

Markkina tarjoaa kunnolla vetoapua

Toistamme Aspon 9,5 euron tavoitehintamme ja lisää-suosituksemme. Q1-raportti oli kokonaisuutena erittäin hyvä ja markkinanäkymä on parempi kuin vuosiin. Markkinan vetoapu yhdistettynä yhtiön hyvään iskukuntoon luo hyvät edellytykset selvälle tulosparannuksella ja tämän tulospuskun realisoituessa osakkeen kokonaistuotto-odotus on edelleen hyvä.

Vahva Q1-raportti

Aspon Q1-raportti oli kokonaisuutena erittäin hyvä. 4,4 MEUR:n liikevoitto oli linjassa konsensuksen ennusteen kanssa ja ylitti meidän 3,9 MEUR:n ennusteen. Tulositylitys johtui ESL:n odotettua paremmasta kannattavuudesta. ESL:n matalasta veroasteesta johtuen konsernin veroaste jäi todella alhaiseksi ja samalla, kun myös rahoituskulut jäivät poikkeuksellisen alhaisiksi, oli vipu osakekohtaiseen tulokseen kova ja 0,13 euron osakekohtainen tulos ylitti 0,10 euron konsensuksen kirkkaasti.

Markkinatilanne on parempi kuin vuosiin

Segmenteistä ESL teki vahvan tuloksen supramaxien parantuneen kannattavuuden ansiosta (Q1'17: 3,0 MEUR vs. 2,3 MEUR ennuste). Supramaxien näkymä loppuvuodelle on myös parantunut selvästi ja molemmat alukset tulevat olemaan sopimusliikenteessä valtaosan vuodesta. Telko jatkoi vakuuttavaa kasvuaan (+29 %) markkinan elpymässä ja kannattavuus oli odotetusti hieman paineessa ruplan vahvistumisesta johtuen. Telkon näkymä on edelleen erittäin hyvä ja yhtiölle on hyvät edellytykset jatkaa voimakasta kasvuaan. Leipurin oli jälleen raportin pettymys ja tulos jäi heikoksi liikevaihdon odotuksia vahvemmasta kasvusta huolimatta. Leipurin pitäisi parantaa selvästi loppuvuoden aikana konekaupan tilauskannan realisoituessa ja liikevaihdon pysyessä kasvussa.

Edellytykset vahvaan tulospuskun

Yhtiöllä on mielestämme hyvät edellytykset merkittävään tulosparannukseen lähivuosina ja tulosparannuksessa keskeisessä roolissa ovat Telko, supramax-alukset sekä ESL:n uudet LNG-alukset. Myös Leipurin parantaa tulostaan, mutta tämän suhteen olemme hyvin varovaisia johtuen jatkuvista pettymyksistä. Olemme tehneet ennusteisiimme vain pieniä muutoksia ja odotamme yhtiöltä kuluvalta vuodelta 26,2 MEUR:n liikevoittoa (ohjeistus 22-27 MEUR). Ensi vuonna tuloksen pitäisi parantua selvästi, kun ESL:n uudet laivat yhdessä Telkon vahvan tulospuskun kanssa nostavat tulosta (2018e liikevoitto 31,8 MEUR). Leipurin tulos paraneee ennusteissamme vain rajallisesti ja olemme sen suhteen varovaisia johtuen jatkuvista pettymyksistä.

Kurssissa nousuvaraa tulospuskun kautta

Aspon osake on toteutuneilla tuloslukuilla haastavasti hinnoiteltu. Kuluvaan vuoden kertoimet ovat suhteellisen neutraalilla tasolla, mutta uudet laivat osin huomioiva ensi vuoden P/E-kerroin laskee houkuttelevalle 12x tasolle. Näemmekin osakekurssissa edelleen nousuvaraa tulosparannuksen realisoituessa ja lähes 5 %:n tasolla oleva lähivuosina hitaasti kasvava osinkotuotto tukee osakkeen kokonaistuotto-odotusta.

Analyttikko

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



Suositus

Lisää



Edellinen: Lisää

Tavoitehintaa 9,50 EUR

Edellinen: 9,50



Eilisen päätös **8,85 EUR**

12 kk vaihteluväli **5,99-9,2 EUR**

Potentiaali **7,3 %**

Katso toimitusjohtajan videohaastattelu



Avainluvut

	Liikevaihto	Liikevoitto	Liikevoitto-	Tulos ennen	Tulos/	Osinko/	EV/	EV/	EV/	P/E	Osinko-
	MEUR	(EBIT)	marginaali	veroja (PTP)	osake	osake	Liikevaihto	EBITDA	EBIT	(x)	tuotto
		MEUR	%	MEUR	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)	(x)	%
2015	446	20,6	4,6 %	21,3	0,61	0,41	0,8	10,2	16,3	12,4	5,5 %
2016	457	20,4	4,5 %	17,4	0,46	0,42	0,8	11,1	17,4	17,9	5,1 %
2017e	528	26,2	5,0 %	23,5	0,63	0,44	0,7	10,3	14,6	14,0	5,0 %
2018e	572	31,8	5,6 %	27,5	0,74	0,45	0,7	9,6	12,9	11,9	5,1 %
2019e	622	37,8	6,1 %	32,4	0,88	0,50	0,7	8,0	10,8	10,1	5,6 %
Markkina-arvo, MEUR			274	OPO / osake 2017e, EUR			3,93	CAGR EPS, 2016-2019, %			24 %
Nettovelka 2017e, MEUR			107	P/B 2017e			2,3	CAGR kasvu, 2016-2019, %			11 %
Yritysarvo (EV), MEUR			381	Nettovelkaisuusaste 2017e, %			88,0 %	ROE 2017e, %			16,9 %
Taseen koko 2017e, MEUR			333	Omavaraisuusaste 2017e, %			36,5 %	ROCE 2017e, %			10,8 %

