

ASPO

25.6.2025 8.30 EEST



Kasper Mella
+358 45 6717 150
kasper.mella@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
LAAJA RAPORTTI



Kasvuinvestoinnit kiihtyvät

Odotamme logistiikan monialayhtiö Aspolta lähivuosina investointivetoista tuloskasvua haastavasta lyhyen aikavälin kysyntänäkymästä huolimatta. Osakekurssi ei onnistumisia juuri hinnoittele, joten pidämme tuotto-odotusta houkuttelevana kohtalaisen korkeaa riskiä kompensoimaan. Toistammekin lisää-suosituksemme 6,0 euron tavoitehinnalla.

Konserni toimii liiketoimintojen aktiivisena omistajana

Aspo omistaa ja kehittää liiketoimintoja, jotka keskittyvät palvelemaan teollisuuden asiakkaita eri toimialoilla. Jokaisella liiketoiminnolla on erillinen johtoryhmä, joka koostuu kunkin toimialan asiantuntijoista ja osaajista. Konsernin roolina on puolestaan tukea segmenttejä näiden strategiatyössä ja kasvussa, tarjota joitain tukitoimintoja sekä vastata pääoman allokoinnista ja rahoituksesta. Aspon kolme operatiivista segmenttiä ovat varustamo ESL Shipping, teollisuuden jakelija Telko sekä leipomo- ja elintarviketeollisuuden jakelija Leipurin. Maantieteellisesti Aspo on fokusoitunut toimimaan Pohjois-Euroopassa painotuksen ollessa Pohjoismaissa ja Baltiassa.

Vuoteen 2028 ulottuvalla strategiakaudellaan Aspo tulee investoimaan voimakkaasti ESL Shippingin modernin kaluston kasvattamiseen vastatakseen kasvavaan vähäpäästöisten merikuljetusten kysyntään. Lisäksi pääomia on tarkoitus allokoida jakelutoimintojen (Telko ja Leipurin) yritysostoihin. Aspo myös pyrkii eriyttämään jakelu- ja varustamotoimintonsa toisistaan vuoden 2029 loppuun mennessä julkistamansa portfoliovision mukaisesti.

Tuloskasvun jatkuminen vaatii taloudelta vetoapua

Vaikka segmenttien kysynnän olennaista kohenemista saadaan todennäköisesti odotella vähintään ensi vuoden puolelle, odotamme kuluvalta vuodelta selvää tuloskasvua Aspon ohjeistuksen mukaisesti. Tärkeimmät tekijät tämän taustalla ovat toteutettujen yritysostojen tulskontribuutio, yritysostoihin liittyvien kertakulujen poistuminen sekä ESL:n kaluston

tehostuminen uusien alusten käyttöönoton myötä. Näin ollen eväitä tulosparannukselle löytyy ilman talouden vetoapua.

Lähivuosina Aspon tuloskasvun kannalta tärkeimmässä roolissa on ESL:n kalustoinvestointien mahdollistama kuljetusvolyymien kasvu. Kasvavan kapasiteetin vastapainona tulee myös kysynnän elpyä, sillä tämän hetkinen kalusto riittäisi hyvin täyttämään nykyisiä volyymejä. Telkolta odotamme puolestaan vakaata orgaanista kasvua markkinan mukana, minkä lisäksi kannattavuustasossa pitäisi olla vielä tehostamisen varaa. Leipurin tulostason odotamme kehittyvän muita segmenttejä vakaammin, ja liikevaihdon sekä volyymien kasvun ollessa ennusteissamme maltillista tulee tuloskasvu pääosin segmentin kannattavuusparannuksen etenemisestä.

Näiden summana odotamme Aspolta lähivuosina varsin reipasta tuloskasvua. Osakekohtainen tulos kasvaa selvästi liikevoittoa voimakkaammin huomattavasta velkavivusta johtuen. Ennusteriskit ovat samalla merkittäviä. Käynnissä olevista investointiohjelmista johtuen vapaa kassavirta jää kuitenkin vaatimattomaksi, minkä takia myös voitonjako on maltillista. Odotamme lähivuosina noin 40 % voitonjakosuhdetta.

