

Aspo

Yhtiöpäivitys

9/2016

inde
res.

Kahden kerroksen väkeä

Toistamme Aspon 7,6 euron tavoitehintamme ja lisää-suosituksemme. Pidämme lähivuosien tuloskasvunäkymiä suhteellisen positiivisina ja Aspolla pitäisi olla hyvät edellytykset parantaa tulostaan Telkon johdolla. ESL:n uudet alukset nostavat liikevoittoa selvästi 2018 alkaen ja luottamuksemme aluksien positiivista tulosvaikutusta kohtaan on vahvistunut tavattuamme yhtiön johtoa. Tuloskasvun realisoituessa osakkeen arvostus on suhteellisen edullinen ja samalla korkea osinkotuotto sekä noin 8,1 euron tasolla oleva osien summa -laskelma antaa osakkeelle tukea.

Holding-yhtiö Aspo

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

Lähivuosien tulostulokset ovat positiiviset

Aspon lähivuosien tuloskasvunäkymät ovat mielestämme varsin hyvät. Telko palasi Q2'16:lla takaisin vahvalle kasvu-uralle ja odotamme yhtiön parantavan tulostaan selvästi lähivuosina. ESL:n tulos pysyy vakaana, kunnes uudet laivat nostavat tulosta selvästi 2018 alkaen. Leipurin osalta odotamme, että pahin on vuoden 2016 jälkeen takana ja yhtiön pitäisi palata asteittain kohti normaalia kannattavuuttaan. Kokonaisuutena Aspon tuloksen pitäisikin parantua 2015-2019e välillä noin 13 %:lla per vuosi.

Yhtiöiden kehityksessä selkeää polarisoitumista

Arviomme Aspon osien summasta on pysynyt vuoden 2014 jälkeen ennallaan. Vaikka Telkon arvo (150 MEUR) onkin kasvanut selvästi, on se hautautunut pääosin Leipurin laskeneen arvon (60 MEUR) alle. ESL:n osalta arvo on noussut (195 MEUR) lievästi uusien laivainvestointien ansiosta. Kokonaisuutena Aspon nettovelat ja konsernikulut huomioiva nettoarvo on noin 250 MEUR eli noin 8,1 euroa per osake. Venäjän markkinan heikkous sekä rahtimarkkinan kriisi ovat omalta osaltaan vaikuttaneet negatiivisesti Aspon arvoon viimeisen kahden vuoden aikana ja näin ollen arvon säilyminen ennallaan kertoo yhtiön positiivisesta sisäisestä kehityksestä.

Kurssinousu nojaa tulosparannukseen

Kuluvan vuoden P/E-kerroin on 15x ja neutraalilla tasolla. Vuodelle 2017 ennustamallamme tulosparannuksella P/E-kerroin laskee 11,5x tasolle, jota voidaan pitää edullisena tasona ja näemmekin siinä nousuvaraa, mikäli Aspo lunastaa tuloskasvuodotuksemme. Osinkotuotto on hyvällä hieman yli 6 %:n tasolla ja tarjoaa sijoittajalle hyvää tuottoa tuloskasvun realisoitumista odotellessa.

Analyytikko

Sauli Vilén

+358 44 025 8908

sauli.vilen@inderes.fi



Suositus ja tavoitehintaa

Lisää

Ennallaan

7,6 EUR

Ennallaan



Osakekurssi: 7,00 EUR

Potentiaali: +9 %

Avainluvut

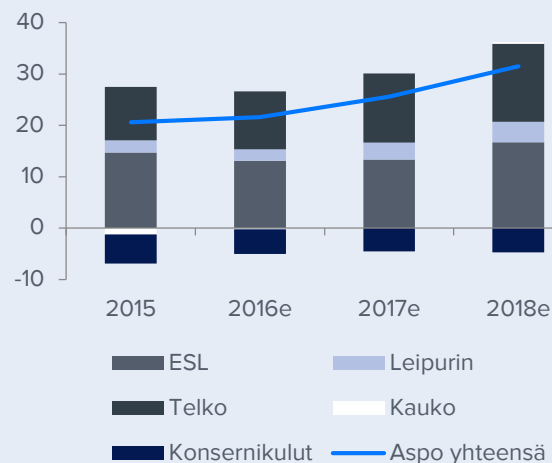
	2015	2016e	2017e
Liikevaihto	445,8	444,3	480,2
-Kasvu-%	-7,7 %	-0,3 %	8,1 %
EBIT	20,6	21,6	25,6
-EBIT -%	4,6 %	4,9 %	5,3 %
Tulos ennen veroja	21,3	18,4	22,0
Nettotulos	19,8	16,6	19,9
EPS	0,61	0,48	0,59
Osinko	0,41	0,43	0,45
-Osinkosuhde-%	68 %	89 %	76 %
P/E (oik.)	12,4	14,5	11,8
P/B	2,3	2,0	1,9
EV/EBITDA	10,16	9,95	9,22
Osinkotuotto-%	5,5 %	6,2 %	6,5 %
Lähde: Inderes			

Kurssikehitys

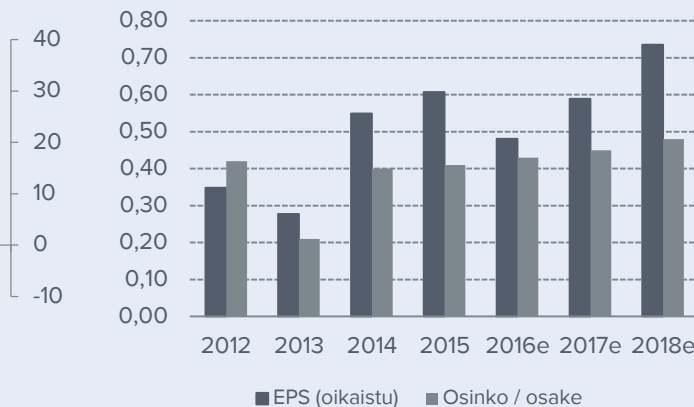


Lähde: Bloomberg

Liikevoitto segmenteittäin



Osakekohtainen tulos ja osinko



P/E (oik.)

15x

2016e

EV/EBITDA

10x

2016e

P/B

2,0x

2016e

Osinko-%

6,2

2016e



Arvoajurit

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



Riskitekijät

- Venäjän markkina
- Historiallisen heikko rahtimarkkina
- Leipurin tulokäänteen onnistuminen
- Kaukon strategian onnistuminen



Arvostus

- Toteutuneilla numeroilla arvostus on neutraali
- Tulosparannuksen realisoituessa osake on halpa
- Hyvä osinkotuotto
- Osien summa antaa arvostukselle selkeää tukea

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja taloudelliset tavoitteet	s. 5-8
Sijoittajaprofiili	s. 9-10
Omistaja-arvo ja rakennejärjestelyt	s. 11-14
ESL Shipping	s. 15-18
Telko	s. 19-23
Leipurin	s. 24-28
Kauko	s. 29-30
Taloudellinen tilanne	s. 31-32
Ennusteet	s. 33-34
Arvonmääritys ja suositus	s. 35-37
Liitteet & taulukot	s. 38-41
Vastuuvapauslauseke	s. 43

Yhtiökuvaus

Holding-yhtiö Aspo

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

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

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

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

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

Aspo konsernin liikevaihto oli vuonna 2015 446 MEUR ja liikevoitto 20,6 MEUR.

Visio

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

Strategia

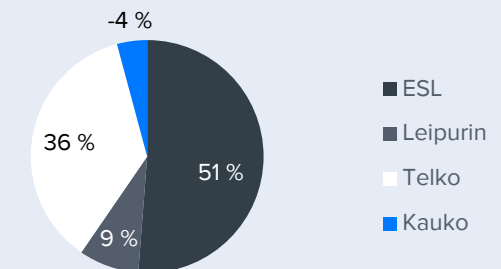
Aspon strategian keskiössä on omistaa ja kehittää B2B-markkinoilla pääsääntöisesti operoivia yrityksiä. Maantieteellisesti Aspo on fokusoitunut toimimaan Pohjois-Euroopassa ja itämarkkinoilla. Osana Aspo-konsernia sen yritykset saavat merkittäviä hyötyjä, kuten taloudellista liikkumavaraa investointeja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

Liiketoimintarakenne

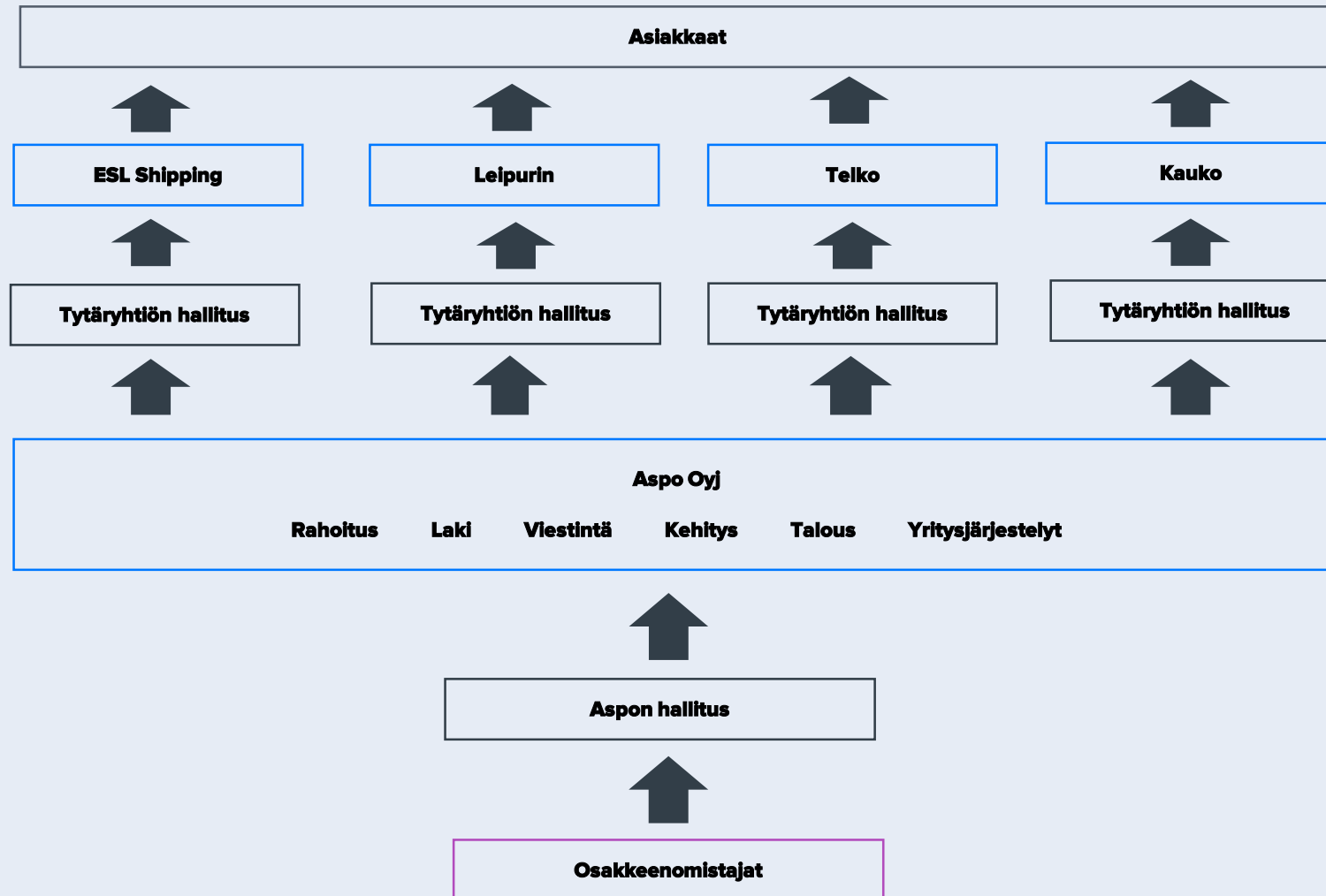
Aspon omistamat yritykset on johdettu hyvin

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

Liikevoiton jakauma 2015



Aspon organisaatiorakenne



Taloudelliset tavoitteet 1/2

Taloudelliset tavoitteet

Aspolla on voimassa kolme taloudellista tavoitetta:

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

Liikevoittomarginaalitavoite ei näkemyksemme mukaan ole Aspollle kovinkaan relevantti. Tämä johtuu siitä, että Aspo omistaa profililtaan hyvin erilaisia yrityksiä ja näiden arvon kehittyminen ei välttämättä kulje käsi kädessä liikevoitto-%:n kehityksen kanssa. ESL:n liikevoittomarginaali on lähivuosille noin 15 %, kun taas kauppaa tekevien Telkon ja Leipurin liikevoittomarginaaliennusteet ovat noin 5 %:n tuntumassa. Jos esimerkiksi Telko ja Leipurin nostaisivat liikevoittomarginaalinsa 7 % (mitä voidaan pitää erinomaisena tasona molemmille) ja ESL:n liikevoittomarginaali puolittuisi 7 %:iin heikon markkinatilanteen vuoksi, laskisi Aspon liikevoittomarginaali selvästi, vaikka yhtiön osien summa ja omistaja-arvo olisikin kasvanut selvästi Telkon ja Leipurin vahvan kehityksen myötä. Liikevoittomarginaalin käyttö Aspolla voi kuitenkin olla relevanttia tietyllä strategiakaudella, jolla yhtiön osat pysyvät ennallaan.

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

heidän varojaan allokoii. Oman pääoman tuotto ottaa myös huomioon Aspollle tärkeän velkavivun käytön. Oman pääomaan tuotto huomioi mahdolliset rakenneuutokset ja kertoo pitkässä juoksussa yhtiön omistaja-arvon kehityksestä. Suosittelemme sijoittajia seuraamaan oman pääoman tuottoa pidemmällä aikavälillä, sillä mahdolliset rakennejärjestelyt vaikuttavat lukuun merkittävästi. Pidämme 20 %:n oman pääoman tuottotavoitetta kunnianhimoisena, mutta nykyisellä liiketoimintaportfoliolla ja taserakenteella realistisena. Näkemyksemme mukaan 20 %:n tavoitteen saavuttaminen vaatisi nykyisellä taserakenteella Leipurin ja Telkon pääsyä yli 5 %:n liikevoittomarginaaliin ja ESL:n tulokunnan hienoista parantumista nykytasolta tai vaihtoehtoisesti rakennejärjestelyjä.

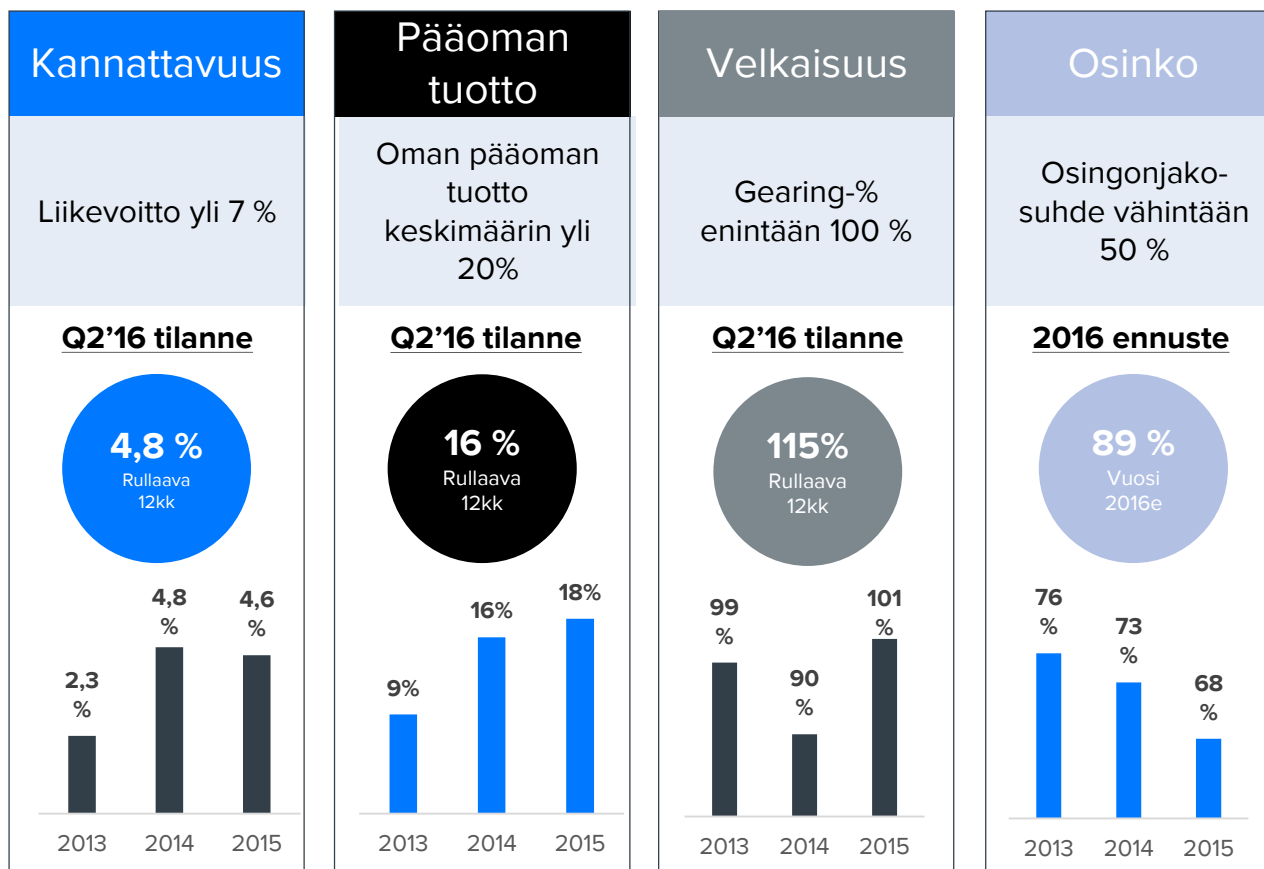
Nettovelkaantumisaste on mielestämme myös tärkeä tavoite Aspollle, sillä Aspon liiketoiminnassa velkavipu näyttelee merkittävää roolia. Lähtökohtaisesti Aspon kannattaa käyttää merkittävää velkavipua, sillä se nostaa oman pääoman tuottoa ja luo omistaja-arvoa, sillä oletuksella, että pääoman tuotto ylittää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

kohtuullista liikkumavaraa. Arviomme mukaan Aspon nettovelkaantumisaste voisi yritysostolla nousta 150 %:iin ja yhtiön velanhoitokyky olisi silti varsin hyvä.

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

Aspo on historiallisesti ollut hyvin avokätisen osingonmaksaja ja osinkosuhde on viimeiseltä seitsemältä vuodelta keskimäärin 93 %. Odotamme, että Aspo tulee jatkamaan avokätistä osinkopolitiikkaansa myös jatkossa ja uskomme keskimääräisen osinkosuhteen pysyvän selvästi yli 50 %:n myös tulevina vuosina. Osingon maksaminen kaksi kertaa vuodessa on mielestämme erinomainen päätös, sillä se parantaa Aspon kassavirran hallintaa sekä pienentää osinkoon liittyvää epävarmuutta.

Taloudelliset tavoitteet 2/2



Sijoittajaprofiili

Holding-yhtiö Aspo

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

Aspo on myös läpihistoriansa ollut erittäin avokätinen osingonmaksaja ja haluaa näkemyksemme mukaan profiloitua sijoittajakentässä myös osinkoyhtiönä.

