa ollut järkevää. Aspon kommenttien perusteella uusista laivoista saatava pääoman tuotto nousee yli konsernin tavoitteiden mukaisen tason (20 %). Laivat on tarkoitus saada Itämerelle liikenteeseen kesään 2018 mennessä.

Investointilaskelma

LNG alusten lähivuosien tulosvaikutus on merkittävä ja saadaksemme selkänöjää yhtiön arvioille olemme purkaneet alusinvestoinnin kassavirtalaskelmaksi. Laskelman tärkeimmät oletukset ovat seuraavat: LNG-alusten pitoaika on 30 vuotta. Uusi kalusto on aiempaa kalustoa energiatehokkaampaa (35 %). Uusien alusten tuottavuus eli liikevaihto per dwt-kapasiteetti on 25 % korkeampi verrattuna ESL:n muuhun kalustoon.

Yhtiö on kertonut uusien alusten olevan energiatehokkaampia, mutta vain niiden 50 %

alhaisempi CO₂-päästötaso on kerrottu julkisuuteen. Polttoaineena LNG:n CO₂-päästöt ovat noin 25 % laivapolttoöljyä alemmat, joten loppuosan arvioimme tulevan juuri 35 % paremmasta energiatehokkuudesta.

Raaka-aineena LNG on tällä hetkellä pörssissä noin puolet halvempaa verrattuna vähärikkiseen laivapolttoöljyyn (MGO), mutta kun LNG:hen lisätään jakelun kustannusvaikutus on se enää vain hieman edullisempaa. Huomattavaa on, että LNG-infrastruktuurin kehittyessä voi jakelunkin kustannus laskea tulevaisuudessa parantaen investoinnin kannattavuutta.

Arvioimamme alusten 25 % parempi tuottavuus per dwt johtuu SSAB:n kanssa tehdystä pitkäaikaisesta sopimuksesta, joka varmistaa paljon alusten käyttöastetta sekä alustenkehittyneestä automaatiosta. Automaattiset nosturit nopeuttavat purku- ja lastaustoimintaa, mikä alentaa samalla myös miehistötarvetta. Myös muut laivan kustannukset skaalautuvat tuottavuuden parantuessa.

Parametrit	LNG-alukset	ESL 2017
Kapasiteetti	51 dwt	270 dwt
Tuottavuus	0,36 MEUR/dwt	0,29 MEUR/dwt
Liikevaihto	18,6 MEUR	79,3 MEUR
Polttoainekustannus	-3,0 MEUR	-19,8 MEUR
Muut kustannukset	-7,0 MEUR	-37,6 MEUR
EBITDA (MEUR)	8,6 MEUR	21,9 MEUR

Näiden laskelmiemme perusteella investointien ROE-% nousee ESL:n indikoimalle tasolle yli 20 %:iin ja EPS vaikutus aluksista on noin 0,15 euroa per osake.

Vastuullisuus

Pidämme Aspon investointia uusiin LNG-laivoihin strategisesti järkevinä. Tällä hetkellä merilainsäädäntö keskittyy vielä laivojen rikkipäästöjen alentamiseen, mutta tulevaisuudessa myös CO₂-päästöjä voidaan alkaa rajoittaa. Laivojen käyttöajat ovat pitkiä ja varautuminen etupainotteisesti ilmastoon muutoksen lainsäädännöllisiin vaikutuksiin alentaa riskiä tulevaisuudessa mahdollisesti asetettavien päästörajoitusten vaikutuksesta varustamon kannattavuuteen. ESL:n asiakkaiden (energia- ja terästeollisuus) intresseissä on myös vähentää omaa hiilijalanjälkeään joten kaluston alemmat päästöt voivat tarjota etua sopimuksista neuvoteltaessa.

International Maritime Organization sitovien määräysten perusteella uudisrakennettavien laivojen energiatehokkuusvaatimukset kiristyvät asteittain. Vuonna 2025 rakennettavien alusten energiatehokkuuden pitää olla parantunut 30 % 2014 tasoon verrattuna. ESL:n uusien LNG-alusten edistyksellisyydestä kertoo se, että laivat alittavat 2025 raja-arvot.

ESL Shipping (4/4)

Tulevaisuuden ennusteet

Lähdemme ennusteissamme siitä, että Itämeren kuivarahtimarkkinan tilanne paranee hieman lähivuosien aikana. Odotamme raaka-aineiden kuljetusmäärien kysynnän kasvun olevan aluskapasiteetin kasvua suurempi, jolloin rahtien hintataso nousee maltillisesti. ESL:n tilanne on ollut viime vuosina globaalien markkinan verrokkeja selvästi parempi johtuen sen pitkäaikaisista sopimuksista asiakkaiden kanssa. Tästä syystä globaalien markkinan elpymässä ESL:n kannattavuus ei myöskään todennäköisesti nouse verrokkien kanssa samassa tahdissa.

Odotamme ESL:n jatkavan vahvaa tuloksetekemistään johtuen ennen kaikkea sen operatiivisesta tehokkuudesta ja sisäisistä toimista. Uskomme, että yhtiö on toteuttanut jo merkittävimmät tehostustoimenpiteet, mutta erilaisten palveluiden lisääminen (mm. purku- ja lastaustyöt avomerellä) ja lisääntyvän sekatyömiehistön käyttö aluksilla tukevat edelleen sen kannattavuusparannusta. Myös asiakaskunnan laajentaminen pienempien alusten vuokrausten kautta tukee kannattavuutta erityisesti ROCE-% tasolla.

Ennustamme ESL:n 2018 liikevoiton ilman kertaeriä nousevan 15,4 MEUR:oon (FY'17: 13,5 MEUR). Tuloskasvun ajurina toimivat toisella vuosipuoliskolla liikennöinnin aloittavat uudet LNG-alukset. Arvioimme alusten käyttöönoton heikentävän ensimmäisen vuosipuoliskon liikevoittoa noin miljoonalla eurolla, johtuen alusten siirrosta, käyttöönoton tarkastuksista ja alussa tapahtuvasta liikennöinnin optimoinnista. 2019 osalta odotamme kannattavuuden nousevan uudelle tasolle ja liikevoiton olevan 19,2 MEUR uusien alusten näkyessä tuloksessa täysimääräisesti. Olemme uusien laivojen osalta

ennusteissamme luottavaisia ja laskelmiemme perusteella odotamme niiden tulosvaikutuksen olevan noin 0,15 euroa per osake.

Supramaxit ovat osoittautuneet ESL:n nykyisiin asiakaskuljetuksiin Itämerellä liian isoiksi, jolloin niille on ollut vaikeampaa löytää pitkäaikaisia sopimuksia. Odotammekin supramaxien kannattavuuden hyötyvän ESL:n kalustosta eniten globaalien rahtimarkkinan elpymisestä, jolloin niitä voitaisiin ajaa voitollisesti myös Spot-markkinalla ilman pitkäaikaisempia sopimuksia. Odotamme supramaxin kannattavuuden pysyvän positiivisena 2018 ja paranevan asteittain 2019-2021. Vuoden 2020-2021 ennusteemme on suhteellisen varovainen, mikäli rahtien hintataso paranee selvästi tai yhtiö löytää supramaxeille muuten hyvää pitkäaikaista sopimuskuljetusta (vrt. uusi kalusto).

Katsauskaudella sijoitetun pääoman tuotto (ROCE-%) pysyy 10-12 %:n välillä, jota voidaan pitää hyvänä tasona.

ESL:n arvo

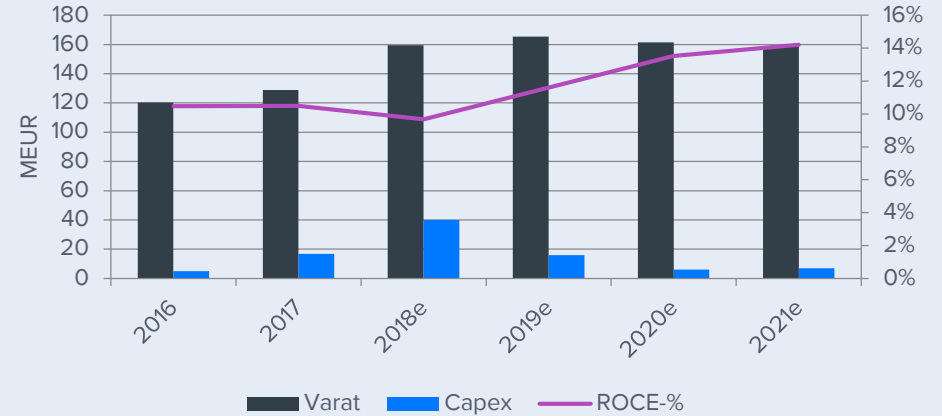
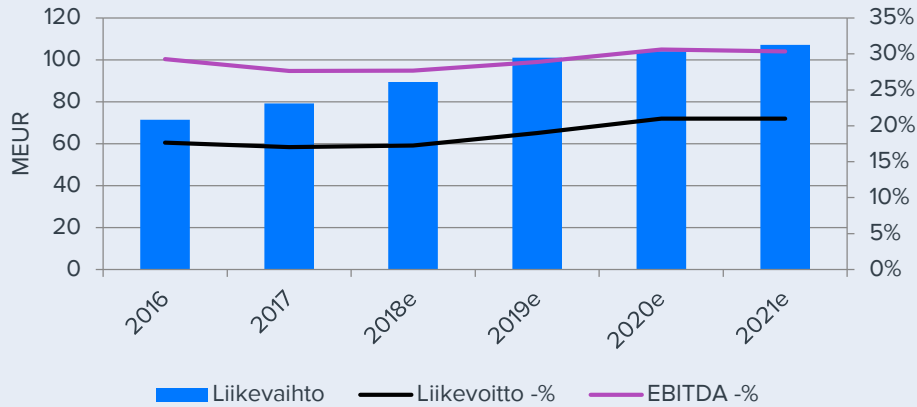
ESL:n arvoa määrittäessä keskeisessä asemassa on yhtiön kalusto. ESL:n tapaista, paljon pääomaa sitovaa teollisuutta tulee arviomme mukaan lähtökohtaisesti hinnoitella suunnilleen niiden kaluston käyvän arvon mukaisesti. Mahdollinen preemio tai alennus riippuu markkinatilanteesta ja yhtiön laadusta. ESL:n tapauksessa selkeä preemio on mielestämme perusteltu, sillä yhtiö on osoittanut kykenevänsä operoimaan erittäin kannattavasti vaikeasta markkinatilanteesta huolimatta. Olemme nostaneet aiempaa arviotamme ESL:n käyvästä arvosta 245 MEUR:oon aiemmasta 195 MEUR:sta. 50 MEUR:n korotus heijastelee erityisesti LNG-alusinvestointeja, jotka eivät vielä näy yhtiön numeroissa.

Olemme päivittäneet yhtiön verrokkiryhmän painottamaan aiempaa enemmän kuivarahdin kuljetuksiin keskittyviin varustamoihin Euroopan ja Amerikoiden alueella. Verrokkiryhmän alukset eivät kuitenkaan pääsääntöisesti operoi Itämerellä, joten erilainen markkinatilanne pitää huomioida vertailussa.

ESL:n 2018 ja 2019 EV/EBIT-kertoimet 16x ja 13x ylittävät 11 %:lla ja 20 %:lla verrokkien mediaani-kertoimet. Toteutuneella ESL:n 2017 EV/EBIT-kertoimilla tilanne on päinvastainen verrokkien ollessa hinnoiteltuna 45 % korkeammilla kertoimilla. Pidämme eteenpäin katsovien tuloskertoimien preemiota ESL:lle perusteltuna, sillä verrokkien tulosparannus on vielä todistamatta ja se nojaa vahvasti globaalien rahtimarkkinan elpymiseen, kun taas ESL:n ennusteissamme tulosparannus nojaa uusien alusten vaikutukseen. Arvonmäärityksessä on myös hyvä huomata ESL:n liikevoiton olevan verovapaata, jolloin EV/EBIT-luku vastaa enemmän yhteisöveron alaisen yhtiön P/E-kerrointa. Velattomalla arvolla 245 MEUR vuoden 2019 p/e luku 13x on vähintäänkin kohtuullinen alhaisen riskiprofiilin omaavalle yhtiölle ja voisi myös tukea korkeampaa arvostusta ESL:lle.

ESL:n uusilla aluksilla oikaistu P/B-kerroin 1,5x on selvästi verrokkiryhmän nykyistä 0,7x tasoa korkeampi, mutta perusteltavissa verrokkiryhmän heikolla kannattavuudella ja useiden verrokkien heikolla rahoitustilanteella. Kokonaisuutena suosittelemme sijoittajia tukeutumaan yhtiön kirja-arvoon ja hinnoittelemaan ESL:ää preemiolla/alennuksella suhteessa tähän riippuen sen tuloksetekokyvystä ja näkymistä.

ESL Yhteenvedo



	EV	EV/EBIT 17	EV/EBIT 18	EV/EBIT 19	EV/S 18	P/B
Algoma Central Corp	509	17,2	12,4	12,0	1,7	-
Costamare Inc	1399	10,9	12,7	11,4	4,5	0,6
Diana Shipping Inc	798	-	645,3	25,9	4,7	0,4
Safe Bulkers Inc	712	44,1	15,1	10,4	4,9	1,5
Genco Shipping & Trading Ltd	682	-	18,1	10,4	3,5	0,5
Euroseas Ltd	61	-	7,0	5,1	1,5	-
Star Bulk Carriers Corp	1299	55,5	13,9	10,8	4,8	0,7
Golden Ocean Group Ltd	1870	49,2	16,2	13,2	5,0	0,9
Eagle Bulk Shipping Inc	495	-	21,1	12,2	2,7	0,7
Team Tankers International Ltd	177	-	-	7,8	0,9	0,5
Scorpio Bulkers Inc	534	-	13,9	9,7	2,8	0,7
Dampskibsselskabet Norden A/S	716	32,7	13,4	8,3	0,5	0,9
Danaos Corp	2030	14,7	14,7	-	6,1	-
Seenergy Maritime Holdings Corp	190	90,8	11,7	7,2	4,0	-
Navios Maritime Partners LP	642	24,0	15,6	19,7	3,4	0,4
Mediaani	683	32,7	14,3	10,6	3,5	0,7
ESL	245	18,1	15,9	12,8	2,7	1,5
Erotus -%		-45 %	11 %	20 %	-22 %	113 %

Lähde: Reuters, Inderes (data kerätty 26.2.2018)

Telko (1/4)

Yhtiökuvaus

Telko on muovi- ja kemikaalijakelija, joka operoi Pohjoismaissa, Baltiassa ja Idässä. Yhtiö toimii linkkinä raaka-ainevalmistajien (esim. öljynjalostajat) ja niiden valmistamia raaka-aineita käyttävän teollisuuden välissä. Yhtiön liikevaihdosta noin 60 % tulee muoveista ja noin 40 % kemikaaleista. Yhtiön päämieskunta koostuu kymmenistä globaaleista toimijoista ja Telkon päämiehiä ovat arviomme mukaan mm. ExxonMobil, Samsung, EMS, BASF, Total, AkzoNobel, Castrol ja LG. Asiakaspuolella Telko keskittyy palvelemaan pientä ja keskisuurta teollisuutta, joilla ei ole pääsyä globaaleille petrokemian markkinoille. Tiivistettynä voidaan todeta, että Telko hankkii globaaleita raaka-aineita lokaaleille toimijoille ja tarjoaa niille lisäksi erilaisia lisäarvopalveluita.