Nykyinen kurssitaso ei liikoja vaadi

Arvonmäärityksessämme annamme pääpainon osien summalle, sillä se huomioi parhaiten liiketoimintojen erilaiset profiilit. Toisaalta myös konsernin kassavirtamallin käyttö on perusteltua Aspon keskittyessä liiketoimintojen tuottamien pääomien allokontiin. Lisäksi lähivuosien investointitasot ovat suurilta osin tiedossa, jolloin näihin ei liity merkittävää epävarmuutta. Keskeinen haaste on yhä ESL:n tuloskehityksen arvioiminen. Soveltamamme menetelmät antavat Aspon osakkeen arvoksi keskimäärin hieman yli 6,0 euroa. Tähän suhteutettuna nykyinen osakekurssi ei liikoja vaadi, ja pidämmekin riski-tuottosuhdetta houkuttelevana. Aspon osakkeeseen liittyvää arvostusriskiä laskee se, ettei nykyinen kurssitaso vaadi lainkaan arvonluontia ESL:n mittavista kalustoinvestoinneista.

Suositus

Lisää

(aik. Lisää)

Tavoitehinta:

6,00 EUR

(aik. 6,00 EUR)

Osakekurssi:

5,14 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	593	634	667	678
kasvu-%	10 %	7 %	5 %	2 %
EBIT oik.	26,5	33,2	39,4	44,2
EBIT-% oik.	4,5 %	5,2 %	5,9 %	6,5 %
Nettotulos	6,4	17,8	23,2	26,1
EPS (oik.)	0,37	0,57	0,74	0,83

P/E (oik.)	13,4	9,0	7,0	6,2
P/B	1,2	1,1	1,0	0,9
Osinkotuotto-%	3,8 %	4,4 %	5,8 %	6,5 %
EV/EBIT (oik.)	15,2	12,2	10,3	9,8
EV/EBITDA	7,0	6,2	5,5	5,3
EV/Liikevaihto	0,7	0,6	0,6	0,6

Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

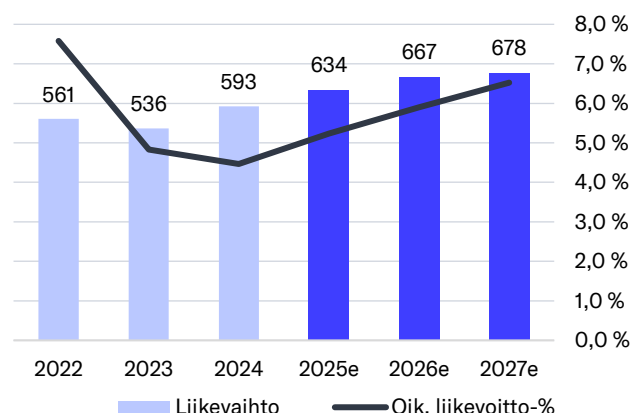
Aspo-konsernin vertailukelpoisen EBITAn odotetaan olevan 35–45 miljoonaa euroa vuonna 2025 (29,1 miljoonaa euroa vuonna 2024).

Osakekurssi



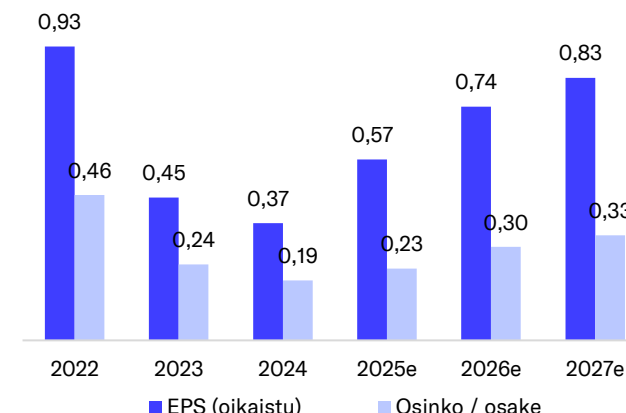
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

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

Riskitekijät

- Rahtimarkkinan syklisyys
- Velkaa on paljon suhteessa tulostasoon
- Yritysostoissa epäonnistuminen
- Poliittiset riskit rahtiliikenteen päästökauppaan ja päästövähennystavoitteisiin liittyen

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	5,14	5,14	5,14
Osakemäärä, milj. kpl	31,4	31,4	31,4
Markkina-arvo	161	161	161
Yritysarvo (EV)	404	404	433
P/E (oik.)	9,0	7,0	6,2
P/E	9,7	7,0	6,2
P/B	1,1	1,0	0,9
P/S	0,3	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA	6,2	5,5	5,3
EV/EBIT (oik.)	12,2	10,3	9,8
Osinko/tulos (%)	40,0 %	40,0 %	40,0 %
Osinkotuotto-%	4,4 %	5,8 %	6,5 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6–9
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	10–11
Segmentit: ESL Shipping	12–20
Segmentit: Telko	21–28
Segmentit: Leipurin	29–35
Taloudellinen tilanne	36–38
Sijoitus- ja riskiprofiili	39–40
Ennusteet	41–45
Arvonmääritys	46–50
Liitteet	51–57
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	58

Aspo lyhyesti

Aspon liiketoiminta koostuu kolmesta segmentistä: ESL Shipping, Telko ja Leipurin. Aspon strategian keskiössä on omistaa ja kehittää B2B-markkinoilla pääsääntöisesti operoivia yrityksiä. Lisäksi vuoden 2029 loppuun mennessä tarkoituksena on eriyttää pääomaraskas varustamotoiminta pääomakevyistä tukkutoiminnoista.