Potentiaali

Näkemyksemme mukaan Aspon keskeiset positiiviset arvoajurit ovat:

- **Telkon kannattava kasvu:** Odotamme Telkolta lähivuosilta voimakasta kannattavaa kasvua ja yhtiö tulee olemaan Aspon keskeinen tulosajuri lähivuosille.
- **ESL:n uudet alukset:** Uudet alukset tulevat liikenteeseen 2018 aikana ja mikäli ne täyttävät yhtiön pääoman tuottotavoitteet, tulee niiden tulosvaikutus konsernille olemaan merkittävä. Olemme ennusteissamme konservatiivisia johtuen heikosta näkyvyydestä ja rahtimarkkinan vaikeasta tilanteesta. Myös meidän ennusteilla tulosvaikutus on kuitenkin merkittävä ja Telkon lisäksi toinen keskeinen tulosajuri Aspon kannalta.
- **Omistaja-arvon luonti yrityskaupoilla:** M&A

on osa Aspon strategiaa ja onnistumiset näissä voivat nostaa yhtiön arvoa merkittävästi. Aspo on historiassaan onnistunut yritysjärjestelyissä hyvin ja näin ollen pidämme tätä positiivisena optiona sijoittajien kannalta.

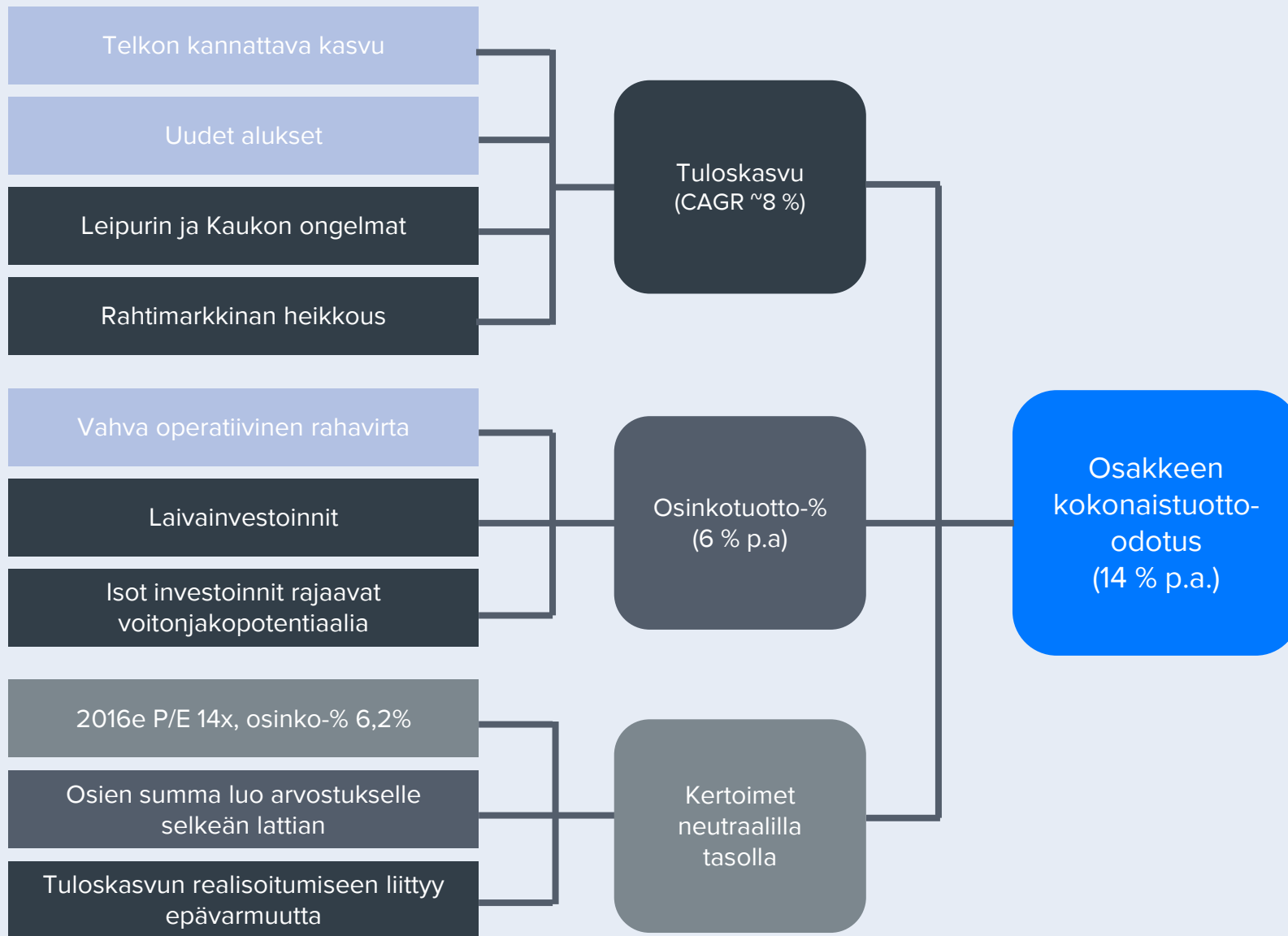
- **Ongelmayksiköiden kääntäminen:** Nykyiset tulosennusteemme heijastelevat korkeaa epävarmuutta Leipurin ja Kaukon tuloskehitystä kohtaan. Molempien segmenttien tulokset ovat pitkän aikavälin ennusteissamme merkittävästi alle yhtiön omien tavoitteiden ja näiden yksiköiden kääntäminen nostaisi tulosennusteitamme selvästi.

Riskit

Sijoittajan kannalta keskeisimmät riskit ovat näkemyksemme mukaan seuraavat:

- **Venäjä:** Aspon Venäjä-riski voidaan näkemyksemme mukaan jakaa kahteen osaan: poliittinen riski ja taloudellinen riski. Poliittisella riskillä tarkoitamme skenaariota, jossa poliittisen tilanteen kiristymisen johdosta yhtiön toimintaympäristö muuttuu nykyistä vaikeammaksi esimerkiksi pakotteiden laajentumisen tai länsimaisten toimijoiden aseman hankaloittamisen vuoksi. Vaikka Telko ja Leipurin toimivat molemmat poliittisesti melko neutraaleilla toimialoilla, on poliittiset riskit syytä huomioida nykyisessä hyvin epävarmassa tilanteessa. Venäjän taloudellisilla riskeillä tarkoitamme tilannetta, missä maan talousympäristö heikkenee selvästi ja näin ollen myös toimintaympäristö muuttuu haastavammaksi. Tämä riski on jo osittain realisoitunut, sillä Venäjän talouskasvu on ollut viimeiset kaksi vuotta
- erittäin heikolla tasolla. Vaikka Telko ja Leipurin ovat molemmat osoittaneet kykenevänsä operoimaan kannattavasti Venäjällä nykyisestä kriisistä huolimatta, on kasvunäkymien ja toimintaympäristön heikentymisellä negatiivinen vaikutus yhtiöiden tulosennusteisiin.
- **Yritysjärjestelyt:** Yrityskaupat ovat osa Aspon strategiaa ja niihin liittyy aina merkittäviä riskejä, jotka yleisesti liittyvät ostettavan liiketoiminnan laatuun ja maksettavaan kauppahintaan. Aspon tapauksessa yritysostot ovat mahdollisia Leipurin, Telkon ja Kaukomarkkinoiden tapauksessa. Leipurin ja Telkon suhteen olemme verrattain luottavaisia ja pidämme riskiä melko rajallisena, mikäli ostokohteen kokoluokka jää selvästi ostajan kokoluokkaa pienemmäksi. Kaukomarkkinoiden osalta pidämme riskiä huomattavasti suurempana, sillä on mielestämme epäselvää, olisiko uuden yhtiön tuloksentekokyky nykyistä parempi.
- **Itämeren rahtimarkkina:** Globaali rahtimarkkina on edelleen historiallisen heikossa kunnossa ja tämä kasvattaa näkemyksemme mukaan riskejä siitä, että maailman ylikapasiteettia alkaisi ohjautua Itämerelle parempien rahtihintojen toivossa. Vaikka Itämeri onkin osittain suojattu alue omista erikoispiirteistä johtuen, on tämä riski syytä ottaa huomioon. ESL ei pienenä toimijana pysty vaikuttamaan markkinoiden yleiseen kapasiteettiin ja alan muut toimijat päättävät absoluuttisesta kapasiteetin määrästä markkinalla. Pidämme tätä riskiä toistaiseksi varsin rajallisena.

Aspon arvoajurit



Omistaja-arvon luonti

Omistaja-arvo keskiössä

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

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

Kurssikehitys jäänyt osien arvon kasvusta

Vuosien 2004-2015 välillä Aspon oman pääoman kasvun ja osinkojen yhteenlaskettu kumulatiivinen tuotto on ollut 8 %. Valtaosa tästä (noin 90 %) on koostunut osingoista ja yhtiön hybridilainasta siivottu oma pääoma on kasvanut vain hieman vuoden 2004 tasosta. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että Aspo on jatkuvasti jakanut kaiken liiketoimintansa synnyttämän ylimääräisen pääoman omistajilleen.

Aspon oma pääoma ei kuitenkaan heijastele yhtiön osissa piilevää arvoa. Aspo on Kauko-Telko rakennemuutoksen jälkeen keskittynyt kehittämään sen nykyisiä liiketoimintoja ja niiden arvot ovat kasvaneet merkittävästi vuoden 2008 jälkeen (Kauko-Telko kauppaa tarkasteltu tarkemmin seuraavalla sivulla). Osien summa laskelmamme perusteella (sivu 35) Aspon osien velaton arvo on 250 MEUR tai noin 8,1 euroa per

osake. Tämä summa ylittää selvästi yhtiön hybridistä oikaistun oman pääoman (FY'15: 2,71 EUR) ja erotus (noin 5,4 euroa per osake) kuvastaa näkemyksemme mukaan yhtiön osissa piilevää arvoa.

Osien summa laskelmaamme käyttämällä Aspon vuosien 2004-2015 väliseksi annualisoiduksi arvokasvuksi saadaan 13 %. Mielestämme tämä luku on huomattavasti käyttökelpoisempi, sillä se heijastelee yhtiön liiketoimintoihin patoutunutta piilovarallisuutta. Yhtiö yritti purkaa tätä piilovarallisuutta listaamalla Leipurin pörssiin vuoden 2014 lopussa, mutta Venäjän markkinan romahdus ja talouskriisi johtivat listauksen peruutukseen. Aspon osakkeen vuotuinen kokonaistuotto on vuosien 2004-2015 välillä ollut noin 9 %. Tästä osinkojen osuus on ollut noin 70 % ja kurssinousun noin 30 %.

Oman pääoman tuotto ollut hyvällä tasolla

Oman pääoman tuottoa tarkasteltaessa vuosien 2004-2015 välillä Aspon oman pääoman tuotto on ollut keskimäärin 17,6 %. Aspon nykyinen liiketoimintarakenne on ollut käytössä vuodesta 2008 ja vuosien 2008-2015 välillä oman pääoman tuotto on ollut keskimäärin 14,3 %. Sijoittajan kannalta Aspo-konsernin tehtävänä on maksimoida omistaja-arvo rakennejärjestelyillä ja kehittämällä sen omistamia yhtiöitä. Paras mittari tämän seuraamiseen on oman pääoman tuotto ja osinkojen sekä oman pääoman kumulatiivinen kehitys.

Aspo on luonut omistaja-arvoa pitkällä aikavälillä

Pitkällä aikavälillä voidaan todeta Aspon

luoneen selvästi omistaja-arvoa, sillä osien piiloarvon huomioiva vuosien 2004-2015 välinen annualisoitu arvokasvu on ollut 14 %, jota voidaan pitää hyvänä tasona huomioiden vallitseva vaikea markkinaympäristö. Taso on myös vertailukelpoinen muihin pääomasijoittajiin tai sijoitusyhtiöihin. Yleisesti ottaen sijoitusyhtiöillä 20 %:n tasoa pidetään jo erinomaisena ja vain harvat yhtiöt yltyvät yli 20 %:n vuotuisen tuottoon pitkällä aikavälillä.

Aspon osakkeen kokonaistuotto on kuitenkin kehittynyt näkemyksemme mukaista arvokehitystä vaisummin (8 % vs. 13 %) ja osakkeen kokonaistuotto on ollut linjassa oman pääoman kasvun sekä kumulatiivisen osinkosumman kanssa. Näkemyksemme mukaan tämä kuvastaa sitä, että markkina ei anna täysimääräistä painoa Aspon osissa piilevälle arvolle ja tämän arvon purkautumista joudutaan todennäköisesti odottamaan seuraavaan rakennejärjestelyyn asti.

Rakennejärjestelyt (1/2)

Useita rakennejärjestelyjä

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

Autotank myytiin hyvään aikaan

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

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

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

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

Kun analysoimme Kauko-Telko kauppaa, tulee lähtökohtana käyttää nykyistä osien summaa ja lisäksi huomioida yhtiön tuottama vapaa kassavirta. Analyysimme mukaan Leipurin käypä arvo on tällä hetkellä 60 MEUR, Kaukon 5 MEUR ja Telkon 150 MEUR. Leipurin ja Kauko tulivat kokonaisuutena mukana Kauko-Telko kaupassa, mutta Telko sisältää myös vanhan Aspokemin. Arviomme mukaan Aspokemin osuus Telkosta

on noin 25 %, kun Aspokemin tulostasoa verrataan suhteessa nykyiseen Telkoon. Näin ollen Telkon hankitun liiketoiminnan arvo on noin 112 MEUR. Kokonaisuutena osien summa on siis noin 180 MEUR. Tämän lisäksi nämä yhtiöt ovat tuottaneet Aspon omistuksessa liikevoittoa noin 74 MEUR:n edestä ja nettotulosta noin 59 MEUR. Kun tästä vähennetään vuosien 2008-2015 väliset noin 17 MEUR:n investoinnit, ovat yhtiöt tuottaneet Aspolle vapaata kassavirtaa noin 42 MEUR. Näin ollen Kauko-Telko-kaupan kokonaisarvo on noin 220 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.

Rakennejärjestelyt (2/2)

Irtaantumiset epätodennäköisiä lyhyellä aikavälillä

Lyhyellä tähtäimellä pidämme todennäköisenä, että Aspo ei ole halukas irtaantumaan nykyisistä liiketoiminnoistaan. Leipurin sekä Kauko ovat molemmat keskellä strategian muutosta ja niiden tulostasot ovat heikolla tasolla. Näin ollen kummankaan irtaantuminen ei ole nykytilanteessa omistajien kannalta järkevää. Sama koskee myös Leipurin koneliiketoimintaa, joka on tällä hetkellä selvästi tappiollinen. Molempien yhtiöiden osalta mahdollinen irtaantuminen voisi tapahtua aikaisintaan vuosikymmenen lopulla.

ESL:n osalta emme pidä myyntiä realistisena vaihtoehtona. Laivamarkkinoiden tilanne on historiallisen heikko ja näkemyksemme mukaan markkinatilanteen pitäisi olla selvästi nykyistä parempi, jotta mahdollista myyntiä voitaisiin edes harkita. Edes tässä skenaariossa emme pidä myyntiä todennäköisenä, sillä ESL:llä on selkeä strateginen rooli Aspon toimintaa vakauttavana kassavirtageneraattorina.

Telko on Aspon tytäryhtiöistä kypsimmässä vaiheessa, mutta emme pidä nykyhetkeä vielä optimaalisena irtautumisen kannalta. Yhtiön kannattavuudessa on edelleen parantamisen varaa ja näkemyksemme mukaan Venäjän markkinan asteittainen kääntyminen tulee viemään yhtiön jälleen takaisin voimakkaalle kasvupolulle, joka tulee nostamaan yhtiön arvoa selvästi. Keskipitkällä aikavälillä Telko on kuitenkin erittäin looginen kandidaatti irtaantumista ajatellen ja esimerkiksi 2018 tulosennusteillamme (EBIT 15 MEUR ja liikevaihdon kasvu +9 %) yhtiön arvon pitäisi olla

150-200 MEUR:n välillä.

