

Aspo

Laaja raportti

8.4.2021



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



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

Uudet tuulet viriämässä

Toistamme Aspon tavoitehintamme 9,5 euroa ja lisää-suosituksemme. Ennustamme Aspon tulostason nousevan 2021 selvästi etenkin ESL:n vetämänä ja realisoimatonta potentiaalia vielä selvästi parempaan jäänäkemyksemme mukaan jäljelle. Kohonnut arvostus hinnoittelee sisään ja osan käänteestä, mutta Aspon edetessä ennusteidemme mukaisesti näemme arvostuksessa edelleen nousuvaraa.

Aspo on monialayhtiö, jolla on piirteitä holding-yhtiöstä

Aspo on monialayhtiö, jonka liiketoiminta koostuu kolmesta liiketoimintasegmentistä ESL, Telko ja Leipurin. Myös rakennemuutokset ovat osa yhtiön nykyistä strategiaa, vaikka niitä ei vuoden 2008 jälkeen olekaan nähty. Aspon toimitusjohtaja sekä hallituksen puheenjohtaja ovat vaihtumassa ja uskomme, että myös rakennejärjestelyjä voidaan nähdä eteenpäin mentäessä aiempaa ahkerammin.

Tuloskasvunäkymät positiiviset, mutta varustamon on aika osoittaa potentiaalinsa

Aspon lähivuosien tuloskasvunäkymät ovat ESL:n vetämänä edelleen vahvat ja pidämme sen 2023 tavoitteita realistisina. ESL:lle 2020-2023e ennustamamme noin 16 MEUR tuloskasvu perustuu nykyisen aluskapasiteetin parantuviin käyttöasteisiin, jota ajaa nykyasiakkaiden kuljetustarpeiden elpyminen sekä uusasiakashankinta. Niiden myötä viime vuosina kasvaneelle laivastolle riittää vihdoin tarpeeksi kuljetettavaa. Telko puolestaan sai uuden johdon alaisuudessa strategian toteuttamisellaan jo vuonna 2020 aikaan erinomaisia tuloksia ja pidämme myös sen tavoitteita realistisina annettujen näyttöjen perusteella. Odotuksemme Leipurin tulosparannuksesta on siirtynyt eteenpäin, sillä sen uusia kasvuvaihtoehtoja tunnistamaan pyrkivä strategiatyö on edelleen keskeneräinen ja track-record heikko.

Aspon rahavirta on vahvistunut selvästi, mikä laskee nettovelkaantumista nopeasti

Kokonaisuutena odotamme Aspon liikevoiton kasvavan 2020-2023e välillä reilut 30 % per vuosi. 2021 ennusteellemme 28,6 MEUR ei Aspon varovaiselta ohjeistukselta saa kuitenkaan vielä kunnollista selkänajaa (liikevoitto yli 19,3 MEUR). Lähiajan kehitykseen merkittävää epävarmuutta tuo edelleen pandemia, mutta sen väistyttyä emme näe tulosparannuksen realisoitumiselle merkittäviä esteitä matalilta lähtötasoilta. Ennustamme Aspon ROE-% kohoavan tavoitteiden mukaisesti yli 20 %:iin sekä liikevoiton yli 6 %:n tason vuonna 2023. Lähivuosien investointitarpeet ovat matalat ja odotamme osan nykyisestä vuolaasta kassavirrastaan kohdistuvan velkojen lyhentämiseen ja hybridilainan pois maksamiseen. Samalla myös osingolla on edellytykset pysyä tavoitteiden mukaisesti kasvu-uralla.

Osien summa, DCF sekä Aspon arvostuskertoimet luovat pohjan arvonmäärityksellemme

Käyttämämme arvonmääritysmenetelmien keskiarvolla (DCF, osien summa ja arvostuskertoimet) Aspon arvoksi saadaan 9,5 euroa per osake. Arviomme Aspon osien summasta on noussut vuoden 2019 jälkeen. Arvoon on positiivisesti vaikuttanut Telko, mutta odotuksistamme jääneiden ESL:n ja Leipurin arvot ovat hieman laskeneet. Näkemyksemme mukaan Aspon kurssikehitys nojaa vahvasti tulevaan tulosparannukseen. Ennustamallamme 2021 tuloksella osakkeen hinnoittelu on neutraali (P/E 14x), mutta sen jälkeisen tuloskasvun myötä kertoimet laskevat lähivuosina houkuttelevalle tasolle. Osinkotuotto (n. 5 %) tukee edelleen myös tuotto-odotusta ja pitää osaltaan meidät varovaisesti Aspon kyydissä.

Suositus

Lisää

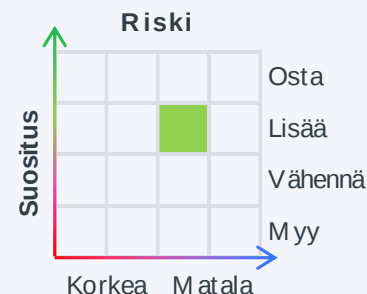
(aik. Lisää)

9,50 EUR

(aik. 9,50 EUR)

Osakekurssi:

9,18



Avainluvut

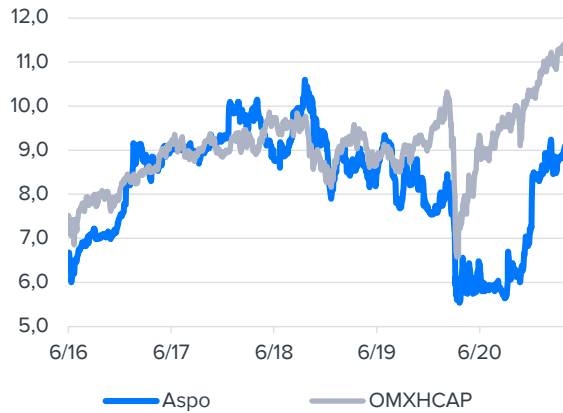
	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	501	528	575	603
kasvu-%	-15 %	5 %	9 %	5 %
EBIT oik.	19,3	28,3	34,6	38,6
EBIT-% oik.	3,9 %	5,4 %	6,0 %	6,4 %
Nettotulos	13,4	21,9	25,5	29,1
EPS (oik.)	0,38	0,64	0,79	0,92
P/E (oik.)	22,0	14,2	11,7	9,9
P/B	2,3	2,4	2,6	2,3
Osinkotuotto-%	4,2 %	4,9 %	5,0 %	5,6 %
EV/EBIT (oik.)	23,5	17,0	13,6	11,8
EV/EBITDA	9,2	8,4	7,3	6,8
EV/Liikevaihto	0,9	0,9	0,8	0,8

Lähde: Inderes

Ohjeistus

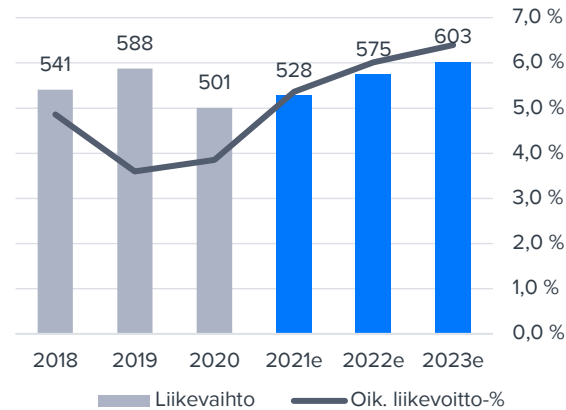
Aspon liikevoitto vuonna 2021 on suurempi kuin vuonna 2020 (19,3 Me).

Osakekurssi



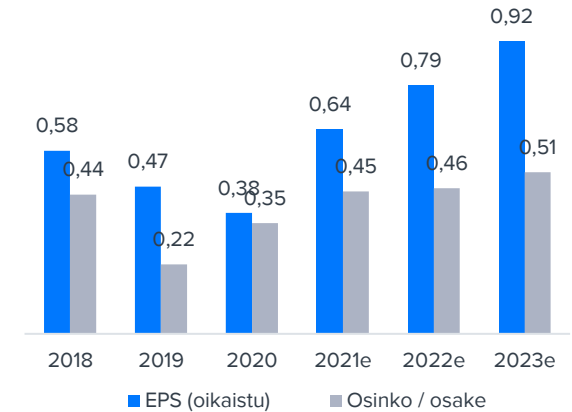
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

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



Riskitekijät

- Talousympäristön heikentyminen
- Velkaantuneisuus yli tavoitetason
- Viime vuosina tulostuokseen jäänyt odotuksista
- Venäjän markkinan poliittiset riskit



Arvostus

- Toteutuneella tuloksella arvostus on korkea
- Kurssinousu nojaa tuloskasvuun
- Suhteessa tulospotentialiin osake on halpa
- Jo kohtuullisella suorituksella osakkeen tuotto-odotus on hyvä ja mielestämme riski-/tuottosuhde on edelleen hyvä

MCAP

289

MEUR

Osinkotuotto

4,9

2021e

EV/EBIT

17,0

2021e

P/E (oik.)

14,2

2021e

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja rakennejärjestelyt	5-9
Taloudelliset tavoitteet	10-11
ESL	10-13
Leipurin	14-16
Telko	17-20
Sijoitusprofiili	21-22
Tase	23
Ennusteet ja Aspon tavoitteet	24-26
Arvonmääritys	27-28
Liitteet	29-37
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	38

Aspo lyhyesti

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

1929

Perustettu

1999

Jakautuminen kahdeksi itsenäiseksi pörssiyhtiöksi Aspo ja Aspocomp

501 MEUR

Liikevaihto 2020

19,3 MEUR (3,9 % lv:sta)

Oikaistu liikevoitto 2020

32 % / 62 % / 6 %

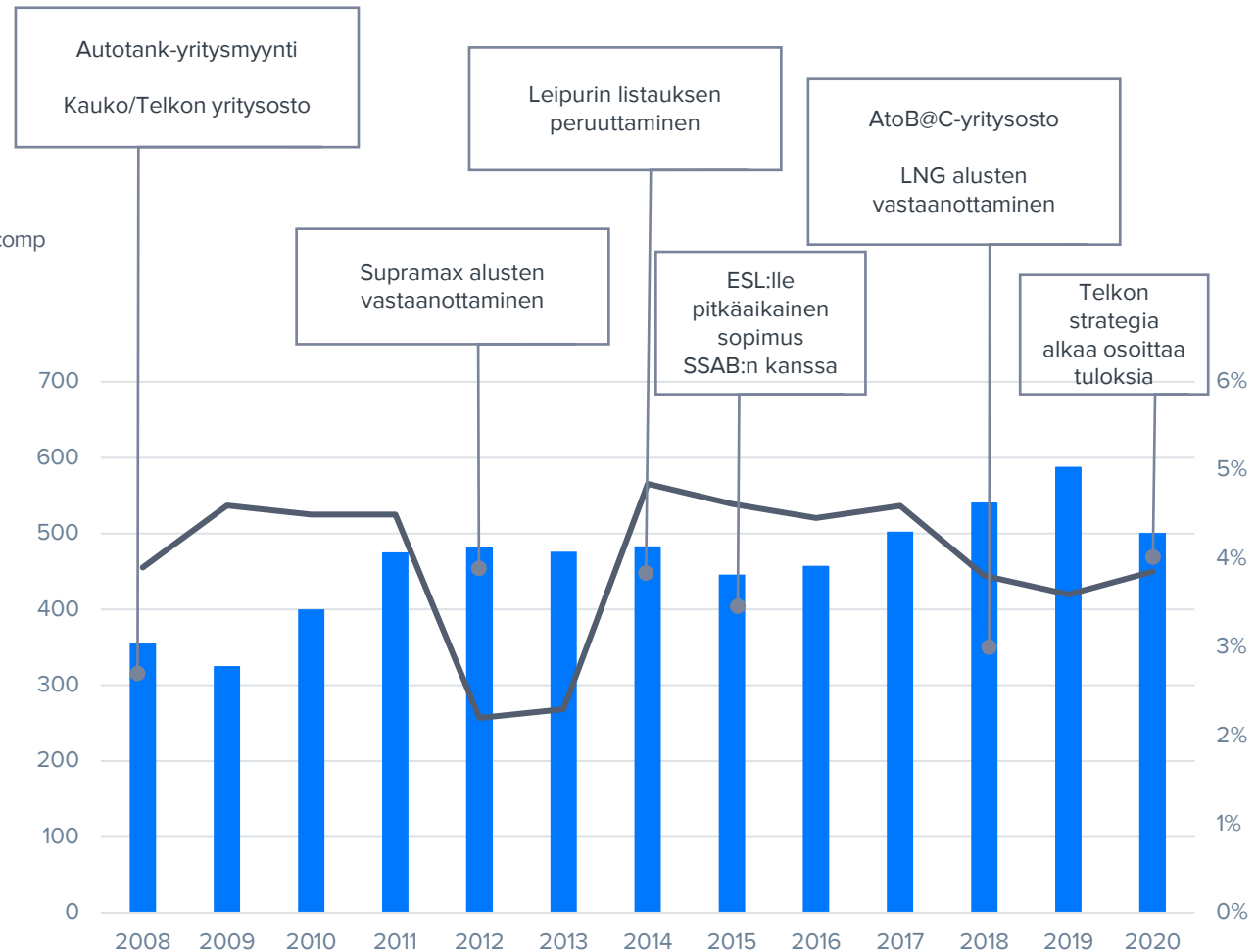
ESL / Telko / Leipurin osuus 2020 liikevoitosta

896

Henkilöstö 2020 lopussa

18

Toimintamaat 2020 lopussa



Aspo 1/4

Monialayhtiö Aspo

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

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

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, tehokkaaseen logistiikkaan ja toiminnan läpinäkyvyyteen.

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

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 osajista. 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 vuonna 2014 Leipurin listausprosessin yhteydessä, joka kuitenkin peruuntui viime metreillä. Aspo-konsernin hallitus vastaa puolestaan konsernia koskevista strategisista linjauksista, kuten yrityskaupoista ja isoista investoinneista.

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.

Liiketoimintarakenne



- Holding-yhtiölle tyypilliset ulkoiset hallitukset
- Monialayhtiölle tyypillinen 100 %:n omistusosuus

Aspo 2/4

Strategia

Aspon strategian keskiössä on omistaa ja kehittää B2B-markkinoilla pääsääntöisesti operoivia yrityksiä. Maantieteellisesti Aspo on fokusoinut 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.

Historialliset järjestelyt onnistuneita

Aspon viimeisin iso rakennejärjestely tapahtui vuonna 2008, kun Aspo osti Keskolta Kauko-Telkon ja myi omistamansa Autotank-yhtiön. Tämän järjestelyn myötä syntyi nykyinen liiketoimintaportfolio. Aspo on viimeiset vuodet keskittynyt kehittämään näitä liiketoimintoja. Vanhojen yritysjärjestelyiden analysointi on Aspon omistajien kannalta järkevää, sillä vaikka edellisestä järjestelystä on kulunut aikaa, ovat pääomistajat pysyneet pääosin samoina. Yhtiö tulee suurella todennäköisyydellä myös tulevaisuudessa toteuttamaan rakennemuutoksia ja näiden onnistuminen on ratkaisevassa roolissa omistaja-arvon kehityksen kannalta.

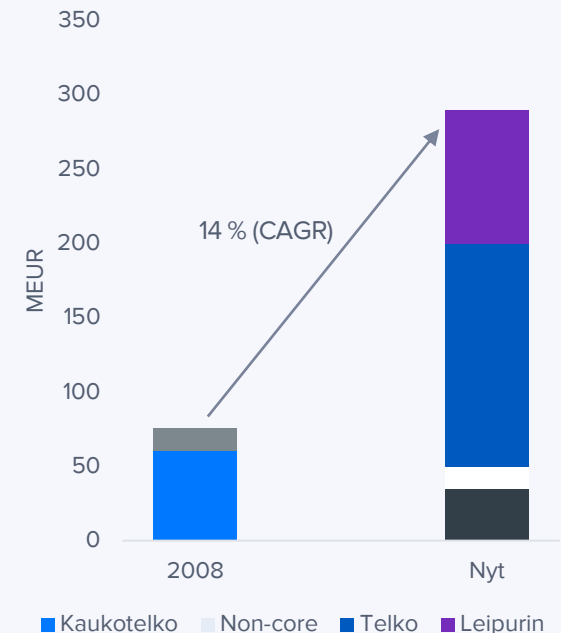
Aspo myi omistamansa Autotank-yhtiön Gilbarco VeederRootille kesällä 2008. Kauppahinta oli 28

MEUR ja kaupan EV/Liikevaihto-kerroin oli 0,5x ja tappiollisen tuloksen vuoksi tulospohjaisia kertoimia ei voida laskea. Ottaen huomioon Autotankin heikko taloudellinen kehitys, voidaan kauppahintaa pitää Aspon kannalta varsin hyvänä.