Yhtiön suurimmat markkinat olivat vuonna 2017 Venäjä+IVY (47 % liikevaihdosta) ja Suomi (20 % liikevaihdosta). Lisäksi yhtiöllä on merkittävää toimintaa myös Baltiassa, Puolassa ja Muissa Pohjoismaissa. Lisäksi yhtiö on viime vuosien aikana laajentanut Itäiseen Keski-Eurooppaan (Tsekki&Slovakia), Kiinaan ja viimeisimpänä Iraniin.

Telkon positio arvoketjussa

Telko positioituu arvoketjussa raaka-ainejalostajien ja loppukäyttäjien väliin. Olemme havainnollistaneet arvoketjua sivulla 24. Yhtiö ostaa valmistajilta tuotteita, kuljettaa ja varastoi ne ja myy niitä eteenpäin pienemmissä erissä loppuasiakkaille. Lisäksi osaan tuotteita liittyy asiakaskohtaisten tuotemixien oma valmistus. Teknisissä tuotteissa yhtiö myös tarjoaa asiakkailleen erilaisia lisäarvopalveluita ja auttaa

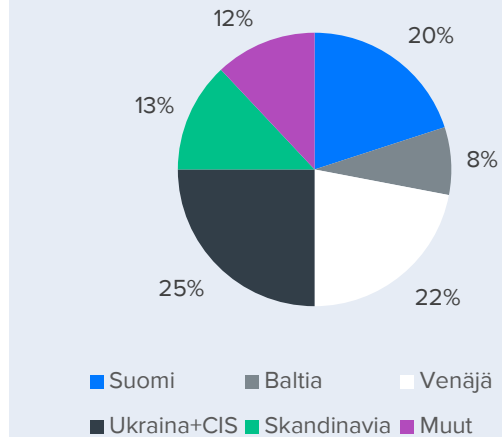
asiakkaitaan mm. tuotekehityksessä. Yhtiön liiketoiminnan kannalta keskiössä ovat korkeat volyymit, sillä niiden kautta yhtiö saa merkittäviä skaalaetuja (mm. volyyomialennukset ja kuljetukset).

Varastoinnissa Telkolla on käytössään alueellinen varastointi, mikä mahdollistaa nopeat toimitusajat asiakkaille. Telko kantaa kohtuullista varastoriskiä liittyen lopputuotteiden markkinahintojen liikkeisiin. Yhtiön varaston kiertonopeus on arviomme mukaan noin 30 päivää ja näin ollen varastoriski on varsin rajallinen. Vuosi 2014 osoitti mielestämme sen, että yhtiö kykenee hallitsemaan varastoriskinsä erinomaisesti, eikä sille syntynyt merkittäviä varastotappioita öljyn hinnan tai ruflan romahduksen myötä.

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

volyymit ovat yhtiön liiketoiminnan kannalta kriittisin yksittäinen osa, sillä korkeat volyymit mahdollistavat tehokkaan arvoketjun toimimisen ja pitävät yhtiön hintakilpailukykyisenä. Jakelijan kiinteät kustannukset skaalautuvat isommissa volyyymeilla. Tärkeimpiä tällaisia kustannuksia ovat myyntiin ja logistiikkaketjuun liittyvät kustannukset sekä regulaatioon liittyvät selvitykset ja tähän liittyvä hallinnollinen työmäärä. Telkolla kulujen skaalautuvuudesta esimerkkinä on 100 % liikevaihdon kasvu vuodesta 2008 henkilöstökustannusten kasvaessa samaan aikaan vain 40 %.

Liikevaihdon jakauma maittain 2017



Telko (2/4)

Historiallinen kehitys

Telko on nojannut vahvasti Venäjän kasvuun vuoden 2008 jälkeen ja yhtiön liikevaihdon kasvusta valtaosa on tullut itämarkkinoilta. Telkon liikevaihto on kasvanut 2009-2017 välillä keskimäärin noin 10 %:lla.

Telko on selviytynyt Venäjän kriisistä hämmästyttävän hyvin. Yhtiö on laskelmiemme mukaan kasvanut itämarkkinoilla yli 20 %:n orgaanista vauhtia valuuttaneutraalisti. Myös Venäjän kriisin aikana yhtiö panosti voimakkaasti itään voittaen uusia päämiehiä sekä asiakkaita. Telkon kasvuajureina ovat olleet laajentuminen uusille alueille ja markkinaosuuksien kasvu nykyisillä toiminta-alueilla.

Telkon strategia

Telkon strategiana on sen muodostamisesta asti ollut aggressiivinen laajentuminen itämarkkinoille. Vuosien 2008-2017 välillä yhtiön liikevaihto on itämarkkinoilla lähes kolminkertaistunut. Etenkin Suomessa yhtiön tilanne on ollut samaan aikaan hankalampi.

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

yksinumeroiseksi. Lisäksi korkean lisäarvon tuotteissa asiakkaalle toimittajan vaihtamiskynnys on selvästi korkeampi.

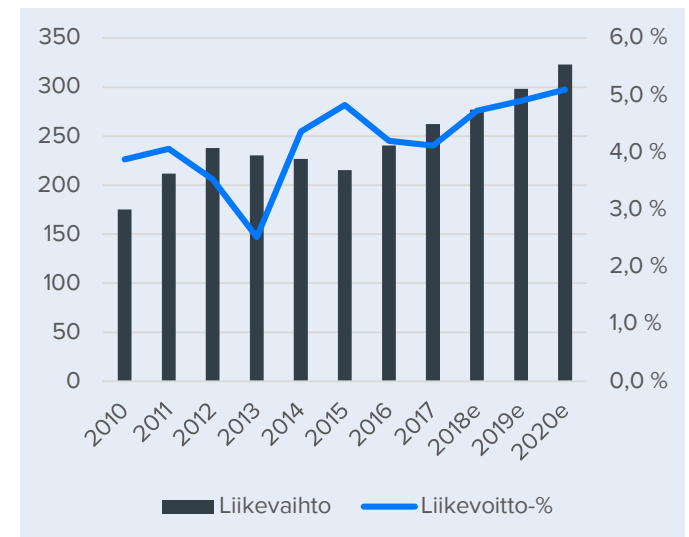
Telko kertoi marraskuussa 2017 päivitetystä strategiassaan keskittyvänsä aiempaa voimakkaammin kannattavuuden optimoimiseen osin kasvun kustannuksella. Telko on asettanut tavoitteekseen vuodelle 2020 300-350 MEUR:n liikevaihdon ja 6-7 % liikevoittomarginaalin. Kannattavuusparannus koostuu yhtiön selkeästi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

- Hinnoittelusta ja huonosti kannattavista asiakkuuksista luopumisista
- Logistiikan kehittämisestä erityisesti Itämarkkinoilla
- Ostotoimintojen ja hallinnon entistä voimakkaammasta keskittämisestä
- IT-järjestelmien yhtenäistämisestä
- Kulujen skaalautumisesta erityisesti myyntiorganisaation osalta
- Kannattavuuden jatkuvasta seuraamisesta

Kannattavuustoimenpiteiden vaikutus näkyikin selvästi jo H2'17:llä oikaistun liikevoittomarginaalin noustessa 5 %:iin (H2'16 3,7 %) ja samalla kasvun hidastuessa 3 %:iin (H2'16 17 %). Yhtiön mukaan liiketoiminnan kasvu on pysynyt hinnoittelutoimenpiteistä oikaistuna terveellä tasolla (noin 10 %). Asiakkuuksien hinnoittelun systemaattinen läpikäynti on hitaasti etenevä prosessi ja se painaa kasvua myös kuluvana vuonna samalla parantaen liikevoittomarginaalia.

Telkon suunnitelmat ovat hyvin konkreettisia,

mikä lisää luottamustamme kannattavuuden positiiviseen kehitykseen. Tavoitteet on myös asetettu yhtiön toimesta, mikä kertoo Telkon sitoutumisesta niihin. Tavoiteltu kannattavuusparannus on kuitenkin suuri, kun sitä vertaa yhtiön historialliseen liikevoittotasoon 3,9 % (2012-2017). Käytyämme läpi myös 50 eri kemikaalialanjakelijaa ja niiden 2017 mediaaniliikevoitto-%:n liikkuesa noin 3 %:ssa, vaikuttaa Telkon liikevoittotavoite tätäkin taustaa vasten haastavalta. Vain alan parhaat toimijat pystyvät yli 6 %:n marginaaleihin volyymin ollessa tyypillisesti moninkertaisia Telkoon verrattuna. Telkon keskittyminen jättiläisiä enemmän teknisiin tuotteisiin ja liikevaihdon painottuminen itään, jossa marginaalit ovat parempia, tukevat kuitenkin osaltaan Telkon tavoitteiden saavuttamista. Verrokkiryhmässä teknisiin tuotteisiin keskittyviä toimijoita ovat IMCD, jonka liikevoittomarginaali on 6,6 % ja Ashland 4,2 %. Ennustamme Telkon saavuttavan 5,1 %:n liikevoitto-%:n vuonna 2020.



Telko (3/4)

Markkina konsolidoituu

Kemikaali- ja muovialanjakelijoita on globaalisti runsas 10 000 ja niiden kokoluokat vaihtelevat voimakkaasti globaaleista lokaaleihin toimijoihin. Kemikaalijakelumarkkinalla konsolidaatio on kiihtynyt viime vuosina selvästi ja järjestelyjen arvo oli noin 130 Miljardia vuonna 2015.

Päämiesten tarve ulkoistaa kemikaalimyyntiä ja -jakelu on alalla selkeästi kasvussa oleva trendi. Kemikaalijakelun markkina kasvaakin arvioiden mukaan muuta BKT:tä selvästi nopeammin. Globaalisti kasvuvauhti on 6 % ja Telkon Itämarkkinoilla jopa 10 % (BCG, Technavio). Tärkein syy jakelun ulkoistukseen on se, että päämies kykenee laajentamaan maantieteellistä levikkiään kustannustehokkaasti ja ilman sitoutunutta pääomaa pystyen keskittymään omaan ydinliiketoimintaansa. Volyymituoissa isommat jakelijat, joiden asiakaskattavuus on suurempi ovat selvästi houkuttelevampia jakelijoita päämiehille ja samalla niiden skaalaedut johtavat kilpailukykyiseen hintatasoon koko arvoketjulle. Markkinaosuuksissa onkin nähtävissä alkavia merkkejä verkostotalouden perusmatematiikasta, jossa tyypillisesti isoimman markkinaosuus on kokoluokkaa isompi kuin toiseksi suurimman. Brenntag on selvä ykkönen Euroopassa (10 %) ja Latinalaisessa-Amerikassa (5 %), Univar on selkeä ykkönen Pohjois-Amerikassa (19 %), Kiinalainen Sinochem on markkinajohtaja Aasian alueella (4 %).

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

Telkon tulevaisuus

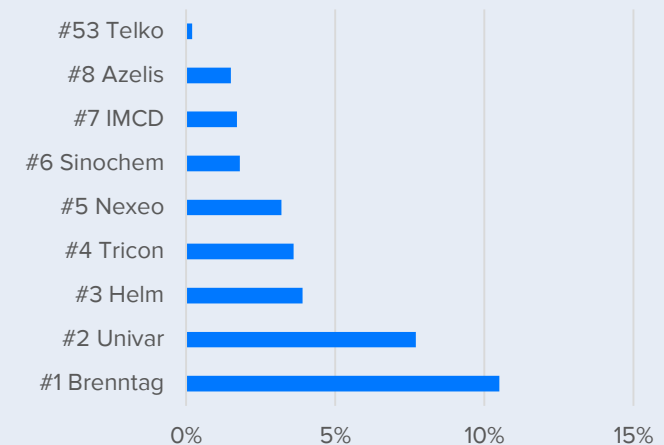
Kokoluokan tuoman selkeän edun johdosta näkemyksemme mukaan oikea strategia kemikaalijakelussa on joko itse kasvaa isommaksi tai pyrkiä myymään oma liiketoimintansa hyvään hintaan ostajalle. Telkon kannattavuuden optimointi viittaa näkemyksemme mukaan Aspon suunnitelmiin myydä (tai listata) Telko. Ennen myyntiä kannattavuus yleensä pyritään optimoimaan, koska myyntihinta määritetään usein EBIT- tai EBITDA-kertoimella. Jos Telko pysyisi itsenäisenä toimijana olisi markkinaosuuden kasvattaminen kannattavuuden optimointia oleellisempaa. Uskomme, että Telkon tavoitteleman kannattavuusparannuksen realisoituessa ja Venäjän markkinan edelleen elpessä Telkon kiinnostavuus ostokohteena kasvaa. Todennäköisin irtaantumiskanava olisi se, että jokin isompi peluri ostaisi Telkon. Arvioimme Aspon olevan valmis luopumaan Telkosta 180-210 MEUR hintaan. Hinta vastaisi noin 10x EBIT-kerrointa suhteessa vuoden 2020 tavoiteltuun liikevaihtohaarukkaan 300-350 MEUR 6 %:n liikevoittomarginaalilla.

Myös Telko tutkii jatkuvasti sopivia M&A kohteita esimerkiksi itäisestä Keski-Euroopasta. Laajentuminen tällä alueella olisi loogista, sillä se mahdollistaisi mm. asiakaskunnan laajentamisen ja saman logistiikkakoneiston tehokkaamman hyödyntämisen. Uskomme yhtiön kannalta optimaalisen kohteen olevan 10-50 MEUR:n liikevaihtoluokassa. Yritysostokohteen arvoa lisää päämiesportfolion sopiminen Telkon olemassa olevaan portfolioon tai laajentuminen uusiin tuoteryhmiin ja asiakkaisiin.

Konsolidaatio-kehitys



Globaali-ranking ja markkinaosuudet 2016



Telko (4/4)

Tulevaisuuden ennusteet

Telkon vuosi 2017 sujui kokonaisuutena hyvin ja liikevaihto kasvoi noin 9 %:lla hidastuen loppuvuotta kohden selvästi yhtiön keskittyessä kannattavuuden optimointiin. Kannattavuus nousi edellisvuodesta ja oikaistu liikevoitto oli 11,4 MEUR (2016: 10,1 MEUR) ja liikevoittomarginaali 4,3 % (2016: 4,2 %).

Yhtiön kasvu pysyy ennusteessamme 2018 aikana maltillisena 6 %:ssa. Asiakkuuksien kannattavuuksien läpikäynti jatkuu vielä 2018 ajan, mikä vaikuttaa negatiivisesti kasvuun. Samalla kemikaalijakelumarkkinan kasvu antaa tukea Telkon asiakkuuksien poistumisesta oikaistulle liikevaihdon kasvulle, jonka arvioimme pysyvän hyvällä noin 10 % tasolla. Kannattavuuden pitäisi projektien etenemisen myötä parantua myös edelleen. Kokonaisuutena odotamme yhtiöltä 277 MEUR liikevaihtoa ja 13,1 MEUR:n liikevoittoa (4,7 % marginaali).