Seuraavat rakennejärjestelyt todennäköisesti ostopuolella

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

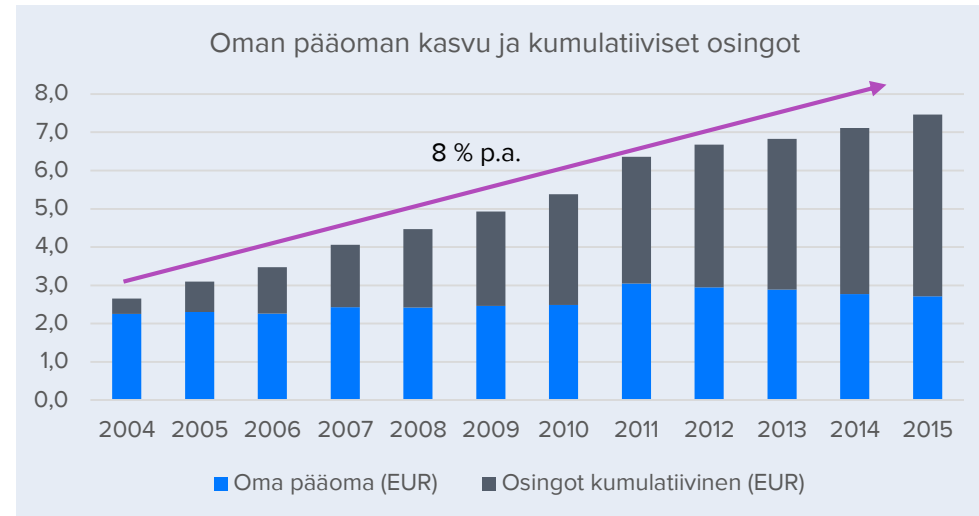
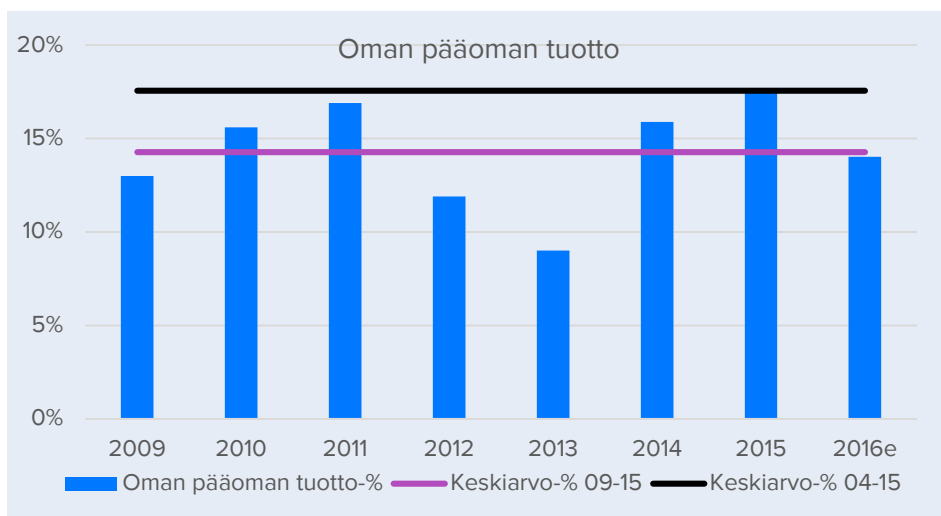
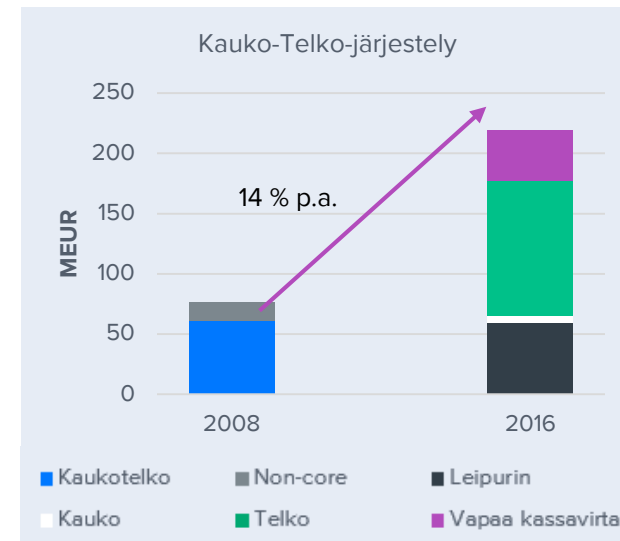
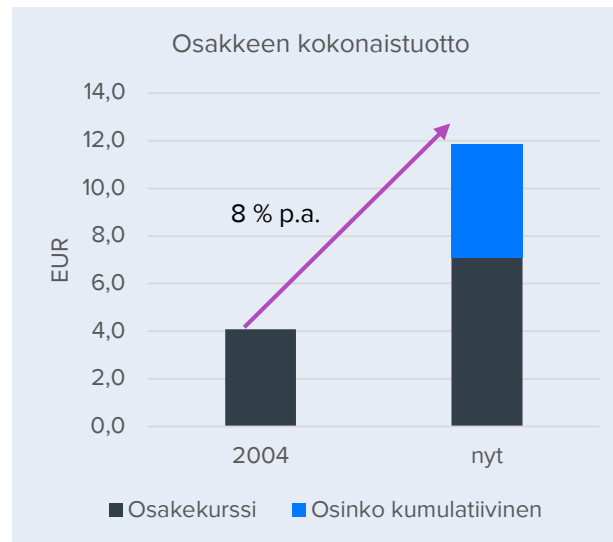
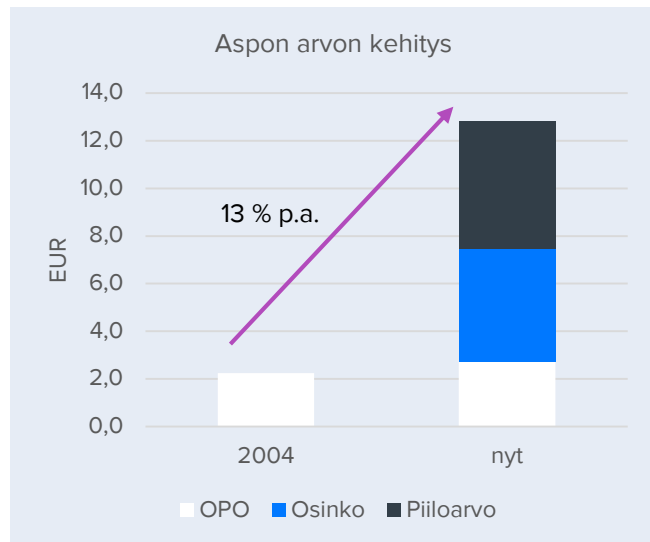
Telkossa yrityskaupat ovat arviomme mukaan keskeinen osa yhtiön kasvustrategiaa ja uskomme sen etsivän ostokohteita jatkuvasti. Uskomme Telkon pyrkivän yrityskauppojen avulla laajentamaan joko maantieteellistä peittoaan (itäinen Keski-Eurooppa) tai vaihtoehtoisesti kasvattamaan markkinaosuuttaan olemassa olevilla alueilla. Myös tuoteportfolion laajentaminen (esim. komposiitteihin) ei ole mielestämme täysin poissuljettu. Yritysostojen liikevaihtoluokka olisi arviomme mukaan 10-50 MEUR välillä ja toteutuessaan niillä voisi olla merkittävä positiivinen vaikutus Telkon liikevaihtoon. Olisimme yllättyneitä mikäli Aspo ei toteuttaisi

Telkossa yritysostoja seuraavan kahden vuoden aikana.

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

Kaukossa yritysostot ovat mahdollisia, mikäli Aspo haluaa vauhdittaa yhtiön kehittymistä ja palveluntarjontaa nykyiselle asiakaskunnalle. Uskomme mahdollisten yritysostojen olevan pieniä täydentäviä kauppia. Kaukon tapauksessa pidämme myös mahdollisena, että Aspo etsii yhtiölle uutta kumppania Suomen toimintoja kehittämään. Kaukomarkkinoiden Suomen toiminnot voisivat näkemyksemme mukaan hyötyä selvästi, mikäli ne olisivat osa isompaa kokonaisuutta. Myös Aspon kannalta tämän kaltainen vähemmistö- tai yhteisomistajuus ratkaisu olisi hyvä, sillä se parantaisi Kaukon kilpailuasemaa ja toisaalta rajaisi Aspon riskejä yhtiön osalta.

Rakennejärjestelyt ja omistaja-arvo yhteenveto



ESL Shipping (1/3)

Itämeren johtava erikoisvarustamo

ESL Shipping on yksi Itämeren johtavia kuivarahtiyhtiöitä. Yhtiön laivasto sisältää 14 alusta, joista se omistaa 13 ja vuokraa yhtä. Kaluston kokonaiskapasiteetti (kantavuus) oli vuoden 2015 lopussa noin 287.000 tonnia kuollutta painoa (dwt) ja kapasiteetilla painotettu keski-ikä noin 14 vuotta. ESL:n tärkeimmät asiakkaat ovat teräs- ja energiateollisuus ja tärkeimmät kuljetettavat raaka-aineet ovat rautamalmi, hiili ja kalkkikivi.

Kuivarahtimarkkina on historiallisen heikko

Globaali kuivarahtimarkkina on jo pitkään ollut erittäin heikko. Vuosien 2003-2008 välillä markkina koki historiallisen nousukauden ja kapasiteettia tilattiin selvästi enemmän kuin maailman kaupan kasvu olisi vaatinut. Vuonna 2007 markkinan huipulla uutta kapasiteettia tilattiin yhteensä 166 miljoonaa dwt:tä, kun pitkän aikavälin keskiarvo on noin 80 miljoonaa dwt:tä. Tilaukset piristyivät väliaikaisesti finanssikriisin jälkeisen romahduksen jälkeen vuosina 2013 ja 2014, mutta romahtivat jälleen 2015. Aluksia toimitettiin vuosina 2010-2013 ennätysellinen määrä markkinoille ja kuivarahtimarkkinalla on tällä hetkellä raskas ylikapasiteetti. Ylikapasiteetin johdosta kuivarahtien hinnat ovat romahtaneet ja alan hintatasoa kuvaava Baltic Dry-indeksi on tällä hetkellä lähellä historiansa matalinta tasoa.

Tämä ylikapasiteetti sulaa markkinalta hitaasti, sillä laivojen keski-ikä on 20-30 vuotta ja kustannukset ovat etupainotteisia. Tämä kannustaa laivojen omistajia ajattamaan niitä edes lievästi positiivisella kassavirralla, mutta

käyttökatetasolla negatiivisilla hinnoilla. Myös romumetallin erittäin matala hinta on hillinnyt intoa romuttaa vanhaa kalustoa.

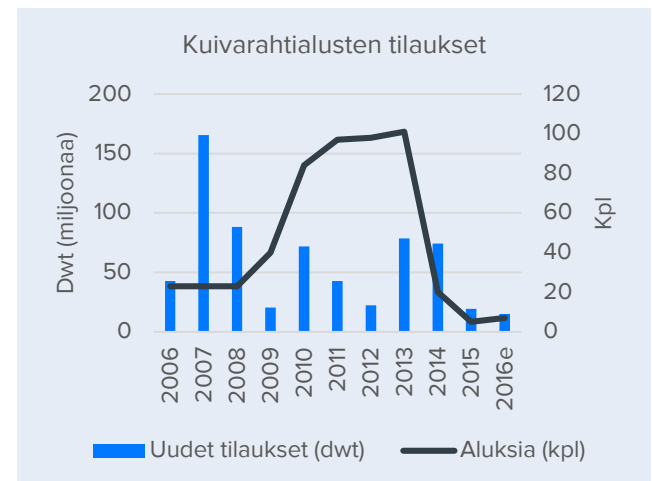
Uskomme, että kuivarahtimarkkinan ylikapasiteetti tulee jatkumaan vielä vuosia ja terveeseen kysynnän ja tarjonnan tasapainoon päästään todennäköisesti vasta ensi vuosikymmenen puolella, kun vanhan kapasiteetin romutus jatkuu ja maailman kaupan kasvu nostaa asteittain kysyntää.

Itämerellä tilanne on hieman parempi

ESL:lle oleellisen Itämeren markkinatilanne on huomattavasti globaalia markkinaa parempi. Tämän taustalla on näkemyksemme mukaan etenkin Itämeren poikkeavat kalustovaatimukset. Itämerellä tarvitaan jäävahvistettuja aluksia huomattavan osan vuodesta ja sen satamat ovat maailman suuria satamia selvästi matalampia. Näin ollen iso osa maailman alustyypeistä ei edes sovellu Itämerellä ympärivuotiseen käyttöön.

Kokonaisuutena jäävahvistettujen alusten osalta ylikapasiteettia on selvästi vähemmän, sillä maailman meristä vain murto-osalla on käyttöä jäävahvistuksella ja näin ollen valtaosa maailman kapasiteetista on jäävahvistamatonta. Emme odota dramaattisia muutoksia Itämeren markkinatilanteeseen, vaan odotamme sen pysyvän verrattain vakaana tulevien vuosien aikana ja hieman globaalia markkinaa parempana. ESL on viimeisen kolmen vuoden aikana myös laajentanut operointiympäristöään Kanadan arktiselle alueelle sekä arktiselle alueelle. Molemmat ovat hyvin erikoislaatuisia markkinoita, jotka vaativat erikoiskaluston lisäksi

erikoisosaamista jääalueella operoinnista. Näiden alueiden osalta markkinatilanne on arviomme mukaan varsin terve ja rahtitasot mahdollistavat hyvien pääoman tuottojen ansaitsemisen. Uskomme, että Aspolla on kiinnostusta kasvattaa toimintaansa näillä alueilla edelleen lähivuosien aikana.



ESL Shipping (2/3)

Historiallinen kehitys

Vuosien 2003-2008 välillä ESL nautti historiallisen hyvältä tilanteesta maailman rahtimarkkinoilla, kun kysyntä ylitti tarjolla olevan kapasiteetin selvästi. Yhtiön liikevoittomarginaali vaihteli 15-30 %:n välillä ja sidotun pääoman tuotto (ROCE-%) oli 20-50 %:n välillä. Vuonna 2008 ESL:n kannattavuus lähti heikkenemään muun laivamarkkinan mukana ja lasku jatkui aina vuoteen 2012 asti. Vuosi 2012 oli kokonaisuutena ESL:lle erittäin vaikea ja yhtiö teki yhden koko historiansa huonommista tuloksista ja sidotun pääoman tuotto jäi 3 %:iin eli vieraan pääoman kustannuksen tasolle. 2013 jälkeen ESL on uuden toimitusjohtajansa alaisuudessa keskittynyt etenkin sisäisen tehokkuuden parantamiseen ja uuden asiakaskunnan hankintaan. Yhtiö on parantanut polttoainetehokkuuttaan sekä käyttöasteitaan selvästi. Myös asiakaskunta on laajentunut ja yhtiön kuljetukset ovat monipuolistuneet.

Näiden toimien seurauksena yhtiön kannattavuus on jälleen noussut hyvälle tasolle ja liikevoittomarginaali oli vuonna 2015 lähes 19 % (liikevoitto 15 MEUR). Tätä tasoa voidaan pitää erinomaisena, varsinkin kun huomioidaan rahtimarkkinan erittäin vaikea tilanne. Näkemyksemme mukaan nyt aikaansaatu kannattavuusparannus on kestäväällä pohjalla, sillä se on peräisin yhtiön sisäisistä toimista.

Yhtiöön sidottujen pääomien määrä on kasvanut merkittävästi suhteessa vuosiin 2003-2008 johtuen investoinneista supramax-aluksiin (2010 60 MEUR) ja Kallio-aluksen osto vuoden 2014 alussa (13,5 MEUR). Näin ollen sidotun pääoman tuotto onkin edelleen selvästi historiallisten

tasojen alapuolella ja vuoden 2015 ROCE-% oli 12 %.

Kalusto

ESL:n kalusto on kokonaisuutena varsin hyvässä kunnossa. Yhtiön kalustoon kuuluu 8 laivaa (yhteensä 222.000 dwt) ja niiden tonnistolla painotettu keski-ikä on noin 9 vuotta. Nämä laivat muodostavat ESL:n kaluston ytimen ja vastaavat valtaosasta sen operatiivisesta liiketoiminnasta. Uusimmat laivat ovat kaksi 56.000 dwt kokoista supramax-alusta, jotka yhtiö tilasi 2010. Kalustoon kuuluu myös kaksi puskuproomuyhdistelmää, jotka palvelevat pääosin SSAB:n Raahen terästehdasta. Lisäksi yhtiöllä on yksi nostureilla varustettu proomu. Alukset ovat valmistuneet vuonna 1986, mutta niiden käyttöikää pidennettiin investoinneilla vuonna 2011 noin kymmenellä vuodella. Lisäksi kalustoon kuuluu myös 5 proomua, jotka ovat valmistuneet vuonna 1987 ja myös näiden käyttöikää on pidennetty noin vuosikymmenen loppuun.

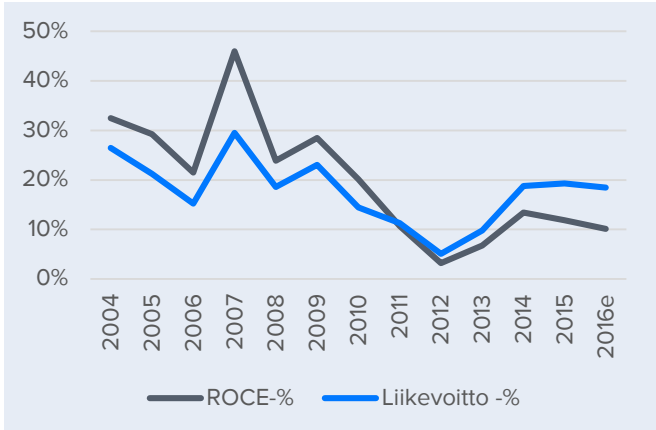
Uudet alukset uudistavat kapasiteettia merkittävästi

ESL teki 2015 lopussa merkittävän investointipäätöksen, kun se kertoi investoivansa 60 MEUR kahteen 25.600 dwt kokoiseen alukseen. Alukset ovat kokoluokassaan ensimmäiset LNG-polttoainetta käyttävät alukset ja niiden päästötaso on 50 % nykyisiä laivoja matalampi. Laivat on tarkoitus saada liikenteeseen 2018 alkupuoliskon aikana.

Investoinnin yhteydessä ESL myös kertoi laajentavansa yhteistyötä SSAB:n kanssa. Uudet alukset tulevat kuljettamaan vuosittain 6-7

miljoonaa tonnia materiaalia SSAB:lle. Käsityksemme mukaan SSAB:n sopimus on pitkäaikainen ja se takaa ESL:n uudelle kalustolle hyvän näkyvyyden. Tämä on mielestämme loogista ja ilman hyvää näkyvyyttä ei uusiin laivoihin investointi olisi nykyisessä markkinassa järkevää. Aspon kommenttien perusteella uusista laivoista saatava pääoman tuotto nousee konsernin tavoitteiden mukaiselle tasolle (+20 %) ja tästä laskettuna EPS vaikutus olisi arviomme mukaan 0,15-0,20 euroa per osake. Tarkastelemme uusien laivojen ennusteita tarkemmin seuraavalla sivulla.

Uusien laivojen myötä ESL:n laivasto nousee uudelle tasolle ja emme odota uusia kalustoinvestointeja 2016-2018 välillä. 2019 yhtiöllä on mahdollisuus lunastaa omaan taseeseensa Alppila (20dwt). Tämän lunastus on mielestämme jopa todennäköinen ja arvioimme sen lunastushinnaksi 10-15 MEUR. Muilta osin on epätodennäköistä, että ESL:lle tarjoutuisi ostettavaksi käytettyjä aluksia, jotka vastaavat sen melko tarkkoja vaatimuksia (Itämeri).



ESL Shipping (3/3)

Tulevaisuuden ennusteet

Lähdemme ennusteissamme siitä, että Itämeren kuivarahtimarkkinan tilanne tulee pysymään haastavana lähivuosien aikana. Vaikka tilanne onkin globaalia markkinaa parempi Itämeren erikoisvaatimuksista johtuen, ei alueen rahtitasoilla ole merkittävää elpymisvaraa ilman globaalin markkinan elpymistä. Johtuen globaalista ylikapasiteetista emme odota lähivuosille merkittävää elpymistä. Tästä huolimatta odotamme ESL:n jatkavan vahvaa tuloksentelemistään johtuen sen operatiivisesta tehokkuudesta ja ennen kaikkea sisäisistä toimista. Uskomme, että yhtiöllä on edelleen useita toimia millä se voi parantaa kannattavuuttaan mm. polttoainetehokkuus, asiakaskunnan laajentaminen, käyttöasteiden parantaminen ja erilaisten palveluiden lisääminen (mm. purku- ja lastaustyöt avomerellä).

Ennustamme ESL:n 2016 liikevoiton ilman kertaeriä laskevan 13,1 MEUR:oon (FY'15: 14,7 MEUR). Tulosta heikentää supramax-alusten H1 aikana tapahtunut tappiollinen spot-markkina-ajo, joka painaa ESL:n liikevoittoa arviomme mukaan hieman yli miljoonalla eurolla. Markkinan yleisen heikkouden yhtiö onnistuu kompensoimaan sisäisen tehokkuuden parantumisella ja lisäarvopalveluiden kasvulla.

2017 osalta odotamme kannattavuuden pysyvän vakaana ja liikevoiton olevan 13,4 MEUR. Odotamme supramaxien kannattavuuden pysyvän edelleen erittäin heikolla tasolla ja näemme oleellisen riskin siitä, että ne joutuvat ajamaan ajoittain spot-markkinaa myös ensi vuonna. Lisäksi myös yhtiön sisäinen

tulosparannus käy yhä haastavammaksi johtuen aiemmin toteutetuista merkittävistä tehostamistoimenpiteistä.

2018 ESL:n tulos nousee selvästi, kun uudet laivat tulevat ajoon H2'18 alkaen. Odotamme liikevoiton nousevan 16,7 MEUR:oon ja tästä tulosparannuksesta uusien laivojen osuus on merkittävä. Myös supramaxien kannattavuus paranee hieman, sillä yhtiön olisi tähän mennessä pitänyt onnistua löytämään niille pitkäaikaisempaa ja paremmin kannattavaa sopimusliikennettä.

2019 ennusteissamme uudet laivat ovat mukana täysin ja odotamme liikevoiton kohoavan 19,5 MEUR:oon. 2019 ennusteemme on suhteellisen varovainen ja mikäli rahtien hintataso paranisi edes hieman tai yhtiö löytäisi supramaxille hyvää pitkäaikaista sopimuskuljetusta (vrt. uusi kalusto), olisi kannattavuudessa selkeää nousuvaraa. Lisäksi olemme uusien laivojen osalta ennusteissamme edelleen varovaisia ja mikäli laivat yltävät yhtiön ohjeistamaan yli 20 %:n oman pääoman tuottotasoon, on niiden tulospainotus ennusteitamme korkeampi.