1929

Perustamisvuosi

593 MEUR

Liikevaihto 2024

29,1 MEUR

Vertailukelpoinen EBITA 2024

21,2 MEUR

Raportoitu EBITA 2024

800

Henkilöstö 2024 lopussa

Fokus itämarkkinoilla (2008–2017)

Nykymuotoinen Aspo-konserni syntyy Kauko-Telko -yhtymän myötä vuonna 2008.

ESL investoi kahteen ison kokoluokan Supramax-alukseen ja kasvattaa kuljetuskapasiteettiaan merkittävästi.

Finanssikriisi iskee ESL:n ja koko toimialan kannattavuuteen.

Tukkutoiminnot kasvavat erityisesti itämarkkinoilla.

Investointeja varustamoon (2018–2021)

ESL hankkii ruotsalaisen AtoB@C-varustamon ja laajentaa kalustoaan myös pienempiin alusluokkiin. Tämä kasvattaa selvästi ESL:n liiketoiminnan kokoluokkaa.

ESL vastaanottaa kaksi nesteytettyä maakaasulla (LNG) kulkevaa irtolastialusta.

Telkon päivitetty strategia painottuu vahvemmin lisäarvotuotteisiin.

Itämarkkinat muodostavat huomattavan osan liiketoiminnasta, mutta strategiakauden lopulla painopistettä suunnataan kasvuun lännessä.

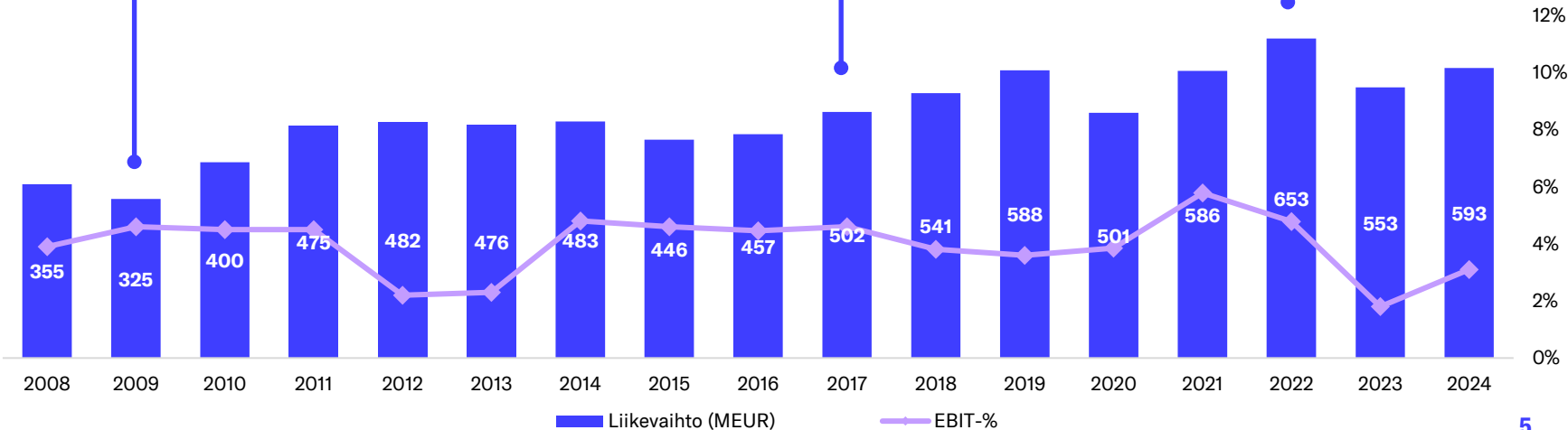
Uusi konsernistrategia (2022–)

Venäjän hyökkäyssodan myötä Aspo irtaantuu Venäjän ja Valko-Venäjän liiketoiminnoistaan, mikä osuu sekä liikevaihtoon että tulokseen.