2019-2021 yhtiön kasvu nousee keskimäärin 8 %:iin kemikaalijakelumarkkinan kasvun tukemana ja myös Venäjän talous jatkaa varovaista elpymistään. Lisäksi raaka-aineiden hintojen nousu todennäköisesti nostaa hieman yhtiön raportoituja numeroita. Kannattavuuden pitäisi jatkaa asteittaista parantumistaan skaalaetujen ja kannattavuusprojektien vaikutusten realisoituessa. Ennustamme Telkon saavuttavan 5,3 %:n liikevoittomarginaalin vuonna 2021. Nykyisillä ennusteillamme Telkon 2021 liikevaihto kohoaa 349 MEUR:oon ja liikevoitto noin 18,5 MEUR:oon. Kannattavuusparannuksen onnistuessa Telkon suunnitelmien mukaisesti on yhtiöllä mahdollisuudet saavuttaa tavoitetasonmukainen yli 6 %:n liikevoittomarginaali vuosikymmenen loppuun mennessä. Kannattavuusparannukseen liittyvästä epävarmuudesta johtuen jätämme

ennusteeseemme kuitenkin selvää turvamarginaalia.

Telkon arvo

Olemme nostaneet arviotamme Telkon arvosta 170 MEUR:oon (aik. 150 MEUR). Nousun taustalla ovat yhtiön hyvä operatiivinen kehitys ja ennustamamme tuloskasvu. Ennusteillamme Telkon 2018 ja 2019 EV/EBIT-kertoimet ovat 13,3x (ero 0 %) ja 11,6x (ero -10 %) ja siten pitkälti linjassa verrokkiryhmän kertoimiin. Suuri osa verrokeista on kuitenkin selvästi Telkoa isompia ja 13x kerroin on myös absoluuttisesti Telkolla korkeahko. Korkea kerroin on perusteltavissa lähivuosien hyvillä tuloskasvuodotuksilla (EBIT CAGR 2018-2021e: 12 %). Volyymipohjaisella EV/S-kertoimella Telko on hinnoiteltu selvällä alennuksella (-23 %) suhteessa verrokkiryhmään, mikä heijastelee osaltaan kannattavuusparannuksen potentiaalia.

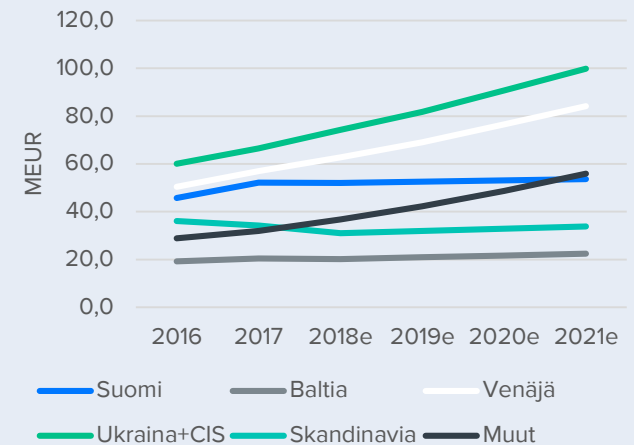
Olemme muodostaneet Telkolla erillisen DCF-mallin. DCF-mallinnus antaa kohtuullisen näkyvyyden yhtiön arvoon, sillä investoinnit ja poistot ovat Telkon liiketoiminnan luonteelle ominaisesti pienet ja pääomaa sitoutuu liikevaihdon kasvaessa lähinnä käyttöpääomaan. Käyttöpääoman ja liikevaihdon välisen suhteen arvioimme pysyvän vakaana noin 15 %:ssa. DCF-arvomme Telkolla on 177 MEUR käyttämällämme 9,0 % diskonttokorolla.

Telko on mielestämme sijoittajien näkökulmasta tällä hetkellä selvästi Aspon kiinnostavin osa. Mikäli Telko saavuttaisi liikevoittotavoitteensa, pitäisi sen arvon liikkua vuosikymmenen lopulla noin 200 MEUR:ssa.

Tulosennusteet



Liikevaihtoennusteet alueittain



Telkon verrokkiryhmä ja DCF

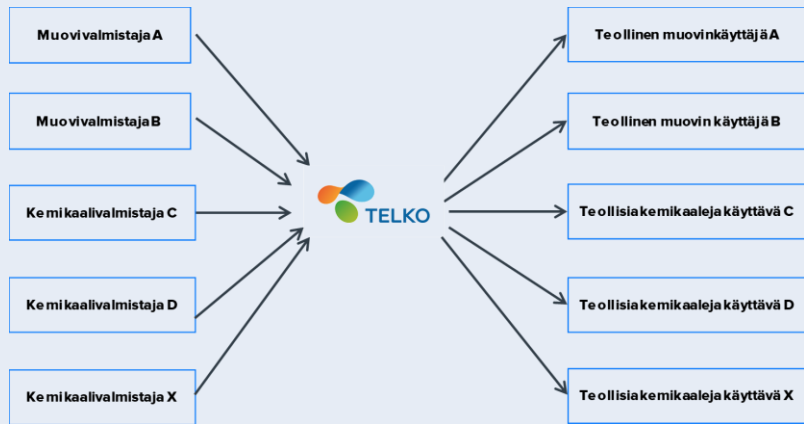
	EV	EV/EBIT 18	EV/EBIT 19	EV/EBITDA 18	EV/EBITDA 19	EV/S 18	P/B
Brenntag AG	9538	13,1	12,4	10,7	10,2	0,8	2,4
Univar Inc	5526	15,2	13,6	10,3	9,3	0,8	3,3
Nexeo Solutions	1389	13,3	11,6	8,1	7,4	0,4	0,8
Sinochem International	5426	-	-	-	-	0,8	1,3
IMCD Group	3171	20,6	19,1	16,7	15,6	1,5	3,3
Ashland Global Holdings	5532	18,1	16,5	10,1	9,4	1,8	1,3
Luxchem Corporation	126	8,5	7,8	8,2	7,5	0,7	2,2
Samchem Holdings	95	8,2	-	-	-	0,5	-
Mediaani	4298	13,3	13,0	10,2	9,4	0,8	2,2
Telko	170	13,3	11,6	11,8	10,5	0,6	2,2
Erotus -%		0 %	-10 %	16 %	12 %	-23 %	1 %

Lähde: Reuters, Inderes (data kerätty 5.3.2018)

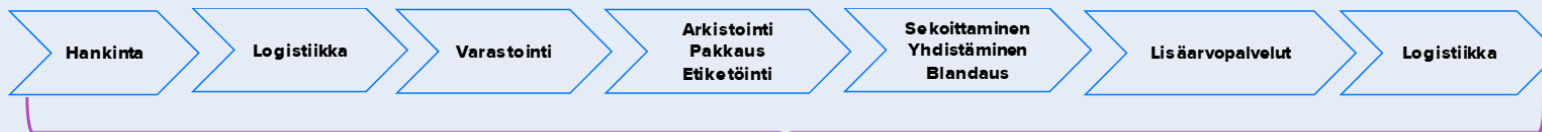
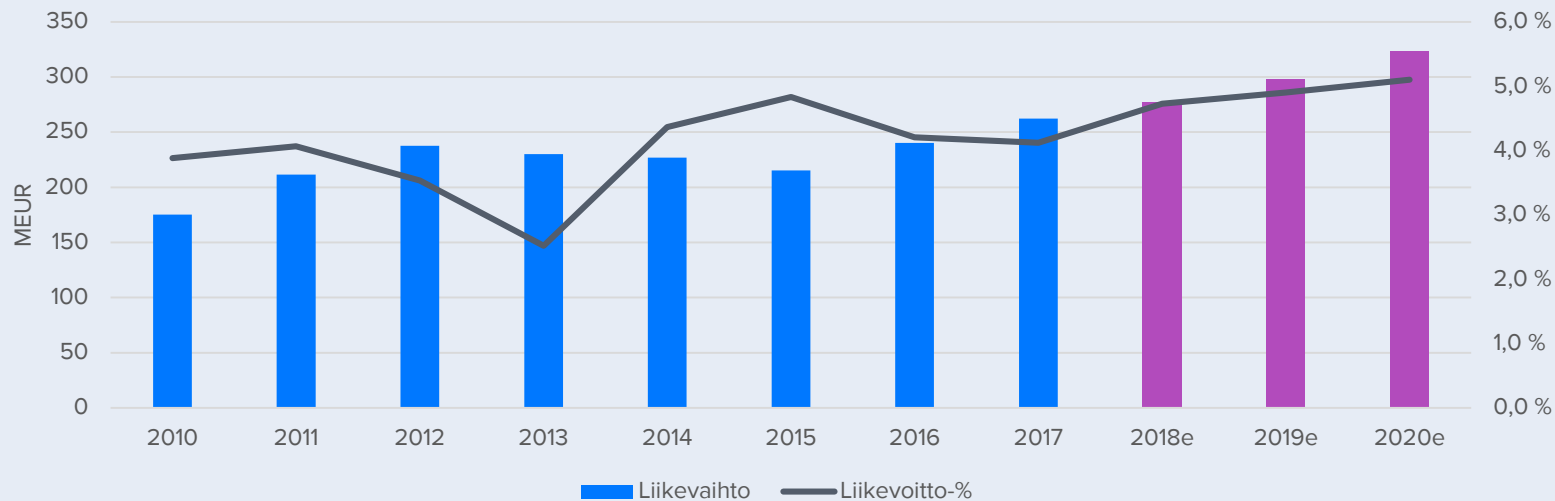
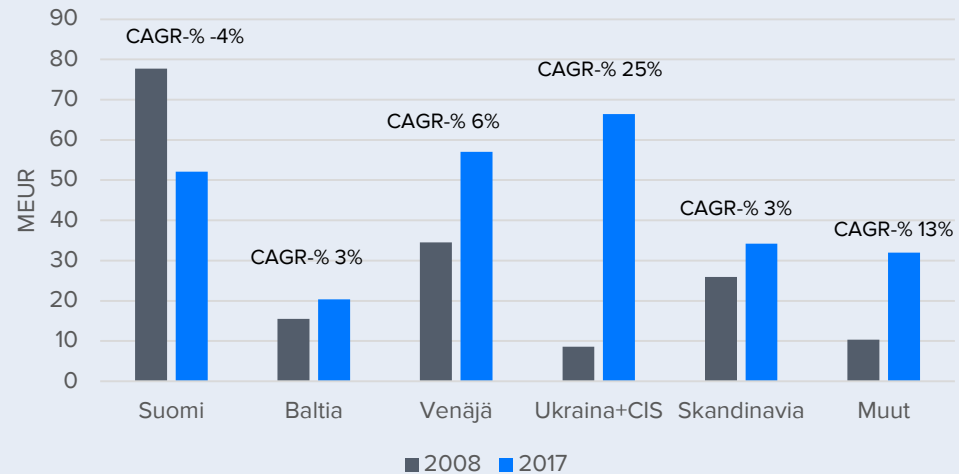
KASSAVIRTALASKELMA	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	TERM
EBIT	13,1	15	16,5	18,5	18,9	19,3	19,6	20,0	20,4	2 %
+ Poistot	1,6	2	1,6	1,6	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	
- Verot	-2,6	-3	-3,3	-3,7	-3,8	-3,9	-3,9	-4,0	-4,1	
- Käyttöpääoman muutos	-2,2	-3	-3,7	-3,9	-1,0	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	
Operatiivinen cash flow	9,9	10	11,0	12,5	15,8	16,0	16,3	16,6	16,9	
- CAPEX	-1,7	-2	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	
Vapaa kassavirta	8,2	8	9,3	10,8	14,1	14,3	14,6	14,9	15,2	
Dinkontattu vapaa kassavirta	8,2	8	7,9	8,3	10,0	9,3	8,7	8,2	7,6	101,5
WACC	9 %									
DCF EV	177,4									

Lähde: Reuters, Inderes

Telko yhteenveto



Liikevaihdon kehitys alueittain



Leipurin (1/3)

Yhtiökuvaus

Leipurin on leipovan teollisuuden ja kodin ulkopuolisen syömisen markkinoiden palveluyhtiö. Yhtiöllä on toimintaa Suomessa, Baltiassa, Puolassa, Venäjällä, Kazakstanissa, Valko-Venäjällä ja Ukrainassa, lisäksi omalla konetuoannolla on myyntiä myös näiden maiden ulkopuolelle. Leipurin toimii linkkinä raaka-ainetuottajien ja -käyttäjien välillä. Leipurin on mukana koko asiakkaan arvoketjussa aina koneinvestoinneista ja tuotekehityksestä koneiden huoltopalveluihin. Leipurilla on yli 200 päämiestä ja sen toimittajaportfolio sisältää tunnettuja toimijoita kuten mm. Zeelandia, Scanegg, Ireks, Fazer Mylly ja Rheon. Leipurin myy myös tuotteita oman ”Leipurin” tuotemerkkinsä alla ja näiden tuotteiden osuus yhtiön myynnistä on arviomme mukaan yli 20 %. Leipurin ei itse valmista oman tuotemerkkinsä tuotteita vaan hankkii nämä alihankkijoilta. Näillä tuotteilla Leipurin vahvistaa kokonaistarjoomaansa ja etenkin Venäjällä yhtiö on onnistunut luomaan Leipurin-brändille vahvan jalansijan. Arviomme mukaan yhtiön liikevaihdosta noin 85 % tulee Leipomo- ja elintarviketeollisuuden raaka-aineostoista. Arviomme mukaan raaka-aineista noin puolet on korkeamman lisäarvon tuotteita (esim. leivontamixit ja leivänparanteet) ja noin puolet bulkkiraaka-aineita (esim. jauhot).

Koneliiketoiminnassa Leipurin myy sekä päämiestensä laitteita, että sen omavalmisteisia laitteita. Koneliiketoiminnan osuus Leipurin liikevaihdosta oli 2017 arviomme mukaan noin 15 %, josta omien koneiden osuus hieman yli puolet. Olemme havainnollistaneet Leipurin arvoketjua ja liiketoimintamallia sivulla 28. Leipurin vuoden 2017 liikevaihto ja liikevoitto

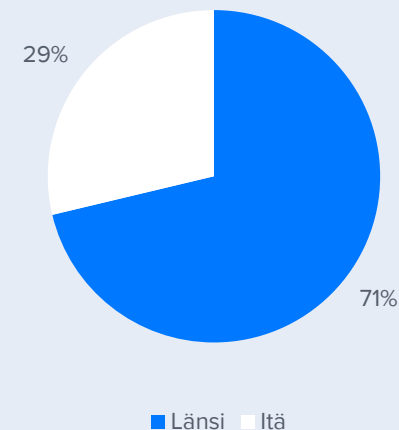
olivat 122 MEUR ja 3,1 MEUR.

Historiallinen kehitys

Leipurin liiketoiminta lähti Kauko-Telko-kaupan jälkeen voimakkaaseen kasvuun ja yhtiön liikevaihto kasvoi välillä 2008-2013 keskimäärin noin 10 % vuodessa. Kasvun keskeisenä ajurina toimi etenkin yhtiön onnistunut laajentuminen itä-markkinoille sekä koneliiketoiminnan kasvu. Koneliiketoiminnan kasvua vauhditettiin vuonna 2011, kun Leipurin osti konevalmistaja Vulganuksen. Liikevoittomarginaali pysytteli 2008-2013 aikana 3-4 %:n välillä ja käsityksemme mukaan voimakas kasvu rasitti jatkuvasti yhtiön kannattavuutta hieman. Leipurin vakuuttavan kehityksen johdosta Aspo suunnitteli Leipurin listaamista vuoden 2014 lopulla, mutta Venäjän kriisin kärjistymisen vuoksi yhtiö perui listautumishankkeen sen loppumetreillä.