Heti perään 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 Kauko (aik. Kaukomarkkinat), joka alun perin tunnettiin nimellä Aspo Ventures.

Vuosien 2008 ja 2009 aikana Aspo divestoi Kauko-Telkon mukana tulleita ydinliiketoimintaan kuulumattomia osia noin 15 MEUR:lla. Näin ollen Kauko-Telkon nettokauppahinnaksi jäi 61 MEUR. Keskon alaisuudessa Kauko-Telkon kehittäminen oli jäänyt vähälle huomiolle. Tämä huomioimatta jäänyt potentiaali oli näkemysmme mukaan suurin syy Aspolle toteuttaa kauppa. Kun analysoimme Kauko-Telko kauppaa, tulee lähtökohtana käyttää nykyistä osien summaa ja lisäksi huomioida yhtiön tuottama vapaa kassavirta. Analyysimme mukaan Leipurin käypä arvo on tällä hetkellä 35 MEUR sekä Telkon ja siihen vuoden 2019 alusta yhdistetyn Kaukon 200 MEUR (tarkemmat arvonmääritykset löytyvät segmenttikohtaisista analyyseistä).

Kauko-Telko järjestely



Aspo 3/4

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 150 MEUR. Kokonaisuutena Kauko-Telkon osien summa on siis noin 185 MEUR. Tämän lisäksi nämä yhtiöt ovat tuottaneet Aspon omistuksessa liikevoittoa noin 142 MEUR:n edestä ja nettotulosta noin 113 MEUR. Kun tästä vähennetään vuosien 2008-2020 väliset noin 24 MEUR:n investoinnit, ovat yhtiöt tuottaneet Aspolle vapaata kassavirtaa noin 90 MEUR. Näin ollen Kauko-Telko-kaupan kokonaisarvo on noin 275 MEUR ja annualisoitu vuosituotto noin 14 %. Kun otetaan huomioon kaupan ajoitus (noin kuukausi ennen Lehman Brothersin konkurssia) ja tämän jälkeinen markkinaympäristö (Eurokriisi ja Venäjä-kriisi), voidaan noin 14 % vuosituottoa pitää varsin hyvänä tasona.

Telko potentiaalisen irtautumiskandidaatti

Telko on Aspon tytäryhtiöistä potentiaalisen myyntikandidaatti, mutta emme pidä nykyhetkeä vielä optimaalisena irtautumisen kannalta. Yhtiön jakelutoiminnan perusta ja sen kannattavuus on vihdoin saatu viritettyä lähelle tavoitetasoa, mutta uskomme Aspon haluavan vielä kasvattaa liikevaihtoa lähemmäksi tavoitteita ennen irtautumista. Keskipitkällä aikavälillä (2023 jälkeen) Telko on kuitenkin erittäin looginen kandidaatti irtautumista ajatellen.

ESL:n osalta emme pidä myyntiä realistisena vaihtoehtona. Vaikka laivamarkkinan tilanne onkin parantunut, on se edelleen vaisu. Lisäksi näemme ESL:llä selkeän strategisen roolin Aspon portfolioissa vakaana kassavirtageneraattorina, jonka omaisuuserät toimivat tarvittaessa vakuuksina konsernin lainoille. Näin ollen ESL irtaantuminen onkin epätodennäköistä, vaikka suhdanne olisikin parempi. Yksittäisiä laivoja ESL saattaa kuitenkin myydä ja mielestämme heikosti Itämeren liikenteeseen sopivat supramax-alukset voisivat olla potentiaalisia myyntikandidaatteja.

Todennäköisyys alusmyynneille on kuitenkin suhteellisen pieni, sillä uskomme Aspon haluavan säilyttää valmiudet palvella eri asiakkaitaan kysynnän elpessä. Myös AtoB@C:n myötä kasvanut aikarajattujen alusten määrä tekee aluskapasiteetin sopeuttamisesta vallitsevaan kysyntään suoraviivaisempaa vuokrasopimusten hallinnalla kuin alusmyynneillä.

Leipurin on keskellä strategian muutosta ja sen tulostaso on edelleen vaisulla tasolla, eikä irtaantuminen ole nykytilanteessa omistajien kannalta järkevää.

Omistusten profiili



- Alushankintoja ei lähiaikoina näköpiirissä
- Vahva kassavirta mahdollistaa ison velkavivun käytön
- Jakelutoiminnassa matala investointitarve
- Pääoma sitoutuu käyttöpääomaan
- Pienet yritysostot mahdollisia

Aspo 4/4

Yritystörintamalla voi alkaa tapahtua

Näkemyksemme mukaan Aspon rakennejärjestelyt keskittyvät lähitulevaisuudessa todennäköisemmin ostupuolelle, vaikka viime vuosina tämä rakennejärjestelykortti on vaipunut osin unholaan. Uskomme pääomasijoittataustaisen uuden hallituksen puheenjohtajan Westerlundin alaisuudessa fokuksen siirtyvän yhä vahvemmin takaisin tälle osa-alueelle. Täysin uusien liiketoimintojen osalta Aspo ei ole rajannut sijoituskohteita mitenkään, mutta uskomme, että yhtiö pyrkii hyödyntämään nykyisiä ydinosaamisalueitaan mm. teknisessä tukkukaupassa, logistiikassa ja itämarkkinan tuntemuksessa myös jatkossa. Myös Aspon vastanimitetyllä uudella toimitusjohtajalla Janssonilla on VR Groupin taustansa perusteella osaamista juuri logistiikkaliiketoiminnoista ja myös itämarkkinoista.

Telkossa yrityskaupat ovat arviomme mukaan keskeinen osa yhtiön kasvustrategiaa ja uskomme sen etsivän ostokohteita jatkuvasti. Uskomme Telkon yrityskauppojen painottuvan länsimarkkinoille ja Telkon pyrkivän yrityskauppojen avulla hakemaan synergistisiä yritysostokohteita, jotka tukevat sen taloudellisten tavoitteiden saavuttamista kuten voiteluaineisiin keskittyneen jakelija ILS Nordicin hankinta syksyllä 2020.

Yritystostojen 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

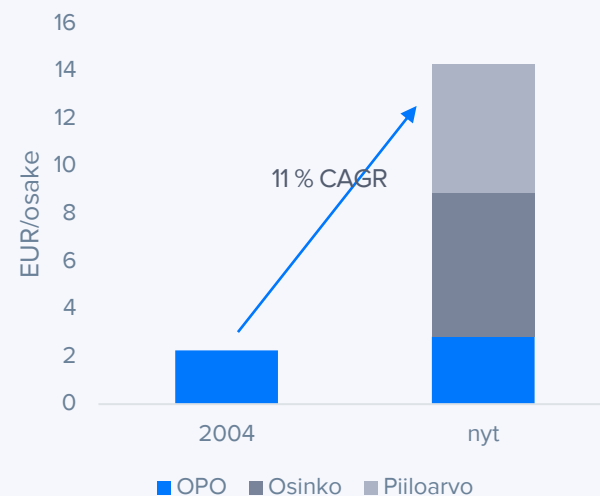
vuoden aikana.

Myös ESL:ssä rakennejärjestelyt ovat mahdollisia, sillä Itämeren varustamomarkkina on edelleen hyvin hajanainen. Uskomme, että AtoB@C-yritystostosta saatujen hyvien kokemusten jälkeen todennäköisyys myös seuraavalle yritysostolle on noussut. Varustamon pitäisi kuitenkin todennäköisesti ensin saada kannattavuutensa oikenemaan ennusteidemme mukaisesti, jotta rahoitus transaktion järjestämiseen helpottuu.

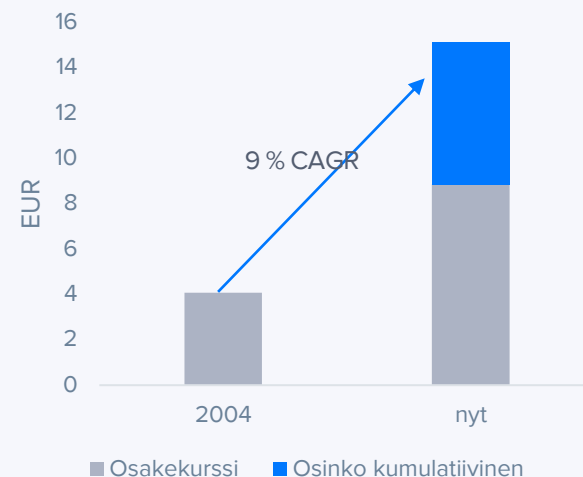
Emme odota ESL:n käyttävän seuraavan kahden vuoden aikana uusia pääomia organisiin alusinvestointeihin, sillä uudisrakennuksista ei olla tiedotettu. Alusten rakentaminen vie noin pari vuotta ja maksut ovat normaalisti jälkipainotteisia. Vuoden 2023 jälkeen odotamme alusinvestointien kohdistuvan pääosin uusien erikoisvarusteltujen alusten tilauksiin, joiden odotamme olevan LNG-käyttöisiä myös jatkossa.

Leipurin osalta pidämme yritysostoja mahdollisina, sillä volyymikasvu parantaisi logistiikan ja muiden kiinteiden kulujen käyttöasteita. Erityisesti uuden Foodservice liiketoiminnan kasvattamiseksi yritysosto on mahdollinen skenaario. Leipurin kuitenkin keskittyy vielä tällä hetkellä pääasiallisesti liiketoiminnan tulostason parantamiseen ja uusien kasvuaihioiden tunnistamiseen. Myös yhtiö strategian päivittäminen on edelleen kesken. Mahdolliset yritysostot ovat kokoluokaltaan todennäköisesti melko pieniä noin 5-10 MEUR:n tuntumassa olevia täydentäviä kauppia ja näin ollen ne eivät muuta isoa kuvaa yhtiön suhteen.

Aspon arvon kehitys



Osakkeen kokonaistuotto



ESL Shipping 1/4

Itämeren johtava erikoisvarustamo

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

ESL:n tärkeimmät asiakkaat löytyvät terästeollisuudesta ja tärkeimmät kuljetettavat raaka-aineet ovat rautamalmi, koksishiili ja kalkkikivi. Myös energia-, ja kaivosteollisuudesta löytyy pitkään jatkuneita asiakkuuksia. AtoB@C-yrityksoston myötä laivasto laajeni pienempiin alusluokkiin voimakkaasti, joiden myötä metsäteollisuuden raaka-aineiden, ruokaketjuun liittyvien kuljetusten sekä teollisuuden tuotekuljetusten rooli on noussut. Merikuljetusmarkkina seurailee taloudellisen aktiviteetin kehitystä ja lyhyellä aikavälillä kuljetustarpeet ovat syklisiä. Pitkällä aikavälillä markkina kasvaa arviomme mukaan BKT:n vauhtia. Kuljetettavissa raaka-aineissa tapahtuu kuitenkin selvempiä muutoksia (sivupalkki).

Globaali kuivarahtimarkkina elpyy hitaasti

Globaali kuivarahtimarkkina on pitkään ollut vaisu. Vuosien 2003-2008 välillä markkina koki historiallisen nousukauden ja kapasiteettia tilattiin selvästi enemmän kuin maailman kaupan kasvu olisi vaatinut. Vuosina 2010-2013 aluksia toimitettiin ennätysellinen määrä ja

kuivarahtimarkkinalle jäi raskas ylikapasiteetti, minkä johdosta kuivarahtien hinnat romahtivat. Ylikapasiteetti sulaa markkinalta hitaasti, sillä laivojen keski-ikä on 20-30 vuotta. Aluksia rakennetaan edelleen suhteellisen vähän ja uskomme, että ylikapasiteetin purkautuminen etenee ja markkina elpyy vähitellen.

Itämerellä poikkeavat kalustovaatimukset

Laajalti seurattu Baltic Dry-indeksi antaa globaalin rahtimarkkinan kehityksestä kokonaiskuvan. Aspon sijoittajan kannalta se ei kuitenkaan ole kovin relevantti, sillä ESL:n kalustoa selvästi isompien valtamerialusten (Capesize) painoarvo siinä on suuri. ESL tekee myös asiakkaidensa kanssa tyypillisesti pitkiä sopimuksia, jotka pehmentävät rahtihintojen muutosten vaikutusta yhtiön kannattavuuteen (pl. Supramax-alukset).

ESL toimii myös pääosin Itämerellä, jonka poikkeavat kalustovaatimukset tekevät siitä erilaisen markkina-alueen verrattuna globaaliin markkinaan. Itämerellä tarvitaan jäävahvistettuja aluksia huomattavan osan vuodesta ja sen satamat ovat maailman suuria satamia selvästi matalampia.

Etenkin satamien mataluus aiheuttaa sen, että isot kansainvälistä rahtia kuljettavat alukset eivät voi ajaa täytenä Itämeren satamiin. Tämä luo ESL:lle aika ajoin hyvin kannattavaa meripalvelukysyntää, sillä ESL:n nostureilla varustetut alukset (vanha ESL) soveltuvat hyvin merellä tapahtuviin purku- ja lastausoperaatioihin. Meripalveluiden määrä vaihtelee muita kuljetusvirtoja enemmän tuoden ESL:n tulokseen volatiilinen komponentti.

	Lyhyt Aikaväli	Pitkä Aikaväli
Teräksen raaka-aineet	↑	↓
Terästuotteet	↗	→
Romumetalli	→	↑
Metsäteollisuus (ei paperi)	↗	↗
Kuiva biomassa	→	↗
Energiahiili	→	↓
Meripalvelut	↗	↗
Ruokaketju	↗	→
Arktisen alueen operointi	→	↗

Baltic dry -indeksi



ESL Shipping 2/4

Suuremmat alukset muodostavat ESL:n ytimen

Suuremmat laivat muodostavat kaluston ytimen vastaten suuresta osasta kuljetuskapasiteetista ja samalla varustamon liikevoitosta. ESL omistaa nämä alukset itse. Kalusto on kokonaisuutena edelleen hyvässä kunnossa, sillä tonnistolla painotettu keski-ikä on 11 vuotta. Kaluston kahden Supramax-aluksen koot ovat 56.000 dwt, kahden LNG-aluksen koot 25.600 dwt ja loppujen viiden aluksen koot vaihtelevat välillä 13.400-21.400 dwt. Kalustoon kuuluu lisäksi viisi proomua (9.000-14.000 dwt) sekä kaksi proomujen liikuttelussa tarvittavaa puskijaa.

ESL:n merkittävimmät alushankinnat ovat olleet 2012 vastaanotetut Supramax-alukset (60 MEUR), 2014 Kallio-aluksen hankinta (13,5 MEUR) sekä 2018 vastaanotetut LNG-alukset (54,1 MEUR). Yhtiö lunasti vuonna 2019 taseeseensa myös Alppilan (10-15 MEUR). Isojen laivainvestointien lisäksi yhtiö tekee jatkuvasti myös pieniä korjausinvestointeja nykyiseen kalustoon, joidenka suurusluokka on arviomme mukaan noin 6 -7 MEUR/v.

Pienemmät alukset uudempaa liiketoimintaa

ESL alkoi syksyllä 2017 uutena liiketoimintana aikaradata markkinoilta pienemmän kokoluokan jäävahvistettua kalustoa (3000-5000 dwt). Yhtiö sai liiketoimintamallista hyviä kokemuksia ensin neljällä aluksella. Elokuussa 2018 yhtiö laajentui alusluokkaan voimakkaammin kun se toteutti ruotsalaisen AtoB@C-varustamon yritysoston. Kauppahinta oli 30 MEUR ja ostokohteen vuoden 2017 liikevaihto oli 79,3 MEUR ja liikevoitto 3,2

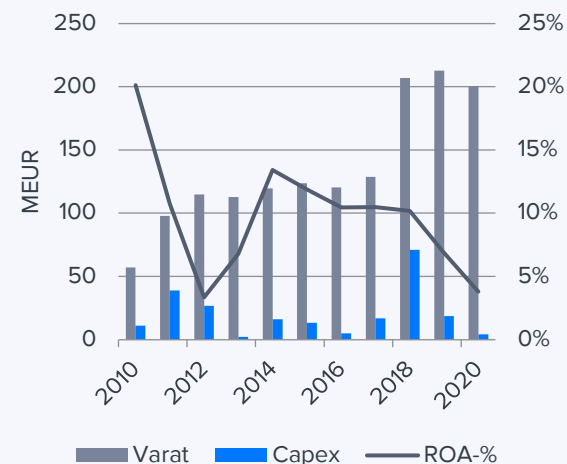
MEUR. Integrointi eteni myös hyvin ja tavoitellut 2 MEUR:n synergiat onnistuttiin 2020 vuoden loppuun mennessä ylittämään. Synergiat huomioiden kauppahinta EV/EBIT < 6 x oli hyvin edullinen.