Vahva startti vuodelle

Tulos ylitti selvästi odotukset

Aspon Q1-raportti oli kokonaisuutena erittäin hyvä. 4,4 MEUR:n liikevoitto oli linjassa konsensuksen ennusteen kanssa ja ylitti meidän 3,9 MEUR:n ennusteen. Tuloslilytys johtui ESL:n odotettua paremmasta kannattavuudesta. ESL:n tuloslilytys johtuen konsernin veroaste jäi todella alhaiseksi ja samalla, kun myös rahoituskulut jäivät poikkeuksellisen alhaisiksi, oli vipu osakekohtaiseen tulokseen kova ja 0,13 euron osakekohtainen tulos ylitti 0,10 euron konsensuksen kirkkaasti.

ESL on raportin positiivisin yllätys. ESL:n liikevoitto oli 3,0 MEUR ja se ylitti meidän 2,3 MEUR:n ennusteen selvästi. Ylitys johtui supramax-aluksista, jotka nousivat vertailukauden selvältä tappiolta voitollisiksi. Muun kaluston osalta kannattavuus pysyi hyvällä tasolla. Supramaxien osalta toinen alus on Q4:n yhteydessä kerrotun tiedon mukaisesti koko loppuvuoden ltämerellä sopimusliikenteessä ja toisella aluksella on sopimusajoa kesän loppuun asti. Johdon kommenttien perusteella on todennäköistä, että toisen aluksen sopimusta jatketaan kattamaan koko loppuvuosi ja näin ollen supramaxien pitäisi kuluvana vuonna yltää jälleen selvästi positiiviseen liiketulokseen. Toimitusjohtaja Ojanen kommentoi supramax-alusten markkinatilannetta [videohaastattelussamme](#).

Telkon kehitys oli jälleen erinomaista ja liikevaihto kasvoi odotuksiemme mukaisesti 29 %:lla 63,6 MEUR:oon. Liikevaihdon kasvusta noin puolet tuli volyymeisteristä ja puolet valuutoista sekä raaka-aineiden hintojen noususta. Volyymikasvu oli laaja-alaista ja suurimpina ajureina siinä olivat arviomme mukaan Suomen elpyminen, Castrol-asiakkuus Suomessa sekä Venäjän organainen kasvu. Sijoittajien on Telkossa syytä keskittyä etenkin volyymikasvuun ja tämä kuvastaa paremmin liiketoiminnan kokoluokan todellista kasvua. Johto oli edelleen Telkon suhteen hyvin luottavainen ja kasvunäkymä loppuvuodelle on hyvä. Yhtiö kertoi raportin yhteydessä saaneensa päätökseen Telkon Venäjän maantieteellisen laajentumisstrategian ensimmäisen vaiheen, jossa se on perustanut myyntikonttorit kaikille keskeisille markkina-alueille. Strategian tämä vaihe on vaatinut selkeitä etupainotteisia investointeja ja strategian seuraava vaihe keskittyykin kannattavuuden parantamiseen volyymikasvun kautta.

Yhtiö myös totesi edelleen tutkivansa laajentumismahdollisuuksia Lähi-Idästä ja Itäisestä Keski-Euroopasta. Käsityksemme mukaan kyseessä on orgaanista kasvua, mutta emme myöskään sulje pois yritysostoja sopivan kohteen osuessa kohdalle. Telkon maantieteellinen

laajentaminen on looginen osa sen strategiaa ja liiketoimintamallista johtuen emme näe orgaanisessa laajentumisessa oleellisia riskejä Aspon kannalta.

Telkon liikevoitto oli 2,3 MEUR (Q1'17e: 2,4 MEUR) ja kannattavuus oli odotuksiemme mukaisesti paineessa, kun ruplan nopea vahvistuminen heikensi marginaaleja. Emme ole Telkon kannattavuuden suhteen huolissamme ja arviomme mukaan kannattavuus tulee palaamaan yhtiön normalisoidulle 4,5-5,0 %:n tasolle ruplan vahvistumisen pysähtyessä. Telkon viimekvartaaleilla nähdyt lievät kannattavuuspettymykset kuitenkin kertovat mielestämme selvästi siitä, että yhtiön 7 %:n liikevoittotavoite on erittäin haastava ja emme pidä sitä realistisena lähivuosina.

Leipurin kehitys oli jälleen meille pettymys ja vaikka yhtiön liikevaihto kääntyi odotuksiamme voimakkaampaan kasvuun Q1:llä (+12,2 %), jäi liikevoitto 0,4 MEUR:oon ennusteen ollessa 0,6 MEUR. Yhtiön tulosta painoi katsauskaudella ruplan vahvistumisen luoma väliaikainen marginaalipaine, konetoimitusten ajoitukset sekä uuden strategian etupainotteiset kulut. Liikevaihdon kasvu oli itsessään positiivinen asia ja arviomme mukaan noin puolet tästä on volyympohjaista. Johto vaikutti Leipurin suhteen edelleen luottavaiselta ja johto arvioi, että konekaupan hyvä tilauskanta alkaa purkautua ja heijastua tulokseen yhä selvemmin Q2:sta alkaen. Myös uuden strategian etenemisen ja kiinteiden kulujen kasvun pysähtymisen pitäisi tukea kannattavuutta tulevana kvartaaleina. Useista pettymyksistä johtuen suhtaudumme Leipurin näkymiin varauksella.