Katsauskaudella sijoitetun pääoman tuotto (ROCE-%) pysyy 10-13 %:n välillä, jota voidaan pitää markkinatilanne huomioiden kohtuullisen hyvänä tasona.

ESL:n arvo

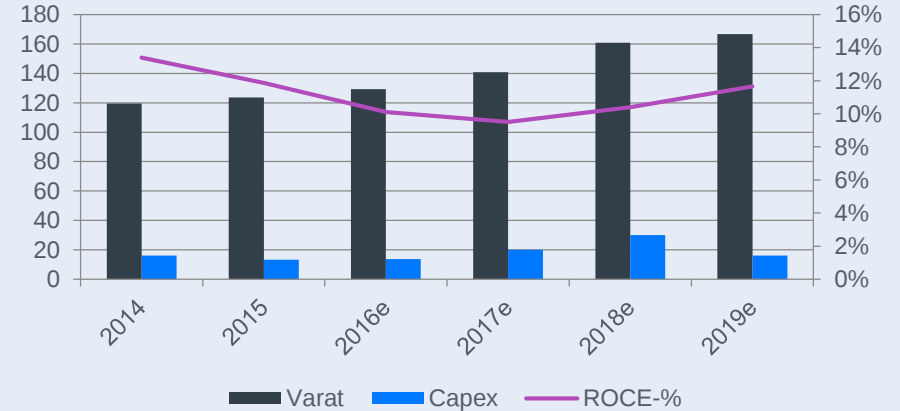
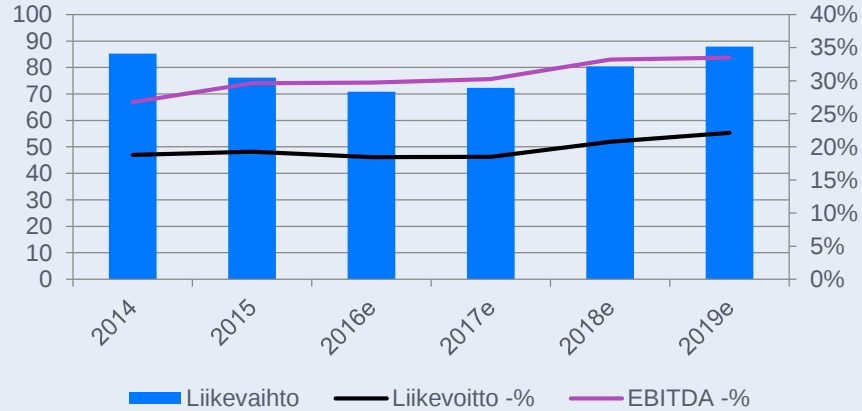
ESL:n arvoa määrittäessä keskeisessä asemassa on yhtiön kalusto. ESL:n tapaista, paljon pääomaa sitovaa, teollisuutta tulee arviomme mukaan lähtökohtaisesti hinnoitella suunnilleen niiden kaluston käyvän arvon mukaisesti.

Mahdollinen preemio tai alennus riippuu markkinatilanteesta ja yhtiön laadusta. ESL:n tapauksessa selkeä preemio on mielestämme perusteltu, sillä yhtiö on osoittanut kykenevänsä operoimaan erittäin kannattavasti vaikeasta markkinatilanteesta huolimatta. Olemme nostaneet aiempaa arviotamme ESL:n käyvästä arvosta 195 MEUR:oon aiemmasta 180 MEUR:sta. 15 MEUR:n korotus heijastelee yhtiön tekemiä noin 15 MEUR:n investointeja uusiin aluksiin, jotka eivät vielä näy yhtiön numeroissa.

Arviomme ESL:n arvosta on pysynyt ennallaan. Vaikka ESL on onnistunut nostamaan tuloksensa hyvälle tasolle johdon määrätietoisten toimien myötä ja osoittamaan tulosparannuksen olevan kestäväällä tasolla, on supramax-alusten tilanne muuttunut aiempaa vaikeammaksi ja niiden tappiollisuus 2016 aikana nostaa ESL:n riskiprofilia ja samalla painaa tuloskasvunäkymiä.

195 MEUR:n arvolla ESL:n EV/EBITDA kerroin on linjassa yhtiön verrokkien vuosien 2016 ja 2017 vastaavan kertoimen kanssa. Oikaistu P/B-kerroin 1,5x on selvästi verrokkiryhmää 0,7x tasoa korkeampi, mutta perusteltavissa verrokkiryhmän erittäin heikolla kannattavuudella ja useiden verrokkien erittäin heikon rahoituslaitanteen vuoksi. Kokonaisuutena yhtiön verrokkiryhmä tarjoaa varsin heikkoa tukea yhtiön arvoa haarukoitaessa johtuen toimialan poikkeuksellisen vaikeasta tilanteesta. Näin ollen suosittelemme sijoittajia tukeutumaan yhtiön kirja-arvoon ja hinnoittelemaan ESL:ää preemiolla/alennuksella suhteessa tähän riippuen sen tuloksentelekyvystä ja näkymistä.

ESL Yhteenvedo



	MCAP	P/E 16	P/E 17	EV/EBITDA 16	EV/EBITDA 17	EV/S 16	P/B
Golden Ocean Group	3649	-	-	-	54,8	8,6	0,4
Stolk-Nielsen	7055	6,5	7,5	5,5	5,6	1,4	0,6
Clarkson	7008	21,1	19,3	12,0	11,0	1,9	-
Belships	130	8,3	3,3	8,3	7,6	3,6	-
Stena Rederi	-	-	-	-	-	-	-
D/S Nordean	5103	-	117,8	16,6	6,5	0,4	0,7
A/P Moller Maersk	256395	23,3	15,7	5,5	5,3	1,2	0,9
Euronav	11548	6,0	9,2	5,1	6,1	3,4	0,7
Ship Finance Int	11515	7,5	8,3	9,5	9,4	6,4	1,2
Dryships	29	-	-	-	-	-	-
Diana Shipping	1736	-	-	-	642,9	6,8	0,2
Eagle bulk shipping	2771	-	-	-	-	-	-
Start bulk carriers	2061	-	-	223,2	26,4	6,3	0,3
Ocean Yield	9448	8,3	6,4	9,2	7,8	8,2	1,4
Gaslog partners	5543	8,9	8,3	9,2	8,7	6,6	1,0
Mediaani	5103	8,3	8,3	9,2	7,8	3,6	0,7
ESL	195	13,8	13,5	8,5	8,2	2,5	1,5
Erotus -%		66 %	62 %	-7 %	5 %	-31 %	108 %

Telko (1/3)

Yhtiökuvaus

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

Yhtiön suurimmat markkinat olivat vuonna 2015 Venäjä+IVY (2016e 40 % liikevaihdesta) ja Suomi (2016e 20 %). Lisäksi yhtiöllä on merkittävää toimintaa myös Baltiassa, Puolassa ja Muissa Pohjoismaissa. Lisäksi yhtiö on viime vuosien aikana laajentanut Itäiseen Keski-Eurooppaan (Tsekki&Slovakia) ja Kiinaan.

Telkon positio arvoketjussa

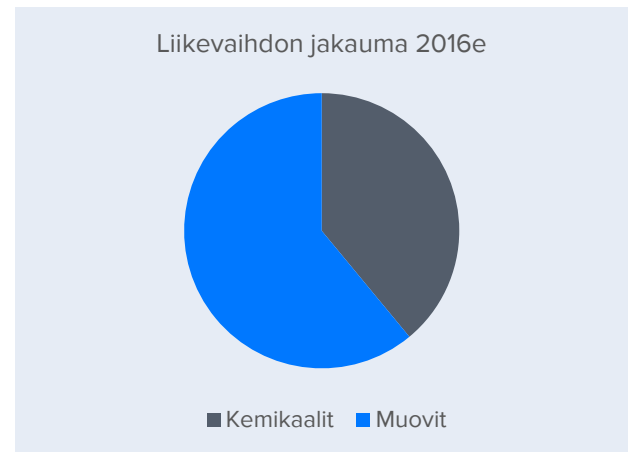
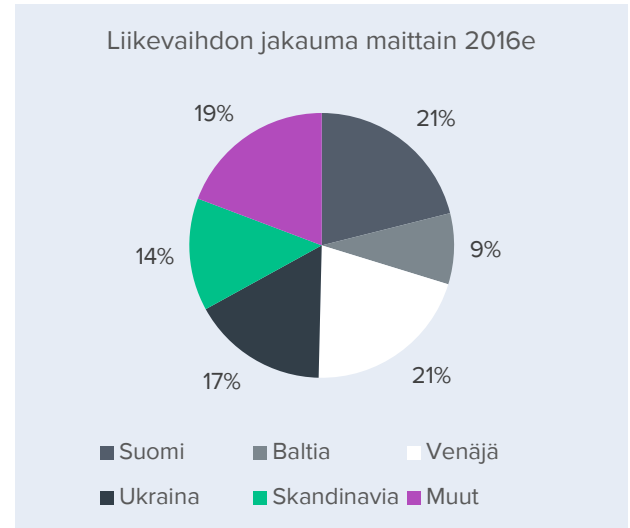
Telko positioituu arvoketjussa raaka-ainejalostajien ja loppukäyttäjien väliin. Olemme havainnollistaneet arvoketjua sivulla 21. Yhtiö ostaa valmistajilta tuotteita, kuljettaa ja varastoi ne ja myy niitä eteenpäin pienemmissä erissä loppuasiakkaille. Lisäksi osaan tuotteita liittyy asiakaskohtaisten tuotemixien oma valmistus. Teknisissä tuotteissa yhtiö myös tarjoaa asiakkailleen erilaisia lisäarvopalveluita ja auttaa asiakkaitaan mm. tuotekehityksessä. Yhtiön

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

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

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

mahdollistavat tehokkaan arvoketjun toimimisen ja pitävät yhtiön hintakilpailukykyisenä.



Telko (2/3)

Telkon strategia

Telkon strategiana on sen muodostamisesta asti ollut aggressiivinen laajentuminen itämarkkinoille. Vuosien 2008-2015 välillä yhtiön liikevaihto itämarkkinoilla on yli tuplaantunut samalla (paikallisvaluutoissa selvästi enemmän), kun etenkin Suomessa yhtiön tilanne on ollut hankala.

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

Uskomme Telkon strategian painopisteen olevan kasvussa myös jatkossa. Yhtiö on Venäjän kriisin aikana tehnyt merkittävää edistymistä alueella ja laajentanut uusille markkinoille, voittanut uusia päämiehiä sekä asiakkaita. Yhtiön myynti paikallisvaluutoissa onkin käsityksemme mukaan jatkanut voimakasta kasvuaan ja H2'16 alkaen tämän pitäisi myös näkyä yhtiön numeroissa, kun valuuttojen negatiivinen vaikutus numeroista poistuu. Itä-markkinoilla yhtiöllä on mielestämme

hyvät edellytykset kasvaa lähivuosina orgaanisesti ja valuuttaneutraalisti noin 20 %:n kasvuvauhtia, vaisuista talouskasvunäkymistä huolimatta. Myös uusilla kasvumarkkinoilla (mm. Kiina, Tsekki ja Slovakia) yhtiöllä on edellytykset koviin kasvulukuihin, joskin absoluuttiset numerot jäävät edelleen suhteellisen pieniksi. Länsimarkkinoilla kasvumahdollisuudet ovat varsin rajalliset ja odotamme orgaanisen kasvun jäävän noin talouskasvun tasolle.

Yrityssostot ovat arviomme mukaan osa Telkon kasvustrategiaa ja pidämme mahdollisena, että yhtiö pyrkii vauhdittamaan laajentumistaan itäiseen Keski-Eurooppaan yrityskaupalla ja luomaan tästä itselleen uuden tukijalan Pohjoismaiden ja itämarkkinoiden rinnalle. Pidemmällä aikavälillä pidämme myös mahdollisena, että Telko olisi kiinnostunut laajentumaan uusiin tuoteryhmiin. Laajentuminen olisi loogista, sillä se mahdollistaisi mm. asiakaskunnan laajentamisen ja saman logistiikkakoneiston tehokkaamman hyödyntämisen.

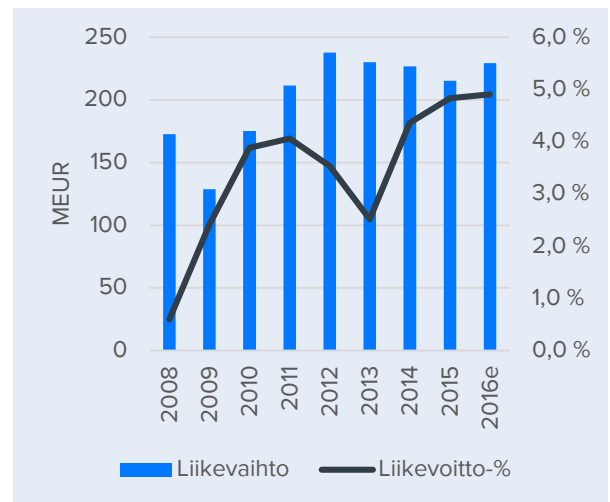
Historiallinen kehitys

Telko on nojannut vahvasti Venäjän kasvuun vuoden 2008 jälkeen ja yhtiön liikevaihdon kasvusta valtaosa on tullut itämarkkinoilta. Telkon liikevaihto on kasvanut 2009-2016e välillä keskimäärin noin 9 %:lla ja valuuttakurssien epäsuotuisa vaikutus yhtiön vuotuiselle kasvulle on arviomme mukaan ollut noin 3 % per vuosi.

Telko on selviytynyt Venäjän kriisistä hämmästyttävän hyvin. Yhtiö on laskelmiemme mukaan kasvanut itämarkkinoilla yli 20 %:n orgaanista vauhtia valuuttaneutraalisti

talouskriisistä huolimatta. Kasvuajureina ovat olleet laajentuminen uusille alueille ja markkinaosuuksien kasvu nykyisillä toiminta-alueilla.

Yhtiön kannattavuus on myös parantunut tasaisesti ja liikevoitto on noussut 2009 2,4 %:n tasolta hyvälle noin 5 %:n tasolle. Telkon virallisena tavoitteena on saavuttaa 7 %:n liikevoittomarginaali. Näkemyksemme mukaan tämä tavoite on haastava ja se vaatisi taakseen suuremman kokoluokan ja myyntimixin parantumista nykyisestä. Tämä on mahdollista pitkässä juoksussa, mutta ilman yritysostoja muutokset myyntimixissä ovat varsin hitaita. Pidämme nykyistä 5 %:n liikevoittotasoa hyvänä ja jatkuvan kasvun myötä yhtiöllä pitäisi olla edellytyksiä parantaa sitä asteittain.



Telko (3/3)

Tulevaisuuden ennusteet

Telkon vuosi 2016 on lähtenyt erinomaisesti käyntiin ja yhtiön alkuvuoden liikevaihto kasvoi noin 5 %:lla ja valuuttaneutraalisti kasvu on laskelmiemme mukaan ollut noin 15 %. Myös kannattavuus on ollut hyvällä tasolla ja H1-liikevoitto oli 5,3 MEUR.

Yhtiön kasvun pitäisi H2'16 aikana kiihtyä selvästi, kun valuuttojen negatiivinen vaikutus poistuu ja vahva orgaaninen kasvu heijastuu raportoituihin numeroihin. Myös Venäjän sekä Suomen talouden varovainen elpyminen antaa tukea myynnille. Lisäksi yhtiön 2015 lopussa kertoma Castrol-asiakkuus Suomessa (noin 10 MEUR per vuosi) pitäisi alkaa näkyä numeroissa H2 aikana. Kannattavuuden pitäisi liikevaihdon kasvun myötä parantua, kun yhtiön myyntimix paranee tasaisesti ja operatiivinen kulutehokkuus nousee. Kokonaisuutena odotamme yhtiöltä 6,5 %:n kasvua (2016e: 229 MEUR) ja 11,2 MEUR:n liikevoittoa (2016e: 4,9 %).

2017-2018 yhtiön kasvun pitäisi kiihtyä yli 10 %:iin, kun Venäjän talous jatkaa varovaista elpymistään ja valuuttojen vaikutus muuttuu yhtiölle lievästi positiiviseksi. Lisäksi raaka-aineiden hintojen nousu todennäköisesti nostaa hieman yhtiön raportoituja numeroita. Kannattavuuden pitäisi jatkua asteittaista parantumistaan myyntimixin ja kulutehokkuuden myötä. Näkemyksemme mukaan Telkolla on realistiset mahdollisuudet saavuttaa noin 6 %:n liikevoittomarginaali vuosikymmenen loppuun mennessä nykyisellä liiketoimintarakenteellaan.

Nykyisillä ennusteillamme Telkon 2019 liikevaihto kohoaa 307 MEUR:oon ja liikevoitto noin 17 MEUR:oon (2019e: 5,6 %). Tämä

kuvastaa mielestämme varsin hyvin Telkon täyttää potentiaalia ja ennusteidemme toteutuessa Telko olisi mielestämme kypsä irtautumista (esim. listautuminen) ajatellen 2019 aikana.

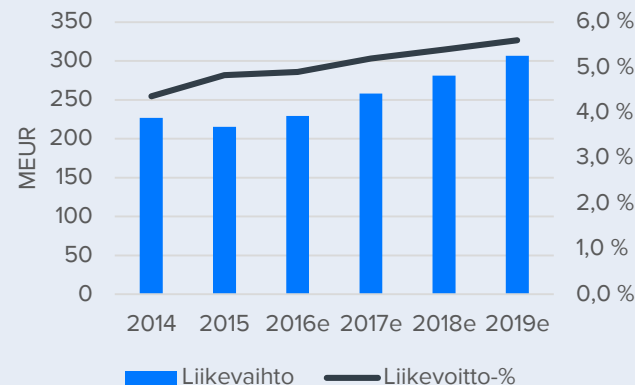
Telkon arvo

Olemme nostaneet arviotamme Telkon arvosta 150 MEUR:oon (aik. 130 MEUR). Nousun taustalla on yhtiön vakuuttava operatiivinen kehitys, selkeä kasvustrategia sekä jatkuva tulosparannus.

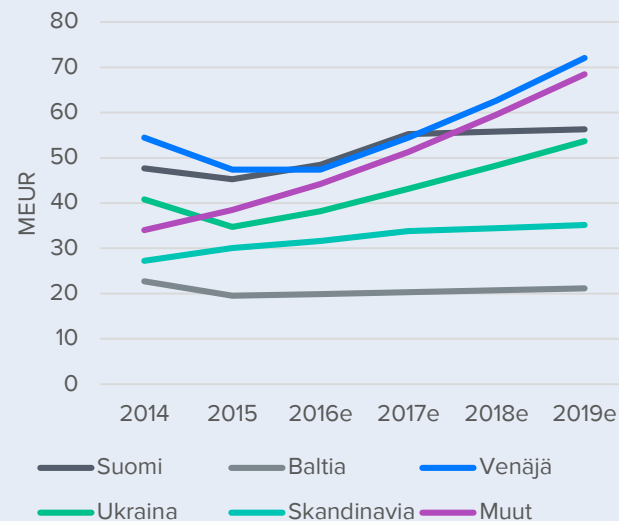
Ennusteillamme Telkon 2016 ja 2017 EV/EBITDA-kertoimet ovat 12x ja 10x, kun verrokkiryhmän vastaavat ovat 11x ja 10x. EV/S-kertoimella Telko on hinnoiteltu selkeällä alennuksella (-32 %) suhteessa verrokkiryhmään. Mielestämme kertoimet ovat perustellut suhteessa yhtiön lähivuosien tuloskasvuodotuksiin (EBIT CAGR 2015-2019e: 13 %) ja yhtiön kasvunäkymät sekä laatu huomioiden, ei tuloskerroimissa ole syytä soveltaa alennusta suhteessa verrokkiryhmään.