Nykyisellään pienempien alusten kalusto koostuu käsityksemme mukaan yhteensä 34 aluksesta. Kahdeksan näistä aluksesta on kokonaan omistettuja ja kaksi AtoB@C omistaa 49 %:n osuudella ja loput ovat aikarahdattuja. Käsityksemme mukaan aikarahtausopimukset pyritään tekemään asiakassopimusten pituuden mukaisiksi, mikä tekee niiden operoinnista joustavaa ja vähäriskisempää. Vuokra-alusten liikevoitto-% on luonnollisesti matalampi, sillä alusten omistajille pitää maksaa vuokraa. Toiminta sitoo kuitenkin vain vähän pääomia. AtoB@C-varustamon hankinta oli myös asiakasriskien hallinnan näkökulmasta onnistunut, sen pienennettyä varustamon riippuvuutta yksittäisen teollisuuden alan tavaravirroista.

Yhtiön sisäinen parantaminen ollut hyvää

Vuoden 2013 jälkeen ESL on toimitusjohtajansa Mikki Koskisen alaisuudessa keskittynyt etenkin sisäisen tehokkuutensa parantamiseen ja uuden asiakaskunnan hankintaan. Yhtiö onnistuikin 2014-2018 nostamaan polttoainetehokkuuttaan ja käyttöasteitaan selvästi ja niiden myötä ROA-% (liikevoitto/segmentin varat) palasi yli 10 %:n tasoille. Laivaston selvä kasvu ei kuitenkaan ole näkynyt vielä liikevoittorivillä, mistä syystä 2019-2020 ROA-%:n kehitys on ollut negatiivista.

Sitoutuneiden varojen tuotto (ROA-%)



Kalusto (DWT)	Keski-ikä (v)*
2 x Supramax (56 000)	9
2 x LNG-alukset (25 600)	3
3 x Handysize (20 000)	15
2 x Handysize (14 000)	24
5 x Puskuproomua (9000-14000)	35
34 x Pienet alukset (3000-5000)	15
Yhteensä (465 000)	11*

Lähde: ESL, Inderes

*tonnistolla painotettu keski-ikä itse omistetuissa aluksissa
ROA-%:n laskennassa varoista oikaistu IFRS 16 vuokrasopimusten tuonti taseeseen vuoden 2019 alussa (Inderes arvio)

ESL Shipping 3/4

LNG-alukset keskeinen investointi

Modernit ja ympäristöystävälliset (CO2 -50 %) LNG-alukset toimitettiin varustamolle 2018 syksyllä. Aluksille solmittiin jo tilausta ennen SSAB:n kanssa pitkäaikainen sopimus, mikä antoi ESL:lle hyvän näkyvyyden kaluston kannattavuuteen. Käsityksemme mukaan juuri alusten ympäristöystävällisyys auttoi varmistamaan pitkän sopimuksen, sillä terästeollisuus pyrkii aktiivisesti pienentämään hiilijalanjälkeään. Täydessä toiminnassa ja kysyntätilanteessa LNG-alusten tulosvaikutus on laskelmiemme mukaan liikevoittotasolla jopa 6 MEUR/v.

LNG-alusten aloitus oli epäonninen, sillä niiden nostureissa havaittiin mekaanisia ongelmia, jotka sittemmin korjattiin. Niistä johtuen alusten potentiaali ei vielä kunnolla näkynyt ESL:n liikevoittorivillä vuonna 2019. Käyttökate ja rahavirtatasolla tulosvaikutus oli paremmin huomattavissa (kuva) LNG-alusten poistojen ollessa noin 2 MEUR/v.

Pandemian hyödytti aluksi kysynnän

Vuonna 2020 alkanut koronapandemia laski nopeasti asiakkaiden (etenkin terästeollisuuden) aktiiviteettia ja siten myös tavaravirtojen kuljetusta. ESL:n liikevoitto jäi Q1-Q3:n osalta vain 2,8 MEUR:oon. Syksyllä kysyntä piristyi vastaavasti nopeasti ja lokakuusta alkaen kaikki ESL:n makuutetut alukset voitiin ottaa jälleen käyttöön. Myös isompien alusten lastaus ja purkaustoiminta nousi korkealle tasolle ja ESL:n Q4'20:n liiketulos nousi vahvaksi 4,8 MEUR:oon. Merkittävimpanä

ESL:n onnistumisena voidaankin pitää kapasiteetin tehokasta ylös- ja alasajoa muuttuvaan kysyntään.

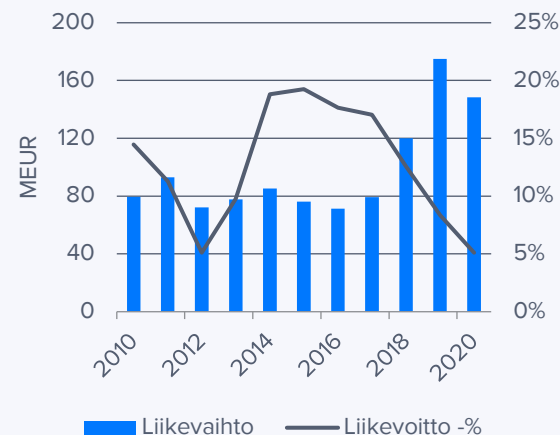
Tulos elpyy vuonna 2021

Kokonaisuutena ennustamme ESL:n 2021 liikevaihdon kasvavan 169 MEUR:oon (2020: 148 MEUR) ja liikevoiton nousevan 16,1 MEUR:oon (2020: 7,6 MEUR). ESL arvioi kuljetusmäärien kohoavan edellisvuodesta, sillä kuljetuskysyntä yhtiön päämarkkina-alueella Pohjois-Euroopassa on palannut kohti tyydyttävää tasoa ja eri asiakassegmenttien kuljetusmääräennusteet ovat normalisoitumassa.

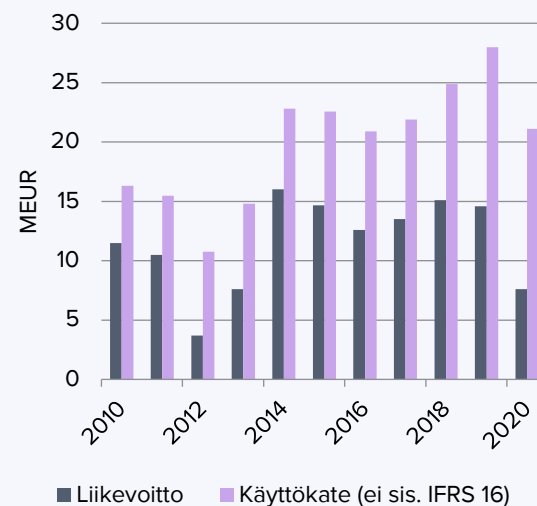
Etenkin SSAB:n osalta odotamme kuljetusmäärien piristyvän selvästi, sillä yhtiön Q1-ohjeistuksen perusteella teräksen kysyntä on hyvällä tasolla. Pandemia pitää kuitenkin epävarmuuden koholla. Odotamme myös ESL:lle tärkeiden meripalveluiden (lastaus ja purku) olevan 2020 alkuvuoden matalia tasoja parempi, mikä tukee osaltaan tulosparannusta. Odotamme myös AtoB@C:n tulosvaikutuksen alkavan näkyä vuositasolla yhä selvemmin, kun integrointi on saatu onnistuneesti päätökseen.

Emme odota vuoden 2021 kertovan vielä ESL:n täydestä potentiaalista, sillä arviomme mukaan pandemia vaikuttaa vielä yleiseen kuljetustarpeeseen osin negatiivisesti. ESL toteuttaa myös vuoden 2021 aikana merkittävät ympäristöinvestoinnit (8 MEUR) neljääntoista alukseen ja laiteasennusten alusseisokkien määrä on normaalitasoa korkeampi etenkin kesäkaudella.

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Käyttökateen ja liikevoiton kehitys



ESL Shipping 4/4

ESL on lähellä saavuttaa 2023 tavoitteet

Vuodelta 2022 odotamme 183 MEUR liikevaihtoa sekä 20,1 MEUR:on liikevoittoa, kun nykyisen laivaston kapasiteetin käyttöasteita saadaan nostettua pandemian jäädessä taakse. Odotamme myös rahtien hintatason kohenevan piristyneen kysynnän myötä, mikä tukee osaltaan myös kannattavuusparannusta. Vuonna 2023 ESL:n liikevaihtoennustemme on 190 MEUR sekä liikevoittoennustemme 22,8 MEUR (liikevoitto-% 12,0 %). Kokonaisuutena odotamme ESL:n yltävän lähelle sen määrittelemiä 2023 taloudellisia tavoitteita (liikevaihto 200 MEUR sekä liikevoitto 12,0 %). Pidämme tavoitteita realistisina saavuttaa, mutta myös markkinatilanne määrittää paljon miten tavoitteiden saavuttaminen lopulta onnistuu.

ESL arvo

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

Olemme laskeneet aiempaa arviotamme ESL:n käyvästä arvosta 250 MEUR:oon aiemmasta 280 MEUR:sta sen tuloskehityksen oltua 2019-2020

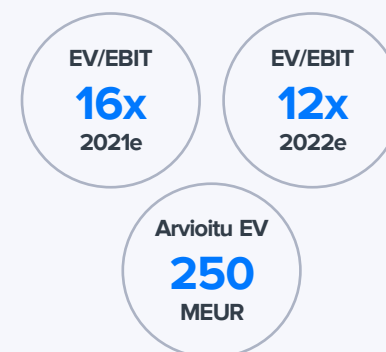
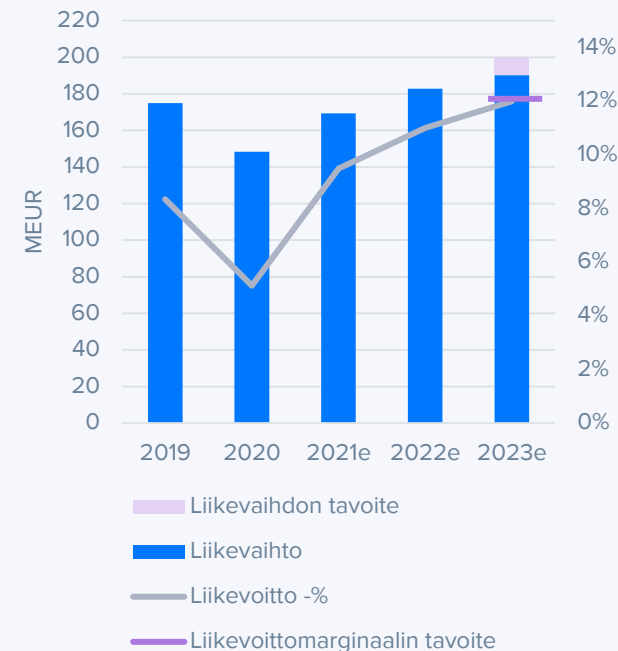
aiempia odotuksiamme selvästi vaisumpaa. Yhtiön verrokkiryhmä (s. 29) painottuu kuivarahdin kuljetuksiin keskittyviin varustamoihin Euroopan ja Amerikan alueella. Verrokkiryhmän alukset eivät kuitenkaan pääsääntöisesti operoi Itämerellä, joten erilainen markkinatilanne pitää huomioida vertailussa.

ESL:n 2021 ja 2022 EV/EBIT-kertoimet 16x ja 12x ylittävät noin 20 %:lla verrokkien mediaani-kertoimet. Pidämme tulokertoimien preemiota ESL:lle perusteltuna, sillä historiallisesti ESL:n kannattavuus on ollut niitä parempi. 2021 ja 2022 EV/EBITDA-kertoimilla 8x ja 7x tarkasteltuna hinnoittelu on lähellä verrokkien tasoa.

Arvonmäärittämisessä on myös hyvä huomata ESL:n liikevoiton olevan pitkälti verovapaata (kaikki alukset nykyisin tonnistoverotuksen alla), jolloin EV/EBIT-luku vastaa enemmän yhteisöveron alaisen yhtiön P/E-kerrointa. Velattomalla arvolla 250 MEUR vuoden 2021 P/E luku 15,6x on mielestämme kohtuullinen huomioiden varustamon entistä hajautuneempi asiakaskunta ja sen myötä laskenut riskiprofiili.

ESL:n P/B-kerroin 1,2x on selvästi verrokkiryhmän nykyistä 0,9x tasoa korkeampi. Se on mielestämme 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 tuloksentekokyvystä ja näkymistä.

ESL ennusteet



Leipurin 1/3

Leipomosektorin palvelija

Leipurin on B2B-palveluyhtiö, joka toimii leipomo- ja konditoriatuotteiden sekä uudempaa avauksena kodin ulkopuolisen syömisen (foodservice) markkinoilla. Yhtiöllä on liiketoimintaa Suomessa, Baltiassa, Venäjällä, Kazakstanissa, Valko-Venäjällä ja Ukrainassa, lisäksi omalla konetuoannolla on myyntiä myös näiden maiden ulkopuolelle. Leipurin toimii linkkinä raaka-ainetuottajien ja -käyttäjien välillä. Leipomoasiakkailla Leipurin on mukana koko asiakkaan arvoketjussa aina koneinvestoinneista ja tuotekehityksestä koneiden huoltopalveluihin. Yhtiöllä on yli 3000 asiakasta.

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

Vuonna 2020 yhtiön liikevaihdosta 87 % tuli Leipomo- ja elintarviketeollisuuden raaka-aineistoista. Arviomme mukaan raaka-aineista noin puolet on korkeamman lisäarvon tuotteita (esim. leivontamixit ja leivänparanteet) ja noin puolet bulkkiraaka-aineita (esim. jauhot ja sokerit). Koneliiketoiminnassa Leipurin myy sekä päämiestensä laitteita että omavalmisteisia

laitteita. Koneliiketoiminnan osuus Leipurin liikevaihdosta oli 2020 10 %, josta omien koneiden osuus arviomme mukaan noin puolet.

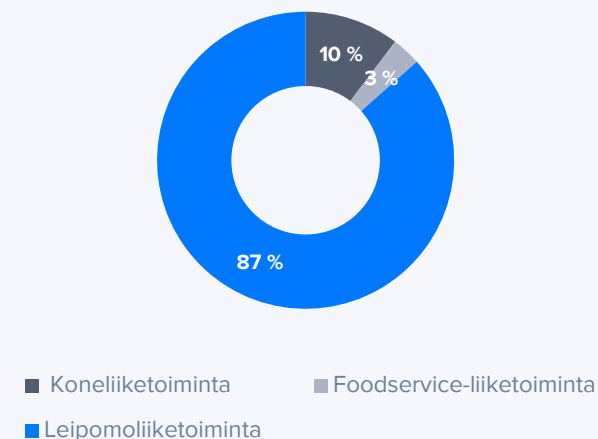
Yhtiö tavoittelee uusia asiakkuuksia kodin ulkopuolella tapahtuvan syömisen markkinoilta (foodservice), Yhtiö ei tavoittele yleistukkurin asemaa, vaan hakee kasvua erityisesti ketjuuntuneiden asiakkaiden palvelemisesta. Yhtiö pyrkii rakentamaan konseptoituja ratkaisuja ketjuille logistiikka- ja hankintaosaamisensa pohjalta. Foodservice-liiketoiminnan osuus Leipurin liikevaihdosta oli 2020 3 %.

Leipurin kilpailuedut

Pidämme Leipurin kilpailuedun ytimenä leipomosektorilla laajaa päämies- ja asiakasverkostoa sekä tehokasta logistiikka. Asiakas saa Leipurin kautta kilpailukykyisen kokonaistarjooman tarvitsemiinsa raaka-aineisiin, jolloin hankinta helpottuu. Leipurin saa myös laajan verkostonsa kautta ensikäden tietoa markkinoiden tarpeista, mikä nopeuttaa sen tuotekehityksen ja asiakkaalle tarjottavan reseptiikan reagoitua muuttuviin trendeihin. Laaja asiakasverkosto antaa Leipurille lisäksi neuvotteluvoimaa päämiehiä vastaan. Arviomme kilpailijoista vain Norjalaisen Orklan omaavan vastaavaan verkoston Suomessa ja Baltiassa. Koneliiketoiminta on myös oleellinen osa Leipurin strategiaa sen mahdollistaessa koko arvoketjussa mukana olemisen. Koneiden omatuotannossa kilpailukykyä vahvistettiin vuonna 2020 karsimalla tuotantomikkejä ja fokuoimalla jäähdytys- ja pakastuskoneisiin.



Liikevaihdon jakauma 2020



Leipurin 2/3

Pulleat vuodet ennen Venäjän kriisiä

Leipurin liiketoiminta lähti Kauko-Telko-kaupan jälkeen voimakkaaseen kasvuun ja yhtiön liikevaihto kasvoi välillä 2008-2013 keskimäärin noin 10 % vuodessa 136 MEUR tasolle. Kasvun keskeisenä ajurina toimi etenkin yhtiön onnistunut laajentuminen itä-markkinoille.