Kaukon tulos oli 0,5 MEUR tappiolla johtuen 0,3 MEUR:n alaskirjauksesta vanhoihin Industrial-liiketoiminnan myyntisaataviin liittyen. Alaskirjauksella ei ole mitään tekemistä nykyisen liiketoiminnan kanssa ja tästä oikaistuna tappio oli odotuksiemme mukainen. Kaukossa liikevaihto 7,1 MEUR oli täysin nykystrategian mukaista (ei Kiinan projektikauppaa) ja liikevaihto on selvästi löytänyt vakaan pohjan. Kaukon pitäisikin yltää nollatulokseen kuluvana vuonna, kunhan loppuvuoden aikana tapahtuva Kiinan projektiliiketoiminnan alasajo ei aiheuta suurempia kertakuluja.

Konsernikulut olivat vain 0,8 MEUR ja selvästi alle 1,2 MEUR:n ennusteen. Konsernin viimeisen 12kk:n kulut ovat vain 3,6 MEUR ja tämä on merkittävä pudotus aiemmin totutusta noin 6 MEUR:n tasosta. Emme odota kulutason enää laskevan nykyisestä ja pidämme nykytasoa Aspon kokoluokka huomioiden hyvänä.

Ennustetaulukko	Q1'16	Q1'17	Q1'17e	Q1'17e	Konsensus	Erotus (%)	2017e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. Inderes
Liikevaihto	99	119	113	109	107	113	5 %
Liikevoitto	3,3	4,4	3,9	4,4	3,9	4,7	12 %
Tulos ennen veroja	2,6	4,2	3,1	3,6	3,1	4,0	34 %
EPS (oikaistu)	0,06	0,13	0,08	0,10	0,08	0,12	63 %
Liikevaihdon kasvu-%	-3,4 %	20,8 %	14,6 %	10,7 %	8,6 %	14,7 %	6,2 %-yks.
Liikevoitto-%	3,4 %	3,7 %	3,5 %	4,0 %	3,6 %	4,2 %	0,2 %-yks.

Lähde: Inderes & Inquiry (konsensus)

Tuloksen pitäisi nousta uudelle tasolle

Ennusteissa ei oleellisia muutoksia

Aspon näkymät ovat jatkaneet parantumistaan katsauskauden aikana ja H2'16:lla nähty käänne on jatkanut alkuvuonna vahvistumistaan. Yhtiö saa tällä hetkellä vetoapua useasta eri suunnasta ja keskeisiä alueita ovat:

- 1) Venäjän elpyminen ja ruplan vahvistuminen
- 2) Suomen talouden piristyminen
- 3) rahtimarkkinan elpyvä hintataso

Yhtiöllä on mielestämme erittäin hyvät edellytykset merkittävään tulosparrannukseen lähivuosina ja tulosparrannuksessa keskeisessä roolissa ovat Telko, supramax-alukset sekä ESL:n uudet LNG-alukset. Myös Leipurin parantaa tulostaan, mutta tämän suhteen olemme hyvin varovaisia johtuen jatkuvista pettymyksistä.

Olemme tehneet ennusteisiimme vain pieniä muutoksia ja odotamme kuluvalta vuodelta 26,2 MEUR:n liikevoittoa (aik. 26,0 MEUR) sekä 0,63 euron osakekohtaista tulosta (aik. 0,60 EUR). Liikevoittoennusteemme on Aspon 22-27 MEUR:n ohjeistuksen ylälaidassa ja olemmekin luottavaisia, että Aspo tulee tarkistamaan ohjeistuksensa alalaitaa ylöspäin vuoden edetessä. ESL parantaa kuluvana vuonna tulostaan supramaxien parantuvan kannattavuuden myötä. Muun laivaston osalta odotamme kannattavuuden pysyvän muuttumattomana, sillä rahtimarkkinan parantuneella hintatasolla on vain rajallisia vaikutuksia ESL:n sopimusliikenteessä olevaan kalustoon.

Telkon osalta kuluvaan vuoden teemana on kasvu. Yhtiö kasvaa nopeasti markkinan myötätuulen ja viimevuosien aikana tehtyjen oikeiden strategisten päätösten ansiosta. Kannattavuus jää kuitenkin kuluvaan vuonna normaalia tasoa matalammaksi johtuen ruplan vahvistumisesta syntyvästä väliaikaisesta marginaalipaineesta. Leipurin kannattavuuden ennustamme paranevan hieman vuoden 2016 surkealta tasolta, kun yhtiö pääsee takaisin kasvuun ja konekaupan ennätyskorkea tilauskanta realisoituu. Jatkuvien pettymysten ja heikon näkyyvyyden vuoksi olemme kuitenkin Leipurin ennusteissamme edelleen hyvin varovaisia. Kaukon osalta myös kuluva vuosi menee vielä uuden liiketoiminnan rakentamisessa ja tulos säilyy lähellä nollaa.