Vaikka ESL:n arvo onkin laskelmissamme Telkoa suurempi, on Telkon pitkän aikavälin potentiaali selvästi ESL:ää suurempi ja samalla Telko on mielestämme sijoittajien näkökulmasta selvästi Aspon kiinnostavin ja tärkein osa. Mikäli Telko saavuttaisi nykyiset tulosennusteemme, pitäisi sen arvon olla vuosikymmenen lopulla yli 200 MEUR. Vastaavaan +50 MEUR:n arvonnousuun ei Aspon muilla liiketoiminnoilla ole samalla ajanjaksolla mahdollisuuksia ilman merkittävää uuden pääoman sitoutumista.

Tulosennusteet



Liikevaihtoennusteet maittain

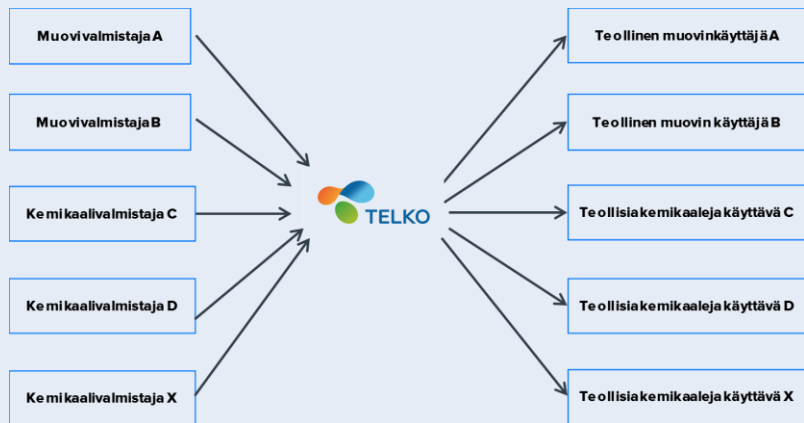


Telkon verrokkiryhmä

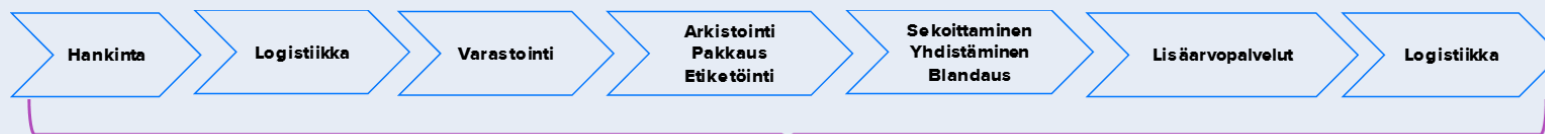
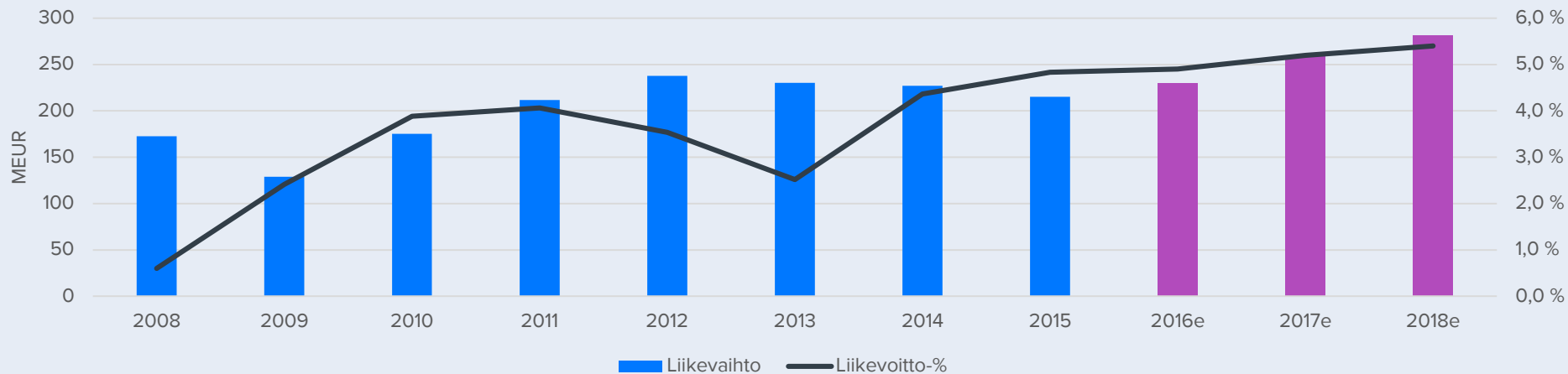
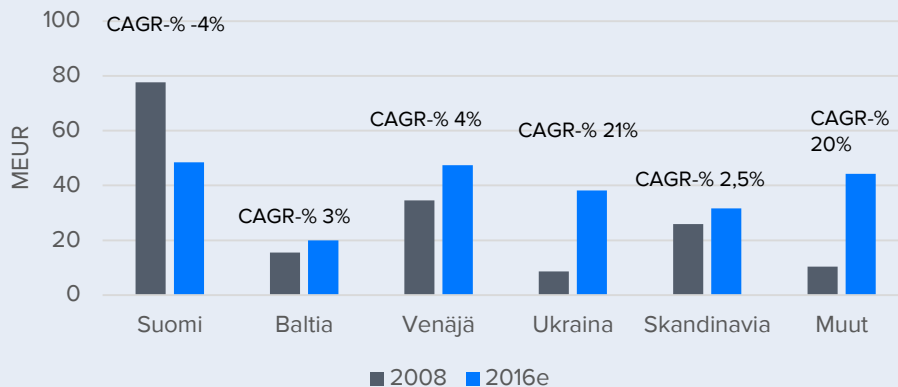
	MCAP	P/E 16	P/E 17	EV/EBITDA 16	EV/EBITDA 17	EV/S 16	P/B
Brenntag	7346	18,6	17,1	11,0	10,4	0,9	2,6
Bunzl	9042	22,6	21,6	16,4	15,4	1,2	7,0
Itochu	17975	5,6	5,4	10,4	9,9	1,0	0,9
Lotte Fine Chem	676	-	9,4	8,7	5,6	0,8	0,7
Baywa	1055	16,0	14,1	12,1	11,1	0,3	1,2
AKR	1779	22,2	18,8	15,5	12,9	1,7	3,7
Xiamen ITG	1962	11,8	8,9	9,9	8,7	0,4	1,6
Nizhnekamskneftekhim	1437	3,6	3,3	2,5	4,1	0,6	-
Hubei Xingfa	935	46,2	35,4	13,1	12,1	1,5	1,4
DKSH Holdings	4264	24,4	21,5	13,4	12,2	0,4	3,0
Tangshan Sanyou	2012	18,0	14,7	8,7	7,9	1,6	2,2
Wuxi	568	124,6	84,6	-	-	3,5	-
Shangdong Jincheng	768	30,0	27,1	20,4	18,3	4,5	3,8
Mediaani	1437	20,4	17,1	11,6	10,8	1,0	2,2
Telko	150	16,7	14,0	11,7	9,9	0,7	1,7
Erotus-%		-18 %	-18 %	1 %	-8 %	-32 %	-22 %

Lähde: Bloomberg, Inderes

Telko yhteenveto



Liikevaihdon kehitys alueittain



Leipurin (1/3)

Yhtiökuvaus

Leipurin on leipovan teollisuuden ja kodin ulkopuolisen syömisen markkinoiden palveluyhtiö. Yhtiö toimii linkkinä raaka-ainetuottajien ja -käyttäjien välillä. Leipurin on mukana koko asiakkaan arvoketjussa aina koneinvestoinneista ja tuotekehityksestä koneiden huoltopalveluihin. Leipurilla on yli 200 päämiestä ja sen toimittajaportfolio sisältää tunnettuja toimijoita kuten mm. Zeelandia, Scanegg, Ireks, Fazer Mylly ja Rheon. Leipurin myy myös tuotteita oman "Leipurin" tuotemerkkinsä alla ja näiden tuotteiden osuus yhtiön myynnistä on arviomme mukaan yli 20 %. Leipurin ei itse valmista oman tuotemerkkinsä tuotteita vaan hankkii nämä alihankkijoilta. Näillä tuotteilla Leipurin vahvistaa kokonaistarjoomaansa ja etenkin Venäjällä yhtiö on onnistunut luomaan Leipurin-brändille vahvan jalansijan. Yhtiön liikevaihdosta noin 85 % tulee 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).

Koneliiketoiminnassa Leipurin myy sekä päämiestensä laitteita, että sen omavalmisteisia laitteita. Koneliiketoiminnan osuus Leipurin liikevaihdosta oli 2015 arviomme mukaan noin 15 %, josta omien koneiden osuus hieman yli puolet. Olemme havainnollistaneet Leipurin arvoketjua ja liiketoimintamallia sivulla 28. Leipurin vuoden 2015 liikevaihto ja liikevoitto olivat 118 MEUR ja 2,4 MEUR.

Historiallinen kehitys

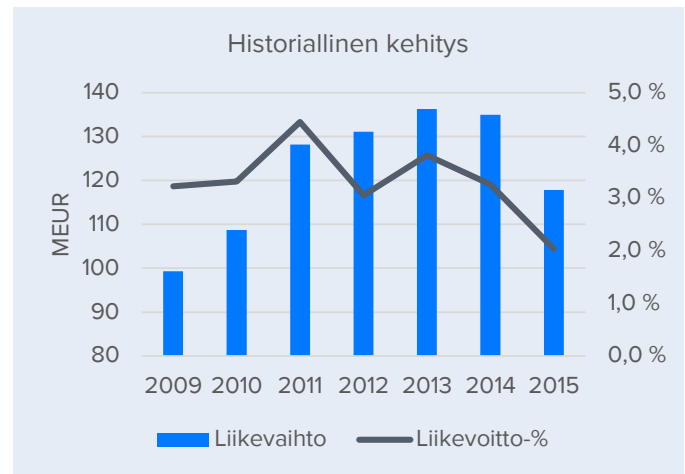
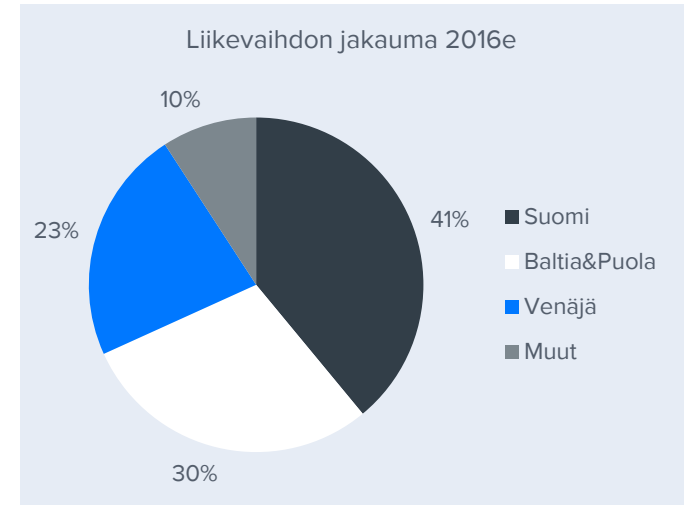
Leipurin liiketoiminta lähti Kauko-Telko-kaupan

jälkeen voimakkaaseen kasvuun ja yhtiön liikevaihto kasvoi välillä 2008-2013 keskimäärin noin 10 % vuodessa. Kasvun keskeisenä ajurina toimi etenkin yhtiön onnistunut laajentuminen itä-markkinoille sekä koneliiketoiminnan kasvu. Koneliiketoiminnan kasvua vauhditettiin vuonna 2011, kun Leipurin osti konevalmistaja Vulganuksen. Liikevoittomarginaali pysytteli 2008-2013 aikana 3-4 %:n välillä ja käsityksemme mukaan voimakas kasvu rasitti jatkuvasti yhtiön kannattavuutta hieman.

Leipurin vakuuttavan kehityksen johdosta Aspo suunnitteli Leipurin listaamista vuoden 2014 lopulla, mutta Venäjän kriisin kärjistymisen vuoksi yhtiö perui listautumishankkeen sen loppumetreillä.

Venäjän kriisillä on ollut merkittävä negatiivinen vaikutus Leipurin liiketoimintaan ja vuosien 2014 ja 2015 aikana yhtiön liikevaihto on ollut laskussa ja myös kannattavuus on heikentynyt selvästi. Liikevaihdon laskun taustalla ovat heikentyneet valuutat (etenkin rupla) ja Konekaupan laskeneet volyymit. Myös laskeneet raaka-ainehinnat ovat painaneet liikevaihtoa. Arviomme mukaan yhtiön volyymit ovat raaka-aineissa pysyneet Venäjällä hyvässä kasvussa talouskriisistä huolimatta ja arviomme mukaan raaka-aineiden volyymikasvu on pysynyt yli 15 %:ssa myös kriisin aikana. Yhtiön oma orgaaninen kasvutavoite Venäjällä on 20 % vuodessa ja pidämme tätä tasoa edelleen realistisena pitkällä aikavälillä.

Kannattavuutta on heikentänyt etenkin Konekaupan valahtaminen selvästi tappiolliseksi ja tästä oikaistuna kannattavuuden lasku on arviomme mukaan selvästi vähemmän dramaattinen.



Leipurin (2/3)

Strategia

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

Tarkennetussa strategiassa yhtiön ydin on edelleen olla johtava teollisen leivonnän osaaja, mutta asiakaskuntaa pyritään laajentamaan entistä voimakkaammin perinteisen leipomoteollisuuden ulkopuolelle kodin ulkopuolella tapahtuvaan syömiseen (OOH) sekä HoReCa-sektorille. Yhtiöllä on hyviä kokemuksia Suomesta OOH:sta että HoReCa:sta ja uudessa strategiassa molempia lähdetään jalkauttamaan entistä voimakkaammin myös Venäjälle. Myös asiakastarjontaa on terävöitetty ja yhtiö on pyrkinyt kehittämään yhä enemmän omia konsepteja, jotka pitävät sisällään koko arvoketjun.

Leipurin oma tuotemerkki on strategisesti yhtiölle tärkeä. Yhtiön keskeisenä tavoitteena on kasvattaa oman tuotemerkin alla myytäviä tuotteita selvästi nykyisestä 20 %:sta. Konseptipohjaisen lähestymistavan kautta myös uusien omien brändien kehittäminen ja

lanseeraaminen tulee todennäköisesti ajankohtaiseksi. Omat tuotemerkit vähentävät Leipurin riippuvuutta yksittäisistä toimittajista, tarjoaa mahdollisuuden korkeampaan katetasoon (brändikate jää Leipurille). Se nostaa asiakkaan toimittajan vaihtokynnystä, kun tiettyä tuotetta saa vain Leipurilta. Oman tuotemerkin rooli korostuu etenkin itämarkkinoilla, missä Leipurin brändipositio on vahvempi ja perinteisiä länsimaisia merkkejä parempi johtuen näiden pienemmästä markkinapresenssistä.

Koneliiketoiminta on oleellinen osa yhtiön strategiaa, sillä se mahdollistaa koko arvoketjussa mukana olemisen. Koneiden oman valmistuksen rooli yhtiön strategiassa on mielestämme kuitenkin kyseenalainen ja emme yllättyisi mikäli yhtiö pitkällä aikavälillä pyrkisi irtaantumaan omasta konevalmistuksesta.

Leipurin strategian keskeiset fokusalueet lähivuosille ovat:

- Venäjän ja itämarkkinoiden kasvu
- "Out of home" kasvu kaikilla markkinoilla
- Konseptien kehittäminen ja palvelutarjonnan terävöittäminen
- Konevalmistuksen kääntäminen

Strategia ohjaa yhtiötä oikeaan suuntaan

Vaikka Leipurin lyhyen aikavälin kehitys onkin ollut erittäin heikkoa ja jäänyt jatkuvasti markkinaodotuksista, ovat yhtiön pitkän aikavälin ajurit edelleen positiiviset.

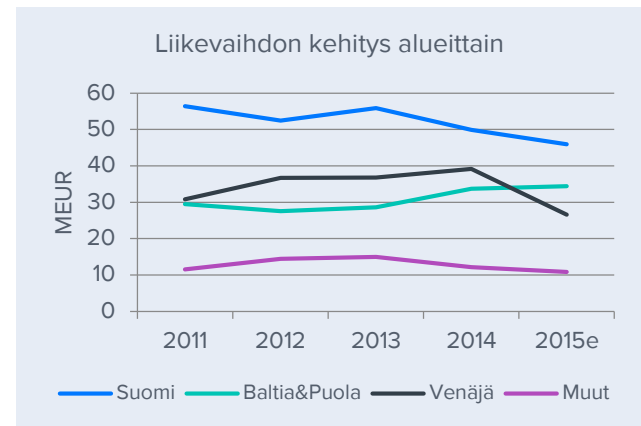
Venäjän leipomoteollisuudessa on käynnissä suuri rakennemuutos, kun vanhaa

neuvostoaikeista teollisuutta uudistetaan vastaamaan ripeästi kasvavaa länsimaista leipäkulttuuria ja sen kysyntää. Leipurin kannalta keskeisiä kasvuajureita Venäjällä ovat:

- Leipomoteollisuuden keskittyminen
- Teollisuuden uudistumistarve
- Leivän kysynnän kasvu
- Kulutustottumusten siirtyminen terveelliseen leipään
- Nopeasti kasvava vähittäiskauppa

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

Näkemyksemme mukaan uusi strategia ohjaakin yhtiötä oikeaan suuntaan ja johdon tilanneanalyysi yhtiön ongelmista on mielestämme oikea. Uuden strategian onnistuessa Leipurilla pitäisikin olla arviomme mukaan mahdollisuus yltää noin 10 %:n vuotuisen kasvuun lähivuosina.



Leipurin (3/3)

Tulevaisuuden ennusteet

Leipurin H1'16 kehitys on ollut edelleen heikkoa, kun valuutat sekä Konekaupan heikkous on painanut yhtiön liikevaihtoa ja kannattavuutta. Leipurin H1'16 liikevaihto laski 5 %:lla 55 MEUR:oon. Myös kannattavuus laski edellisvuoden heikolta tasolta 0,9 MEUR:oon (H1'16: 1,2 MEUR) laskevan liikevaihdon sekä strategian muutokseen liittyvistä kertaeristä.

Kokonaisuutena odotamme Leipurilta heikkoa vuotta 2016. Ennustamme liikevaihdon laskun loivenevan loppuvuotta kohden selvästi, kun Konekaupan volyyymi alkaa löytää pohjia ja valuuttojen negatiivinen vaikutus poistuu. Ennustamme koko vuoden liikevaihdon laskevan 4 %:lla 113 MEUR:oon. Laskevasta liikevaihdosta johtuen myös kannattavuus jää erittäin vaisulle tasolle 2,4 MEUR:oon.

2017 osalta yhtiön pitäisi vihdoinkin palata kasvuun, kun Venäjän kasvu alkaa näkyä yhtiön raportoiduissa numeroissa ja uusi strategia alkaa tuoda uutta liikevaihtoa. Myös kannattavuuden pitäisi parantua Konekaupan tappioiden supistumisen, parantuvan myyntimixin ja kasvun kautta parantuvan kulutehokkuuden myötä. Ennustamme 2017 liikevaihdon kasvavan 4 %:lla ja liikevoiton nousevan 3,3 MEUR:oon.