Koneliiketoiminnan kasvua vauhditettiin vuonna 2011, kun Leipurin osti konevalmistaja Vulganuksen. Liikevoittomarginaali pysytteli 2008-2013 aikana 3-4 %:n välillä. Leipurin vakuuttavan kehityksen johdosta Aspo suunnitteli Leipurin listaamista vuoden 2014 lopulla. Venäjän kriisin (2014-2015) kärjistymisen vuoksi Aspo perui Leipurin listautumishankkeen sen loppumetreillä.

Idässä isoä vastatuulta ruplan heikentymisestä

Heikentyneet valuutat (etenkin rupla) sekä laskeneet raaka-ainehinnat ovat antaneet Idässä merkittävää vastatuulta myös kriisin jälkeen. Leipurin on joutunut korvamaan tuontiraaka-aineitaan paikallisella hankinnalla säilyttääkseen hintakilpailukykyä. Myös vuonna 2017 tapahtunut lakimuutos Venäjällä, jossa vähittäiskaupat vastaavat leipähävikistä itse vähensi myymälöiden tilaaman leivän määrää. Leipurin konemyynti on Idässä pysytellyt matalalla tasolla ja vuonna 2020 tappiollinen päämieskoneiden myynti ja huolto Itämarkkinoilla päätettiin lopettaa. Kokonaisuutena idän euromääräinen liikevaihto on edelleen alle vuoden 2013 tason, vaikka ruplamääräisesti liikevaihto on tuplaantunut.

Myös lännessä liikevaihto ollut laskussa

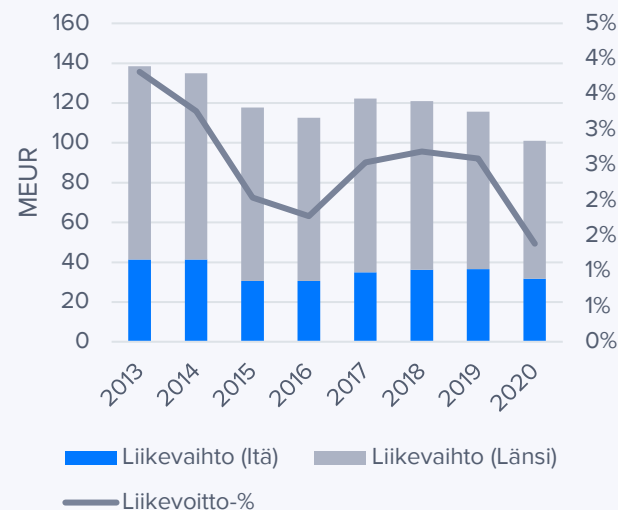
Tärkeimmällä kotimarkkinalla Suomessa kotimaisen leipomoteollisuuden liikevaihto on ollut laskutrendillä, mikä on luonut vastatuulta myös Leipurin toimintaan. Vuonna 2014 alan liikevaihto oli vielä 1059 MEUR, mutta vuonna 2019 se oli laskenut 996 MEUR:oon (TEM).

Kehitystä selittää tuontileivän kasvanut määrä myymäläleipomoiden ja paistopistetoiminnan voimakkaan kasvun myötä. Lisäksi kulutusmuutokset, kuten välipalaistuminen, ovat vähentäneet perinteisten leipomotuotteiden kulutusta. Leipomoteollisuus oli vielä vuonna 2010 pitkälti kotimarkkinateollisuutta, mutta tuontileivän osuus kokonaiskulutuksesta on noussut jo 35 %:iin.

Myös Leipurin on pyrkinyt hakemaan uusilta alueilta kasvua pysäyttääkseen liikevaihdon laskevan trendin, mutta toistaiseksi uuden foodservice liiketoiminnan kasvusta ei ole ollut liikevaihdon laskun pysäyttäjäksi lännessä. Yhtiöllä on parhaillaan strategiatyö käynnissä, joilla uusia kasvutaskuja pyritään tunnistamaan nykyisten asiakkaiden sekä uusien asiakkaiden parissa.

Viime vuosina Leipurin organisaation rakennetta (pääkonttori Lännessä) sekä toimintatapoja (logistiikkaa, valikoimaa, hinnoittelu, hankinta) on sisäisesti uudistettu ja tehostaminen on ollut jatkuvaa. Myös Vulganuksen oma konetuotanto on ollut viime vuosina heikosti kannattavaa ja sen myynti on heilahdellut rajusti projektien ajoituksista johtuen. Vuonna 2020 Vulganuksen konetuotannossa tehtiin merkittävä saneeraus.

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Rupla/EUR-kurssi



Leipurin 3/3

Ennustemme kaukana tavoitteista

Kokonaisuutena Leipurin liikevoittomarginaali laski vuonna 2020 historian heikoimmalle tasolle 1,4 %:iin. Tämä oli kuitenkin seurausta koronapandemiasta, joka painoi etenkin niiden artesaanileipomoiden kysyntää, joilla Horeca-sektori on ollut tärkeä asiakas. Myös kahvilatoimintaa harjoittavat leipomot ja sekä uudet foodservice-asiakkaat kärsivät rajoituksista

Ennustamme Leipurin kärsivän vielä 2021 merkittävästi koronapandemiasta ja odotamme liikevaihdon elpyvän vain 2 %:lla 103 MEUR:oon. Aspon mukaan omassa konevalmistuksessa tilauskanta on edellisvuotta parempi. Aspo odottaa myös koneliiketoiminnan olevan voitollinen vuonna 2021. Odotamme siten Leipurin 2021 kannattavuuden korjaavan liikevaihtoa enemmän 1,9 %:iin.

Vasta 2022 paluu normaalimpaan tulotasoon on mielestämme realistista, kun myynti palautuu myös eniten kärsineiden asiakassegmenttien osalta. 2022 ennustemme liikevaihdoksi on 122 MEUR (+ 18 %) ja myynnin kasvun myötä liikevoitto elpyy 2,7 %:iin kulujen skaalautuessa.

Odotamme vuodelta 2023 126 MEUR:n liikevaihtoa ja 2,8 %:n liikevoittomarginaalia. Ennustemme ovat vielä hyvin kaukana 2023 140 MEUR:n liikevaihdosta ja 5 %:in liikevoittomarginaalin tavoitetasosta. Mikäli nykyinen strategio onnistuu uusien kasvuaikojen tunnistamisessa ja sen jälkeisessä strategian toteuttamisessa, voi kannattavuus elpyä

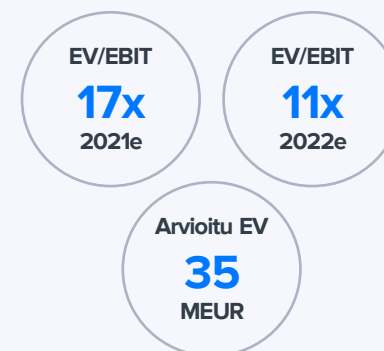
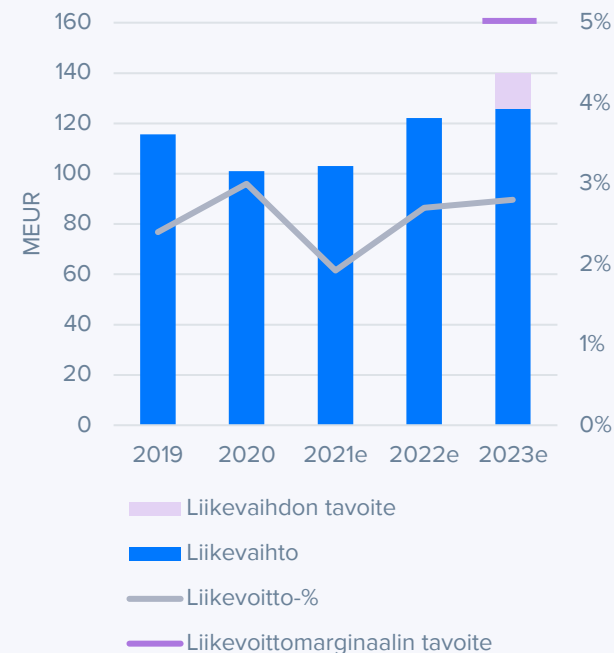
ennusteitamme selvästi nopeamminkin. Ennen voimakkaamman näkemyksen ottamista haluamme kuitenkin nähdä konkreettisia näyttöjä.

Leipurin arvo

Arviomme Leipurin arvosta on laskenut 35 MEUR:oon (aik. 45 MEUR). Arvonmäärittelyn tukena käyttämämme Leipurin verrokkiryhmä (s. 30) sisältää kaksitoista ulkomaista raaka-aineiden tai foodservice-sektorin sekä kolme keittiökoneiden B2B-jakelijaa. Nykyisien tulosennusteidemme valossa Leipurin vuoden 2021 EV/EBIT on 17x ja 2022 EV/EBIT on 11x ollen 17 % ja 34 % alle verrokkiryhmän mediaanin. Verrokkien isompi koko ja Leipurin Venäjä-riski huomioiden alennus on perusteltu.

Tasepohjaisesti (P/B 0,6x vs. 2,9x) sekä volyymipohjaisesti (EV/S 0,3x vs. 0,6x) alennukset ovat selvästi suurempia ja kertovat yhtiössä piilevästä potentiaalista yhtiön saadessa tuloskehityksen suunnan korjattua taloudellisten tavoitteiden viitoittamalle tielle.

Leipurin ennusteet



Telko 1/4

Telko toimii muovi- ja kemikaalialalla

Telko on muovien ja kemikaalien jakelija, joka toimii linkkinä raaka-ainevalmistajien (esim. öljynjalostajat) ja niiden valmistamia raaka-aineita käyttävän teollisuuden välissä. Yhtiön vuoden 2020 liikevaihdosta 55 % tuli muoveista, 33 % kemikaaleista ja 12 % voiteluaineista.

Yhtiön päämieskunta koostuu yli 400 toimijasta, joista suurimmat yhtiöt toimivat globaalisti. Telkon päämiehiä ovat mm. ExxonMobil, Castrol ja LG. Asiakaspuolella Telko keskittyy palvelemaan pientä ja keskisuurta teollisuutta, joilla ei ole pääsyä globaaleille petrokemian markkinoille. Yhteensä asiakasyrityksiä on noin 7000. Tiivistettynä voidaan todeta, että Telko hankkii globaaleita raaka-aineita lokaaleille toimijoille ja tarjoaa niille lisäksi erilaisia lisäarvopalveluita.

Yhtiö toimii tällä hetkellä 16 markkinalla. Vuonna 2020 segmentin liikevaihdosta 57 % tuli Länsimarkkinoilta (Suomi, Baltian maat, muut Pohjoismaat, Puola, Tsekki ja Romania) ja 43 % Itämarkkinoilta (Venäjä ja muut IVY-maat, Ukraina).

Telkon positio arvoketjussa

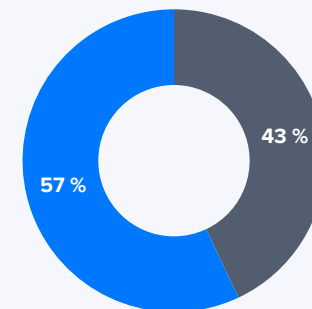
Telko positioituu arvoketjussa raaka-ainejalostajien ja loppukäyttäjien väliin. Yhtiö ostaa päämiehiltä tuotteita, kuljettaa ja varastoi ne ja myy niitä eteenpäin pienemmissä erissä loppuasiakkaille. Lisäksi osaan tuotteita liittyy asiakaskohtaisten tuotemixien oma valmistus. Teknisissä tuotteissa yhtiö myös tarjoaa asiakkailleen erilaisia lisäarvopalveluita ja auttaa asiakkaitaan mm. tuotekehityksessä ja oikeiden materiaalien

valinnassa. Yhtiön liiketoiminnan kannalta keskiössä ovat myös korkeat volyymit etenkin saman asiakkaan sisällä tai samalle markkinalle suuntautuvan tuotteen osalta, sillä tätä kautta yhtiö saa merkittäviä skaalaetuja (mm. volyymialennukset, kuljetukset ja myynti).

Liiketoimintamallin erityispiirre on, että yhtiö pitää kyetä tuottamaan sekä päämiehille että asiakkaille lisäarvoa, sillä päämiehelle on vaihtoehtona järjestää jakelu myös itse tai käyttää toista jakelijaa. Päämiesten 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 puolesta määrittelee yhtiön tuotetarjonta (päämiehet), hintakilpailukyky (tehokkuus) ja palvelutarjonta (lisäarvopalvelut).

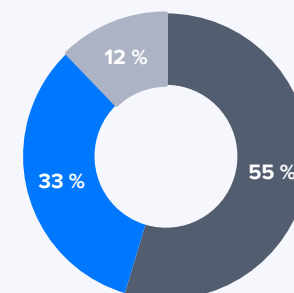
Varastoinnissa Telkolla on käytössään alueellinen varastointi, mikä mahdollistaa nopeat toimitusajat asiakkaille. Varastonkiertoa ja käyttöpääomasykliä (CCC) on saatu vuonna 2020 nopeutettua selvästi 57 päivään (Aspo 2020 CMD), mikä on laskenut yhtiön varastointiriskejä.

Liikevaihdon maantieteellinen jakauma



■ Itämarkkina ■ Länsimarkkina

Liikevaihdon jakauma



■ Muoviliiketoiminta ■ Kemikaaliliiketoiminta
■ Voiteluaineliiketoiminta

Telko 2/4

Markkina konsolidoituu ja kasvaa

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

Näkemyksemme mukaan teknisissä tuotteissa on edelleen tilaa myös pienemmille jakelijoille ja osa päämiehistä jopa preferoi jakelijoita, joilla ei ole kilpailijoiden tuotteita edustuksessaan. Myös jakelijan asiantuntemus päämiesten tuotteita kohtaan korostuu teknisissä tuotteissa. Teknisten tuotteiden jakelun arvioidaan kasvavan kokonaismarkkinaa hieman nopeammin.

Telkon M&A

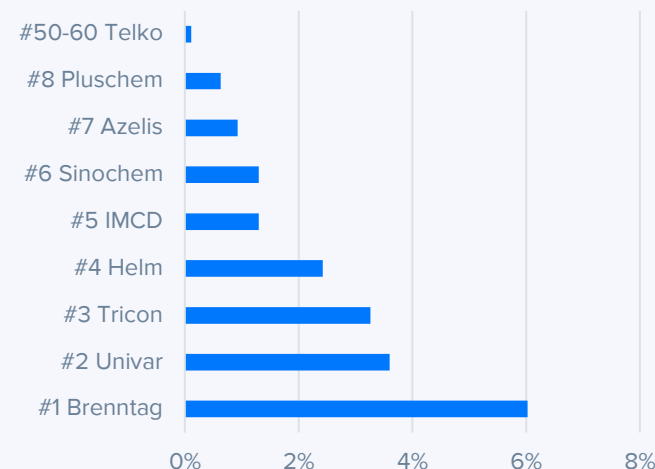
Kemikaali- ja muovialanjakelijoita on globaalisti runsas 10 000 ja niiden kokoluokat vaihtelevat voimakkaasti globaaleista lokaaleihin toimijoihin. Markkinalla konsolidoituu nopeasti ja kokoluokan tuoman selkeän edun johdosta näkemyksemme mukaan oikea strategia kemikaalijakelussa on joko itse kasvaa isommaksi tai pyrkiä myymään oma liiketoimintansa hyvään hintaan ostajalle.

Telkon kannattavuuden optimointiin keskittyviä strategioita viittaa näkemyksemme mukaan myös Aspon suunnitelmiin myydä (tai listata) Telko. Ennen myyntiä kannattavuus yleensä pyritään optimoimaan, koska myyntihinta määritetään usein EBIT- tai EBITDA-kertoimella.

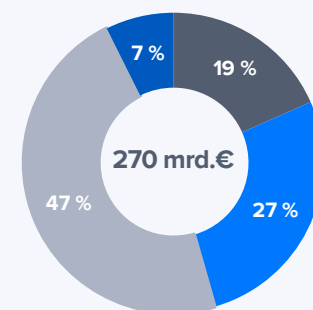
Myös Telko tutkii jatkuvasti sopivia M&A-kohteita Länsimarkkinoilla. Uskomme yhtiön kannalta optimaalisen kohteen olevan 5-50 MEUR:n liikevaihtoluokassa. Laajentuminen yritysostoin on loogista, sillä se mahdollistaa mm. asiakaskunnan laajentamisen ja saman logistiikkakoneiston tehokkaamman hyödyntämisen. Yritystokohteen arvoa Telkolle lisää arviomme mukaan samanlainen päämiesportfolio, jolloin Telkolle jo tutuksi tulleiden tuotteiden myyntivolyymit nousevat ja jo ennestään kertynyttä asiantuntemusta voidaan myydä uusille asiakkaille. Myös päämiestarjontaa täydentävät tuoteryhmät, jota voidaan myydä myös Telkon vanhoille asiakkaille sisältävät synergia potentiaalia.