Ensi vuoden osalta tuloksen pitäisi ottaa selkeä tasokorjaus ylöspäin, kun Telkon marginaali paranee ja ESL:n uudet laivat tulevat Itämerelle liikenteeseen. Ennustamme Telkon liikevoiton nousevan 15,2 MEUR:oon (2017e: 12,2 MEUR), kun ruplan vahvistumisesta syntyvä marginaalipaine hellittää ja liikevaihdon kasvu heijastuu tulokseen. ESL:n uusien aluksien pitäisi olla Itämerellä liikenteessä 2018 alkupuolella ja ne ovat heti täystyöllistettyjä (sopimus SSAB kanssa). Yhtiön mukaan laivat tulevat parantamaan ESL:n kannattavuutta (2020 EBIT 20-24 %) ja konservatiivisten arvioidemme perusteella niiden vuositason liikevoittoaikutus tulee olemaan noin 6 MEUR, josta osa realisoituu jo 2018. Leipurin ennusteemme ovat myös 2018 osalta varovaisella tasolla. Kokonaisuutena odotamme ensi vuodelta 31,8 MEUR:n liikevoittoa ja 0,74 euron osakekohtaista tulosta (molemmat ennallaan).

Ennustemuutokset	2017e	2017e	Muutos	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	516	528	2 %	556	572	3 %	605	622	3 %
Liikevoitto	26,0	26,2	1 %	31,8	31,8	0 %	37,6	37,8	1 %
Tulos ennen veroja	22,7	23,5	4 %	27,3	27,5	1 %	32,1	32,4	1 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,60	0,63	5 %	0,74	0,74	1 %	0,87	0,88	1 %
Osakekohtainen osinko	0,44	0,44	0 %	0,45	0,45	0 %	0,50	0,50	0 %

Lähde: Inderes

Liikevaihto	2017e	2017e	Muutos	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
ESL Shipping	74,3	78,2	5 %	78,5	85,7	9 %	85,9	93,2	8 %
Leipurin	121,0	123,6	2 %	129,0	131,9	2 %	138,9	141,9	2 %
Telko	285,6	290,8	2 %	311,3	317,1	2 %	340,6	347,2	2 %
Kauko	35,6	35,6	0 %	37,3	37,4	0 %	39,2	39,3	0 %

Lähde: Inderes

Liikevoitto	2017e	2017e	Muutos	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
ESL Shipping	13,5	14,5	8 %	15,7	16,3	3 %	18,5	19,0	3 %
Leipurin	3,3	3,1	-6 %	4,1	4,0	-4 %	5,0	4,7	-6 %
Telko	12,8	12,2	-4 %	15,6	15,2	-2 %	17,7	17,7	0 %
Kauko	0,4	0,1	-74 %	0,5	0,5	0 %	0,6	0,6	0 %
Konsernikulut	-4,0	-3,8	-5 %	-4,1	-4,1	0 %	-4,2	-4,2	0 %

Lähde: Inderes

Kurssissa nousuvaraa tuloskasvun kautta

Arvostustaso kiristynyt kurssinousun myötä

Aspon osakekurssi on kohonnut voimakkaasti viimeisen 6kk:n aikana (+30 %), markkinan elpymisen ja yhtiön hyvän operatiivisen kehityksen seurauksena. Tulosennusteemme ovat nousseet selvästi tätä hitaammin (2018 0 % ja 2019 +10 %) ja näin ollen yhtiön arvostustaso on kiristynyt. Aspon ohjeistushaarukan keskikohdalla laskettuna P/E-kerroin on 16x ja omalla ennusteellamme 14x. Kuluvin vuoden kertoimet ovat suhteellisen neutraalilla tasolla ja emme näe niissä oleellista nousuvaraa.

Vuoden 2017 numerot eivät kuitenkaan huomio uusia laivoja joiden tulosvaikutus on merkittävä. Vuoden 2018 ennusteillamme P/E-kerroin laskee houkuttelevalle 12x tasolle. 2019 ennusteillamme Aspon P/E-kerroin painuu 10x tasolle. 2019 ennuste huomioi uudet laivat täysimääräisesti ja heijastelee myös muun portfolion osalta täyttä tuloskuntoa. 2019 ennusteillamme myös ROE-% nousee lähelle Aspon omaa tavoitetasoa (+20 %) ja uskomme, että vuoden 2019 ennusteemme on kohtuullisen lähellä yhtiön nykyisen strategian mukaisia tavoitteita. Annamme analyysissämme kuitenkin vielä hyvin rajallisesti painoa 2019 kertoimille ja keskitymme lähinnä vuosien 2017 ja 2018 kertoiin johtuen pidemmän aikavälin epävarmuudesta. Näemmekin osakkeessa edelleen nousuvaraa, kun tuloskasvu realisoituu ja näkyvyys uusiin laivoihin paranee.

Osinko pysyy kasvu-uralla

Aspon osinkotuotto on kurssinoususta huolimatta edelleen kohtuullisella noin 5 %:n tasolla. Ennustamme osingon kasvavan lähivuosina hitaasti, kun pääfokus pääoman allokoinnissa on edelleen uusissa laivoissa. Vuoden 2019 jälkeen yhtiön osingonmaksupotentiaali kasvaa merkittävästi ja osingon nostaminen seuraavalle tasolle olisi periaatteessa mahdollista.

Kokonaisuutena pidämme osakkeen kokonaistuotto-odotusta edelleen varsin hyvänä ja tuloskasvun realisoituessa, pitäisi osakkeen tarjota edelleen lähes 15 %:n vuosituottoa.