Venäjän kriisillä oli merkittävä negatiivinen vaikutus Leipurin liiketoimintaan ja vuosien 2014 ja 2015 aikana yhtiön liikevaihto laski ja myös kannattavuus heikentyi selvästi. Liikevaihdon laskun taustalla olivat heikentyneet valuutat (etenkin rupla) ja Konekaupan laskeneet volyymit. Myös laskeneet raaka-ainehinnat painoivat liikevaihtoa. Kannattavuutta heikensi erityisesti Konekaupan valahtaminen selvästi tappiolliseksi. Arviomme mukaan yhtiön volyymit raaka-aineissa pysyivät idässä ruplamääräisesti hyvässä noin 15 % kasvussa vuosina 2013-2016 talouskriisistä huolimatta. Tämä siitkin huolimatta, että saadakseen tarjoamansa hintakilpailukykyisemmäksi Leipurin on joutunut korvamaan tuontiraaka-aineitaan paikallisella hankinnalla. Tällä hetkellä niiden osuus on jo 50 %.

Liikevaihdon jakauma 2017



Historiallinen kehitys



Leipurin (2/3)

Kilpailuedut

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

Koneliiketoiminta on ollut myös oleellinen osa Leipurin strategiaa, sillä se mahdollistaa koko arvoketjussa mukana olemisen. Koneiden oman valmistuksen rooli yhtiön kilpailuetuna on mielestämme kuitenkin kyseenalainen ja emme yllätyisi mikäli yhtiö pitkällä aikavälillä pyrkisi irtaantumaan omasta konevalmistuksesta varsinkin nyt kun kannattavuus on jälleen parantumassa.

Strategia

Leipurin tarkensi strategiaansa vuoden 2015 pääomamarkkinapäivän yhteydessä. Yhtiön strategiana on edelleen toimia kumppanina yhtiön asiakkaille ja strategian ytimessä ovat yhtiön koeleipomot (11 kappaletta), joissa Leipurin auttaa sen asiakkaita tuotekehityksessä ja konevalinnoissa. Koeleipomot ovat Venäjällä ja Leipurin idän markkinoilla sijoitettu yliopistojen yhteyteen, minkä myötä Leipurilla on yhteys akateemisiin ravitsemusasiantuntijoihin ja alalle valmistuviin opiskelijoihin. Leipurin haluaa olla mukana asiakkaan tuotekehitysprosessissa, sillä se vahvistaa asiakassuhdetta ja antaa Leipurille mahdollisuuden vaikuttaa asiakkaan tuotteisiin valittaviin raaka-aineisiin.

Tarkennetussa strategiassa yhtiön ydin on edelleen olla johtava teollisen leivonnin osaaja, mutta erityisesti pakatun leivän markkinan laskusta johtuen asiakaskuntaa pyritään laajentamaan entistä voimakkaammin perinteisen leipomoteollisuuden ulkopuolelle, kodin ulkopuolella tapahtuvan syömisen (OOH) sekä HoReCa-sektorin kasvaville markkinoille. Yhtiöllä on hyviä kokemuksia sekä Suomesta OOH:sta että HoReCa:sta ja uudessa strategiassa molempia lähdetään jalkauttamaan entistä voimakkaammin myös Venäjälle. Myös asiakastarjontaa on terävöitetty ja yhtiö on pyrkinyt kehittämään yhä enemmän omia konsepteja, jotka pitävät sisällään koko arvoketjun. Odotamme Leipurin kertovan tarkemmin strategiansa edistymisestä vuoden 2018 lopulla pääomamarkkinapäivänä.

Leipurin oma tuotemerkki on strategisesti yhtiölle tärkeä. Yhtiön keskeisenä tavoitteena on kasvattaa oman tuotemerkin alla myytäviä tuotteita selvästi nykyisestä 20 %:sta. Konseptipohjaisen lähestymistavan kautta myös uusien omien brändien kehittäminen ja lanseeraaminen tulee todennäköisesti ajankohtaiseksi. Omat tuotemerkit vähentävät Leipurin riippuvuutta yksittäisistä toimittajista, tarjoavat mahdollisuuden korkeampaan katetasoon (brändikate jää Leipurille). Se nostaa asiakkaan toimittajan vaihtokynnystä, kun tiettyä tuotetta saa vain Leipurilta. Oman tuotemerkin rooli korostuu etenkin itämarkkinoilla, missä Leipurin brändipositio on vahvempi ja perinteisiä länsimaisia merkkejä parempi johtuen näiden pienemmästä markkinapresenssistä.

Leipurin strategian keskeiset fokusalueet lähivuosille ovat:

- Venäjän ja itämarkkinoiden kasvu
- Länsimarkkinoiden kasvun hakeminen teollisen leipomisen ulkopuolelta.

- "Out of home" konseptin kasvu
- Konseptien kehittäminen ja palvelutarjonnan terävöittäminen
- Konevalmistuksen kannattavuuden edelleen parantaminen

Strategia ohjaa yhtiötä oikeaan suuntaan

Venäjän markkinoiden toipuessa ovat yhtiön pitkän aikavälin ajurit edelleen positiiviset.

Venäjän leipomoteollisuudessa on käynnissä suuri rakennemuutos, kun vanhaa neuvostoajasta teollisuutta uudistetaan vastaamaan ripeästi kasvavaa länsimaista leipäkulutturia ja sen kysyntää. Leipurin kannalta keskeisiä kasvuajureita Venäjällä ovat:

- Leipomoteollisuuden keskittyminen
- Teollisuuden uudistumistarve
- Leivän kysynnän kasvu
- Kulutustottumusten siirtyminen laadukkaampaan ja terveellisempään leipään
- Nopeasti kasvava vähittäiskauppa

Suomessa ja Baltiassa kasvumahdollisuudet ovat rajallisemmat johtuen yhtiön suuresta markkina-osuudesta, mutta OOH-markkinassa yhtiöllä on merkittävää kasvupotentiaalia.

Näkemyksemme mukaan uusi strategia ohjaakin yhtiötä oikeaan suuntaan ja konekaupan elpyminen vuonna 2017 on osoituksena yhtiön etenemisestä. Uuden strategian onnistuessa Leipurilla pitäisikin olla arvioimme mukaan mahdollisuus yltää noin 10 %:n vuotuisen kasvuun lähivuosina.

Leipurin (3/3)

Tulevaisuuden ennusteet

Pitkän vaisun jakson jälkeen Leipurin tuloksetkoko kyky alkoi vihdoin vuoden 2017 jälkipuoliskolla korjata ylöspäin lähemmäksi Venäjän kriisiä edeltävää kannattavuustasoa. Koko vuoden osalta liikevoitto oli kuitenkin vielä selvästi alle huippuvuoden (2013 5,7 MEUR vs. 2017 3,1 MEUR). Kehitys oli konekaupan käänteeseen, toimintamarkkinoiden hyvän vireen ja ruplan vahvistumisen tukemana luottamusta herättävää. Leipurin H2'17 liikevaihto nousi 9 %:lla 63 MEUR:oon ja oikaistu kannattavuus nousi 2,2 MEUR:oon (H2'16: 1,1 MEUR). Idän raaka-aineiden kasvu oli vuoden 2017 aikana euromääräisenä 15 %, mutta laskelmiemme mukaan idän raaka-aineiden valuuttaneutraali kasvu koki selvän notkahduksen sen jäädessä 2 %:iin (2013-2016 kasvu: 15 %). Arvioimme yhtiön kasvun hidastumisen olleen väliaikainen ilmiö, sillä Venäjän vähittäismyynnin leipähävikin siirtyminen 2017 aikana leipomoilta vähittäiskaupan vastuulle vähensi kauppojen tilaaman pakatun leivän määrä ja siten myös sen valmistusta merkittävästi.

Kokonaisuutena odotamme Leipurin jatkavan hyvää kehitystään vuonna 2018. Ennustamme liikevaihdon kasvavan 5 %:lla 128 MEUR:oon idän raaka-ainemyynnin (12 %) ja konekaupan (8 %) kasvun vetämänä. Konekaupassa omatuotanto on tällä hetkellä täystyöllistettyä ja sen liikevaihdon ja kannattavuuden kasvu perustuu H1:llä vertailukautta vahvempaan tilauskannan purkautumiseen ja loppuvuodesta alkaen tuotannonläpimenoaikojen ja hankinnan optimoinnin vaikutukseen. Lännen raaka-aineiden arvioimme kasvavan vertailukelpoisesti vain 1-2 % perinteisen pakatun leivän

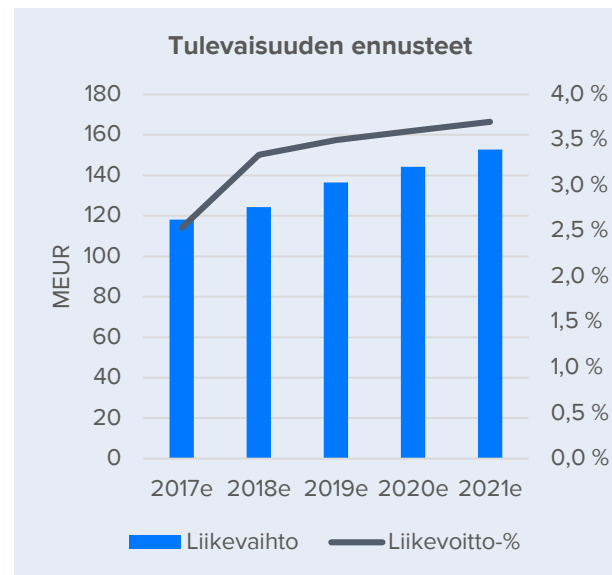
volyymeihin kohdistuessa edelleen painetta alaspäin ja uusien asiakkuuksien (mm. OOH) paikatessa poistuvaa jakeluvolyymia vielä hitaasti. Leipurin 2018 kannattavuus kohenee kasvun ja erityisesti konetuotannon kiinteiden kulujen skaalautumisen myötä selvästi 4,3 MEUR:oon (2018 EBIT: 3,3 % vs. 2017 EBIT: 2,5 %).

2019-2021 osalta yhtiön kasvu jatkuu edelleen vakaana idän raaka-aineiden ja konekaupan vetämänä. Myös OOH-liiketoiminnan kasvu alkaa näkyä ennusteessamme myös lännen kasvun (3-4 %) ylittäessä BKT:n kasvun. Samalla hiljalleen paraneva myyntimix tukee suhteellista kannattavuutta maltillisesti. Odotamme liikevaihdon kasvavan 2019-2021 keskimäärin noin 7 %. Olemme kannattavuusennusteissamme suhteellisen varovaisia ja odotamme vuodelta 2021 vain 3,7 %:n liikevoittomarginaalia. Marginaali on vielä kaukana yhtiön listautumisen aikoina asettamasta 7 %:n tavoitetasosta. Ennen voimakkaamman näkemyksen ottamista haluamme nähdä kannattavuusparannuksen olevan kestäväällä pohjalla ja vielä selkeytymättömän OOH-strategian askelmerkkien terävöityvän ja tuottavan ensimmäisiä konkreettisia tuloksia. Tällä hetkellä arvioimme mukaan OOH-markkinaa tehtävät kasvupanostukset rasittavat niiden tuottamaa liikevoittoa selvästi, mutta panostuksia tarvitaan tehokkaan liiketoimintamallin löytämiseksi.

Leipurin arvo

Arvioimme Leipurin arvosta on säilynyt 60 MEUR:ssa huolimatta yhtiön selvästi piristyneestä tuloskehityksestä. Edellinen

arvioimme heijasteli jo oletusta siitä, että Leipurin saa ongelmansa kuntoon ja palaa takaisin kasvu-uralle. Arvonmäärityksen tueksi olemme päivittäneet Leipurin verrokkiryhmän paremmin Leipurin jakeluliiketoimintaa vastaavaksi. Se pitää sisällään kaksitoista ulkomaista ruuan ja raaka-aineiden sekä kolme keittiökoneiden B2B-jakelijaa. Leipurin arvostus suhteessa verrokkeihin on 60 MEUR hintalapulla kaksijakoinen. Nykyisien tulosennusteidemme valossa Leipurin osake on tulos pohjaisesti vielä suhteellisen hintava. Sen vuoden 2018 EV/EBIT on 14x ollen 11 % alle verrokkiryhmän mediaanin. Verrokkien isompi koko ja Leipurin Venäjä-riski huomioiden alennus ei ole erityisen houkutteleva. Tase pohjaisesti (P/B 0,9x vs. 2,9x) sekä volyympohjaisesti (EV/S 0,5x vs. 0,7x) arvostukset ovat kuitenkin matalalla tasolla suhteessa verrokkeihin ja kertovat yhtiössä piilevästä potentiaalista.

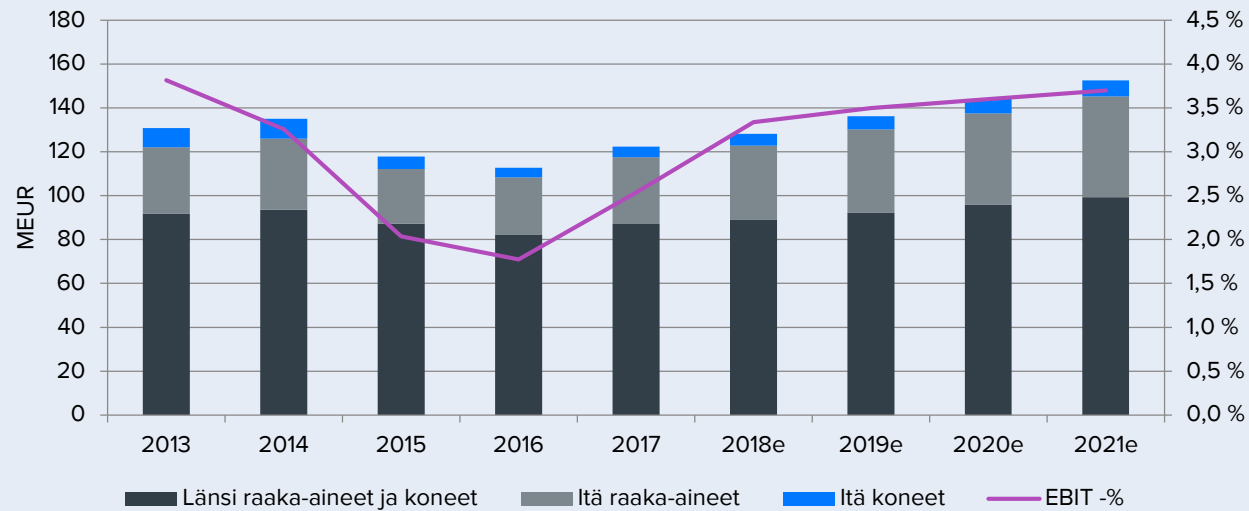
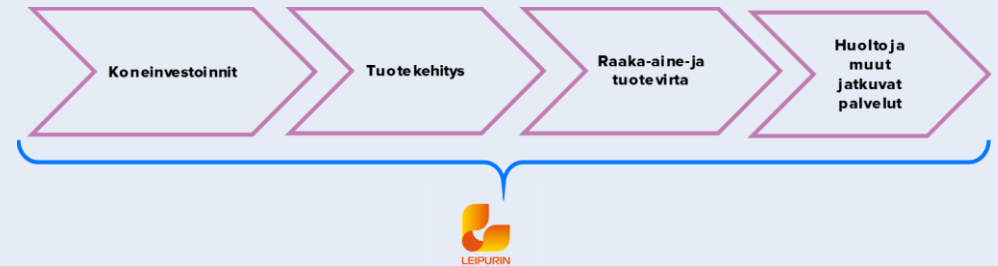
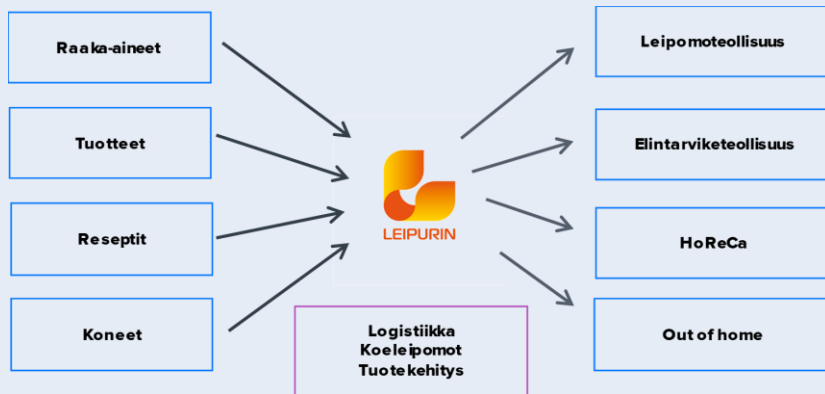