Vuonna 2020 Telko osti ILS Nordic AB:n ja sen tytäryhtiön (liikevaihto noin 10 MEUR/v). Yhtiö on toiminut Castrolin strategisena jakelukumppanin Ruotsissa ja Norjassa kun Telko on ollut sitä jo Suomessa. Yritystoston liikevaihtopohjainen kerroin (2020 EV/S 0,6x) oli mielestämme edullinen kun sitä vertaa Telkolle arvioimamme kertoimeen (0,8x) etenkin siksi, että ILS Nordic AB:n kannattavuus oli kerrotun mukaisesti muuta Telkoa parempi. Yritystosto loikin mielestämme omistaja-arvoa edullisella hankintahinnallaan jo ennen synergia potentiaalin huomioimista.

Isoimmat toimijat ja markkinaosuudet



Kemikaalijakelun markkinan globaalisti



■ Pohjois-Amerikka ■ EMEA ■ Asia ■ Latinalainen Amerikka

Lähde: *ICIS top 100 Chemical distributors globally 2019, Inderes
** Brenntag Investor presentation March 2021

Telko 3/4

Telkon historiallinen kehitys

Telkon strategiana on sen muodostamisesta asti (2008) ollut aggressiivinen laajentuminen itämarkkinoille (kuva). Telkon laajentuminen uusille maantieteellisille alueille, uusiin tuoteryhmiin sekä uusiin asiakkaisiin ei kuitenkaan kaikissa tapauksissa ole ollut pääoman tuotoltaan erityisen hyvää. Telko lanseerasikin jo vuonna 2017 kannattavuuden parantamiseen tähtäävän strategian, jonka keskeisiä teemoja olivat hinnoittelun terävöittäminen sekä pääoman käytön sekä kustannusten tehostaminen. Strategian toteuttaminen oli vuosina 2018-2019 kuitenkin odotuksiamme selvästi hitaampaa.

Uusi johto on saanut käänteen vauhtiin

Vuonna 2020 Telkon tuore toimitusjohtaja Mikko Pasanen alkoi saada nopeasti erinomaisia tuloksia aikaan etenkin yhtiön kannattavuuden osalta huolimatta haastavasta toimintaympäristöstä. Telkon 2020 myynti laski 17 %:lla 225 MEUR:oon johtuen pääosin pandemian aiheuttamasta asiakaskysynnän heikentymisestä sekä raaka-aineiden hintojen laskusta. Yhtiön liikevoitto-% nousi kuitenkin vahvasti 5,6 %:iin (2019: 3,0 %) ja myös absoluuttinen liikevoitto kasvoi yli 50 % 12,6 MEUR:oon. Luvuista on oikaistu Kaukon vaikutus.

Pasasen alaisuudessa Telkon johtamismallia yksinkertaistettiin ja johtoryhmä tiivistettiin toimitusjohtajaan, talousjohtajaan ja liiketoiminta-alueiden johtajiin. Muovi-, kemikaali- ja voiteluaineiden liiketoimintoja alettiin johtaa omina kokonaisuuksina ja aiemmasta

maakohtaisesta johtamismallista luovuttiin. Myös itseohjautuvuutta on jalkautettu organisaation toimintaa aiempaa enemmän. Myyjille on tuotu mm. uusia työkaluja asiakastarjousten määrittelyyn. Työkalujen avulla mm. sopimusten pääoman tuotto on otettu käsityksemme mukaan vahvemmin toimintaa ohjaavaksi parametrikseksi.

Telkon mukaan liiketoiminnan perusta on saatu viritettyä nyt hyvään kuntoon ja kasvua haetaan jatkossa hyvin fokusoidusti, siten että se tukee Telkolle asetettujen tavoitteiden saavuttamista. Vasta 2023 jälkeen ovat uudet maat ja tuotteet ajankohtaisia. Telko on jatkaa strategiassaan keskittymistä etenkin teknisiin muoveihin ja erikoiskemikaaleihin, joissa katetasot ovat merkittävästi bulkkikemikaaleja tai -muoveja korkeammat. Korkeamman lisäarvon tuotteissa asiakkaan kanssa tehtävä yhteistyö tuotekehityksessä myös lisääntyy ja toimittajan vaihtamiskynnys on selvästi korkeampi.

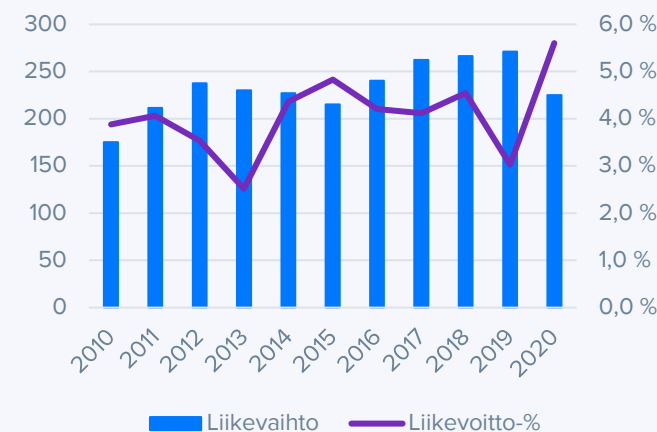
Luottamus tavoitteisiin yltämiseen on noussut

Telko-segmentti (sis. Kauko) on asettanut tavoitteekseen vuodelle 2023 300 MEUR:n liikevaihdon ja 6 %:n liikevoittomarginaalin. Olemme aiemmin pitäneet kannattavuustavoitetta haastavana, kun sitä vertaa toimialan keskiarvoihin (EBIT n. 4 %). Segmentin päästyä jo lähelle kannattavuustavoitetta on luottamuksemme vahvistunut kuitenkin selvästi tavoitteiden saavuttamista kohtaan. Myös Telkon keskittyminen teknisiin tuotteisiin luo edellytyksiä toimialan keskiarvoja paremmalla kannattavuudelle.

Liikevaihdon kehitys alueittain



Telkon liikevaihdon (MEUR) ja kannattavuuden kehitys*



Telko 4/4

Kaukon liiketoiminta tervehtynyt

Vuoden 2019 alusta pienin segmentti Kauko yhdistettiin Telko-segmentin lukuihin. Kauko luopui 2019 aikana tappiollisesta energialiiketoiminnasta ja jäljellä siitä on enää liikkuva tietotyö. Muutosten myötä liiketoiminta vaikuttaa tervehtyneen, sillä Kaukon liikevaihto oli vuonna 2020 edellisvuoden tasolla 26 MEUR:ssa, mutta liike-tulos nousi 2,3 MEUR:oon (2019: -0,2 MEUR). Kaukon luvut saivat käsityksemme mukaan myös ylimääräistä tukea hygieniatuotteiden välittämisestä Kiinasta terveydenhuoltosektorille, mutta tarkkaa tulosvaikutusta ei ole kerrottu ulospäin. Odotamme Kaukon liikevaihdon olevan jatkossa noin 20 MEUR ja liikevoiton noin 1 MEUR.

Telkon-segmentin ennustemme

Telkon (sis. Kauko) 2021 liikevaihto kasvaa ennusteessamme 1,5 %:lla 255 MEUR pääosin raaka-aineiden hintojen noustessa hieman, mutta Kaukon myynnin hieman laskiessa hygieniatuotteiden myynnin vähetessä. Telkon loppuasiakaskysynnän uskomme edelleen kokonaisuutena kärsivän pandemiasta, vaikka joillain aloilla voidaan nähdä myös kasvua. 2021 liikevoiton ennustamme olevan 14,5 MEUR (liikevoittomarginaali 5,7 %) ja siten lähellä vahvaa viime vuotta (2020: 14,9 MEUR).

Vuosina 2022-2023 ennustamme liikevaihdon kääntyvän selvempään 6 %:n vuosittaiseen kasvuun pandemian väistyttyä ja raaka-aineiden hintojen edelleen elpyessä. Arvioimme strategian saavaan aikaan kannattavaa kasvua sekä

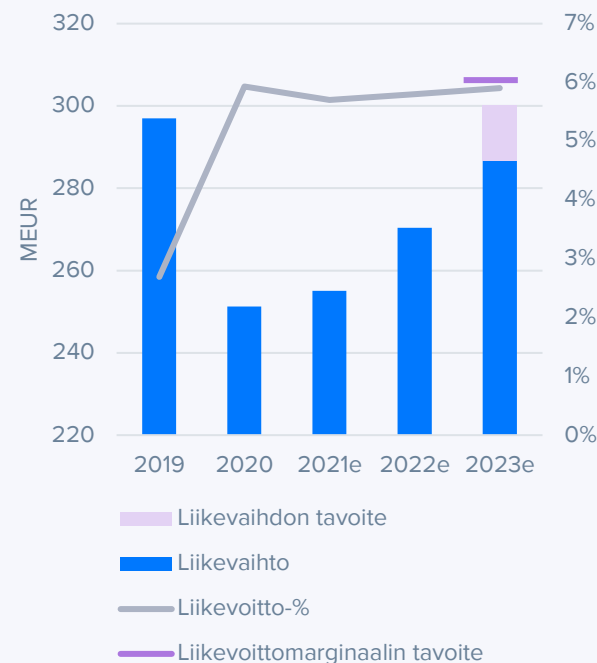
nykyasiakkaiden sisällä että uusien asiakkaiden osalta. Vuonna 2022 liikevaihto kohoaa 270 MEUR:oon ja liikevoitto 15,7 MEUR:oon (liikevoittomarginaali 5,8 %) ja vuonna 2023 liikevaihto kohoaa 287 MEUR:oon ja liikevoitto 16,9 MEUR:oon (liikevoittomarginaali 5,9 %). Ennustamme ovat hieman yhtiön tavoitetasojen alapuolella, mutta ne eivät huomioi mahdollisia yritysostoja. Yritystojen tuoma potentiaali huomioiden tavoitteet ovat realistiset.

Telkon arvo

Olemme nostaneet arviomme Telko-segmentin (sis. Kauko) liiketoiminnan arvosta 200 MEUR:oon (aik. 165 MEUR). Ennusteillamme 2021 ja 2022 EV/EBIT-kertoimet ovat 14x ja 13x ja alennus verrokkiryhmään (s. 31) on noin 20 %. Alennus on perusteltavissa verrokkien Telkoa suuremmalla koolla. Volyymipohjaisella EV/S-kertoimella 0,8x Telko on myös hinnoiteltu 20 % alennuksella suhteessa verrokkiryhmään. Volyymipohjainen alennus on kaventunut Telkon saatua kannattavuutensa selvästi parempaan lyöntiin.

Olemme muodostaneet Telkolle myös erillisen DCF-mallin (s. 31). DCF antaa kohtuullisen näkyvyyden yhtiön arvoon, sillä investoinnit ja poistot ovat Telkon liiketoiminnan luonteelle ominaisesti pienet ja pääomaa sitoutuu liikevaihdon kasvaessa lähinnä käyttöpääomaan. Käyttöpääoman ja liikevaihdon välisen suhteen arvioimme pysyvän vakaana noin 15 %:ssa. DCF-arvomme Telkolle on noin 200 MEUR käyttämällä 8,0 % diskonttokorolla.

Telko-segmentin ennusteet (sis. Kauko)



Sijoitusprofiili

1.

Vahva kassavirta

2.

Telko ja ESL pääsemässä vauhtiin

3.

Monialayhtiö mahdollistaa korkean velkavivun hyödyntämisen

4.

Korkea oman pääomantuotto ja kasvava osinko

5.

Yritysostoilla mahdollista luoda lisäarvoa

Potentiaali



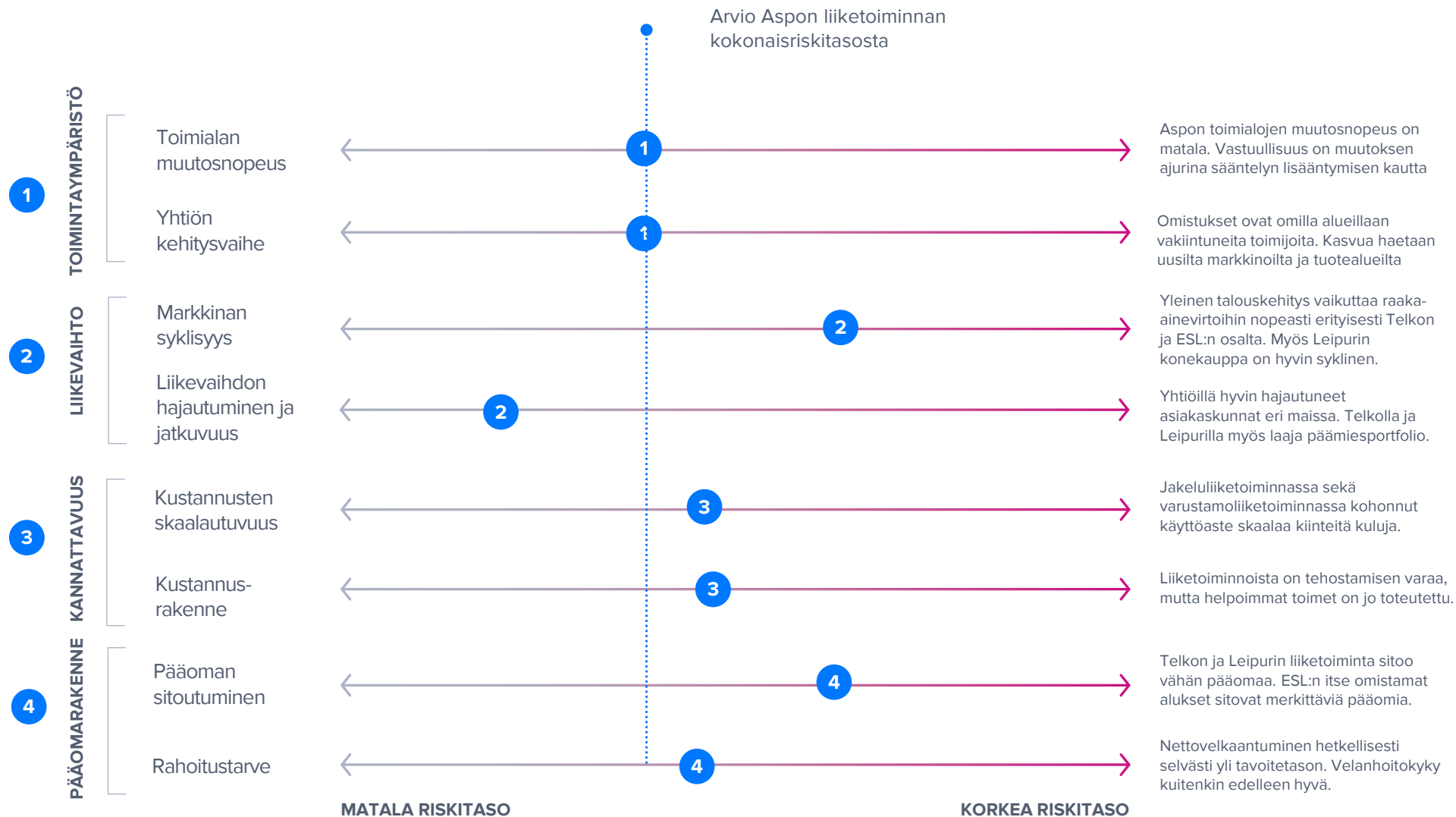
- LNG-alusten ja AtoB@C-yrityksoston tuoma tulosparannus
- Telkon onnistuminen strategiansa toteutuksessa
- Leipurin tuloskäänteen eteneminen
- Yritysjärjestelyt

Riskit



- Taloussympäristön heikentyminen
- Velkaantuneisuus yli tavoitetason
- Viime vuosina tuloskehitys jäänyt odotuksista
- Venäjän markkinan poliittiset riskit

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Tase

Taseen merkittävien omaisuus koostuu aluksista

Aspon taseen loppusumma oli 2020 lopussa 384 MEUR (2019: 410 MEUR). Taseessa on huomattava määrä kiinteää omaisuutta (189 MEUR), josta valtaosa on ESL:n laivoja sekä niiden vuokrauksiin liittyviä IFRS 16 vastuita. Liikearvoa ja muita aineettomia omaisuuseriä yhtiöllä on 55 MEUR. Liikearvo (46 MEUR) on syntynyt pääosin Kauko-Telko-kaupan yhteydessä ja valtaosa (26 MEUR) siitä on kohdistettu Leipuriin.

Vaihto-omaisuuden ja saamisten osuus oli 2020 lopussa 105 MEUR (2019: 130 MEUR). Näiden erien selvä lasku edellisvuodesta johtui etenkin Telkosta, joka sai parannettua käyttöpääoman kiertonopeutta viime vuoden aikana. Rahavaroja yhtiöllä oli 32 MEUR.