	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö				2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e
Aspo	8,85	276	377	14,4	13,3	9,8	9,3	0,7	0,7	13,9	12,1	4,8	5,0	2,3
Bunzl	2435,00	9601	11043	17,5	16,4	14,9	14,1	1,1	1,0	21,5	20,7	1,9	1,9	5,6
Itochu	1645,00	22117	42904			11,0	10,9	1,1	1,0	6,9	6,5	3,5	3,9	1,1
Koninklijke DSM	65,73	11968	13976	15,4	13,8	9,8	9,0	1,6	1,5	17,6	15,7	2,7	2,8	1,8
Orkla	80,50	8628	9565	18,8	17,4	14,9	14,0	2,2	2,1	19,0	18,0	3,3	3,3	2,4
Industrivarden	228,70	10067	11255								11,1	2,5	2,5	
Orkla	80,50	8628	9565	18,8	17,4	14,9	14,0	2,2	2,1	19,0	18,0	3,3	3,3	2,4
Golden Ocean Group	6,61	705	1489	191,4	46,4	49,8	20,9	11,2	8,1		27,7		3,3	0,6
Brenntag	56,24	8667	10343	13,9	12,7	11,3	10,4	0,9	0,8	19,9	19,3	2,0	2,2	2,7
DKSH Holdings	85,05	5012	4575	15,5	13,5	13,8	12,1	0,4	0,4	24,6	22,2	2,0	2,1	3,5
Marr SPA	22,77	1489	1660	16,9	16,0	14,6	14,0	1,0	1,0	22,6	22,5	3,5	3,7	4,8
Aryzta	34,34	2943	4832	21,6	18,6	10,6	9,8	1,3	1,2	12,7	12,2	1,2	1,2	1,0
Safe Bulkers	2,20	195	642	56,4	14,1	10,4	6,1	5,1	3,5		29,1		8,8	0,3
Panostaja	0,84	44	123	10,9	10,6	6,6	4,7	0,7	0,6	42,0	8,4	4,8	6,0	1,1
Aspo (Inderes)	8,85	274	381	14,6	12,9	10,3	9,6	0,7	0,7	14,0	11,9	5,0	5,1	2,3
Keskiarvo				34,3	17,5	14,8	11,5	2,3	1,9	20,0	17,4	3,0	3,6	2,3
Mediaani				17,2	15,1	11,3	10,9	1,1	1,0	19,0	18,0	3,0	3,3	2,3
Erotus-% vrt. mediaani				-15 %	-15 %	-9 %	-12 %	-36 %	-32 %	-26 %	-34 %	65 %	54 %	0 %

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

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

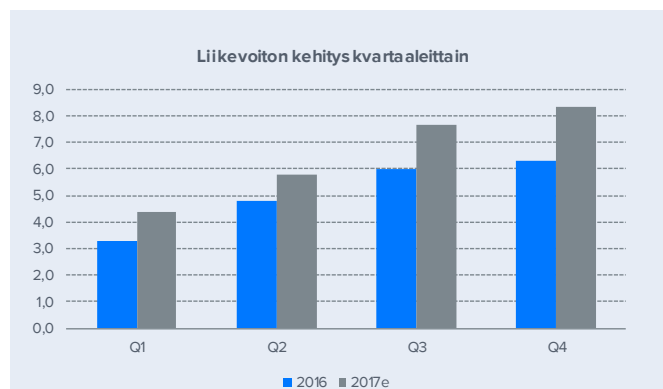
Tuloskehitys kvartaalitasolla	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	445,8	98,5	116,2	118,2	124,5	457,4	119,0	133,3	135,6	140,4	528,3	572,0	621,6
ESL Shipping	76,2	16,2	16,7	17,9	20,6	71,4	18,9	18,2	19,5	21,6	78,2	85,7	93,2
Leipurin	117,8	26,2	28,8	27,0	30,7	112,7	29,4	31,7	29,7	32,8	123,6	131,9	141,9
Telko	215,3	49,4	62,2	63,8	64,9	240,3	63,6	74,0	75,9	77,2	290,8	317,1	347,2
Kauko	36,5	6,7	8,5	9,5	8,3	33,0	7,1	9,4	10,5	8,7	35,6	37,4	39,3
Käyttökate	33,1	6,1	7,7	8,9	9,3	32,0	7,4	8,4	10,3	10,9	37,0	42,5	50,9
Poistot ja arvonalennukset	-12,5	-2,8	-2,9	-2,9	-3,0	-11,6	-3,0	-2,6	-2,6	-2,6	-10,8	-10,7	-13,1
Liikevoitto ilman kertaeriä	20,6	3,3	4,8	6,0	6,3	20,4	4,4	5,8	7,7	8,3	26,2	31,8	37,8
Liikevoitto	20,6	3,3	4,8	6,0	6,3	20,4	4,4	5,8	7,7	8,3	26,2	31,8	37,8
ESL Shipping	14,7	2,2	2,9	3,4	4,1	12,6	3,0	3,2	3,8	4,5	14,5	16,3	19,0
Leipurin	2,4	0,5	0,4	0,4	0,7	2,0	0,4	0,9	0,8	1,0	3,1	4,0	4,7
Telko	10,4	2,3	3,0	2,3	2,5	10,1	2,3	2,9	3,4	3,6	12,2	15,2	17,7
Kauko	-1,2	-0,3	-0,3	0,5	0,0	-0,1	-0,5	-0,1	0,5	0,2	0,1	0,5	0,6
Konsernikulut	-5,7	-1,4	-1,2	-0,6	-1,0	-4,2	-0,8	-1,1	-0,9	-1,0	-3,8	-4,1	-4,2
Nettorahoituskulut	0,7	-0,7	-0,9	-0,8	-0,6	-3,0	-0,2	-0,9	-0,8	-0,8	-2,7	-4,3	-5,4
Tulos ennen veroja	21,3	2,6	3,9	5,2	5,7	17,4	4,2	4,9	6,9	7,5	23,5	27,5	32,4
Verot	-1,5	-0,3	-0,5	-0,2	-0,5	-1,5	-0,3	-0,5	-0,7	-0,8	-2,2	-2,9	-3,5
Vähemmistöosuudet	-1,0	-0,3	-0,6	-0,4	-0,4	-1,7	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-1,7	-1,7	-1,7
Nettotulos	18,8	2,0	2,8	4,6	4,8	14,2	3,5	4,0	5,8	6,4	19,6	23,0	27,2
EPS (oikaistu)	0,61	0,06	0,09	0,15	0,15	0,46	0,11	0,13	0,19	0,21	0,63	0,74	0,88
EPS (raportoitu)	0,61	0,06	0,09	0,15	0,15	0,46	0,11	0,13	0,19	0,21	0,63	0,74	0,88