2018-2019 osalta odotamme Leipurin jatkavan kasvuaan ja kasvun ajurina toimivat uuden strategian tuoma uusi liikevaihto, sekä Venäjän ja itämarkkinan orgaaninen kasvu. Yhtiön omana tavoitteena on kasvaa Venäjällä 20 % vuodessa ja ja pidämme tätä tavoitetta edelleen realistisena uuden strategian puitteissa. Konekaupassa volyymien pitäisi hieman elpyä Venäjän rahoitustilanteen helpottaessa, mutta olemme

edelleen varovaisia Konekaupan ennusteidemme suhteen. Odotamme liikevaihdon kasvavan keskimäärin noin 5 %:lla vuosina 2018 ja 2019.

Myös kannattavuus paranee asteittain, kun yhtiön liikevaihto kasvaa, myyntimix paranee ja Konekauppa nousee vihdoinkin 2018 voitolliseksi. Olemme kannattavuusennusteissamme kuitenkin varovaisia ja odotamme vuodelta 2019 vain 3,6 %:n liikevoittomarginaalia. Marginaali on kaukana yhtiön tavoittelemasta 7 %:n tasosta, mutta viimeaikaiset pettymykset yhdessä uuteen strategiaan liittyvän epävarmuuden sekä Konekaupan ongelmien kanssa pitävät meidät varovaisella kannalla. Haluamme nähdä konkreettisia merkkejä yhtiön kannattavuuden kääntymisestä, ennen voimakkaamman näkemyksen ottamista.

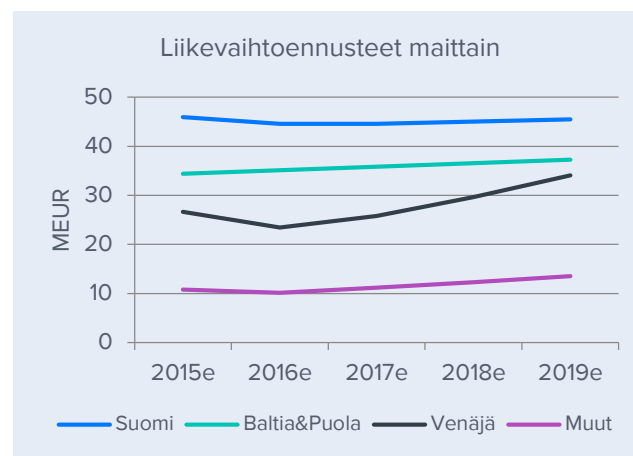
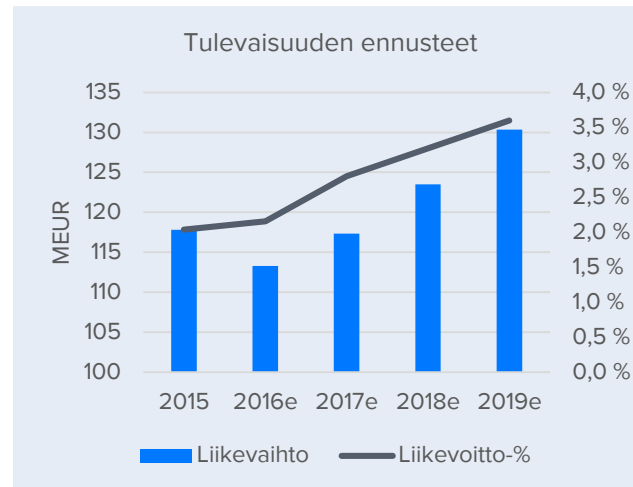
Leipurin arvo

Arviomme Leipurin arvosta on laskenut 60 MEUR:oon (aik. 75 MEUR) johtuen yhtiön erittäin heikosta tuloskehityksestä 2015-2016 aikana. Venäjän kriisin myötä laskeneen liikevaihdon sekä Konekaupan tappiollisuuden vuoksi myös tulosennusteet ovat laskeneet selvästi.

Nykyisien tulosennusteidemme valossa Leipurin osake on tulosperusteisesti kallis ja 60 MEUR:n hintalappua on tuloskertoimilla vaikea perustella (2017 EV/EBITDA 14x). Tase (P/B 1x) sekä volyymipohjainen (EV/S 0,5x) arvostus ovat kuitenkin matalalla tasolla ja kertovat yhtiössä piilevästä potentiaalista mikäli yhtiö saa ongelmansa kuntoon. 60 MEUR:n arviomme heijastelee oletusta siitä, että Leipurin saa ongelmansa kuntoon ja palaa takaisin kasvuradalle, jonka myötä myös kannattavuuden pitäisi

normalisoitua.

Normalisoidulla kannattavuudella (EBIT +5 %) ja kasvavalla liikevaihdolla Leipurin käypä arvo on arviomme mukaan 2014 listautumisen hintahaarukassa 64-80 MEUR.

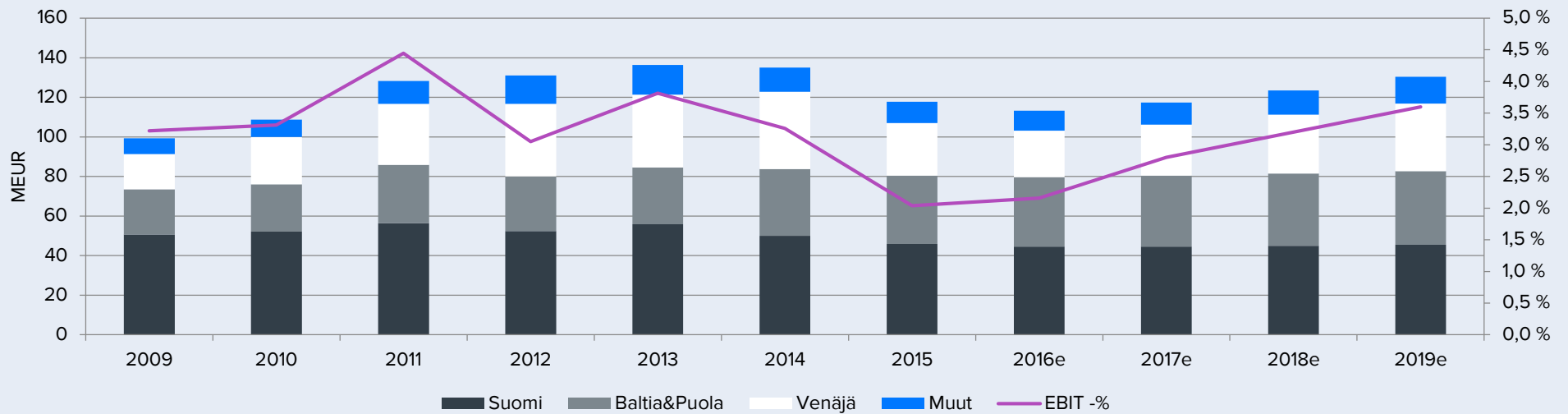
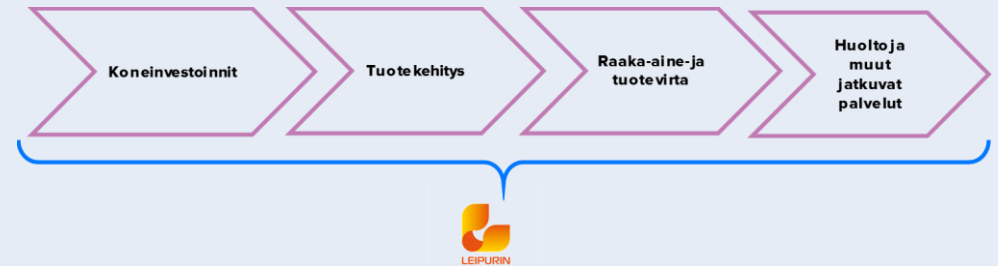
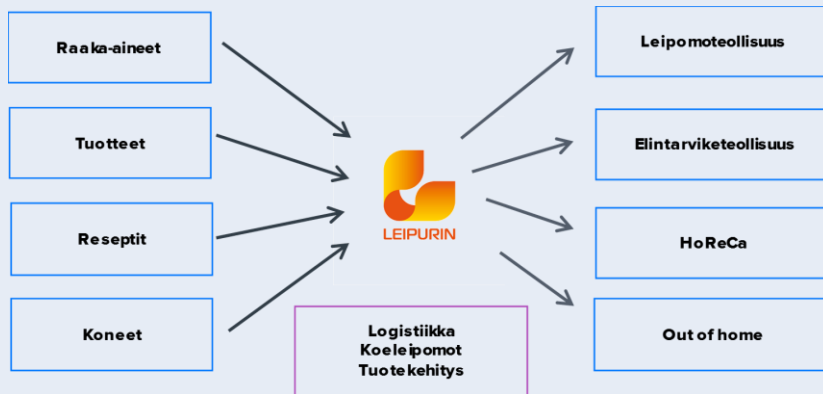


Leipurin verrokkiryhmä

	P/E 16	P/E 17	EV/EBITDA 16	EV/EBITDA 17	EV/S 16	P/B
Marel	17,0	16,0	11,0	10,5	1,1	3,5
Rational	37,9	34,3	26,0	23,6	7,7	12,7
Tate&Lyle	18,1	16,7	10,8	10,1	1,5	3,2
Booker Group	22,9	21,0	15,6	14,2	0,6	5,4
Sysco	21,2	18,9	10,4	9,7	0,6	8,8
Gea	18,0	17,0	13,0	13,0	1,9	3,0
Bunzl	22,6	21,6	16,3	15,3	1,2	6,9
Itochu	5,6	5,4	10,4	9,9	1,0	0,9
Marr	19,3	18,3	12,3	11,7	0,9	4,0
Mediaani	21,2	18,9	12,3	11,7	1,0	5,4
Leipurin	31	23	16,5	13,7	0,51	1,0
Erotus	46 %	22 %	34 %	17 %	-47 %	-81 %

Lähde: Bloomberg, Inderes, CapitalIQ

Leipurin yhteenveto



Kauko

Yhtiökuvaus

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

Historiallinen kehitys

Kauko on käynyt läpi merkittäviä rakennemuutoksia viimeisen kolmen vuoden aikana. Yhtiö on kuopannut 2013 lanseeratun ja epäonnistuneen cleantech-strategian sekä divestoinut valtaosan ydinliiketoimintaan kuulumattomista osista (mm. Puolan taajuusmuuntajaliiketoiminta). Kaukon vuosien 2013-2015 numeroita sekoittavatkin jatkuvat muutokset ja ne tarjoavat heikkoa indikaatiota yhtiön tulevaisuudesta.

Uusi strategia

Kauko lanseerasi uuden strategiansa 2015. Strategian keskiössä on yhtiön painopisteen siirto liikkuvan tietotyön kokonaisratkaisujen toimittamiseen ja samalla irtautua ydinliiketoimintaan kuulumattomista liiketoiminnoista. Strategian tarkoituksena luoda

liiketoiminnalle kestävä pohja, jonka päälle liiketoimintaa voidaan lähteä kasvattamaan.

Tulevaisuuden ennusteet

Kaukon H1'16 on kulunut edelleen uuden strategian ylösaajassa ja tämä on rasittanut yhtiön kannattavuutta. H1'16 aikana yhtiön liikevaihto on kuitenkin kehittynyt positiivisesti (+21 %) ja tästä merkittävä on arviomme mukaan uuteen strategiaan pohjautuvaa liikevaihtoa. Strategian onnistumisen kannalta liikevaihdon kasvu on keskiössä ja näin ollen pidämme ensimmäisiä merkkejä strategiasta rohkaisevina.

Odotamme koko vuoden liikevaihdon laskevan loppuvuonna vertailukaudesta selvästi johtuen Q4'15 isosta kertaluontoisesta projektitoimituksesta. Uuden strategian mukainen ydinliiketoiminta pysyy kuitenkin arviomme mukaan kasvussa myös H2 aikana. Kannattavuus jää edelleen vaisuksi strategisten panostusten myötä.

2017-2018 odotamme yhtiön liikevaihdon pysyvän kasvussa (5 % per vuosi) ja 2018 liikevaihtoennusteemme on 34 MEUR. Ennuste on suhteellisen vaatimaton, mutta johtuen erittäin heikosta läpinäkyvyydestä liiketoimintaan, sekä strategiaan liittyvään epävarmuuteen, haluamme olla ennusteissamme hyvin varovaisia. Myös kannattavuuden osalta ennusteemme ovat hyvin matalalla tasolla ja odotamme 2018 liikevoittomarginaalin olevan vain 1 %:n tasolla. Mielestämme Kaukon nykyisen liiketoiminnan potentiaalinen marginaali on yli 5 %, todennäköisesti lähempänä 10 %. Näin ollen myös kannattavuusennusteet ovat erittäin alhaiset ja heijastelevat heikkoa näkyvyyttä,

epävarmuutta ja jatkuvia pettymyksiä.

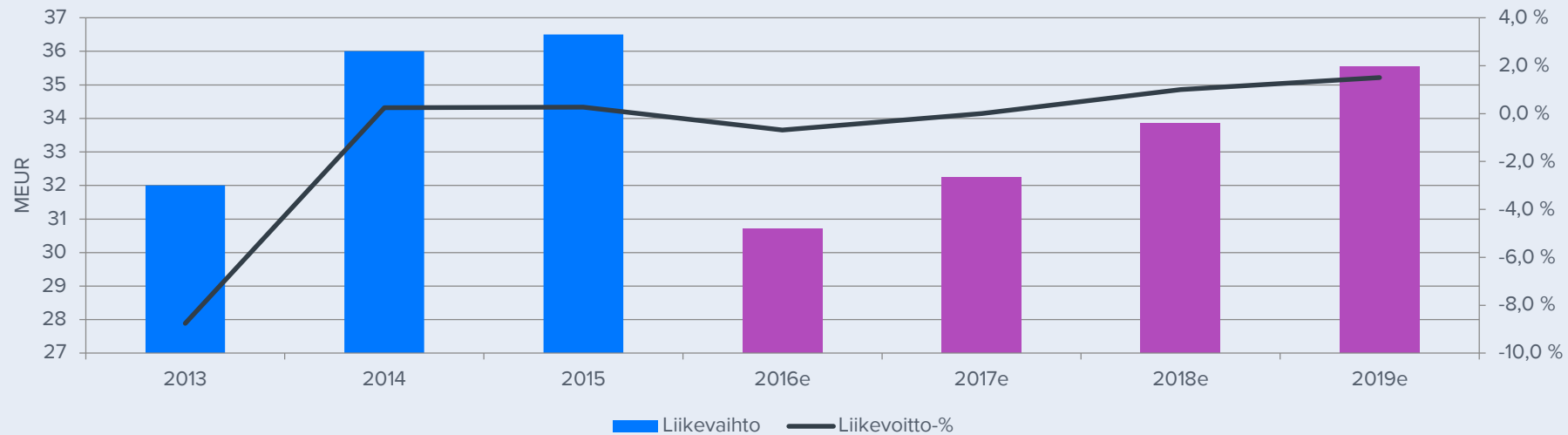
Mikäli Kauko onnistuu uuden strategiansa toteutuksessa ja saa liikevaihtonsa kasvuun, on tulosennusteissamme merkittävää nousuvaraa. Tällä hetkellä sijoittajan kannattaakin tarkastella Kaukoa eräänlaisena optiona lähivuosien tuloskasvua ajatellen. Niin pitkään kuin Kaukon tulos ei ole tappiolla ja tuhoa konsernin muuta tulosta, olemme valmiit odottamaan vielä muutaman vuoden. Mikäli Kaukon uusi strategia ei lähde etenemään seuraavan kahden vuoden aikana, tulee Aspon mielestämme pohtia segmentin divestointia, sillä vaikka Kauko ei tuhoaisikaan muun konsernin tulosta, se kuluttaa kuitenkin konsernin resursseja.

Kaukon arvo

Kaukon divestointi ei uuden strategian jälkeen ole lyhyellä aikavälillä realistista ja myös eri liiketoimintaosien myynti on suhteellisen epätodennäköistä. Näin ollen yhtiöön sidotut varat (2015: 22 MEUR) eivät enää ole oikea lähtökohta Kaukon arvolle. Näin ollen nojaudumme arvonmäärittämisessämme tulosennusteisiin.

Johtuen erittäin matalista tulosennusteistamme jää Kaukon arvo matalaksi ja olemme tarkistaneet Kaukon arvon 5 MEUR:oon (aik. 10 MEUR). Sijoittajan kannalta Kaukossa kannattaa kiinnittää huomiota liiketoiminnan kehitykseen nykyarvon sijaan. On selvää, että Kaukon arvo voi strategian onnistuessa olla selvästi nykyennustettamme korkeampi.

Kauko yhteenveto



Taloudellinen tila

Tase on hyvässä kunnossa

Aspon taseen loppusumma oli Q2'16 lopussa 318 MEUR. Taseessa on huomattava määrä kiinteää omaisuutta (114 MEUR) josta valtaosa on ESL:n laivoja. Liikearvoa ja muita aineettomia omaisuuksia yhtiöllä on noin 53 MEUR. Liikearvo (43 MEUR) on syntynyt Kauko-Telko-kaupan yhteydessä ja valtaosa siitä on kohdistettu Leipurin.

Vaihto-omaisuuden ja saamisten osuus oli Q2'16 lopussa 128 MEUR. Vaihto-omaisuus on Q2:lla kausiluontoisesti aina korkeimmillaan ja lisäksi käyttöpääomaa on paisuttanut Telkon kasvu. Rahavaroja yhtiöllä oli Q2 lopussa 19 MEUR.

Oman pääoman osuus on 105 MEUR ja tämä sisältää hieman yli 20 MEUR hybridilainaa (uusi 20 MEUR laina + vanhan lainan häntä).

Pitkäaikaista velkaa yhtiöllä oli 116 MEUR ja lyhytaikaista velkaa 96 MEUR. Lyhytaikainen velka pitää sisällään myös ostovelat, jonka arvioimme Q2 aikana olleen noin 70 MEUR.

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

Aspon nettovelkaantumisaste oli H1'16 lopussa 115 %. Nettovelkaantumisastetta on nostanut

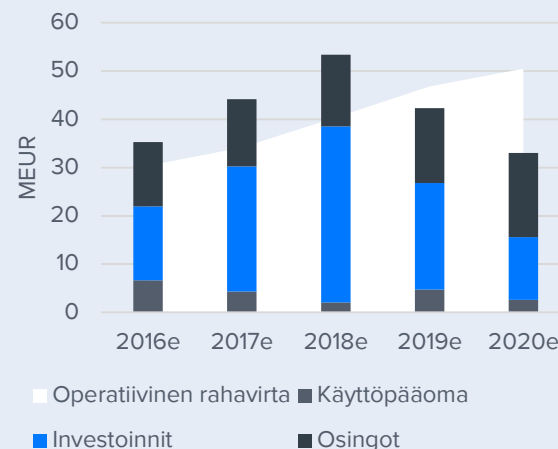
käyttöpääoman kausiluontoinen kasvu ja nettovelkaantumisasteen pitäisi laskea arviomme mukaan 98 %:n tasolle 2016 loppuun mennessä, kun käyttöpääoma tasoittuu. Aspon Lainasalkun keskikorko (pl. hybridilaina) on tällä hetkellä noin 2 %, mikä heijastelee rahoittajien luottamusta yhtiön velanhoitokykyyn.