Oman pääoman osuus on 114 MEUR ja tämä sisältää 20 MEUR:n hybridilainan. Hybridilainasta oikaistuna oma pääoma oli vuoden lopussa 94 MEUR. Pitkäaikaista korollista velkaa yhtiöllä oli noin 150 MEUR ja lyhytaikaista korollista velkaa 32,5 MEUR. Vuokrasopimusvelkoja yhtiöllä oli 20,5 MEUR, jotka IFRS 16 muutosten myötä on tuotu taseeseen. Ostovelkoja yhtiöllä oli 2020 lopussa 63 MEUR (2019: 60 MEUR).

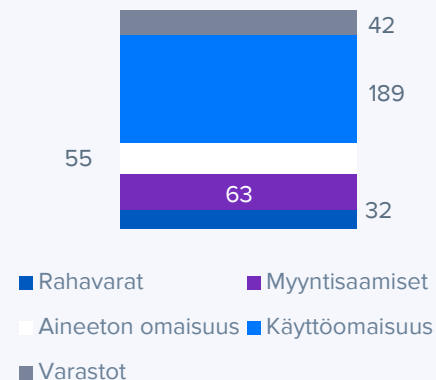
Kokonaisuutena Aspon varallisuus painottuu selvästi ESL:ään, johtuen sen pääomaintensiivisyydestä. Telkon ja Leipurin pääomista merkittävä osa on vaihto-omaisuutta.

Pidämme Aspon varallisuusmassaa kokonaisuutena kuranttina. Mikäli Leipurin uusi

strategia ei onnistu kääntämään sen tuloskehitystä, näemme kohtuullisen riskin liikearvon osittaiselle alaskirjauksella. Tällä olisi kuitenkin vain rajallinen vaikutus Aspon taseeseen ja näin ollen riski sijoittajien kannalta mielestämme vähäinen. Emme ennusta vastaavaa puolen erissä tapahtuvan merkittäviä muutoksia lähivuosina, sillä yhtiöiden käyttöpääomaprofiilit on arviomme mukaan jo saatu laskettua lähelle tavoitteita. Myöskään ESL:n investointiohjelmassa ei ole lähivuosina tulossa isompia alushankintoja. Luonnollisesti tilanne voi toki myös merkittävästi muuttua, jos Aspo toteuttaa rakennemuutoksia.

Vastattavaa puolella ennustamme Aspon luopuvan hybridilainastaan jo keväällä 2022 sen erääntyessä. Vahvasta rahavirrasta johtuva velkaantumisen lasku mielestämme mahdollistaa sen.

Taseen vastaavaa puoli



Taseen vastattavaa puoli



Ennusteiden yhteenveto

2021 väylä elpymiselle alkaa avautua

Segmenttikohtaiset ennusteemme on esitetty sivuilla 10-20 ja vedämme ne tässä yhteen koko konsernin kannalta. Kokonaisuutena odotamme Aspolta vahvaa tulokasvua vuodelta 2021. Aspo on itse ohjeistanut liikevoiton paranevan vuoden 2020 19,3 MEURsta. Ohjeistus on hyvin varovainen, kun sitä vertaa Q4'20:llä saavutettuun Aspon ennätystulokseen liikevoittotasolla (7,6 MEUR). Arviomme mukaan varovainen ohjeistus heijastelee Aspon matalaa näkyvyyttä toimintaympäristöön, mikä johtuu pandemian vaikutuksista loppuasiakkaiden kysyntään.

Oma ennusteemme 2021 liikevoitolle on selvästi ohjeistusta rohkeampi ollen 28,3 MEUR. Ennustamamme tulosparannuksen ajurina toimii ESL, jonka vahvasti elpymään lähtenyt asiakaskysyntä tukee varustamon selvää tulosparannusta. Pandemiasta johtuen markkinatilanne ei kuitenkaan ole vielä täysin elpynyt, mistä mm. kertoo se, että ESL aikoo kesällä tehdä merkittävät ympäristöinvestoinnit kalustoon. Osa aluksista on siis poissa liikenteestä silloin jo telakoinnin kautta.

Telkon suhteen odotamme tuloksen olevan lähellä vahvaa 2020 tasoa. Leipurin suhteen ennusteemme ovat varovaisia johtuen ravintolarajoitusten aiheuttamista merkittävistä negatiivisista vaikutuksista, emmekä odota sen merkittävästi parantavan, vaikka 2020 tulostaso oli kaikkien aikojen alhaisin. Vuoden 2021 osakekohtaisen tuloksen (EPS) ennustamme

olevan 0,64 euroa.

2022 – pandemia väistyy

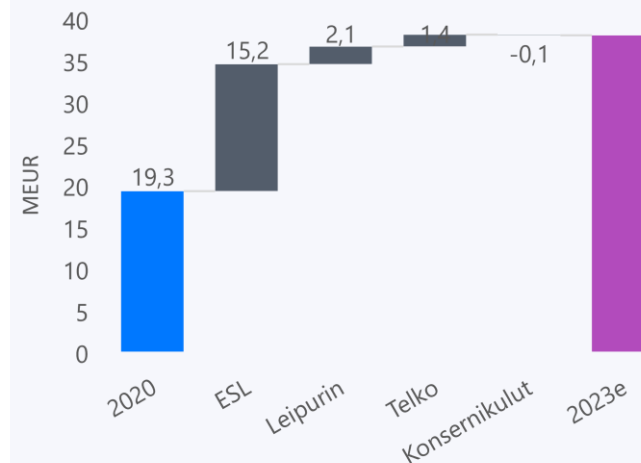
2022 Aspon tulos tekee ennusteessamme jälleen selvän tasokorjauksen etenkin ESL:n osalta, kun sen markkinatilanne jatkaa elpymistään pandemian jäädessä taakse. Myös Leipurin asiakkaille koronapandemiasta koituneet negatiiviset vaikutukset hellittävät täysimääräisesti. Myös Telkon odotamme parantavan hieman strategian toteutuksen etenemisen myötä. Odotamme etenkin sen liikevaihdon kääntyvän selvempään kasvuun ja sitä kautta myös liikevoiton paranevan.

Ennustamme konsernin 2022 liikevoiton nousevan kokonaisuutena 34,3 MEUR:oon. Telkon (15,7 MEUR) ja ESL:n (20,1 MEUR) osuus tuloksesta on hyvin merkittävä. Leipurin rooli (3,3 MEUR) konsernin kokonaisuudessa on hyvin maltillinen, eikä se riitä kattamaan edes konsernin kuluja (4,5 MEUR). ESL:n erittäin matalan veroasteen (tonnistovero) myötä konsernin veroaste pysyy alhaisena ja (EPS) kasvaa ripeästi 0,78 euroon.

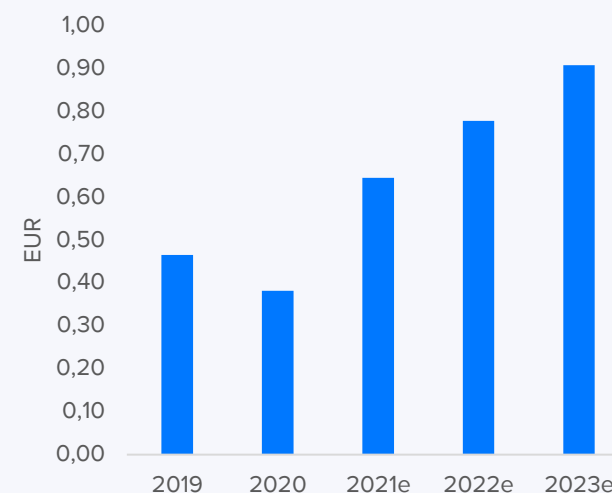
2023 tavoitteiden lunastamisen aika

Vuonna 2023 odotamme Aspon liikevoiton nousevan vielä hieman 38,0 MEUR:oon ja EPS kasvaa 0,91 euroon. Vuoden 2023 osalta ennustamamme tulosparannus jakaantuu tasaisesti eri segmenttien välille. Ennusteemme suhteessa Aspon vuoden 2023 tavoitteisiin on käyty läpi seuraavilla sivuilla.

Tulosparannus 2020-2023e



Osakekohtainen tulos



Taloudelliset tavoitteet ja ennusteet 1/2

Taloudelliset tavoitteet

Aspolla on voimassa neljä taloudellista tavoitetta:

- Liikevoittoprosentti nykyrakenteella 6 %
- Oman pääoman tuotto keskimäärin yli 20 %
- Nettovelkaantumisaste enintään 130 %
- Kasvava osinko

Kannattavuus

Liikevoittomarginaalitavoite ei pitkällä aikavälillä ole Aspolle kovinkaan relevantti mittari. Tämä johtuu siitä, että Aspo omistaa profiililtaan hyvin erilaisia yrityksiä ja näiden osien arvon kehittymisen kautta tuleva Aspon arvonnousu ei välttämättä kulje käsi kädessä Aspon liikevoitto-%:n kehityksen kanssa. Myös kokonaan uusien liiketoimintojen hankinta on mahdollista, joilla voi olla hyvin erilainen liikevoittomarginaali johtuen mm. pääoman sitoutumisprofiilista.

Liikevoittomarginaalin käyttö Aspolla on kuitenkin relevanttia tietyllä strategiakaudella, jolla yhtiön osat pysyvät ennallaan. Nykyinen 6 %:n tavoitetaso muodostuukin siitä, että tytäryhtiön pääsevät niille asetettuihin 2023 tavoitteisiinsa.

Segmentikohtiaset tavoitteet ovat ESL 12 %:n Telko 6 %:n ja Leipurin 5 %:n liikevoittomarginaali. Arvioimme ESL:n ja Telkon tavoitteet realistisimmiksi, sillä odotamme ESL:n pääsevän 12 %:n marginaaliin ja Telkon 5,9 %:iin. Sen sijaan Leipurin odotamme jäävän kauas tavoitteistaan 2,8 %:iin, mutta sen ollessa pienin segmentti sen painoarvo on rajallinen. Segmenttiennusteitamme

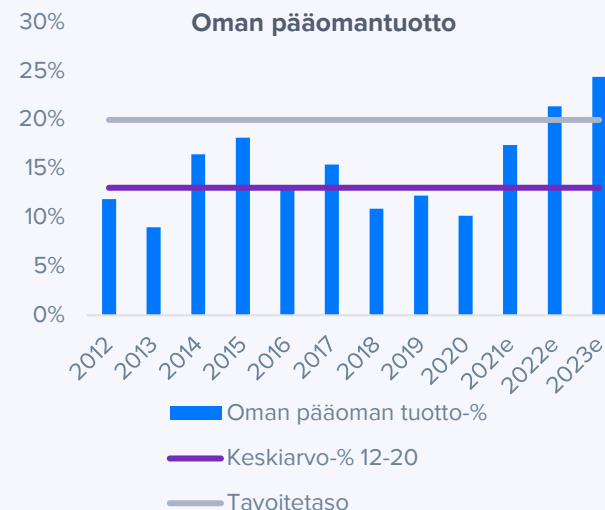
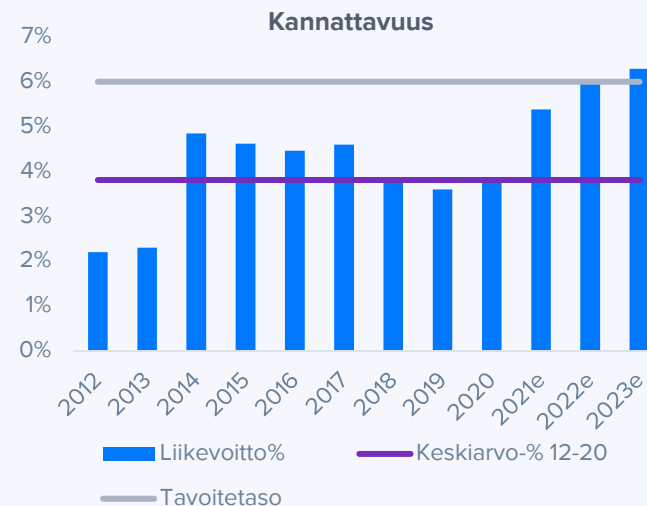
on käyty tarkemmin läpi sivuilla 10-20. Myös konsernikulujen odotamme hieman skaalautuvan liiketoimintojen tulostasojen parantuessa. Kokonaisuutena ennustamme Aspon liikevoittomarginaalin nousevan 6,3 %:iin vuonna 2023 (2020: 3,9 %).

Oman pääoman tuotto-%

Oman pääoman tuotto on näkemyksemme mukaan Aspolle 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 allokoii. Oman pääoman tuotto ottaa myös huomioon Aspolle tärkeän velkavivun käytön. Oman pääomaan tuotto huomioi mahdolliset rakennemuutokset ja kertoo pitkässä juoksussa yhtiön omistaja-arvon kehityksestä.

Suosittellemme sijoittajia seuraamaan oman pääoman tuottoa pidemmällä aikavälillä, sillä mahdolliset rakennejärjestelyt vaikuttavat lukuun merkittävästi. Pidämme 20 %:n oman pääoman tuottotavoitetta nykyisellä liiketoimintaportfoliolla ja taserakenteella realistisena tavoitteena.

Ennustammekin yhtiö yltävän tavoitteeseensa jo vuonna 2022 liiketoimintojen tulospaannuksen tukemana ja vuonna 2023 ROE nousee jo 24 %:iin. Vuonna 2020 Aspon oman pääomantuotto oli vaatimaton 10,2 % johtuen erityisesti koronapandemian negatiivisista vaikutuksista vuoden ensimmäisen yhdeksän kuukauden osalta.



Taloudelliset tavoitteet ja ennusteet 2/2

Velkaantuneisuus

Nettovelkaantumisaste on mielestämme myös tärkeä tavoite Aspolle, sillä Aspon liiketoiminnassa velkavipu näyttelee merkittävää roolia. Lähtökohtaisesti Aspon kannattaa käyttää merkittävää velkavipua, sillä se nostaa oman pääoman tuottoa ja luo omistaja-arvoa, sillä oletuksella, että pääoman tuotto ylittää velasta maksettavan koron. Huomautamme sijoittajille, että IFRS 16 muutokset nostivat Aspon nettovelkaantumisastetta 2019 alussa noin 30 % ja vanha enintään 100 %:in tavoite nousi puhtaasti tästä syystä. 130 %:n nettovelkaantumisaste on mielestämme Aspolle varsin neutraali ja sen velanhoitokyky on tällä tasolla edelleen vahva. Aspon riskiä tasaavat liiketoimintojen erilaiset profiilit, maantieteellinen hajautus ja mahdollisuus myydä liiketoimintoja tai niiden osia.

Vuonna 2018 toteutetut alusinvestoinnit sekä AtoB@C-varustamon osto ovat nostaneet yhtiön velkaantuneisuuden yli tavoitetason (2020: 180 %). Tästä huolimatta yhtiön velanhoitokyky on mielestämme silti edelleen hyvä johtuen vahvasta kassavirrasta (2020 nettovelka/EBITDA 3,4x). Tämä heijastuu myös yhtiön korkokuluissa, jotka ovat alhaisella tasolla, sillä lainasalkun keskikorko oli noin 1,5 % 2020 lopussa (ei huomioi omaksi pääomaksi laskettavaa hybridilainaa tai IFRS 16 korkokuluja). Ennustamme yhtiön maksavan nykyisen 20 MEUR:n hybridilainansa pois keväällä 2022 sen erääntyessä, mikä selittää velkaantuneisuuden hyppäystä väliaikaisesti yli 160 %:n. Nykyisen hybridilainan korkotaso ei ole

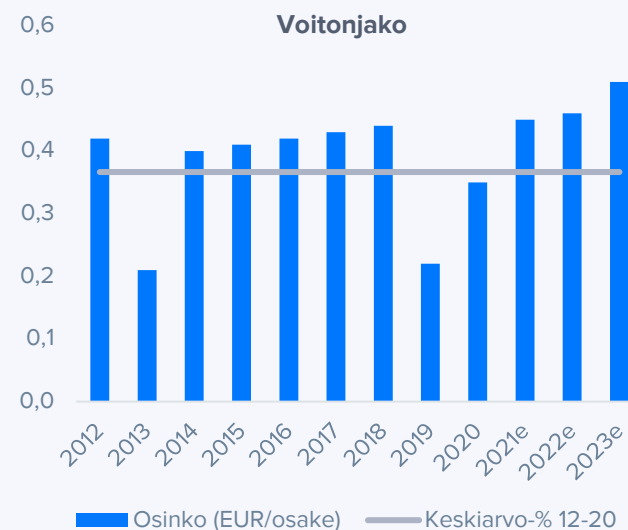
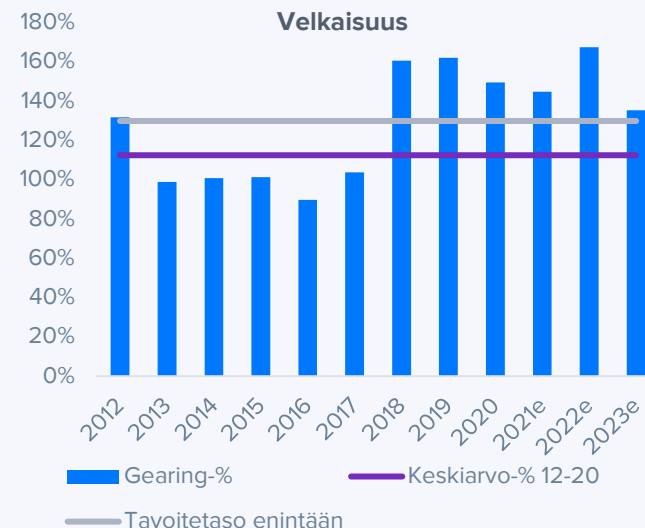
nähdäksemme optimaalinen, sillä Aspo toteutti sen kevään 2020 vaikeassa markkinatilanteessa.