Tunnusluvut	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihdon kasvu-%	-7,7 %	-3,4 %	5,4 %	6,0 %	2,0 %	2,6 %	20,8 %	14,7 %	14,7 %	12,8 %	15,5 %	8,3 %	8,7 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-12,0 %	10,0 %	17,1 %	-17,8 %	1,6 %	-1,0 %	33,3 %	20,1 %	27,9 %	32,3 %	28,3 %	21,6 %	18,7 %
Käyttökate-%	7,4 %	6,2 %	6,6 %	7,5 %	7,5 %	7,0 %	6,2 %	6,3 %	7,6 %	7,8 %	7,0 %	7,4 %	8,2 %
Oikaistu liikevoitto-%	4,6 %	3,4 %	4,1 %	5,1 %	5,1 %	4,5 %	3,7 %	4,3 %	5,7 %	5,9 %	5,0 %	5,6 %	6,1 %
Nettotulos-%	4,2 %	2,0 %	2,4 %	3,9 %	3,8 %	3,1 %	2,9 %	3,0 %	4,3 %	4,5 %	3,7 %	4,0 %	4,4 %

Lähde: Inderes



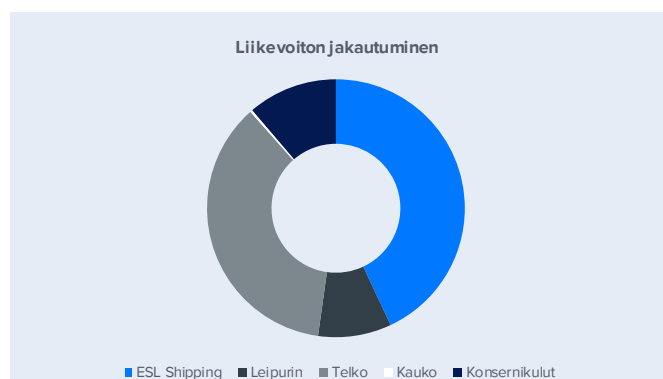
Lähde: Inderes



Lähde: Inderes



Lähde: Inderes

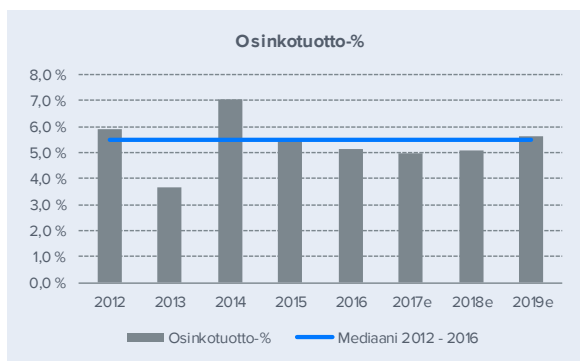
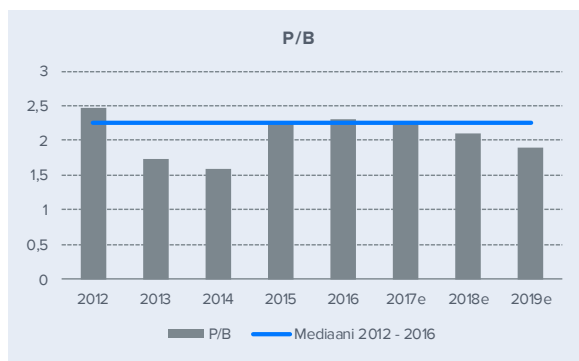
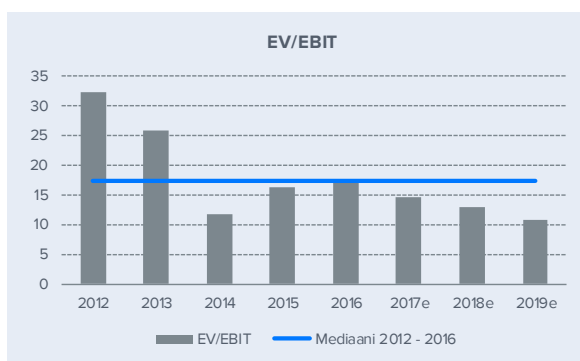
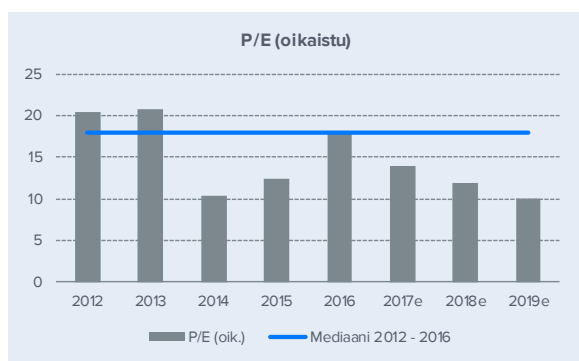