Leipurin verrokkiryhmä

	EV	EV/EBIT 18	EV/EBIT 19	EV/EBITDA 18	EV/EBITDA 19	EV/S 18	P/B
Amsterdam Commodities NV	623	12,5	11,9	11,2	10,7	0,8	2,9
Orkla ASA	9241	18,3	17,4	14,5	13,9	2,2	2,5
Tate & Lyle PLC	3350	9,9	10,1	6,8	6,9	1,1	1,9
Sysco Corp	31991	15,5	14,3	11,9	11,1	0,7	13,2
Orsero SpA	194	8,3	7,1	5,1	4,6	0,2	1,0
US Foods Holding Corp	9283	14,8	13,3	10,0	9,4	0,5	2,2
Booker Group PLC	4410	19,8	17,9	19,0	18,0	0,7	6,6
Marr SpA	1624	16,3	15,4	13,5	12,9	1,0	4,5
Colabor Group Inc	115	-	-	7,5	5,7	0,1	-
Total Produce PLC	1159	16,1	15,6	13,2	12,3	0,3	2,7
Chefs' Warehouse Inc	753	18,7	16,5	12,1	10,9	0,6	-
Performance Food Group Co	3781	15,8	13,8	10,6	9,8	0,3	2,8
Rational AG	5851	28,1	25,2	26,3	23,5	7,7	13,3
Middleby Corp	6227	14,5	13,5	12,9	12,5	3,0	3,9
Welbilt INC	3166	15,0	13,2	12,4	11,1	2,5	11,9
Mediaani	2614	15,7	14,1	12,1	11,1	0,7	2,9
Leipurin	60	14,0	12,5	10,9	10,2	0,5	0,9
Erotus -%		-11 %	-11 %	-10 %	-9 %	-32 %	-67 %

Lähde: Reuters, Inderes (data kerätty 1.3.2018)

Leipurin yhteenveto



Kauko

Yhtiökuvaus

Kauko (entinen Kaukomarkkinat) on erikoistunut vaativiin kenttäolosuhteisiin ja yhteiskunnan kannalta kriittisiin toimintoihin räätälöityihin laite- ja ohjelmistoratkaisuihin. Yhtiön toimialoja tällä puolella ovat esimerkiksi terveydenhuolto, kenttätyö ja turvallisuus. Kauko toimittaa myös energiatehokkuutta parantavia ratkaisuja kuluttajille ja teollisuudelle. Käytännössä yhtiö siis myy esimerkiksi ilmanlämpöpumppuja sekä aurinkoenergiaratkaisuja. Arvioimme mukaan tietotekniikkaliiketoiminnan osuus yhtiön myynnistä on noin kaksi kolmasosaa ja energialiiketoiminnan noin kolmannes.

Kauko on käynyt läpi merkittäviä rakennemuutoksia viimeisen neljän vuoden aikana. Yhtiö on kuopannut 2013 lanseeratun ja epäonnistuneen cleantech-strategian sekä divestoinut valtaosan ydinliiketoimintaan kuulumattomista osista (mm. Puolan taajuusmuuntajaliiketoiminta ja viimeisimpänä Kiinan projektitoiminnot). Kauko lanseerasi uuden strategiansa 2015. Strategian keskiössä on yhtiön painopisteen siirto liikkuvan tietotyön kokonaisratkaisujen toimittamiseen. Strategian tarkoituksena on luoda liiketoiminnalle kestävä pohja, jonka päälle liiketoimintaa voidaan lähteä kasvattamaan.

Tulevaisuuden ennusteet

Odotamme vuoden 2018 liikevaihdon laskevan marginaalisesti edellisvuodesta johtuen Kiinan projektiliiketoiminnan myynnistä. Odotamme Kaukon liikevaihdon palaavan tämän jälkeen kasvurallalle 2019-2021 5 %:n vuositahtidilla. Erityisesti aurinkoenergiaratkaisujen jakelun markkinalla näemme selvää liikevaihdon kasvupotentiaalia paneelien kehityksen jatkuessa ja aurinkoenergian

muuttuessa entistä kilpailukykyisemmäksi vaihtoehdoksi asiakkaille. Liikkuvan tietotyön ratkaisut-segmentissä emme sen sijaan näe merkittävää liikevaihdon kasvua panostuksista huolimatta. Uskomme, että Kaukon kannattavuus jää tulevina vuosina liikevaihdon kasvusta huolimatta edelleen vaisuksi liikevoitto-%:n jäädessä nollan tuntumaan.

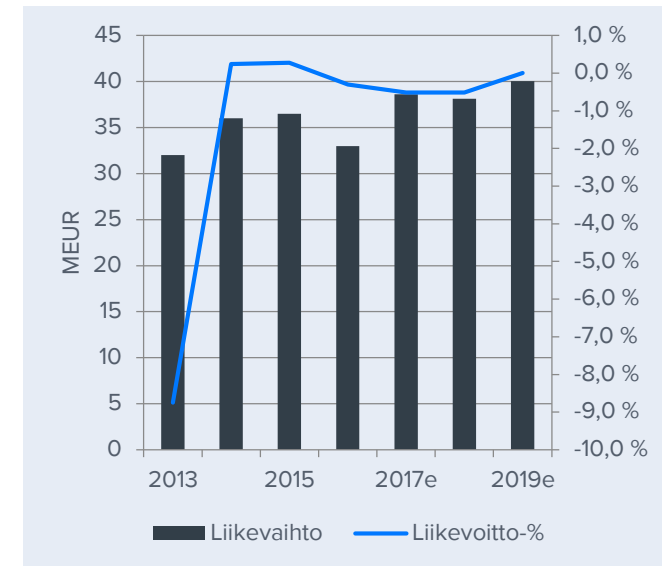
Ennustemme on suhteellisen vaatimaton, mutta johtuen erittäin heikosta läpinäkyvyydestä liiketoimintaan, sekä strategiaan liittyvään epävarmuuteen, haluamme olla ennusteissamme hyvin varovaisia. Myös kannattavuuden osalta ennustemme ovat hyvin matalalla tasolla. Arvioimme Kaukon nykyisen liiketoiminnan potentiaalisen marginaali olevan yli 5 %. Näin ollen myös kannattavuusennusteet ovat erittäin alaiset ja heijastelevat heikkoa näkyvyyttä, epävarmuutta ja jatkuvia pettymyksiä.

Kaukon arvo

Kaukon strategia ei ole lähtenyt etenemään ja mielestämme Aspon tulee pohtia segmentin divestointia, sillä vaikka Kauko ei tuhoisikaan muun konsernin tulosta, se kuluttaa kuitenkin konsernin resursseja. Kaukon divestoinnin todennäköisyyteen ja saatavan hinnan suuruuteen vaikuttaa voimakkaasti sopivan ostajaehdokkaan löytäminen. Kaukon tyyppiselle toimijalle volyymin kasvatus voisi luoda synergiaetuja. Lähtökohtana hinnan arvioinnissa voidaan pitää yhtiöön sidottuja varoja (2017: 23,6 MEUR) ja sopivan ostajan löytyessä tämä on mielestämme eräänlainen kattohinta, jonka ostaja voisi olla valmis Kaukosta maksamaan. Johtuen heikosta kannattavuudesta jäisi Kaukon arvo todennäköisesti kaupassa matalammaksi ja arvioimme Kaukon arvon olevan

mahdollisessa divestoinnissa 10-15 MEUR.

Kaukon pysyessä jatkossakin osana Aspoa arvioimme sen velattomaksi arvoksi edelleen vain 5 MEUR. Sijoittajan kannalta Kauko on eräänlainen optio ja sijoittajan kannattaa kiinnittää huomiota liiketoiminnan kehitykseen nykyarvon sijaan. On selvää, että Kaukon arvo voi markkinan kehittyessä myönteisesti ja strategian onnistuessa olla selvästi nykyarvotamme korkeampi.



Taloudellinen tila

Tase on hyvässä kunnossa

Aspon taseen loppusumma oli 2017 lopussa 321 MEUR. Taseessa on huomattava määrä kiinteää omaisuutta (120 MEUR), josta valtaosa on ESL:n laivoja. Liikearvoa ja muita aineettomia omaisuuksia yhtiöllä on noin 50 MEUR. Liikearvo (42 MEUR) on syntynyt Kauko-Telko-kaupan yhteydessä ja valtaosa siitä on kohdistettu Leipuriin.

Vaihto-omaisuuden ja saamisten osuus oli 2017 lopussa 127,3 MEUR. Rahavaroja yhtiöllä oli 19,9 MEUR. Muita merkittäviä varoja yhtiöllä ei ole.

Oman pääoman osuus on 112,3 MEUR ja tämä sisältää 25 MEUR:n hybridilainan. Hybridilainasta oikaistuna oma pääoma oli vuoden lopussa 87 MEUR.

Pitkäaikaista korollista velkaa yhtiöllä oli 109,5 MEUR ja lyhytaikaista korollista velkaa 27,1 MEUR. Aspon Lainasalkun keskikorko (pl. hybridilaina) on tällä hetkellä hieman alle 2 %, mikä heijastelee rahoittajien luottamusta yhtiön velanhoidokykyyn. Ostovelkoja yhtiöllä oli 2017 lopussa arviolta 68,4 MEUR.

Kokonaisuutena Aspon varallisuus painottuu selvästi ESL:ään, johtuen sen pääomaintensiivisyydestä. Telkon ja Leipurin pääomista merkittävä osa on vaihto-omaisuutta. Pidämme Aspon varallisuusmassaa valtaosin kuranntina, mutta Kaukomarkkinoiden osalta pidämme alaskirjauksia mahdollisena. Kokonaisuutena taseen alaskirjaukseen liittyvä riski on kuitenkin suhteellisen pieni ja Aspon kokoluokassa varsin rajallinen.

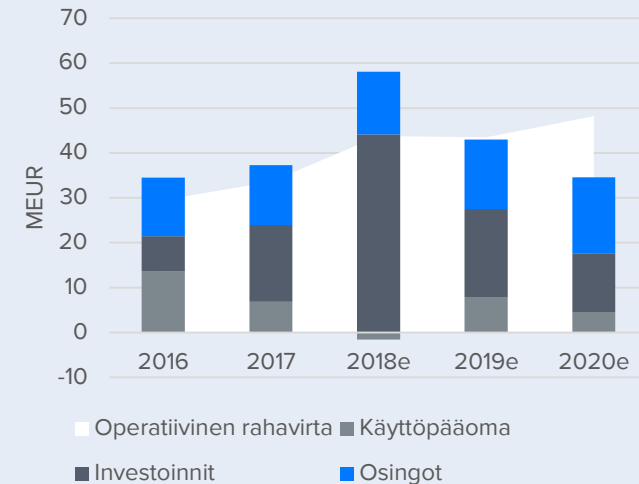
Aspon nettovelkaantumisaste oli 2017 lopussa 104 %. Hybridilainasta oikaistuna nettovelkaantumisaste on 134 %.

Pitkällä aikavälillä pidämme Aspon 100 %:n nettovelkaantumisastetavoitetta hyvänä sijoittajan kannalta, sillä se mahdollistaa pääoman tehokkaan käytön. Aspon rahoituskulut ovat alhaiset johtuen liiketoimintojen hajaantuneista rahavirroista, hajautetusta maariskistä ja laivoista. Sijoittajan kannalta Aspon velkavivun käytön onnistumista tulee arvioida pääoman tuoton kautta. Mikäli Aspon pääoman tuotto ylittää selvästi velasta maksettavan koron, voidaan velkavivun katsoa tuottaneen lisäarvoa.

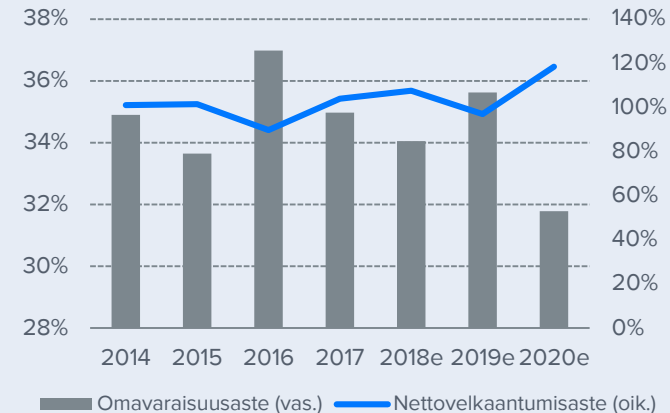
Tase kestää investoinnit ja osingon kasvun

Aspon nettovelkaantumisaste tulee arviomme mukaan nousemaan 2018 lopussa noin 110 %:iin, kun uusien laivojen investoinnit sitovat merkittävästi uutta pääomaa. Näkemysemme mukaan 110 %:n (hybridilainasta oikaistuna 145 %) nettovelkaantumisaste on edelleen Aspon mukavuusalueella, sillä yhtiön velanhoidokykyyn pitäisi parantua merkittävästi tulevina vuosina tulokasvun ja uusien laivojen myötä. Näin ollen yhtiöllä ei pitäisi olla ongelmia pitää osinkonsa lievästi kasvavalla trendillä myös lähivuosina ja taseessa on edelleen pientä liikkumavaraa mahdollisia täydentäviä yritysostoja ajatellen.

Rahavirrat 2016-2020e



Taseen avainlukujen kehitys



Ennusteet 1/2

2018 – vahva tuloskasvu jatkuu

Odotamme Aspolta vahvaa tuloskasvua vuodelta 2018. Aspo on itse ohjeistanut liikevoiton olevan 25-31 MEUR, mikä tarkoittaa 8-34 %:n kasvua. Haarukka on hyvin leveä ja arviomme mukaan se heijastelee etenkin epävarmuutta liittyen uusien LNG-alusten saapumisajankohtaan.