Voitonjako

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

Koronapandemia aiheutti osinkoon pienen notkahduksen vuosien 2019 ja 2020 osalta, mutta yhtiö on kommunikoinut tavoittelevansa kasvaa osinkoa siten, että lähtötaso on pandemiaa edeltävältä ajalta eli (0,44 euroa). Pidämme tavoitetta realistisena sillä investointitarpeet ovat rajalliset ja rahavirtaa voidaan kanavoida sekä velkojen maksuun että kasvavaan osinkoon. Tämä edellyttää kuitenkin, että liiketoimintojen tulostaso oikenee odotustemme mukaisesti pandemian väistyessä.

Odotamme keskimääräisen osinkosuhteen pysyvän 60 %:n tuntumassa tulevina vuosina. Osingon maksaminen kaksi kertaa vuodessa ja kasvavan osingon viestiminen ovat mielestämme hyviä päätöksiä, sillä ne parantavat Aspon kassavirran hallintaa sekä pienentävät osinkoon liittyvää epävarmuutta. Aspo on historiallisesti ollut avokätinen osingonmaksaja ja osinkosuhte on viimeiseltä seitsemältä vuodelta keskimäärin 80 %.



Arvonmääritys 1/2

Arvonmäärityksessä käyttämämme menetelmät

Määrittääksemme käyvän arvon Aspolle olemme käyttäneet kolmea arvostusmenetelmää (DCF, osien summa sekä arvostuskertoimet). Menetelmien painoarvo valuaatioissamme on 33 % ja tavoitehinnaksemme muodostuu 9,5 euroa.

Osien summa

Olemme aiemmissa kappaleissa arvottaneet eri liiketoiminnot ja keskitymme tässä kokonaisuuden arviointiin. ESL:n arvo on laskenut 250 MEUR:oon (aik. 280 MEUR), sillä kehitys on ollut asiakaskysynnän heikentymisen myötä odotuksiamme vaisumpaa, vaikka potentiaali ei olekaan kadonnut mihinkään.

Leipurin arvo on laskenut 35 MEUR (aik. 45 MEUR) heijastellen laskeneita ja hyvin varovaisia ennusteitamme lähivuosille. Arviomme Telkon (sis. Kauko) arvosta on noussut 200 MEUR:oon (165 MEUR) johtuen nousseista tulokasvuennusteistamme strategian toteutuksen edettyä vihdoin selvästi. Myös Kauko on saanut liiketoimintansa tervehdytettyä.

Konsernikulujen osalta olemme diskontanneet nykyisen kulutason 8 %:n WACC, sillä käytimme samaa pääomankustannusta myös Telkon DCF-laskelmassa. Konsernikulujen nettonykyarvo on laskelmassamme -57 MEUR. Osien summa laskelmassamme käyttämämme nettovelat koostuvat Aspon tämän hetkisistä korollisista nettoveloloista (149 MEUR) sekä 20 MEUR hybridilainasta. Emme laske osien summamme nettovelkoihin mukaan IFRS 16 muutosten myötä

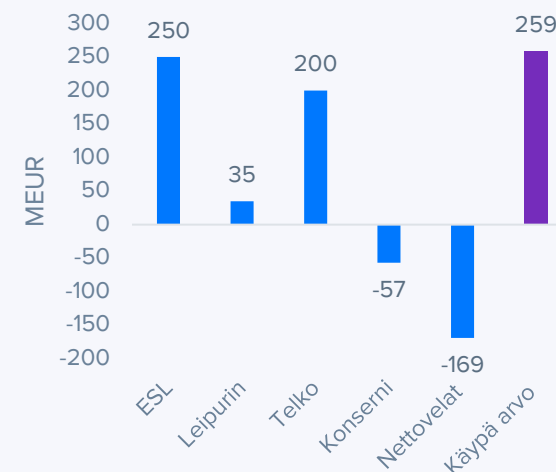
kasvanutta laskennallista velkaa (21 MEUR). Konsernin osien summa on näin ollen 259 MEUR tai noin 8,2 euroa per osake.

Näkemyksemme mukaan osien summa ei kuitenkaan huomioi konsernin hyvin alhaista vieraan pääoman kustannusta, joka on seurausta Aspon alhaisesta operatiivisesta riskitasosta. Toisin sanoen, jos osat arvotettaisiin Aspo konsernin pääoman kustannuksella olisi osien summa nykyistä korkeampi. Tämän seurauksena hyväksymme Aspon osien summaan lievän 10 %:n preemion ja näkemyksemme Aspon osien summasta on 9,0 euroa/per osake.

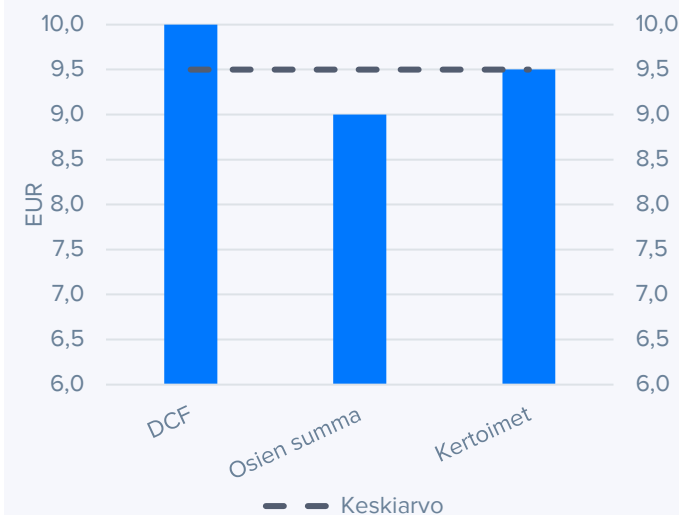
DCF-malli

DCF-mallimme mukainen arvo osakkeelle on 10,0 euroa. DCF-hahmottaa parhaiten yhtiön arvoa, kun korkea velkavipu sekä matala vieraan pääoman kustannus huomioidaan. Samalla malli on kuitenkin erittäin herkkä oletuksille. Ennustemallissamme yhtiön liikevoitto kohoaa vuoden 2020 19,3 MEUR:sta 2023 38 MEUR:oon eri segmenttien parantaessa liikevoittojaan. Vuoden 2023 taso vastaa mielestämme pitkälti nykyrakenteesta irti saatavaa kannattavuustasoa (6,3 %). Tämän jälkeen marginaalit laskevat loivasti ja terminaalilla (2028 jälkeen) liikevoittomarginaali on 5,0 %. Mallissa terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta on selvä enemmistö, 60 % johtuen alhaisesta pääoman kustannuksesta. Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 7,1 % ja oman pääoman kustannus on 8,7 %.

Osien summa laskelma



Valuaatio



Arvonmääritys 2/2

Tuloskasvun realisoituminen on osakkeen keskeisin ajuri

Tulosparannuksen realisoituessa Aspon tuotto-odotus on erittäin hyvä, mutta tuloskasvuun liittyy myös epävarmuutta, mistä syystä tavoitehintamme ja sen sisällään pitämä nousuvara on maltillinen.

Toteutuneelle tuloksella 2020 P/E-kerroin 22x on selvästi yli yhtiölle hyväksymämme tason. 2021 P/E-kertoimella 14x arvostus laskee kuitenkin jo lähelle neutraalia. Aspon lähestyessä asteittain tulospotentiaaliaan 2022-kertoimilla tarkasteltuna arvostus laskee jo edulliseksi (P/E 12x). Näemme osakkeessa edelleen nousuvaraa, kunhan ennustamamme tulosparannus realisoituu.

Mikäli ennustamamme tuloskasvu tulee läpi täysimääräisesti, koostuu yhtiön tuotto-odotus välillä 2020-2023 reilun 30 % osakekohtaisen tuloksen kasvusta sekä 5 % osingosta.

Toteutuneiden tulostietojen arvioimme kuitenkin laskevan 14x tasolle, mikä laskee tuotto-odotusta etenkin seuraavan 12kk osalta.

Taloustilanteen epävarmuus puoltaa edelleen myös varovaisuutta

Myös taloustilanteen kehitykseen ja loppuasiakkaiden kysyntään liittyy epävarmuutta koronapandemian edelleen vaikuttaessa lähes kaikkien taloudelliseen aktiviteettiin. Myös Aspon ohjeistus on arviomme mukaan juuri tästä johtuen hyvin varovainen vielä 2021 vuoden osalta.

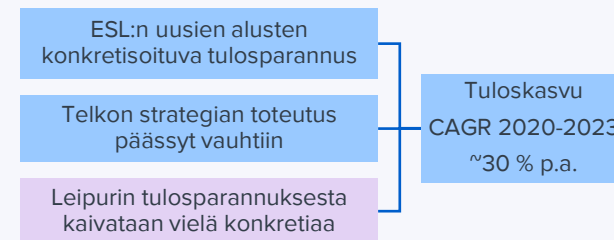
Arvostuskertoimet vaihtuvat kuitenkin nopeasti edullisiksi, kun katsomme pandemian jälkeiseen

aikaan, mikä pitää meidät osakkeessa varovaisen positiivisena.

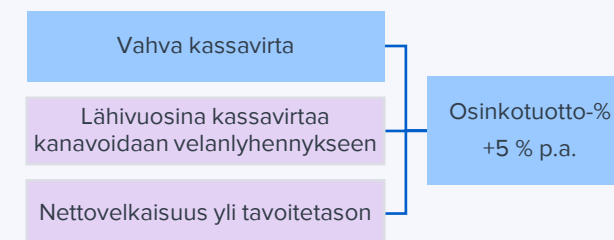
Osaketuoton ajurit

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

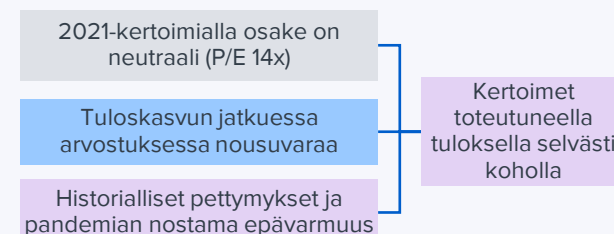
Tuloskehitys



Osinkotuotto



Arvostuskertoimet



ESL verrokkiryhmä

	EV	EV/EBIT 21	EV/EBIT 22	EV/EBITDA 21	EV/EBITDA 22	EV/S 21	P/B
Algoma Central Corp	423	NaN	NaN	11,3	5,3	1,6	1,3
Costamare Inc	1040	9,3	8,8	5,5	6,5	4,7	NaN
Diana Shipping Inc	271	27,4	9,9	5,6	10,5	3,9	0,7
Safe Bulkers Inc	244	10,6	10,5	8,5	6,2	3,6	-
Genco Shipping & Trading Ltd	413	17,5	11,2	8,8	7,3	3,4	0,7
Euroseas Ltd	62	7,3	8,1	6,0	5,9	2,2	-
Star Bulk Carriers Corp	1392	9,6	8,0	5,1	6,5	3,9	1,0
Golden Ocean Group Ltd	1271	13,8	12,2	8,5	8,1	4,4	0,8
Eagle Bulk Shipping Inc	401	13,1	11,5	9,6	7,1	2,7	0,8
Scorpio Bulkers Inc	216	441,8	220,0	NaN	42,0	7,8	1,3
Dampskibsselskabet Norden A/S	780	21,6	10,1	9,8	4,8	0,6	1,1
Danaos Corp	910	7,4	6,9	3,3	5,5	4,1	-
Seenergy Maritime Holdings Corp	155	13,2	15,9	40,3	7,9	3,2	-
Navios Maritime Partners LP	282	9,1	9,0	4,8	5,0	2,6	0,4
Mediaani	683	13,1	10,1	8,5	6,5	3,5	0,9
ESL	250	15,6	12,4	8,0	6,9	1,5	1,2
Erotus -%	-63 %	19 %	23 %	-5 %	6 %	-58 %	32 %

Leipurin verrokkiryhmä

	EV	EV/EBIT 21	EV/EBIT 22	EV/EBITDA 21	EV/EBITDA 22	EV/S 21	P/B
Amsterdam Commodities NV	897	12,5	12,0	10,4	10,0	0,8	1,7
Orkla ASA	9129	16,2	15,6	12,1	1,1	1,9	2,2
Tate & Lyle PLC	4509	11,8	11,8	7,9	7,9	1,4	2,3
Sysco Corp	40420	32,4	18,2	21,3	14,0	1,0	28,5
Orsero SpA	235	11,0	10,4	4,9	4,7	0,2	0,8
US Foods Holding Corp	11584	20,5	14,9	12,9	10,4	0,5	2,2
Marr SpA	1449	26,8	16,1	16,8	12,0	1,0	3,5
Colabor Group Inc	142	NaN	NaN	10,9	7,9	0,4	NaN
Total Produce PLC	1130	14,0	13,8	11,8	11,0	0,3	1,5
Chefs' Warehouse Inc	1118	5231,8	35,1	31,5	15,4	1,0	NaN
Performance Food Group Co	8210	26,2	19,4	16,1	12,8	0,3	3,6
Rational AG	7251	57,5	40,9	48,0	35,4	10,5	12,9
Middleby Corp	8949	21,1	18,3	17,2	15,5	3,7	3,9
Welbilt INC	2986	21,9	16,7	15,5	12,6	2,7	7,0
Mediaani	3748	21,1	16,1	14,2	11,5	0,8	2,9
Leipurin	35	17,5	10,6	14,1	9,2	0,3	0,6
Erotus -%	-99 %	-17 %	-34 %	-1 %	-20 %	-58 %	-80 %

Telko verrokkiryhmä ja kassavirtalaskelma

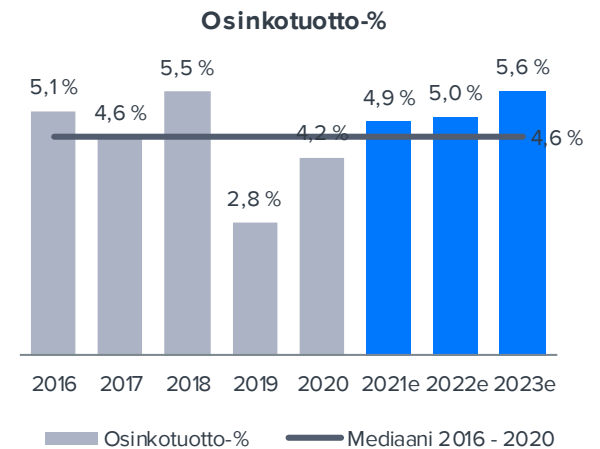
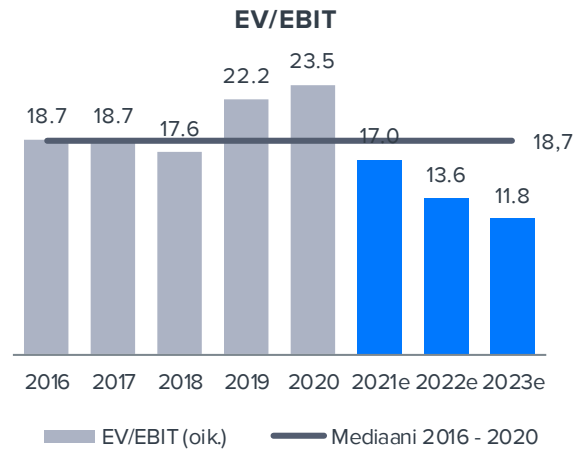
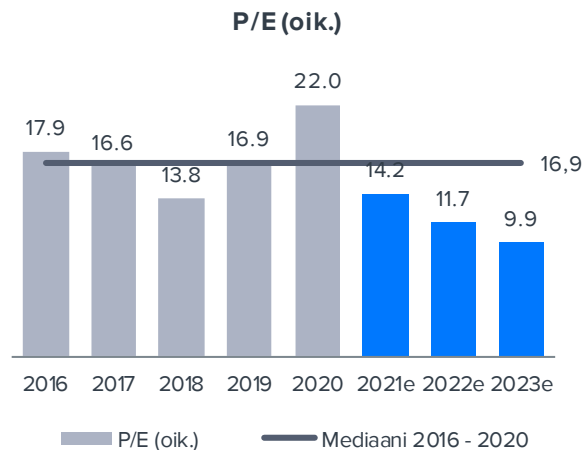
KASSAVIRTALASKELMA	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	TERM
EBIT	12,6	13,5	14,3	15,2	16,1	19,0	20,1	21,1	22,2	2 %
+ Poistot	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	
- Verot	-3,0	-2,9	-3,1	-3,4	-3,6	-3,8	-4,0	-4,2	-4,4	
- Käyttöpääoman muutos	10,0	-0,6	-2,3	-2,4	-2,6	-2,3	-2,4	-2,5	-2,6	
Operatiivinen cash flow	22,9	12,0	11,3	12,1	12,8	13,9	14,7	15,4	16,1	
- CAPEX	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	
Vapaa kassavirta	22,4	11,5	10,8	11,6	12,3	12,9	13,7	14,4	15,1	
Dinkontattu vapaa kassavirta	22,4	10,7	9,2	9,2	9,0	8,8	8,6	8,4	8,2	128,0
WACC		8 %								
DCF EV		200								