Lähde: Inderes

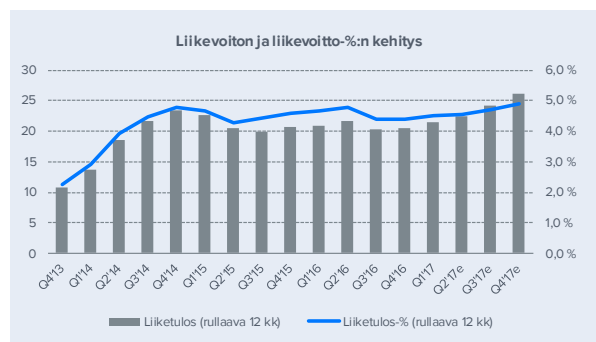
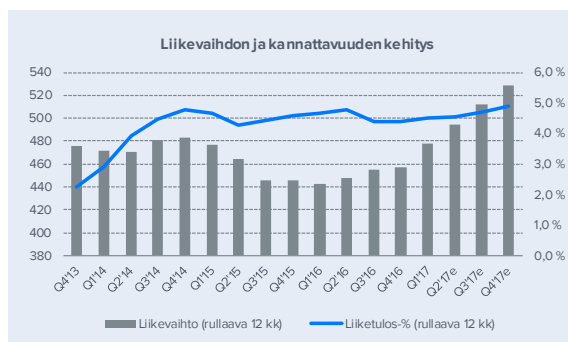
Arvostus

Arvostustaso	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi	7,12	5,75	5,69	7,50	8,18	8,85	8,85	8,85
Markkina-arvo	220	178	176	232	253	274	274	274
Yritysarvo (EV)	341	278	273	336	355	381	409	407
P/E (oik.)	20,4	20,7	10,4	12,4	17,9	14,0	11,9	10,1
P/E	20,4	20,7	10,4	12,4	17,9	14,0	11,9	10,1
P/Kassavirta	-14,3	10,7	12,2	10,1	19,0	38,7	-31,2	12
P/B	2,5	1,7	1,6	2,3	2,3	2,3	2,1	1,9
P/S	0,5	0,4	0,4	0,5	0,6	0,5	0,5	0,4
EV/Liikevaihto	0,7	0,6	0,6	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7
EV/EBITDA	15,9	12,9	8,1	10,2	11,1	10,3	9,6	8,0
EV/EBIT	32,2	25,8	11,7	16,3	17,4	14,6	12,9	10,8
Osinko/tulos (%)	120,4 %	75,6 %	72,9 %	67,5 %	91,7 %	69,6 %	60,6 %	56,9 %
Osinkotuotto-%	5,9 %	3,7 %	7,0 %	5,5 %	5,1 %	5,0 %	5,1 %	5,6 %

Lähde: Inderes



Tulostrendi (rullaava 12 kk)

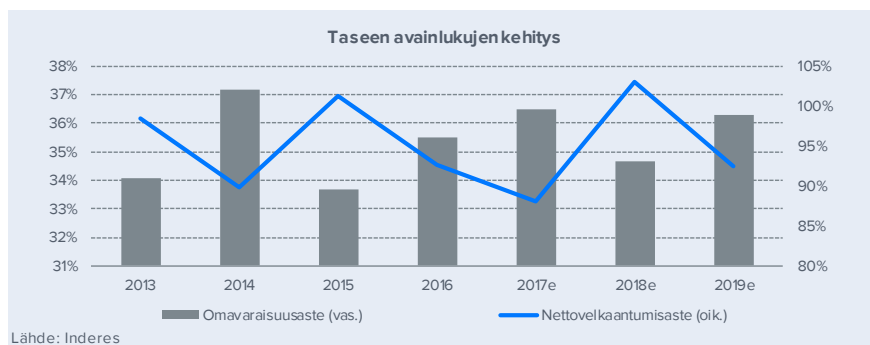


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	175	174	170	180	214
Liikearvo	44	43	43	43	43
Aineettomat oikeudet	12	11	9	9	8
Käyttöomaisuus	111	116	113	123	158
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0	0	0	0	0
Muut sijoitukset	3	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	4	4	5	5	5
Laskennalliset verosaamiset	0	0	0	0	0
Vaihtuvat vastaavat	123	131	139	153	163
Varastot	47	48	57	63	66
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0	0
Myyntisaamiset	56	58	60	69	74
Likvidit varat	19	24	23	21	23
Taseen loppusumma	298	305	310	333	377

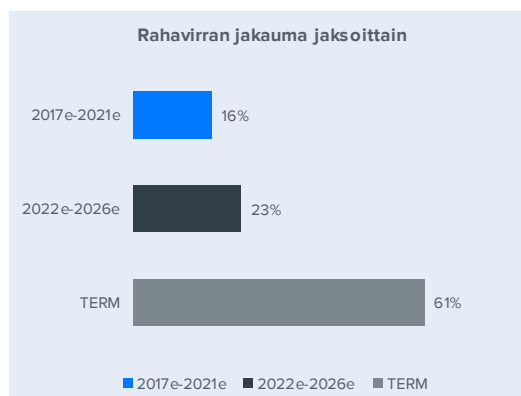
Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Oma pääoma	111	103	110	122	131
Osakepääoma	18	18	18	18	18
Kertyneet voittovarot	51	74	76	87	97
Omat osakkeet	-4	-3	-3	-3	-3
Uudelleenarvostusrahasto	14	-18	-18	-18	-18
Muu oma pääoma	33	32	37	37	37
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	92	129	125	129	155
Laskennalliset verovelat	8	8	8	8	8
Varaukset	0	0	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	82	117	112	115	142
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	1	4	5	5	5
Lyhytaikaiset velat	96	73	74	83	91
Lainat rahoituslaitoksilta	37	11	12	13	16
Lyhytaikaiset korottomat velat	58	60	58	66	72
Muut lyhytaikaiset velat	1	2	4	4	4
Taseen loppusumma	298	305	310	333	377