Oma ennusteemme 2018 liikevoitolle on 28,4 MEUR ja olemme hieman konsernin ohjeistuksen keskikohdan yläpuolella. Tulosparannuksen ajurina toimivat Telko ja ESL. Telkon kannattavuus jatkaa parantumistaan yhtiön omien toimenpiteiden seurauksena ja myös liikevaihto kääntyy asteittain takaisin ripeämpään kasvuun, kun kannattavuuden parantamiseen tähtävien toimenpiteiden negatiivinen vaikutus myyntiin hälvenee. ESL:llä uudet alukset nostavat tulosta merkittävästi. Alusten vaikutus näkyy kuitenkin vasta H2:lla ja näin ollen 2018 ei kuvasta ESL:n täyttä tulospotentiaalia. Leipurin suhteen olemme ennusteissamme edelleen varovaisia. EPS:n ennustamme olevan 0,70 euroa.

2019 – uudet alukset näkyvät täysimääräisesti

2019 Aspon tulos tekee jälleen selvän tasokorjauksen, kun uudet alukset näkyvät yhtiön numeroissa täysimääräisesti ja Telko jatkaa kannattavaa kasvuaan.

Ennustamme konsernin liikevoiton nousevan 34,3 MEUR:oon. Telkon ja ESL:n osuus tuloksesta on merkittävä ja Leipurin tulos riittää kattamaan konsernikulut. Kaukon ennustamme pysyvän nollassa johtuen heikosta näkyvyydestä.

Yhtiön rahoituskulut tulevat nousemaan

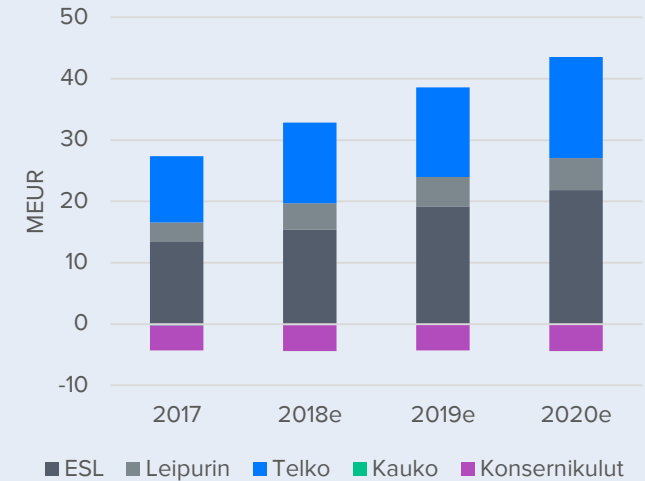
kasvaneen velkataakan sekä asteittain nousevan korkotason myötä. ESL:n verottomuuden myötä konsernin veroaste pysyy erittäin alhaisena ja EPS kasvaa ripeästi 0,84 euroon

Pitkän aikavälin ennusteet

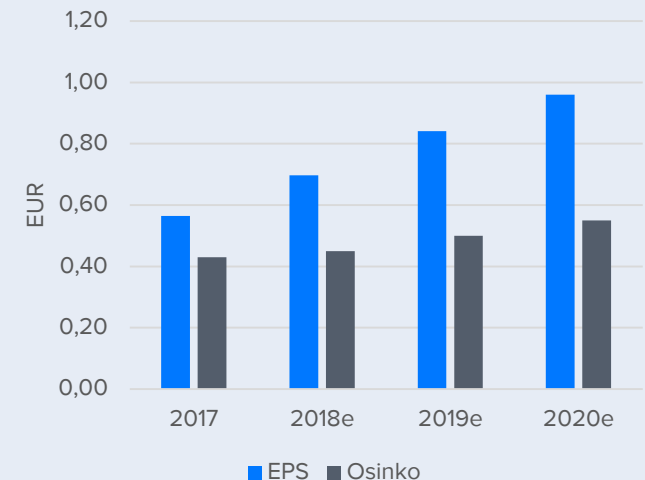
Aspon tavoitteena on saavuttaa 7 %:n liikevoittomarginaali vuoteen 2020 mennessä. Ennustamallamme 2020 liikevaihdolla (614 MEUR) tämä tarkoittaisi 43 MEUR:n liikevoittoa. ESL:n osalta Aspo on ohjeistanut sen tavoittelevan 19-24 % liikevoittomarginaalia 2020 ja Telkon tavoittelevan 6-7 %:n liikevoittoa 2020. Leipurilla ei ole virallista kannattavuustavoitetta, mutta positiivisessa skenaariossa sen on mahdollista ylittää 5 %:n liikevoittotasoon (Venäjän kriisiä edeltävä taso). Kaukolta ei tavoitteen saavuttamiseksi odoteta erityistä kontribuutiota.

Ennustamme 2020 liikevoittomarginaalin olevan 6,4 % ja hieman alle konsernin oman ennusteen. Pidämme 7 %:n tavoitetasoa erittäin kunnianhimoisena ja sen saavuttaminen vaatisi arviomme mukaan Telkolta odotuksiamme voimakkaampaa kannattavuusparannusta sekä Supramax-alusten selvästi nykyistä parempaa kannattavuutta. 2020 liikevoittoennusteemme on 39 MEUR ja EPS 0,96 euroa. EPS-ennustettamme tukee hybridilainan lunastaminen.

Tulosennusteet 2017-2020e



Tulos ja osinko



Ennusteet 2/2

Pitkän aikavälin ennusteet

Kokonaisuutena ennustamme Aspollle merkittävää tuloskasvua lähivuosille. Vuosien 2017-2020e välillä keskimääräinen tuloskasvu on erittäin vahvalla 20 %:n tasolla. Mielestämme vuoden 2020 ennustamamme 39 MEUR:n liikevoitto heijastelee varsin hyvin Aspon nykyrakenteen mukaista tulospotentialiaa.

Tulosparannuksesta ESL:n rooli on suurin ja se vastaa noin puolta koko konsernin tulosparannuksesta. ESL:n tulosparannus nojaa etenkin uusiin aluksiin ja näin ollen siihen liittyvä epävarmuus on mielestämme varsin kohtuullinen. Telkon osuus tulosparannuksesta on noin 40 % ja sen tulosparannus nojaa kannattavan kasvun jatkumiseen. Suhteessa Telkon historialliseen suorittamiseen, voidaan tulosparannusta pitää varsin rajuna, mutta mielestämme ne ovat perusteltavissa yhtiön uskottavalla strategialla ja selvästi piristyneillä markkinanäkymillä. Leipurin rooli tulosparannuksessa on hyvin rajallinen ja varovaisuus Leipurin ennusteissa luo tiettyä marginaalia muille yhtiöille.

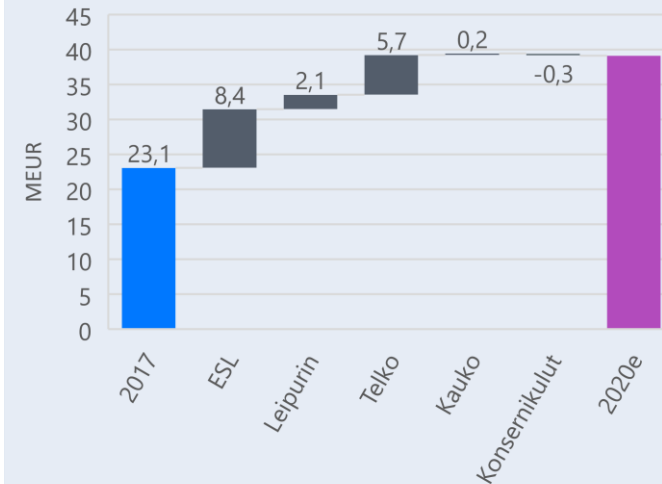
Osingon kasvun kulmakerroin kysymysmerkinä

Aspon operatiivinen kassavirta tulee ottamaan tasokorjauksen ylöspäin uusien laivojen ja Telkon tulosparannuksen myötä. Keskeinen kysymys sijoittajien kannalta onkin, että miten Aspo tulee jatkossa käyttämään vuolaan kassavirtansa. Laskelmiemme mukaan Aspon nettovelkaantumisaste on 2018 investointien jälkeen noin 110 %. Tämä luku pitää kuitenkin sisällään hybridilainan ja tästä oikaistuna nettovelkaantumisaste on 145 % ja selvästi yli

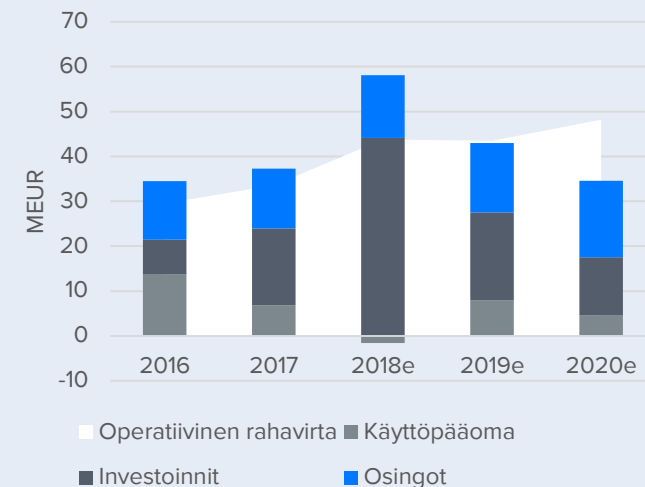
yhtiön tavoitteleman 100 %:n tason. Mielestämme hybridilaina on vain väliaikainen rahoitusinstrumentti johtuen sen korkeasta hinnasta. Oletammekin Aspon maksavan hybridilainansa pois 2020 mennessä. Näin ollen uskomme, että Aspo tulee lähivuosina kanavoimaan merkittävästi pääomia lainojen takaisinmaksuihin ja velkatason laskuun.

Osinko tulee pysymään nousu-uralla ja 2018 investointien jälkeen yhtiöllä pitäisi olla edellytykset nostaa osinkoa viime vuosina nähtyä ripeämmin. Ennustamme osingon kasvavan 2018 5 %:lla ja 2019 alkaen noin 10 %:lla. Vahvan rahavirran myötä velkaantuminen laskee varsin nopeasti ja Aspolla olisi arviomme mukaan edellytykset korottaa osinkoaan ennusteitamme nopeammin. Olemme ennusteissamme kuitenkin varovaisia johtuen yhtiön varsin väljästä osinko-ohjeistuksesta.

Tulosparannus 2017-2020e



Rahavirrat 2016-2020e



Ennusteet yhteenveto

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18e	Q2'18e	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	457,4	119,0	123,8	127,2	132,4	502,4	122,9	128,5	136,1	144,8	532,3	576,0	613,9
ESL	71,4	18,9	19,5	18,3	22,6	79,3	19,7	20,8	22,0	27,0	89,5	101,1	104,1
Leipurin	112,7	29,4	30,1	29,9	32,9	122,3	30,2	30,9	31,7	34,9	127,6	136,4	144,3
Telko	240,3	63,6	65,7	67,3	65,6	262,2	65,5	67,7	73,0	70,8	277,0	298,5	323,5
Kauko	33,0	7,1	8,5	11,7	11,3	38,6	7,6	9,1	9,4	12,1	38,1	40,1	42,1
Käyttökate	32,0	7,4	8,1	10,1	11,1	36,7	8,4	9,1	11,2	12,5	41,3	46,7	52,1
Poistot ja arvonalennukset	-11,6	-3,0	-3,0	-3,0	-4,6	-13,6	-3,1	-3,1	-3,3	-3,4	-12,9	-12,4	-13,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	20,4	4,4	5,1	7,1	6,5	23,1	5,3	6,0	7,9	9,1	28,4	34,3	39,2
Liikevoitto	20,4	4,4	5,1	7,1	6,5	23,1	5,3	6,0	7,9	9,1	28,4	34,3	39,2
ESL	12,6	3,0	3,1	3,3	4,1	13,5	2,9	2,9	4,2	5,4	15,4	19,2	21,9
Leipurin	2,0	0,4	0,6	1,4	0,7	3,1	0,8	0,9	1,1	1,5	4,3	4,8	5,2
Telko	10,1	2,3	2,4	3,1	3,0	10,8	3,0	3,1	3,5	3,5	13,1	14,6	16,5
Kauko	-0,1	-0,5	0,1	0,2	0,0	-0,2	-0,4	0,1	0,1	0,0	-0,2	0,0	0,0
Konsemikulut	-4,2	-0,8	-1,1	-0,9	-1,3	-4,1	-1,0	-1,0	-1,0	-1,2	-4,2	-4,3	-4,4
Nettorahoituskulut	-3,0	-0,2	-0,7	-0,7	-0,4	-2,0	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-2,8	-3,6	-4,2
Tulos ennen veroja	17,4	4,2	4,4	6,4	6,1	21,1	4,6	5,3	7,2	8,4	25,6	30,7	34,9
Verot	-1,5	-0,3	-0,3	-0,5	-0,6	-1,7	-0,4	-0,5	-0,7	-0,8	-2,3	-2,9	-3,5
Vähemmistöosuudet	-1,7	-0,2	-1,7	0,0	0,0	-1,9	-0,2	-1,5	0,0	0,0	-1,7	-1,7	-1,7
Nettotulos	14,2	3,7	2,4	5,9	5,5	17,5	4,0	3,4	6,6	7,7	21,6	26,1	29,8
EPS (oikaistu)	0,46	0,12	0,08	0,19	0,18	0,56	0,13	0,11	0,21	0,25	0,70	0,84	0,96
EPS (raportoitu)	0,46	0,12	0,08	0,19	0,18	0,56	0,13	0,11	0,21	0,25	0,70	0,84	0,96

Tunnusluvut	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18e	Q2'18e	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihdon kasvu-%	2,6 %	20,8 %	6,5 %	7,6 %	6,4 %	9,8 %	3,3 %	3,8 %	7,0 %	9,4 %	5,9 %	8,2 %	6,6 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-1,0 %	33,3 %	6,3 %	18,3 %	3,2 %	13,2 %	21,3 %	18,4 %	11,6 %	40,6 %	23,1 %	20,6 %	14,1 %
Käyttökate-%	7,0 %	6,2 %	6,5 %	7,9 %	8,4 %	7,3 %	6,9 %	7,1 %	8,2 %	8,7 %	7,8 %	8,1 %	8,5 %
Oikaistu liikevoitto-%	4,5 %	3,7 %	4,1 %	5,6 %	4,9 %	4,6 %	4,3 %	4,7 %	5,8 %	6,3 %	5,3 %	6,0 %	6,4 %
Nettotulos-%	3,1 %	3,1 %	1,9 %	4,6 %	4,2 %	3,5 %	3,3 %	2,6 %	4,8 %	5,3 %	4,1 %	4,5 %	4,8 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys ja suositus 1/3

Yhteenveto arvostuksesta

Aspon arvoa määriteltäessä olemme käyttäneet seuraavia menetelmiä: kassavirtalaskelma, suhteellinen arvostus (OMXH) ja osien summa laskelma. Tarkastelemme näitä laskelmia tarkemmin seuraavilla sivuilla.