	EV	EV/EBIT 21	EV/EBIT 22	EV/EBITDA 21	EV/EBITDA 22	EV/S 21	P/B
Brenntag AG	12312	15,9	14,2	11,3	10,4	0,7	1,9
Univar Inc	4905	14,4	12,6	9,0	8,3	0,7	2,4
IMCD Group	7235	27,2	25,8	21,7	20,6	1,6	4,4
Ashland Global Holdings	5606	19,3	16,8	11,1	10,2	2,8	1,5
Luxchem Corporation	145	NaN	NaN	NaN	NaN	0,5	1,5
Mediaani	5606	17,6	15,5	11,2	10,3	0,9	2,3
Telko	200	13,7	13,0	12,9	12,2	0,8	2,6
Erotus -%	-96 %	-22 %	-16 %	15 %	19 %	-17 %	12 %

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	8,18	9,36	7,96	7,86	8,40	9,18	9,18	9,18	9,18
Osakemäärä, milj. kpl	31,0	31,0	31,4	31,4	31,4	31,4	31,4	31,4	31,4
Markkina-arvo	253	290	250	247	264	289	289	289	289
Yritysarvo (EV)	381	432	463	470	454	480	470	454	446
P/E (oik.)	17,9	16,6	13,8	16,9	22,0	14,2	11,7	9,9	10,3
P/E	17,9	16,6	20,1	16,9	22,0	14,2	11,7	9,9	10,3
P/Kassavirta	32,1	30,4	neg.	6,2	5,0	17,1	9,8	7,9	10,2
P/B	2,2	2,6	2,1	2,0	2,3	2,4	2,6	2,3	2,1
P/S	0,6	0,6	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
EV/Liikevaihto	0,8	0,9	0,9	0,8	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7
EV/EBITDA (oik.)	11,9	11,8	12,0	9,4	9,2	8,4	7,3	6,8	6,9
EV/EBIT (oik.)	18,7	18,7	17,6	22,2	23,5	17,0	13,6	11,8	12,0
Osinko/tulos (%)	91,7 %	76,1 %	110,9 %	47,3 %	91,7 %	69,8 %	58,5 %	55,2 %	60,0 %
Osinkotuotto-%	5,1 %	4,6 %	5,5 %	2,8 %	4,2 %	4,9 %	5,0 %	5,6 %	5,8 %

Lähde: Inderes, EV oikaistu hybridilainalla



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e
Bunzl plc	2378,00	9170	11173	14,6	13,9	10,9	10,3	1,0	0,9	17,0	16,5	2,3	2,4	3,7
Itochu Corp	3590,00	43661	73397			8,9	7,9	0,7	0,6	11,7	10,0	2,5	2,6	1,7
Johnson Controls International PLC	60,97	36981	43096	17,9	15,5	13,4	12,2	2,0	1,9	23,5	19,9	1,8	1,9	2,3
Koninklijke DSM NV	145,60	26391	29293	23,7	21,2	15,2	13,8	3,0	2,8	30,1	26,7	1,7	1,9	3,2
Orkla ASA	86,22	8600	9359	14,6	13,8	11,1	1,2	1,7	1,7	17,4	16,8	3,3	3,4	2,2
Industrivarden AB	326,00	13550	14451											
Trelleborg AB	224,90	5293	6276	14,3	11,9	10,6	8,9	2,0	1,7	17,9	15,9	2,3	2,6	2,0
BayWa AG	39,80	1340	5663							53,7	35,3	2,6	2,7	
Golden Ocean Group Ltd	6,89	1147	2023	12,7	12,7	7,5	7,3	4,2	3,9	8,4	9,3	6,5	8,8	0,8
Brenntag AG	73,90	11402	12778	16,0	14,2	11,6	10,4	1,0	1,0	21,3	19,4	2,0	2,1	3,0
Exmar NV	3,44	206	469											
DKSH Holding AG	72,30	4270	4247	15,7	14,0	11,0	10,0	0,4	0,4	26,2	23,0	2,7	2,9	2,6
Marr SpA	18,77	1237	1444	24,3	15,4	16,7	11,6	1,0	0,8	33,8	19,9	2,2	3,8	3,4
Aryzta AG	1,08	955	1766	35,5	20,6	8,6	8,6	0,9	1,0		52,4			0,9
Safe Bulkers Inc	2,35	209	650	10,5	10,1	6,1	5,8	3,5	3,3	5,7	5,6	3,4	7,5	
Panostaja Oyj	0,70	38	103	131,0	33,3	7,7	6,3	0,8	0,8			4,2	4,2	1,0
Aspo (Inderes)	9,18	289	480	17,0	13,6	8,4	7,3	0,9	0,8	14,2	11,7	4,9	5,0	2,4
Keskiarvo				27,6	16,4	10,7	8,8	1,7	1,6	22,2	20,8	2,9	3,6	2,2
Mediaani				15,9	14,1	10,9	8,9	1,0	1,0	19,6	19,4	2,5	2,7	2,3
Erutus-% vrt. mediaani				7 %	-4 %	-24 %	-18 %	-11 %	-21 %	-27 %	-40 %	97 %	87 %	7 %

Lähde: Thomson Reuters / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21e	Q2'21e	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	588	133	116	118	134	501	127	125	131	144	528	575	603	618
ESL	175	42,7	32,9	31,6	41,2	148	43,6	39,5	38,9	47,4	169	183	190	195
Leipurin	116	26,9	23,2	24,3	26,6	101	22,9	24,4	27,9	27,9	103	122	126	129
Telko	297	63,6	59,5	62,5	65,7	251	60,6	61,2	64,6	68,6	255	270	287	294
Konsernikulut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttökate	49,7	11,2	11,4	11,6	15,2	49,4	12,8	14,0	15,2	15,6	57,5	64,1	67,0	64,8
Poistot ja arvonalennukset	-28,6	-7,2	-7,3	-8,0	-7,6	-30,1	-7,3	-7,3	-7,3	-7,3	-29,2	-29,5	-28,5	-27,7
Liikevoitto ilman kertaeriä	21,1	4,0	4,1	3,6	7,6	19,3	5,5	6,7	7,9	8,3	28,3	34,6	38,6	37,1
Liikevoitto	21,1	4,0	4,1	3,6	7,6	19,3	5,5	6,7	7,9	8,3	28,3	34,6	38,6	37,1
ESL	14,6	2,3	0,6	-0,1	4,8	7,6	3,5	3,8	4,1	4,7	16,1	20,1	22,8	11,7
Leipurin	3,0	0,6	0,3	0,3	0,2	1,4	0,2	0,2	0,7	0,8	2,0	3,3	3,5	7,7
Telko	8,0	2,4	4,2	4,2	4,1	14,9	3,0	3,8	4,0	3,8	14,5	15,7	16,9	17,6
Konsernikulut	-4,5	-1,3	-1,0	-0,8	-1,5	-4,6	-1,2	-1,1	-0,9	-1,1	-4,3	-4,5	-4,7	0,0
Nettorahoituskulut	-2,9	-1,1	-1,1	-1,1	-1,2	-4,5	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-4,0	-5,9	-5,9	-5,6
Tulos ennen veroja	18,2	2,9	3,0	2,5	6,4	14,8	4,5	5,7	6,9	7,3	24,3	28,6	32,6	31,4
Verot	-2,1	-0,3	-0,3	-0,5	-0,3	-1,4	-0,4	-0,6	-0,7	-0,7	-2,4	-3,2	-3,6	-3,5
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	16,2	2,6	2,7	2,0	6,1	13,4	4,0	5,1	6,2	6,5	21,9	25,5	29,1	28,0
EPS (oikaistu)	0,47	0,07	0,08	0,05	0,18	0,38	0,12	0,15	0,18	0,19	0,64	0,79	0,92	0,89
EPS (raportoitu)	0,47	0,07	0,08	0,05	0,18	0,38	0,12	0,15	0,18	0,19	0,64	0,79	0,92	0,89

Tunnusluvut	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21e	Q2'21e	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihdon kasvu-%	8,7 %	-5,9 %	-23,5 %	-20,0 %	-9,2 %	-14,8 %	-4,6 %	8,2 %	11,1 %	7,8 %	5,4 %	9,1 %	4,8 %	2,5 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-19,6 %	-18,4 %	0,0 %	-46,3 %	39,7 %	-8,7 %	37,1 %	63,2 %	118,4 %	8,6 %	46,6 %	22,3 %	11,5 %	-3,9 %
Käyttökate-%	8,5 %	8,4 %	9,9 %	9,8 %	11,4 %	9,9 %	10,1 %	11,2 %	11,5 %	10,8 %	10,9 %	11,1 %	11,1 %	10,5 %
Oikaistu liikevoitto-%	3,6 %	3,0 %	3,5 %	3,0 %	5,7 %	3,9 %	4,3 %	5,3 %	6,0 %	5,7 %	5,4 %	6,0 %	6,4 %	6,0 %
Nettotulos-%	2,5 %	1,7 %	2,1 %	1,4 %	4,3 %	2,4 %	2,9 %	3,8 %	4,4 %	4,3 %	3,8 %	4,3 %	4,8 %	4,5 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Pysyvät vastaavat	255	246	245	238	233
Liikearvo	43,3	43,3	43,3	43,3	43,3
Aineettomat hyödykkeet	7,9	11,9	11,7	11,1	10,6
Käyttöomaisuus	202	189	189	182	178
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	1,4	1,0	1,0	1,0	1,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,6	0,8	0,8	0,8	0,8
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	155	138	147	164	171
Vaihto-omaisuus	55,9	42,4	47,5	51,8	54,3
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	75,4	63,2	65,9	74,8	78,4
Likvidit varat	23,7	32,3	34,0	37,1	38,9
Taseen loppusumma	410	384	393	402	405

Lähde: Inderes

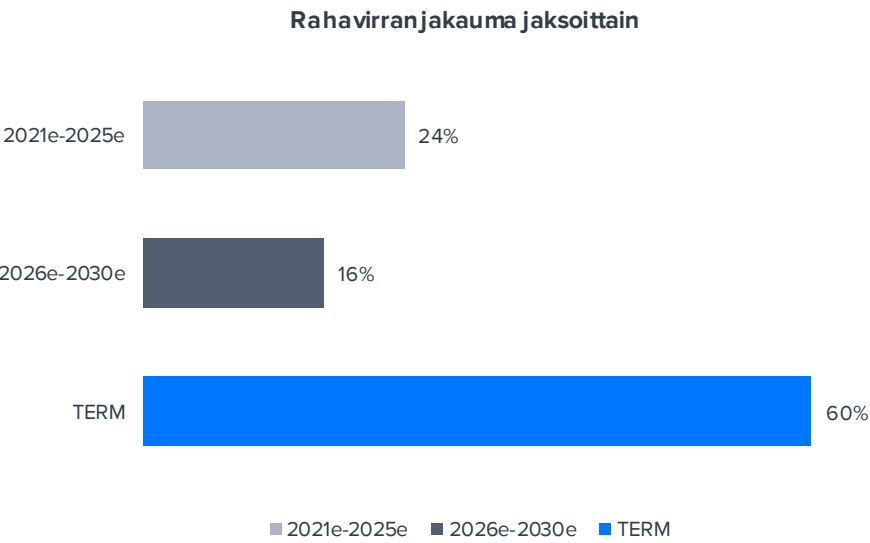
Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Oma pääoma	122	114	118	109	124
Osakepääoma	17,7	22,0	17,7	17,7	17,7
Kertyneet voittovarot	79,3	71,5	80,8	91,3	106
Oman pääoman ehtoiset lainat	25,0	20,0	20,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	155	161	164	174	163
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	151	156	159	169	158
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	4,9	4,5	5,0	5,0	5,0
Lyhytaikaiset velat	133	110	110	119	119
Lainat rahoituslaitoksilta	71,2	45,9	46,8	49,7	46,3
Lyhytaikaiset korottomat velat	61,3	63,9	63,3	69,0	72,3
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	410	384	393	402	405

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
Liikevoitto	19,3	28,3	34,6	38,6	37,1	34,8	32,5	33,1	33,8	34,4	35,1	
+ Kokonaispoistot	30,1	29,2	29,5	28,5	27,7	28,2	28,6	29,0	29,3	29,5	29,8	
- Maksetut verot	-1,4	-2,4	-3,2	-3,6	-3,5	-3,2	-3,0	-3,1	-3,2	-3,3	-3,4	
- verot rahoituskuluista	-0,4	-0,4	-0,7	-0,7	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,5	-0,5	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	28,3	-8,4	-7,4	-2,7	-1,5	-1,5	-1,6	-1,3	-1,3	-1,4	-1,4	
Operatiivinen kassavirta	75,9	46,3	52,8	60,0	59,2	57,7	55,9	57,2	58,0	58,8	59,7	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,4	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-21,4	-28,3	-22,5	-23,5	-31,0	-31,0	-31,0	-31,0	-31,0	-31,0	-31,6	
Vapaa operatiivinen kassavirta	54,1	18,5	30,3	36,5	28,2	26,7	24,9	26,2	27,0	27,8	28,0	
+/- Muut	-1,4	-1,6	-0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	52,7	16,9	29,5	36,5	28,2	26,7	24,9	26,2	27,0	27,8	28,0	565
Diskontattu vapaa kassavirta		16,0	26,3	30,3	21,9	19,3	16,9	16,5	15,9	15,4	14,4	291
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		484	468	442	412	390	370	354	337	321	306	291
Velaton arvo DCF		484										
- Korolliset velat		-202,2										
+ Rahavarat		32,3										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		314										
Oman pääoman arvo DCF per osake		10,0										

Pääoman kustannus (wacc)	
Vero-% (WACC)	10,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	30,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,5 %
Yrityksen Beta	1,10
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,50 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	8,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,1 %

Lähde: Inderes



Inderes: *huomioi hybridin

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoitus päätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välttämättä 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 kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

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

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

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistussuosituksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin 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 sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
3.5.2018	Lisää	10,00 €	9,28 €
6.8.2018	Lisää	10,00 €	9,22 €
14.8.2018	Osta	11,00 €	9,68 €
25.10.2018	Lisää	11,00 €	9,68 €
21.11.2018	Osta	11,00 €	9,16 €
17.12.2018	Lisää	10,00 €	8,64 €
14.2.2019	Vähennä	9,00 €	8,88 €
8.5.2019	Vähennä	9,00 €	8,54 €
17.6.2019	Vähennä	9,00 €	8,74 €
2.8.2019	Vähennä	8,30 €	8,48 €
15.8.2019	Vähennä	8,10 €	8,04 €
30.10.2019	Myy	7,80 €	8,66 €
21.11.2019	Myy	7,50 €	8,08 €
27.11.2019	Vähennä	7,50 €	7,86 €
14.2.2020	Vähennä	7,50 €	8,44 €
13.3.2020	Lisää	6,50 €	6,12 €
7.4.2020	Vähennä	6,50 €	6,56 €
9.4.2020	Vähennä	6,00 €	6,22 €
6.5.2020	Vähennä	6,00 €	6,06 €
13.8.2020	Vähennä	6,00 €	5,94 €
15.9.2020	Lisää	6,50 €	6,04 €
30.10.2020	Lisää	7,00 €	6,02 €
2.12.2020	Lisää	7,50 €	7,06 €
9.12.2020	Lisää	8,50 €	7,90 €
12.2.2021	Lisää	9,50 €	9,08 €
8.4.2021	Lisää	9,50 €	9,18 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömme tarpeisiin.

Me Inderesillä uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja aktiivisen sijoittajayhteisön pariin.

Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon, ja että sijoittajilta kerätty tieto on yhtiöiden hyödynnettävissä.

Jo yli 100 suomalaista pörssiyhtiötä haluaa palvella omistajiaan ja sijoittajia kauttamme hyödyntämällä tarjoamiamme yhtiöseurantapalveluita, datapohjaisia sijoittajaviestinnän palveluita, sisältötuotantoa ja konsultointia.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa inderes.fi



**STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV**



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**