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

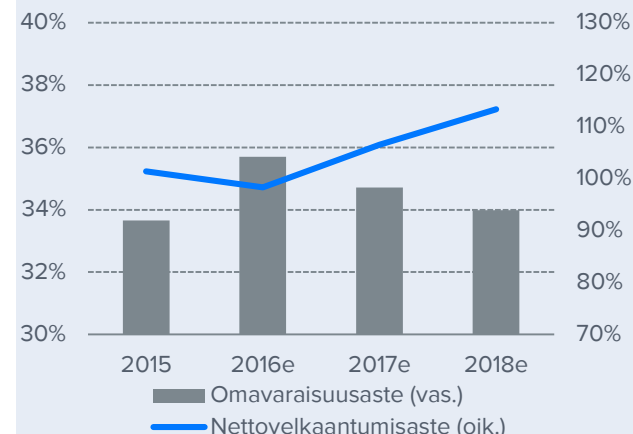
Tase kestää investoinnit ja osingon kasvun

Aspon nettovelkaantumisaste tulee arviomme mukaan nousemaan 2017-2018 aikana noin 115 %:iin, kun uusien laivojen investoinnit sitovat merkittävästi uutta pääomaa ja samalla yhtiö jatkaa varsin avokätistä osingonjakoa. Näkemyksemme mukaan 115 %:n nettovelkaantumisaste on edelleen Aspon mukavuusalueella, sillä yhtiön velanhoitokykyyn pitäisi parantua merkittävästi tulevina vuosina tulokasvun ja uusien laivojen myötä. Näin ollen yhtiöllä ei pitäisi olla ongelmia pitää osinkonsa lievästi kasvavalla trendillä myös lähivuosina ja taseessa on edelleen pientä liikkumavaraa mahdollisia täydentäviä yritysostoja ajatellen.

Rahavirrat 2016-2020e

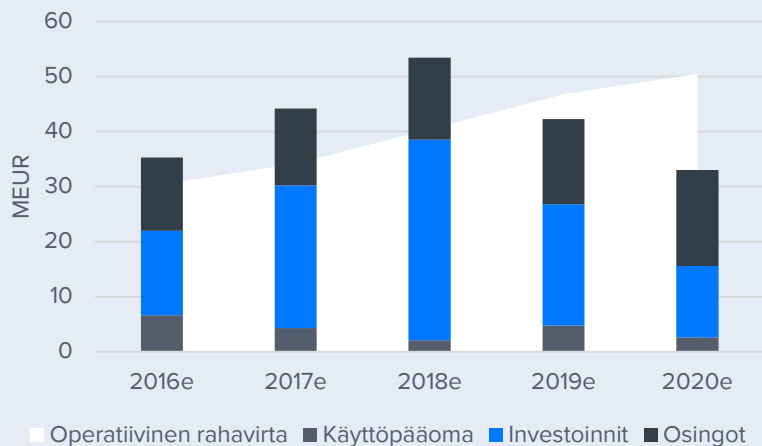


Taseen avainlukujen kehitys

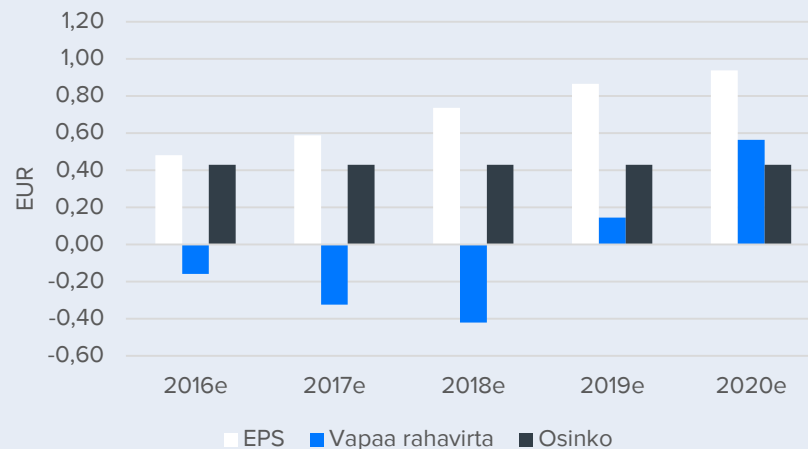


Taloudellinen tila yhteenveto

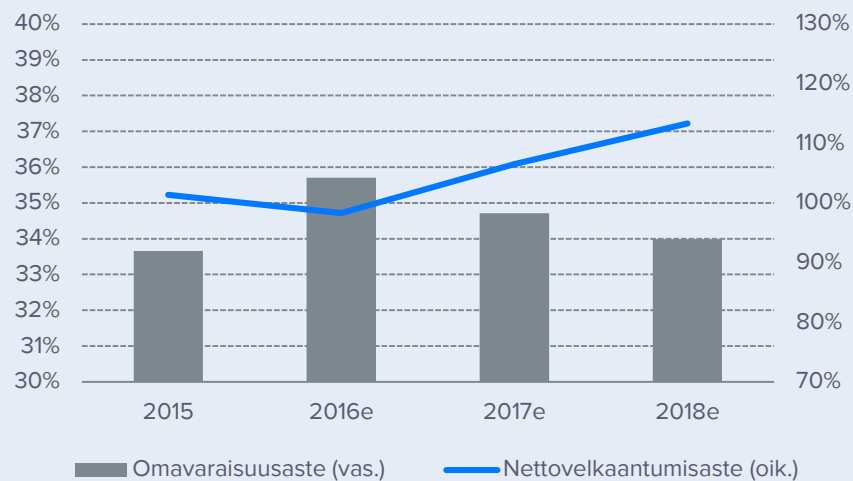
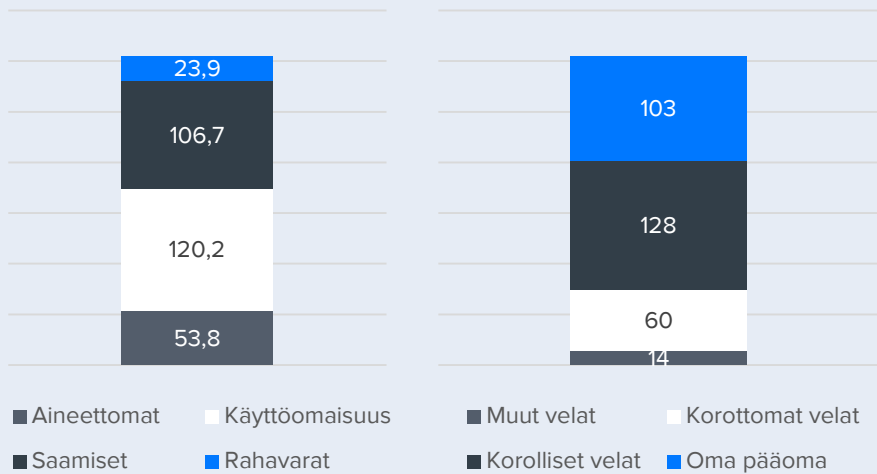
Rahavirta 2016-2020e



EPS, vapaa rahavirta ja osinko per osake



Taserakenne, 2015



Lähde: Inderes, Aspo

Ennusteet

Vuoden 2016 ennusteet

Aspon H1'16 on sujunut kaksijakoisesti. ESL:n kannattavuus on laskenut hieman edellisvuodesta johtuen supramaxien tappiollisesta spot-markkina-ajosta ja Leipurin kannattavuusongelmien jatkumisesta. Samalla Telko on kuitenkin jatkanut erinomaista kehitystään ja yhtiö on palannut selvälle kasvu-uralle. Myös konsernin kulurakenne on laskenut selvästi ja uusi kulurakenne heijastelee mielestämme paremmin Aspon liiketoimintojen nykyistä kokoluokkaa. Kokonaisuutena H1-liikevoitto on ollut 8,1 MEUR (H1'15: 7,1 MEUR) ja EPS 0,16 euroa (H1'16: 0,32 euroa).

Odotamme Aspon jatkavan kaksijakoista kehitystään loppuvuoden aikana. Telkon pitäisi H2:lla raportoida vahvoista kasvuluvuista ja uskomme, että myös sen kannattavuus tulee parantumaan samalla. Leipurin osalta pahin alkaa olla takana ja ESL:llä on edellytykset säilyttää kannattavuus vertailukauden tasolla, kun supramax-alukset ovat jälleen järkevässä sopimusliikenteessä. Kokonaisuutena odotamme Aspon liikevoiton paranevan hieman 21,6 MEUR:oon (ohjeistus 17-24 MEUR). Pidämme myös mahdollisena, että Aspo tarkistaa ohjeistushaarukkaansa Q3-tuloksen yhteydessä. EPS:n ennustamme olevan 0,48 euroa ja osingon nousevan kahdella sentillä 0,43 euroon. Vaikka Aspolla on meneillään merkittävät investoinnit, on sen taseasema vahva ja emme näe investointeja esteenä osingon lievälle kasvulle. Osingon kasvu-uralla pitäminen on kriittistä, sillä se tukee osakkeelle hyväksyttävää arvostustasoa.

Vuosien 2017-2018 ennusteet

Ennustamme Aspon palaavan selvään tuloskasvuun vuosina 2017 ja 2018. Tuloskasvun moottorina toimii edelleen Telko, missä vahva orgaaninen kasvu ja lievä kannattavuus parannus nostavat tulosta selvästi. Myös ESL:n uudet laivat alkavat kontribuoida tulokseen positiivisesti 2018 alkaen.

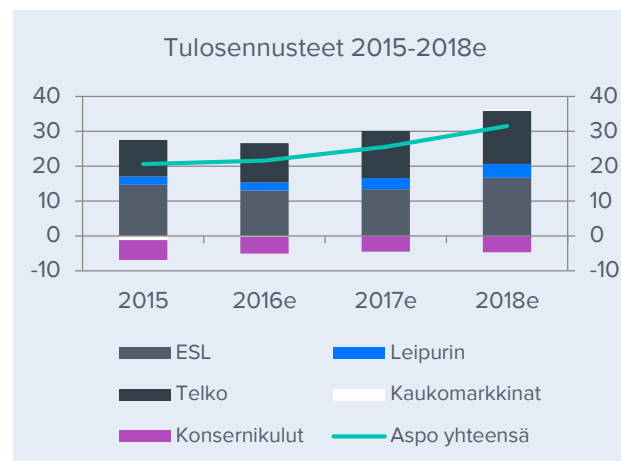
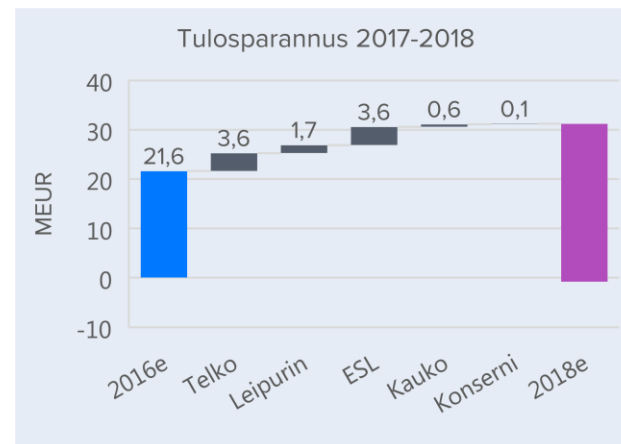
Leipurin osalta kannattavuus paranee Konekaupan tappioiden supistumisen ja yhtiön kasvu-uralle paluun myötä myös raaka-aineliiketoiminnan kannattavuus paranee hieman. 2018 ennustamme noin 4 MEUR:n liikevoitto on kuitenkin edelleen kaukana yhtiön todellisesta potentiaalista.

Kokonaisuutena ennustamme Aspo-konsernin liikevoiton paranevan 31,6 MEUR:oon vuoteen 2018 mennessä. EPS ennustamme ovat 0,59 ja 0,74 euroa. Osingon odotamme pysyvän lieväällä kasvu-uralla (0,45e ja 0,48e).

Pitkän aikavälin ennusteet

Pitkällä aikavälillä keskeinen Aspon tulosennusteisiin vaikuttava tekijä on ESL:n uudet alukset ja niiden tulosvaikutus. Olemme uusien laivojen suhteen edelleen suhteellisen varovaisia johtuen huonosta näkyvyydestä laivojen todelliseen tulosvaikutukseen. Myös Leipurin ja Kaukon kannattavuusodotuksemme ovat varsin varovaisilla tasoilla ja molempien liiketoimintojen osalta potentiaali on selvästi ennusteitamme suurempi. Näin ollen Aspo-konsernin näkökulmasta tulospotentiaali on edelleen nykyennusteitamme korkeammalla

tasolla. Johtuen epävarmuudesta liittyen laivoihin sekä Leipuriin ja Kaukoon emme anna pitkän aikavälin tulosennusteille (2019 eteenpäin) oleellista painoarvoa ja keskitymme analyysissämme kahden seuraavan vuoden kertoiimiin.



Ennusteet yhteenveto

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2014	Q1'15	Q2'15	Q3'15	Q4'15	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16e	Q4'16e	2016e	2017e	2018e
Liikevaihto	482,9	102,0	110,2	111,5	122,1	445,8	98,5	116,2	114,1	115,6	444,3	480,2	519,3
ESL Shipping	85,2	18,2	18,2	19,9	19,9	76,2	16,2	16,7	18,9	19,1	70,9	72,3	80,5
Leipurin	134,9	28,3	29,7	28,3	31,5	117,8	26,2	28,8	27,5	30,9	113,3	117,4	123,5
Telko	226,8	50,0	55,2	56,5	53,6	215,3	49,4	62,2	59,9	57,9	229,4	258,3	281,5
Kauko	36,0	5,5	7,1	6,8	17,1	36,5	6,7	8,5	7,8	7,7	30,7	32,3	33,9
Käyttökate	33,6	6,1	8,4	9,8	8,8	33,1	6,1	7,7	9,5	9,2	32,5	36,6	43,4
Poistot ja arvonalennukset	-10,2	-3,1	-4,3	-2,5	-2,6	-12,5	-2,8	-2,9	-2,6	-2,6	-10,9	-11,0	-11,9
Liikevoitto ilman kertaeriä	23,4	3,0	4,1	7,3	6,2	20,6	3,3	4,8	6,9	6,6	21,6	25,6	31,5
Liikevoitto	23,4	3,0	4,1	7,3	6,2	20,6	3,3	4,8	6,9	6,6	21,6	25,6	31,5
ESL Shipping	16,0	3,3	2,5	4,4	4,5	14,7	2,2	2,9	4,0	4,0	13,1	13,4	16,7
Leipurin	4,4	0,5	0,7	0,8	0,4	2,4	0,5	0,4	0,7	0,7	2,3	3,3	4,0
Telko	9,9	3,0	2,3	3,2	1,9	10,4	2,3	3,0	3,1	2,8	11,3	13,4	15,2
Kauko	0,1	-2,0	0,1	0,1	0,6	-1,2	-0,3	-0,3	0,2	0,2	-0,2	0,0	0,3
Konsemikulut	-7,0	-1,8	-1,5	-1,2	-1,2	-5,7	-1,4	-1,2	-1,1	-1,1	-4,8	-4,5	-4,7
Nettorahoituskulut	-4,4	4,5	-0,5	-1,0	-2,3	0,7	-0,7	-0,9	-0,8	-0,8	-3,2	-3,6	-4,5
Tulos ennen veroja	19,0	7,5	3,6	6,3	3,9	21,3	2,6	3,9	6,1	5,8	18,4	22,0	27,0
Verot	-0,6	-0,5	-0,3	-0,5	-0,2	-1,5	-0,3	-0,5	-0,5	-0,5	-1,8	-2,1	-2,6
Vähemmistöosuudet	-1,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-1,0	-0,3	-0,6	-0,4	-0,4	-1,7	-1,7	-1,7
Nettotulos	17,0	6,8	3,1	5,6	3,5	18,8	2,0	2,8	5,2	4,9	14,9	18,2	22,8
EPS (oikaistu)	0,55	0,22	0,10	0,18	0,11	0,61	0,06	0,09	0,17	0,16	0,48	0,59	0,74
EPS (raportoitu)	0,55	0,22	0,10	0,18	0,11	0,61	0,06	0,09	0,17	0,16	0,48	0,59	0,74

Tunnusluvut	2014	Q1'15	Q2'15	Q3'15	Q4'15	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16e	Q4'16e	2016e	2017e	2018e
Liikevaihdon kasvu-%	1,4 %	-5,6 %	-10,2 %	-14,0 %	-0,4 %	-7,7 %	-3,4 %	5,4 %	2,3 %	-5,4 %	-0,3 %	8,1 %	8,1 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	116,7 %	-20,5 %	-35,2 %	-6,4 %	12,7 %	-12,0 %	10,0 %	17,1 %	-5,4 %	6,6 %	4,9 %	18,4 %	23,1 %
Käyttökate-%	7,0 %	6,0 %	7,6 %	8,8 %	7,2 %	7,4 %	6,2 %	6,6 %	8,3 %	8,0 %	7,3 %	7,6 %	8,4 %
Oikaistu liikevoitto-%	4,8 %	2,9 %	3,7 %	6,5 %	5,1 %	4,6 %	3,4 %	4,1 %	6,1 %	5,7 %	4,9 %	5,3 %	6,1 %
Nettotulos-%	3,5 %	6,6 %	2,8 %	5,0 %	2,8 %	4,2 %	2,0 %	2,4 %	4,5 %	4,2 %	3,4 %	3,8 %	4,4 %

Lähde: Inderes

Osien summa

Osien summa luo pohjan arvostukselle

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

Olemme nostaneet arviotamme Aspon osien bruttoarvosta 380 MEUR:oon (aik. 370 MEUR).

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

Leipurin arvo on laskenut 60 MEUR:oon (aik. 75 MEUR) johtuen vaisusta tuloskehityksestä ja sisäisistä ongelmista.

Telkon arvo on noussut 150 MEUR:oon (130 MEUR) johtuen erinomaisesta operatiivisesta kehityksestä ja vahvoista kasvunäkymistä.

Kaukon arvo on tarkistettu 5 MEUR:n tasolle (aik. 10 MEUR) johtuen laskeneista ennusteista.

Kun tästä vähennetään konsernin kulut (-30 MEUR) ja hybridillä oikaistut nettovelat (-130 MEUR) saadaan osien nettoarvoksi 250 MEUR tai noin 8,1 euroa per osake. Arvio on samalla tasolla kuin aiempi ennustemme ja arvon pysyminen ennallaan heijasteleekin yhtiön portfolion polarisoitumista.