Suurimman painoarvon (40 %) annamme DCF-laskelmallemme joka antaa mielestämme parhaan kuvan Aspon pitkän aikavälin kassavirtapotentialista. Osien summa laskelmalle ja suhteelliselle arvostukselle annamme molemmille 30 %:n painoarvon.

Arvonmääritysmenetelmien painotettu keskiarvo on 10,6 euroa ja tämä toimii myös pohjana tavoitehinnallemme.

Investment case

Näkemyksemme mukaan nykykurssilla yhtiön tuotto-odotus on edelleen houkuttelevalla tasolla. 2017 toteutuneella tuloksella arvostus on neutraali ja linjassa Helsingin pörssin kanssa. 2017 tuloksella nykyistä korkeampi osakekurssi ei ole kuitenkaan perusteltavissa ja tuotto-odotus nojaisi täysin osinkoon.

Ennustamme Aspolle voimakasta tuloskasvua lähivuosille (2017-2020e EPS CAGR 20 %) ja näkyvyys tähän tuloskasvuun on mielestämme suhteellisen hyvä. Näin ollen olemmekin valmiit antamaan painoa eteenpäin katsoville kertoimille. Ennustamamme tuloskasvun realisoituessa kertoimet laskevat nopeasti houkuttelevalle tasolle (2018e P/E 13x) ja näemme osakkeessa selkeää nousuvaraa. Osakkeen lähivuosien tuotto-odotus koostuu näkemyksemme mukaan tuloskasvusta

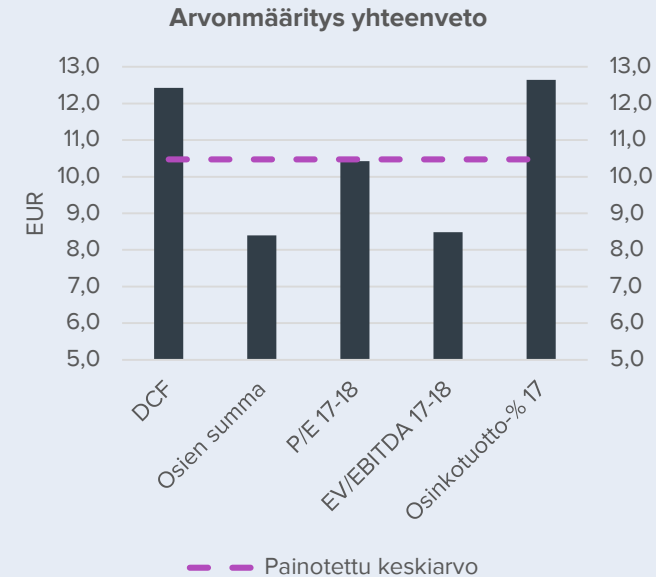
sekä turvallisesta osingosta (2017 4,6 %). Kokonaisuutena pidämme osakkeen tuotto-/riskisuhdetta edelleen hyvänä.

Aspon arvoa tukevia tekijöitä ovat:

- Vahvat tuloskasvunäkymät
- Tulosparannuksen näkymä kohtuullisen hyvä
- Turvallinen osinkotuotto
- Suotuisa markkinatilanne

Vastaavasti arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat:

- Viime vuosina tuloskehitys jäänyt odotuksista
- Epävarmuus osingon kasvuun liittyen
- Venäjän markkina poliittiset riskit



	Arvo (EUR)	Paino-%	Osuus arvosta (EUR)
DCF	12,4	40 %	5,0
Osien summa	8,4	30 %	2,5
P/E 17-18	10,4	10 %	1,0
EV/EBITDA 17-18	8,5	10 %	0,8
Osinkotuotto-% 17	12,6	10 %	1,3
Yhteensä (EUR)			10,6

Arvonmääritys ja suositus 2/3

Kassavirtalaskelma

Kassavirtalaskelmamme mukainen arvo Aspolle on **12,4 euroa osake**. Tarkempi kassavirtalaskelma löytyy sivulta 40, mutta laskelman perusoletukset ovat seuraavat:

- Liikevaihto kasvaa vuosina 2018-2021 selvästi Telkon ja ESL:n uusien alusten vetämänä. Tämän jälkeen kasvuvauhti hidastuu selvästi.
- Kannattavuus paranee lähivuosina selvästi ja liikevoittomarginaali nousee parhaimmillaan erinomaiselle 6,5 %:n tasolle. Marginaali laskee terminaalissa 4,8 %:iin joka on linjassa yhtiön 2014-2017 keskiarvon kanssa.
- Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 7,1 % ja oman pääoman kustannus on 8,8 %. WACC on suhteellisen matala ja se heijastelee yhtiön kykyä käyttää tehokkaasti edullista velkavipua sekä ESL:n verottomuutta.

Suhteellinen arvostustaso

Aspo-konsernille on vaikea löytää järkevää verokkiryhmää johtuen sen poikkeuksellisesta liiketoimintarakenteesta. Olemme käyttäneet Aspolle verokkiryhmänä koko Helsingin pörssiä ja pidämme vertailua Helsingin pörssiin relevanttina Aspon kannalta. 2017 tuloksella Aspon osake on neutraalisti hinnoiteltu, mutta 2017 tulostaso ei heijastele Aspon tämän hetken tulospotentiaalia, sillä uudet laivat tulevat liikenteeseen vasta 2018. Näin ollen olemmekin arvonmäärityksessämme käyttäneet vuosien 2017 ja 2018 keskiarvotuloksia. Laskelma on konservatiivinen, sillä uusien laivojen vaikutus ei

näy 2018 luvuissa täysimääräisesti. Kertoimina olemme käyttäneet EV/EBITDA:a, P/E:tä ja osinkotuottoa.

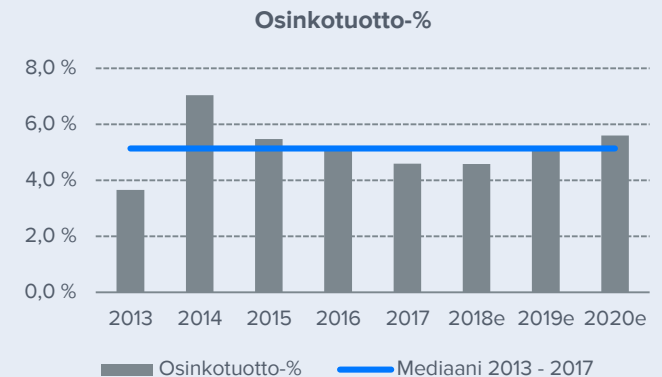
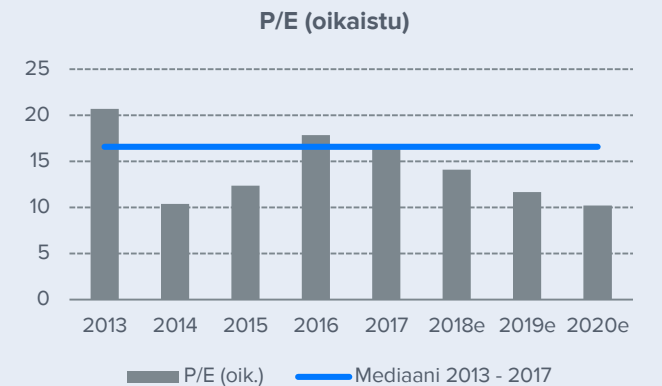
P/E-kertoimilla laskettuna Aspon käypä arvo olisi 10,4 euroa, EV/EBITDA-kertoimilla 8,5 euroa ja osinkotuotolla 12,6 euroa. Näiden kolmen kertoimen keskiarvo on 10,5 euroa ja hyvin linjassa tavoitehintamme kanssa.

Nykykurssi suhteessa tulospotentiaaliin

Aspon tuottopotentiaalia hahmoteltaessa on mielestämme myös perusteltua laskea yhtiön potentiaali suhteessa sen taloudellisiin tavoitteisiin. Aspon taloudellisenä tavoitteena on saavuttaa 7 % liikevoittomarginaali 2020 mennessä. Mikäli yhtiö saavuttaisi tämän tavoitteen, olisi 2020 EPS noin 1,1 euroa. Arviomme mukaan Aspolle voitaisi neutraalissa markkinatilanteessa hyväksyä 15x P/E-kerroin. Tämä tarkoittaisi, että Aspon kurssin pitäisi olla vuoden 2020 lopussa laskennallisesti 16,5 euroa, mikäli yhtiö saavuttaisi kannattavuustavoitteensa. Kun tähän lisätään ennustamamme osingot, saadaan vuotuiseksi tuotto-odotukseksi 25 %.

Kuten olemme aiemmin todenneet, pidämme yhtiön tavoitetta hyvin kunnianhimoisena ja mielestämme sen realisoituminen ei ole todennäköisin skenaario. Laskelma heijasteleekin enemmän Aspon nykyrakenteen tuottopotentiaalia positiivisessa skenaariossa.

	OMXH kerroin (x)	Aspon arvo (EUR)	Keskiarvo (EUR)
P/E 17	17,4	9,8	10,4
P/E 18	15,8	11,0	
EV/EBITDA 17	10,5	7,9	8,5
EV/EBITDA 18	9,3	9,1	
Osinko 17	3,4 %	12,6	12,6



Arvonmääritys ja suositus 3/3

Osien summa luo pohjan arvostukselle

Näkemyksemme mukaan Aspoa tulee tarkastella Holding-yhtiönä, jossa osissa piilevä piiloarvo pyritään nostamaan esiin keskipitkällä aikavälillä rakennejärjestelyiden tai muiden toimien kautta. Näin ollen osien summa on oikea tapa arvottaa Aspoa. Olemme aiemmissa kappaleissa arvottaneet eri liiketoiminnot ja keskityimme tässä kokonaisuuden arviointiin.

Päivitetty arviomme Aspon osien bruttoarvosta on 420 MEUR.

ESL:n arvo on noussut hieman ja se heijastelee lähinnä etupainotteisia, jo tehtyjä, investointeja uusiin aluksiin.

Leipurin arvo on pysynyt 60 MEUR:ssa ja se heijastelee varovaisia ennusteitamme lähivuosille.

Telkon arvo on noussut 170 MEUR:oon (150 MEUR) johtuen vahvoista tuloskasvunäkymistä.

Kaukon arvo on pysynyt ennallaan 5 MEUR:ssa. Näkemyksemme mukaan Kaukosta olisi todennäköisesti saatavissa tätä arvoa korkeampi hinta, mikäli Aspo päätyisi myymään Kaukon osissa. Tämä on kuitenkin vain optio ja emme ole valmiit huomioimaan tätä analyysissämme.

Konsernikulujen osalta olemme diskontanneet nykyisen kulutason Aspo konsernin pääoman kustannuksella. Konsernikulujen nettonykyarvo on laskelmassamme -60 MEUR. Hybridillä oikaistut nettovelat ovat laskelmiemme mukaan noin 160 MEUR ja konsernin osien summa näin ollen 260 MEUR tai noin 8,4 euroa per osake.

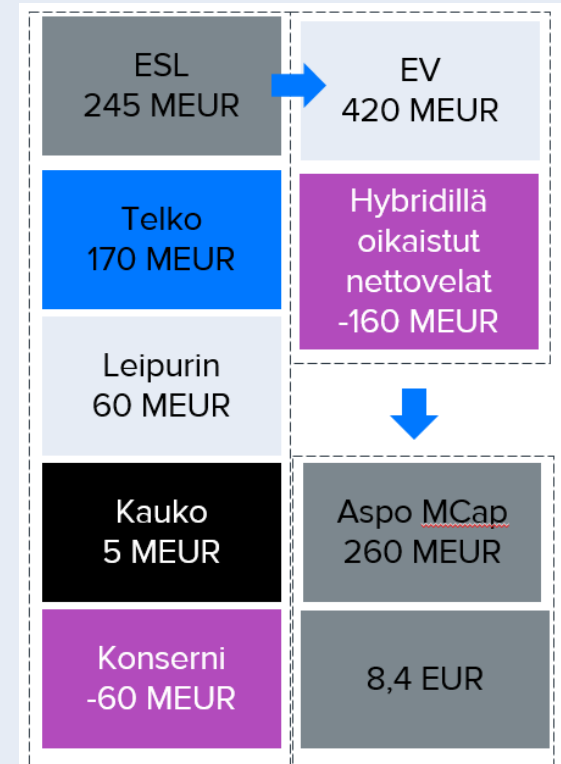
Aspon osakekurssi on tällä hetkellä 13 % yli yhtiön

osien summan. Mielestämme tämä on perusteltua, sillä osien summa laskelma ei huomioi täysimääräisesti konsernin pääomatehokkuutta tai ESL:n verottomuutta. Vastaavasti osien summa huomioi täysimääräisesti konsernin kulut ja voidaankin sanoa, että laskelma näyttää vain monialayhtiön haitat, mutta ei hyötyjä. Lisäksi yhtiön liiketoiminnot ovat hyvin hajautuneet ja ne tasaavat toistensa riskejä. Näin ollen näemmekin, että Aspoa tulisi hinnoitella preemiolla suhteessa sen osien summaan. Korostamme myös, että mikäli Aspo päättäisi myydä kaikki liiketoimintonsa ja palauttaa rahat omistajilleen, olisi konsernikulujen nettonykyarvo merkittävästi nykyistä pienempi (konsernikulujen negatiivinen vaikutus noin 2 euroa per osake).

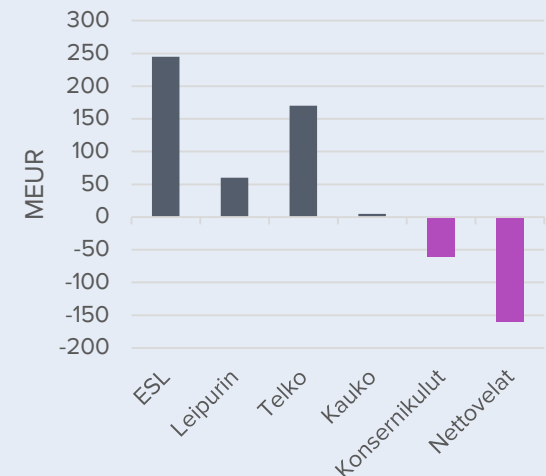
Potentiaali rakennejärjestelyissä

Näkemyksemme mukaan Aspon osien nykyiset arvostukset heijastelevat kohtuullisen hyvin niiden potentiaalia. Telkon arvostus huomioi yhtiön vahvat kasvunäkymät ja ESL:n arvon kasvattaminen vaatii uutta kalustoa. Leipurin arvostuksessa olisi jonkin verran nousuvaraa liiketoiminnan elpyessä kunnolla, mutta tämä on konsernin mittakaavassa varsin pientä.