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	20,4	26,2	31,8	37,8	41,5	41,5	38,8	36,0	36,7	33,7	34,1	
+ Kokonaispoistot	11,6	10,8	10,7	13,1	13,8	13,7	13,6	13,4	13,3	13,2	13,1	
- Maksetut verot	-1,5	-2,2	-2,9	-3,5	-3,9	-4,2	-3,9	-3,6	-3,7	-3,4	-3,5	
- verot rahoituskuluista	-0,3	-0,3	-0,4	-0,6	-0,7	-0,8	-0,8	-0,7	-0,7	-0,6	-0,6	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-10,0	-7,3	-2,6	-2,8	-5,8	-2,3	-1,6	-1,6	-1,7	-1,7	-0,9	
Operatiivinen kassavirta	20,2	27,2	36,6	44,0	44,9	47,9	46,2	43,5	44,0	41,2	42,2	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-7,8	-20,1	-45,4	-22,0	-13,0	-12,0	-12,0	-12,0	-12,0	-12,0	-12,8	
Vapaa operatiivinen kassavirta	13,3	7,1	-8,8	21,9	31,9	35,9	34,2	31,5	32,0	29,2	29,4	
+/- 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	13,3	7,1	-8,8	21,9	31,9	35,9	34,2	31,5	32,0	29,2	29,4	489,4
Diskontattu vapaa kassavirta		6,8	-7,9	18,3	24,8	26,2	23,2	20,0	19,0	16,2	15,2	253,2
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		415,0	408,3	416,1	397,8	373,0	346,8	323,6	303,6	284,6	268,4	253,2
Velaton arvo DCF		415,0										
- Korolliset velat		-124,6										
+ Rahavarat		22,6										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus		-13,0										
Oman pääoman arvo DCF		300,1										
Oman pääoman arvo DCF per osake		9,69										

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 %
Riskiton korko	3,5 %
Oman pääoman kustannus	8,8 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,1 %



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2014	2015	2016	2017e	2018e
Liikevaihto	482,9	445,8	457,4	528,3	572,0
EBITDA	33,6	33,1	32,0	37,0	42,5
EBITDA-marginaali (%)	7,0	7,4	7,0	7,0	7,4
EBIT	23,4	20,6	20,4	26,2	31,8
Voitto ennen veroja	19,0	21,3	17,4	23,5	27,5
Nettovoitto	17,0	18,8	14,2	19,6	23,0
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2014	2015	2016	2017e	2018e
Taseen loppusumma	298,3	304,8	309,7	332,9	377,4
Oma pääoma	110,9	102,6	110,0	121,6	130,9
Liikearvo	44,4	42,7	42,6	42,6	42,6
Korolliset velat	119,0	127,9	124,6	128,1	157,8

Kassavirta	2014	2015	2016	2017e	2018e
EBITDA	33,6	33,1	32,0	37,0	42,5
Nettokäyttöpääoman muutos	0,7	0,0	-10,0	-7,3	-2,6
Operatiivinen kassavirta	33,6	31,6	20,2	27,2	36,6
Vapaa kassavirta	14,5	23,0	13,3	7,1	-8,8

Yhtiökuvaus
Aspo on monialayhtiö, joka on keskittynyt vahvaa erikoisosaamista vaativille liiketoiminta-alueille. Omistamme ja kehitämme B2B-markkinoiden johtavia yritysbrändejä. Kaikilla brändeillä on keskeinen asema asiakkaidensa muuttuvissa arvoketjuissa.

Osakekohtaiset luvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
EPS	0,55	0,61	0,46	0,63	0,74
EPS oikaistu	0,55	0,61	0,46	0,63	0,74
Operat. kassavirta per osake	1,08	1,02	0,65	0,88	1,18
Tasearvo per osake	3,58	3,31	3,55	3,93	4,23
Osinko per osake	0,40	0,41	0,42	0,44	0,45
Voitonjako, %	73	68	92	70	61
Osinkotuotto, %	7,0	5,5	5,1	5,0	5,1

Tunnusluvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
P/E	10,4	12,4	17,9	14,0	11,9
P/B	1,6	2,3	2,3	2,3	2,1
P/Liikevaihto	0,4	0,5	0,6	0,5	0,5
P/CF	5,2	7,4	12,5	10,1	7,5
EV/Liikevaihto	0,6	0,8	0,8	0,7	0,7
EV/EBITDA	8,1	10,2	11,1	10,3	9,6
EV/EBIT	11,7	16,3	17,4	14,6	12,9

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Havsudden Oy Ab	10,2 %
Varma	4,6 %
Tapio Vehmas	4,4 %
Aatos Vehmas	3,4 %
Ilmarinen	3,2 %
Tatu Vehmas	3,1 %

Suositus historia

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 €

Vastuuvapauslauseke

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

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä 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 neliportainen suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitusuusituksia 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 arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi.

Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

Suositus	Nousuvara 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 ylittävää 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 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 Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien 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/>