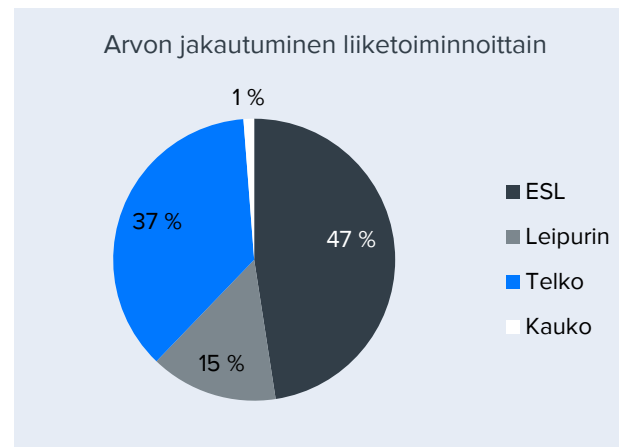
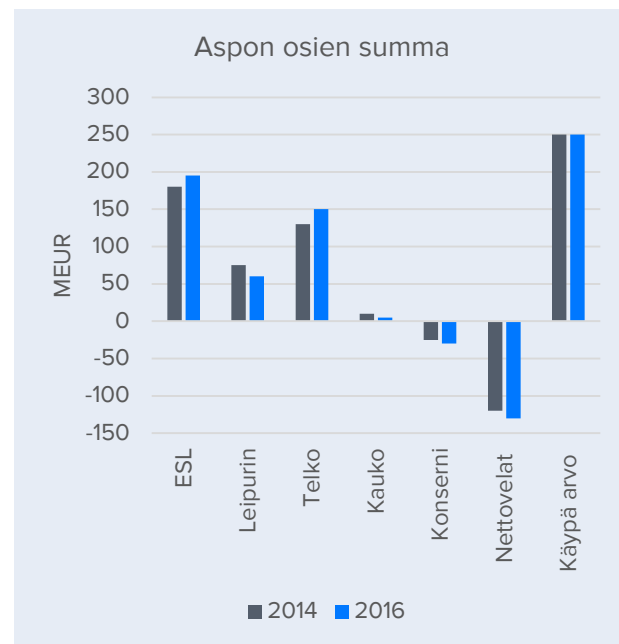
Viimeisen kahden vuoden aikana on Aspon

portfoliossa ollut nähtävissä selkeä polarisaatio. ESL ja Telko ovat jatkaneet vakuuttavaa kehitystään ja molemmat luovat strategiallaan omistaja-arvoa. Leipurin ja Kauko ovat puolestaan kehittyneet vastakkaiseen suuntaan ja etenkin Leipurilla ongelmat ovat osoittautuneet odotuksiamme suuremmiksi, joka on samalla painanut yhtiön arvoa.

Potentiaali Telkossa

Aspon arvoa tarkasteltaessa ylivoimaisesti suurin potentiaali suhteessa nykyiseen arvoon liittyy Telkoon. Telkon arvostus ei edelleenkään kohonneesta arvostuksesta huolimatta heijastele täysimääräisesti sitä potentiaalia, joka yhtiössä on. Mikäli Telko etenee ennusteidemme mukaisella polulla, tulisi sen olla muutaman vuoden tähtäimellä konsernin arvokkain osa.

Sijoittajien kannalta Telkon kehityksen seuraaminen on kuitenkin erittäin kriittistä, sillä sen kehitys ohjaa Aspon omistaja-arvon kasvua operatiivisella puolella. Arviomme mukaan ESL:n arvossa on vain rajallisesti nousuvaraa, sillä arvo on aina tietyssä määrin sidoksissa yhtiön kalustoon ja sen arvoon. Leipurin 75 MEUR:n arvossa on nousuvaraa 10-15 %, mikäli Venäjän markkinatilanne elpyy. Kaukomarkkinoiden arvon merkittävä absoluuttinen nousu vaatisi arviomme mukaan rakennejärjestelyjä, joilla liiketoiminta siirtyisi seuraavalle asteelle. Kaukomarkkinoiden arvoa tarkasteltaessa mielestämme tärkeintä on se, että yhtiö ei enää tuhoa Aspon muiden liiketoimintojen luomaa lisäarvoa tappioillaan.



Arvonmääritys ja suositus

Arvostuskertoimet

Aspon osaketta arvostettaessa annamme suurimman painoarvon osien summa laskelmallemme. Näkemyksemme mukaan pitkällä aikavälillä on relevanttia odottaa, että Aspon osissa piilevä arvo purkautuu tavalla tai toisella.

Osien summan lisäksi hinnoitlemme Aspoa myös konsernin absoluuttisten arvostuskertoimien pohjalta. Suosimme arvomäärityksessä erityisesti EV/EBITDA- ja P/E-kertoimia. Järkevän verrokkiryhmän puutteesta johtuen käytämme suhteelliseen arvonnäilytykseen Helsingin pörssin yleistä arvostustasoa.

Huomioiden Aspon suhteellisen hajautuneet ja vakaat kassavirrat sekä liiketoimintaportfolion hajautuksen laskema riski, voidaan Aspoa mielestämme hinnoitella neutraalissa skenaariossa kertoimilla P/E 15x ja EV/EBITDA 10x. P/E-kerroin on linjassa Helsingin pörssin pitkän aikavälin arvostustason kanssa ja EV/EBITDA noin 15 % korkeampi johtuen Aspon korkeammasta velkavivusta ja keskimääräistä tehokkaammasta pääoman käytöstä.

DCF-arvonmääritys

Annamme arvonnäilytyksessä rahavirtamallille (DCF) suhteellisen pienen painoarvon, koska rahavirtamalli on herkkä erityisesti terminaalijakson muuttujiin nähden. DCF mallimme mukainen osakkeen arvo on 8,88 euroa, mikä heijastelee myös uusien laivojen kontribuutiota Aspon tulokseen.

Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu pitkällä aikavälillä ja EBIT-marginaali on 4,5 %:ssa. Mallissa terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta on suhteellisen korkea 63 % johtuen lähivuosien negatiivisesta kassavirrasta (laivainvestoinnit).

Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 7,1 % ja oman pääoman kustannus on 8,8 %. WACC on suhteellisen matala ja se heijastelee yhtiön kykyä käyttää tehokkaasti velkavivua.

Nykyinen arvostustaso

Näkemyksemme mukaan Aspon nykyinen arvostus on kuluven vuoden kertoimilla neutraalilla tasolla (P/E 15x ja EV/EBITDA 10x). Ensi vuoden kertoimilla Aspon arvostustaso laskee huomattavasti houkuttelevammalle tasolle, kun Telko vetää konsernia tulokasvuun. Näkemyksemme mukaan osakkeen kurssinousu nojaakin nykytilanteessa ennen kaikkea tuloparannukseen ja sijoittajan saama tuotto tulee lähivuosina muodostumaan tulokasvusta sekä osingosta.

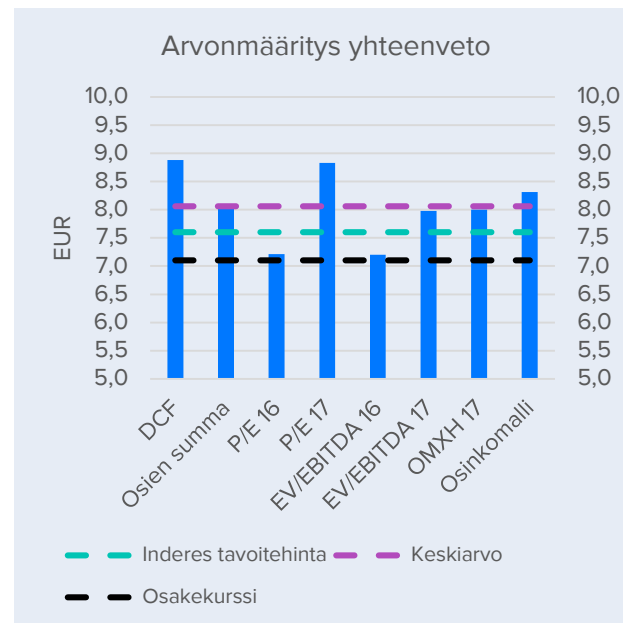
Hybridilainasta oikaistu P/B-kerroin on 2,5x joka yhdessä edeltävän 13 vuoden keskimääräisen oman pääoman tuoton (17,3 %) kanssa tarjoaa noin 7 %:n tulostuottoa. Kääntäen tämä vajaa 7 %:n tulostuotto vastaa P/E-kerrointa 14x ja näin ollen myös P/B-kerrointa voidaan pitää suhteellisen neutraalina.

Tavoitehinta

Yhteensä kahdeksan eri käyttämämme arvostusmetodin keskiarvo käypähinta on 8,1

euroa, eli noin 15 % yli nykyisen osakekurssin. Oma tavoitehintamme, 7,6 euroa, on alle tämän keskiarvon, sillä pidämme osaketta 2016 kertoimilla oikein hinnoiteltuna ja 2017 tuloparannukseen liittyä edelleen epävarmuutta. Näin ollen pidämme pientä alennusta perusteltuna.

Kokonaisuutena laaja arvonnäilytyksemme tukee näkemystämme siitä, että Aspon käypä arvo on tällä hetkellä noin 8,0 euroa per osake. Näkemyksemme mukaan osake tarjoaakin nykytasolla järkevää turvamarginaalia sijoittajille ja pidämme osakkeen tuotto-/riskisuhdetta positiivisena. Korkea osinkotuotto tarjoaa sijoittajille hyvää kassavirtatuottoa tulokasvun realisoitumista odotellessa.



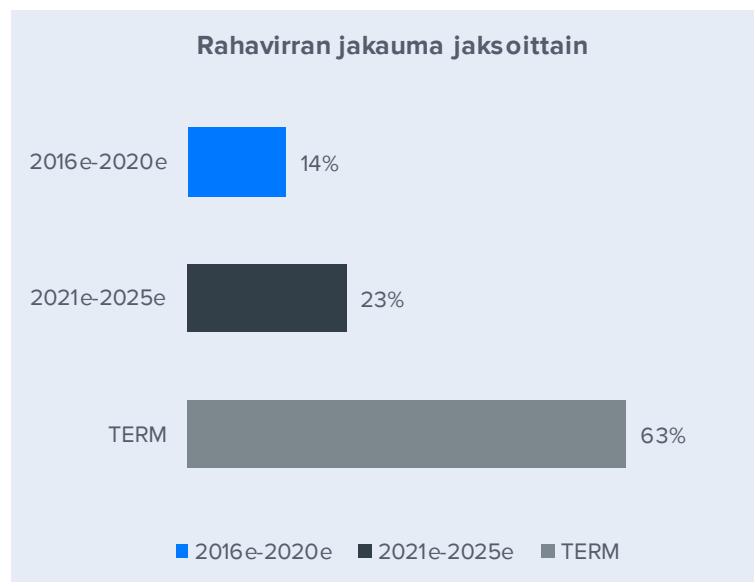
Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2015	2016e	2017e	2018e
Osakekurssi	7,50	6,96	6,96	6,96
Markkina-arvo	232	216	216	216
Yritysarvo (EV)	336	323	338	356
P/E (oik.)	12,4	14,5	11,8	9,5
P/E	12,4	14,5	11,8	9,5
P/Kassavirta	10,1	25,5	54,7	115
P/B	2,3	2,0	1,9	1,7
P/S	0,5	0,5	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,8	0,7	0,7	0,7
EV/EBITDA	10,2	9,9	9,2	8,2
EV/EBIT	16,3	15,0	13,2	11,3
Osinko/tulos (%)	67,5 %	89,4 %	76,4 %	65,2 %
Osinkotuotto-%	5,5 %	6,2 %	6,5 %	6,9 %
Lähde: Inderes				

Kassavirtalaskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TERM
Liikevoitto	20,6	21,6	25,6	31,5	37,0	40,8	36,0	36,8	31,2	28,7	29,0	
+ Kokonaispoistot	12,5	10,9	11,0	11,9	13,6	14,2	14,1	13,9	13,7	13,6	13,4	
- Maksetut verot	-1,5	-1,8	-2,1	-2,6	-3,2	-3,8	-3,5	-3,7	-3,0	-2,8	-2,8	
- verot rahoituskuluista	0,0	-0,3	-0,4	-0,4	-0,6	-0,7	-0,8	-0,8	-0,7	-0,7	-0,7	
+ 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	0,0	-6,6	-4,3	-2,1	-4,8	-2,6	-2,0	-1,4	-1,4	-1,4	-0,7	
Operatiivinen kassavirta	31,6	23,8	29,9	38,3	42,1	47,9	43,7	44,8	39,8	37,4	38,2	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	2,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-11,4	-15,4	-25,9	-36,5	-22,1	-13,0	-12,0	-12,0	-12,0	-12,0	-10,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	23,0	8,4	3,9	1,9	20,0	34,9	31,7	32,8	27,8	25,4	28,0	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	23,0	8,4	3,9	1,9	20,0	34,9	31,7	32,8	27,8	25,4	28,0	465,3
Diskontattu vapaa kassavirta		8,3	3,6	1,6	16,0	26,0	22,1	21,4	16,9	14,4	14,8	246,6
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		391,6	383,3	379,7	378,1	362,1	336,1	314,0	292,7	275,8	261,4	246,6
Velaton arvo DCF		391,6										
- Korolliset velat		-127,9										
+ Rahavarat		23,9										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-12,7										
Oman pääoman arvo DCF		274,9										
Oman pääoman arvo DCF per osake		8,88										

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



Tuloslaskelma

(MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Liikevaihto	476	483	446	444	480	519
Kulut	-455	-449	-413	-412	-444	-476
EBITDA	21,6	33,6	33,1	32,5	36,6	43,4
Poistot	-10,8	-10,2	-12,5	-10,9	-11,0	-11,9
Liikevoitto	10,8	23,4	20,6	21,6	25,6	31,5
<i>Liikevoiton kertaerät</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
<i>Liikevoitto ilman kertaeriä</i>	<i>10,8</i>	<i>23,4</i>	<i>20,6</i>	<i>21,6</i>	<i>25,6</i>	<i>31,5</i>
Rahoituserät	-7,8	-6,9	-6,1	-11,2	-13,3	-16,0
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Voitto ennen veroja	6,7	19,0	21,3	18,4	22,0	27,0
Muut erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verot	1,9	-0,6	-1,5	-1,8	-2,1	-2,6
Vähemmistöosuus	0,0	-1,4	-1,0	-1,7	-1,7	-1,7
Nettotulos	8,6	17,0	18,8	14,9	18,2	22,8
<i>Nettotulos ilman kertaeriä</i>	<i>8,6</i>	<i>17,0</i>	<i>18,8</i>	<i>14,9</i>	<i>18,2</i>	<i>22,8</i>
Satunnaiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tilikauden tulos	8,6	17,0	18,8	14,9	18,2	22,8
<i>Osaakohtainen tulos</i>	<i>0,28</i>	<i>0,55</i>	<i>0,61</i>	<i>0,48</i>	<i>0,59</i>	<i>0,74</i>
Osaakohtainen tulos (oikaistu)	0,28	0,55	0,61	0,48	0,59	0,74

Ennusteet segmenteittäin

Telko	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Liikevaihto	237,7	230,2	226,9	215,3	229,4	258,3	281,5
Kasvu-%	12 %	-3 %	-1 %	-5 %	7 %	13 %	9 %
Suomi	55	48	48	45	48	55	56
Baltia	21	21	23	20	20	20	21
Venäjä	62	60	54	47	47	54	63
Ukraina	43	41	41	35	38	43	48
Skandinavia	29	28	27	30	32	34	34
Muut	29	32	34	38	44	51	60
EBITDA	10,1	7,4	11,5	12,1	12,9	15,1	17,0
EBITDA-%	4,2 %	3,2 %	5,1 %	5,6 %	5,6 %	5,9 %	6,0 %
EBIT	8,4	5,8	9,9	10,4	11,3	13,4	15,2
EBIT-%	3,5 %	2,5 %	4,4 %	4,8 %	4,9 %	5,2 %	5,4 %
CAPEX	2,3	1,3	1,8	0,9	1,1	3,0	3,0

Leipurin	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Liikevaihto	131,1	136,3	135,0	117,8	113,3	117,4	123,5
Kasvu-%	2,3 %	4,0 %	-1,0 %	-12,7 %	-3,8 %	3,6 %	5,2 %
Suomi	52	56	50	46	45	45	45
Baltia&Puola	28	29	34	34	35	36	37
Venäjä	37	37	39	27	23	26	30
Muut	14	15	12	11	10	11	12
EBITDA	5,2	6,4	5,6	3,6	3,6	4,4	5,1
EBITDA-%	4,0 %	4,7 %	4,1 %	3,1 %	3,2 %	3,7 %	4,1 %
EBIT	4,0	5,2	4,4	2,4	2,4	3,3	4,0
EBIT-%	3,1 %	3,8 %	3,3 %	2,0 %	2,2 %	2,8 %	3,2 %
CAPEX	1,0	0,7	0,7	0,5	0,6	1,0	1,0

ESL	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Liikevaihto	72,3	77,8	85,2	76,2	70,9	72,3	80,5
Kasvu-%	-22,3 %	7,6 %	9,5 %	-10,6 %	-6,9 %	2,0 %	11,2 %
EBITDA	10,8	14,8	22,8	22,6	21,1	21,9	26,7
EBITDA-%	14,9 %	19,0 %	26,8 %	29,6 %	29,7 %	30,3 %	33,2 %
EBIT	3,7	7,6	16,0	14,7	13,1	13,4	16,7
EBIT-%	5,1 %	9,8 %	18,8 %	19,3 %	18,4 %	18,5 %	20,8 %
CAPEX	27	2	16	13	14	20	30

Kauko	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Liikevaihto	40,5	32,0	36,0	36,5	30,7	32,3	33,9
Kasvu-%	-6,7 %	-21,0 %	12,5 %	1,4 %	-15,8 %	5,0 %	5,0 %
EBITDA	0,0	-2,1	0,7	0,7	0,4	0,5	0,8
EBITDA-%	0,0 %	-6,6 %	1,9 %	1,9 %	1,3 %	1,6 %	2,5 %
EBIT	-0,6	-2,8	0,1	0,1	-0,2	0,0	0,3
EBIT-%	-1,5 %	-8,8 %	0,2 %	0,3 %	-0,7 %	0,0 %	1,0 %
CAPEX	0,4	0,5	0,2	0,2	0,1	0,3	0,3

Vastaavaa (MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e
Pysyvät vastaavat	168	175	174	179	194
Liikearvo	45	44	43	43	43
Aineettomat oikeudet	13	12	11	10	10
Käyttöomaisuus	103	111	116	122	137
Sijoitukset osakkuusrytyksiin	2	0	0	0	0
Muut sijoitukset	0	3	0	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	4	4	4	4	4
Laskennalliset verosaamiset	0	0	0	0	0
Vaihtuvat vastaavat	134	123	131	129	137
Varastot	48	47	48	53	55
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0	0
Myyntisaamiset	58	56	58	58	62
Likvidit varat	29	19	24	18	19
Taseen loppusumma	302	298	305	308	330

Vastattavaa (MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e
Oma pääoma	102	111	103	110	115
Osakepääoma	18	18	18	18	18
Kertyneet voittovarot	43	51	74	76	81
Omat osakkeet	-4	-4	-3	-3	-3
Uudelleenarvostusrahasto	14	14	-18	-18	-18
Muu oma pääoma	33	33	32	37	37
Vähemmistöosuus	1	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	95	92	129	125	140
Laskennalliset verovelat	8	8	8	8	8
Varaukset	0	0	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	85	82	117	113	127
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	1	1	4	4	4
Lyhytaikaiset velat	105	96	73	72	76
Lainat rahoituslaitoksilta	45	37	11	13	14
Lyhytaikaiset korottomat velat	59	58	60	58	60
Muut lyhytaikaiset velat	1	1	2	2	2
Taseen loppusumma	303	298	305	308	330

Inderes Oy



2015

#1 Ennustetarkkuus



2014, 2016

#1 Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016

#1 Ennustetarkkuus



2012, 2016

#1 Suositustarkkuus



2012, 2016

#2 Suositustarkkuus

Inderesin tavoitteena on tehdä Helsingin pörssistä parempi markkinapaikka. Edistämme suomalaisen pääomamarkkinan toimintaa toimimalla informaatiolinkkinä yritysten ja sijoittajien välillä sekä löytämällä sijoittajille parhaat sijoituskohteet. Vuonna 2009 perustettu yhtiö on työntekijöiden omistama.

Inderes Oy

Itämerenkatu 5

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/nderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.nderes.fi

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 suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), 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 nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa 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 Inderesin, 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/>

**Palkittua
analyysiä.**

www.inderes.fi