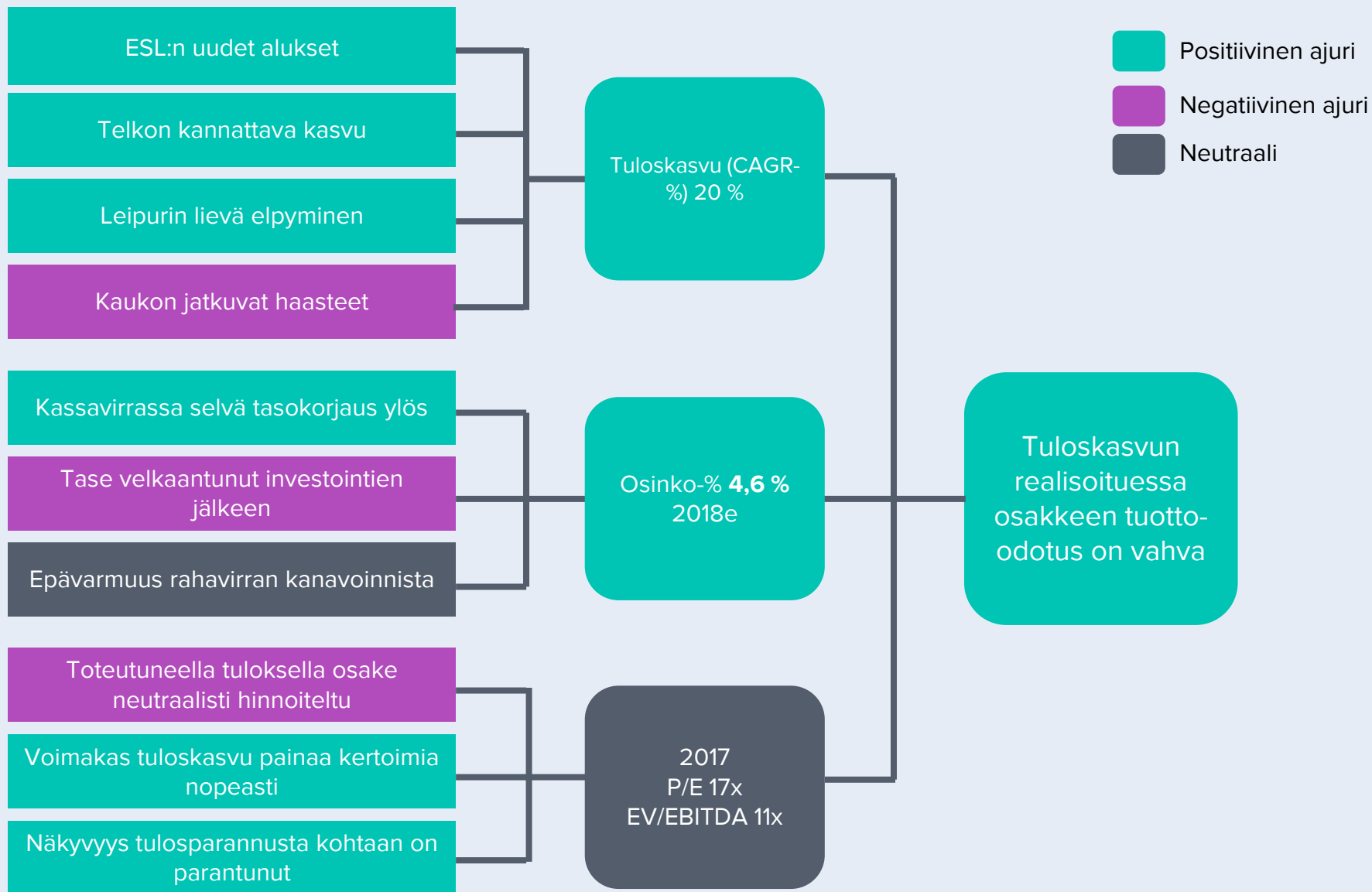
Näin ollen osien summan suurin potentiaali nojaakin rakennejärjestelyihin. Käytännössä tämä tarkoittaisi jonkin liiketoiminnan myyntiä yli sen käyvän arvon ja tämän pääoman uudelleenallokointia hyvällä pääoman tuotolla. Telko on mielestämme loogisin järjestelyiden kohde keskipitkällä aikavälillä ja olemme käsitelleet tätä tarkemmin Telkon omassa kappaleessa.



Osien summan jakauma



Aspon arvoajurit 2017-2020e



Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi	5,75	5,69	7,50	8,18	9,36	9,82	9,82	9,82
Markkina-arvo	178	176	232	253	290	304	304	304
Yritysarvo (EV)	278	279	336	356	407	431	434	450
P/E (oik.)	20,7	10,4	12,4	17,9	16,6	14,1	11,7	10,2
P/E	20,7	10,4	12,4	17,9	16,6	14,1	11,7	10,2
P/Kassavirta	10,7	11,2	10,6	32,1	30,4	53,4	19,1	9,9
P/B	1,7	1,7	2,3	2,2	2,6	2,5	2,3	2,5
P/S	0,4	0,4	0,5	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5
EV/Liikevaihto	0,6	0,6	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7
EV/EBITDA	12,9	8,3	10,2	11,1	11,1	10,4	9,3	8,6
EV/EBIT	25,8	11,9	16,3	17,5	17,6	15,2	12,7	11,5
Osinko/tulos (%)	75,6 %	72,9 %	67,5 %	91,7 %	76,1 %	64,5 %	59,4 %	57,2 %
Osinkotuotto-%	3,7 %	7,0 %	5,5 %	5,1 %	4,6 %	4,6 %	5,1 %	5,6 %

Lähde: Inderes

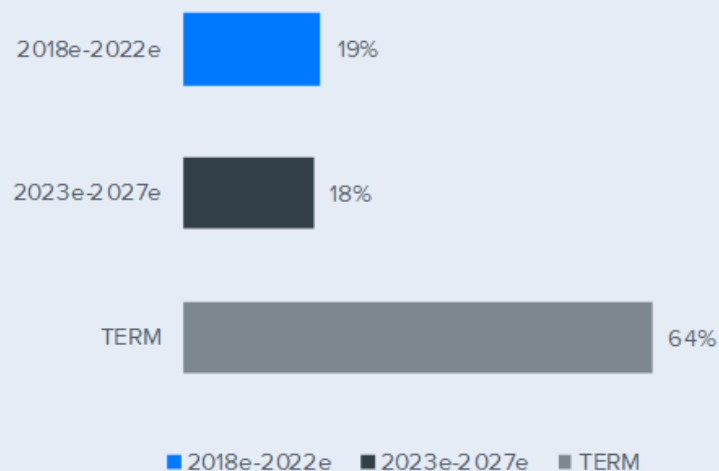
Kassavirtalaskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
Liikevoitto	23,1	28,4	34,3	39,2	42,2	37,0	34,7	35,7	35,3	36,4	37,1	
+ Kokonaispoistot	13,6	12,9	12,4	13,0	13,0	12,9	12,8	12,7	12,7	12,6	12,6	
- Maksetut verot	-2,9	2,7	-2,9	-3,5	-4,1	-3,6	-3,4	-3,5	-3,5	-3,6	-3,7	
- verot rahoituskuluista	-0,2	-0,3	-0,3	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	
+ 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	-6,9	1,6	-7,9	-4,6	-4,8	-2,4	-2,4	-2,5	-2,6	-2,6	-1,8	
Operatiivinen kassavirta	26,7	45,3	35,6	43,6	45,7	43,5	41,2	42,0	41,5	42,4	43,8	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,1	4,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttonoinvestoinnit	-17,1	-44,1	-19,6	-13,0	-12,0	-12,0	-12,0	-12,0	-12,0	-12,0	-12,8	
Vapaa operatiivinen kassavirta	9,5	5,7	15,9	30,6	33,7	31,5	29,2	30,0	29,5	30,4	31,0	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	9,5	5,7	15,9	30,6	33,7	31,5	29,2	30,0	29,5	30,4	31,0	623,6
Diskontattu vapaa kassavirta		5,4	14,1	25,3	26,0	22,7	19,7	18,9	17,3	16,6	15,8	318,9
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		500,5	495,1	481,1	455,8	429,8	407,2	387,5	368,6	351,3	334,7	318,9
Velaton arvo DCF		500,5										
- Korolliset velat		-136,6										
+ Rahavarat		19,9										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		383,8										
Oman pääoman arvo DCF per osake		12,39										

Pääoman kustannus (WACC)

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

Rahavirran jakauma jaksottain



Tuloslaskelma

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18e	Q2'18e	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	457,4	119,0	123,8	127,2	132,4	502,4	122,9	128,5	136,1	144,8	532,3	576,0	613,9
<i>ESL</i>	71,4	18,9	19,5	18,3	22,6	79,3	19,7	20,8	22,0	27,0	89,5	101,1	104,1
<i>Leipurin</i>	112,7	29,4	30,1	29,9	32,9	122,3	30,2	30,9	31,7	34,9	127,6	136,4	144,3
<i>Telko</i>	240,3	63,6	65,7	67,3	65,6	262,2	65,5	67,7	73,0	70,8	277,0	298,5	323,5
<i>Kauko</i>	33,0	7,1	8,5	11,7	11,3	38,6	7,6	9,1	9,4	12,1	38,1	40,1	42,1
Käyttökate	32,0	7,4	8,1	10,1	11,1	36,7	8,4	9,1	11,2	12,5	41,3	46,7	52,1
Poistot ja arvonalennukset	-11,6	-3,0	-3,0	-3,0	-4,6	-13,6	-3,1	-3,1	-3,3	-3,4	-12,9	-12,4	-13,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	20,4	4,4	5,1	7,1	6,5	23,1	5,3	6,0	7,9	9,1	28,4	34,3	39,2
Liikevoitto	20,4	4,4	5,1	7,1	6,5	23,1	5,3	6,0	7,9	9,1	28,4	34,3	39,2
<i>ESL</i>	12,6	3,0	3,1	3,3	4,1	13,5	2,9	2,9	4,2	5,4	15,4	19,2	21,9
<i>Leipurin</i>	2,0	0,4	0,6	1,4	0,7	3,1	0,8	0,9	1,1	1,5	4,3	4,8	5,2
<i>Telko</i>	10,1	2,3	2,4	3,1	3,0	10,8	3,0	3,1	3,5	3,5	13,1	14,6	16,5
<i>Kauko</i>	-0,1	-0,5	0,1	0,2	0,0	-0,2	-0,4	0,1	0,1	0,0	-0,2	0,0	0,0
<i>Konsemikulut</i>	-4,2	-0,8	-1,1	-0,9	-1,3	-4,1	-1,0	-1,0	-1,0	-1,2	-4,2	-4,3	-4,4
Nettorahoituskulut	-3,0	-0,2	-0,7	-0,7	-0,4	-2,0	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-2,8	-3,6	-4,2
Tulos ennen veroja	17,4	4,2	4,4	6,4	6,1	21,1	4,6	5,3	7,2	8,4	25,6	30,7	34,9
Verot	-1,5	-0,3	-0,3	-0,5	-0,6	-1,7	-0,4	-0,5	-0,7	-0,8	-2,3	-2,9	-3,5
Vähemmistöosuudet	-1,7	-0,2	-1,7	0,0	0,0	-1,9	-0,2	-1,5	0,0	0,0	-1,7	-1,7	-1,7
Nettotulos	14,2	3,7	2,4	5,9	5,5	17,5	4,0	3,4	6,6	7,7	21,6	26,1	29,8
EPS (oikaistu)	0,46	0,12	0,08	0,19	0,18	0,56	0,13	0,11	0,21	0,25	0,70	0,84	0,96
EPS (raportoitu)	0,46	0,12	0,08	0,19	0,18	0,56	0,13	0,11	0,21	0,25	0,70	0,84	0,96

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Pysyvät vastaavat	174	170	174	205	212
Liikearvo	43	43	42	42	42
Aineettomat oikeudet	11	9	8	8	8
Käyttöomaisuus	116	113	120	150	158
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0	0	0	0	0
Muut sijoitukset	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	4	5	4	5	5
Laskennalliset verosaamiset	0	0	0	0	0
Vaihtuvat vastaavat	131	139	147	154	167
Varastot	48	57	61	64	69
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0	0
Myyntisaamiset	58	60	66	69	75
Likvidit varat	24	23	20	21	23
Taseen loppusumma	305	310	321	359	379

Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Oma pääoma	103	115	112	122	134
Osakepääoma	18	18	18	18	18
Kertyneet voittovarot	71	73	80	88	100
Omat osakkeet	0	1	-2	-3	-3
Uudelleenarvostusrahasto	-17	-14	-20	-18	-18
Muu oma pääoma	32	37	37	37	37
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	122	122	113	140	144
Laskennalliset verovelat	5	4	3	8	8
Varaukset	1	1	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	116	117	110	126	130
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	1	0	1	5	5
Lyhytaikaiset velat	81	73	96	98	102
Lainat rahoituslaitoksilta	12	9	27	22	23
Lyhytaikaiset korottomat velat	68	64	68	72	75
Muut lyhytaikaiset velat	1	1	1	4	4
Taseen loppusumma	305	310	321	359	379

Inderes



2015

Ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017

Suosituustarkkuus



2014, 2015, 2016

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016

Suosituustarkkuus



2012, 2016, 2017

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017

Suosituustarkkuus



2017

Suosituustarkkuus

Inderes on suomalainen pankeista riippumaton analyysipalvelu. Löydämme sijoittajille parhaat sijoituskohteet ja teemme pörssistä paremman markkinapaikan yhdistämällä sijoittajat ja yhtiöt huippulaadukkaan osakeanalyysin avulla. Inderesin aamukatsaus, mallisalkku ja palkittuihin analyyseihin pohjautuvat suositukset tavoittavat päivittäin yli 30 000 kotimaista osakesijoittajaa. Helsingin pörssin kattavin aktiivinen osakeseurantamme sisältää yli 90 kotimaista pörssiyhtiötä, joita analysoimme päivittäin yli 10 analyytikon tiimillä.

Inderes Oy

Itämerenkatu 5

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/inderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjien näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neljäsosainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten 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 arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäävomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa - analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaamaan suhteessa osakkeen nousuvaraun 12-kk tavoitehintaan:

Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä	-5-5 %
Myy	< -5 %

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

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

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

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
19.3.2014	Lisää	5,90 €	5,40 €
10.4.2014	Osta	6,50 €	5,70 €
5.5.2014	Lisää	6,50 €	6,00 €
4.8.2014	Lisää	6,70 €	6,30 €
18.8.2014	Lisää	7,00 €	6,10 €
17.10.2014	Lisää	7,30 €	6,40 €
28.10.2014	Lisää	7,60 €	7,00 €
4.12.2014	Lisää	7,10 €	6,70 €
12.2.2015	Lisää	8,00 €	7,20 €
25.2.2015	Lisää	8,00 €	7,20 €
5.5.2015	Osta	8,00 €	6,70 €
6.5.2015	Osta	8,50 €	7,20 €
14.8.2015	Lisää	8,00 €	7,25 €
28.10.2015	Lisää	8,00 €	7,20 €
28.12.2015	Lisää	8,00 €	7,47 €
11.2.2016	Lisää	7,60 €	6,80 €
28.4.2016	Lisää	7,60 €	6,80 €
18.8.2016	Lisää	7,60 €	6,96 €
27.10.2016	Lisää	7,60 €	7,10 €
24.11.2016	Lisää	8,00 €	7,20 €
12.1.2016	Lisää	9,00 €	8,17 €
16.2.2017	Lisää	9,50 €	9,09 €
10.5.2017	Lisää	9,50 €	8,85 €
15.8.2017	Vähennä	9,00 €	9,01 €
27.10.2017	Lisää	10,00 €	9,25 €
22.11.2017	Lisää	10,00 €	9,22 €
15.2.2018	Lisää	10,00 €	9,70 €
19.3.2018	Lisää	10,50 €	9,82 €

**Palkittua
analyysiä.**