Telko toteuttaa yritysostoja osana kasvustrategiaansa. Myös Leipurin laajentaa liiketoimintaa yrityskaupoilla. Näillä saadaan paikattua itämarkkinoiden jättämää lovea.

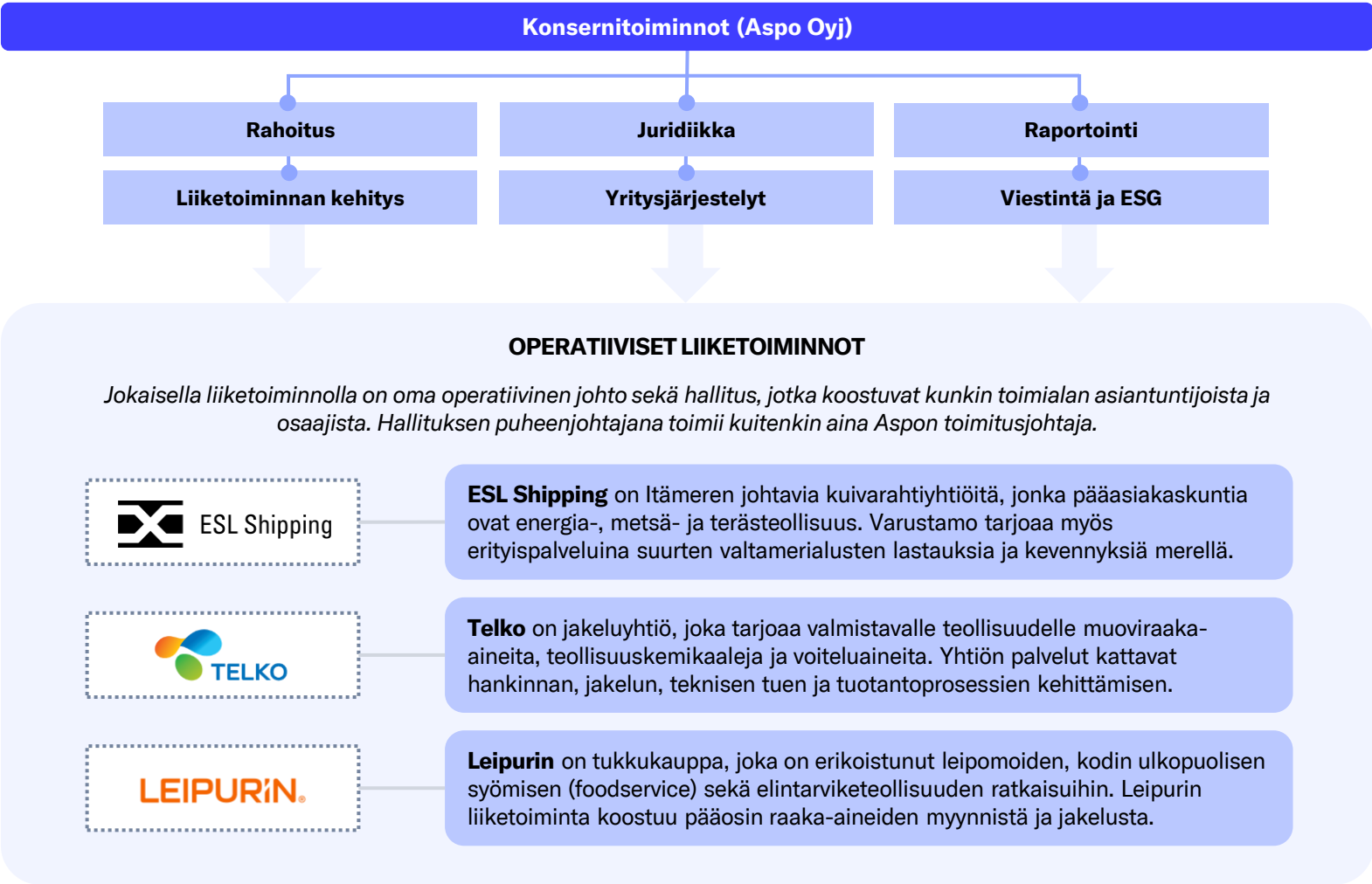
ESL investoi voimakkaasti uuteen vähäpäästöiseen kapasiteettiin. Nämä sitovat tulevana vuosina reilusti konsernin kassavaroja.

Aspo esittelee portfoliovision, jonka tarkoituksena on eriyttää varustamotoiminta tukkutoiminnoista vuoteen 2029 mennessä.



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/4

Aspo pyrkii luomaan arvoa omistamalla ja kehittämällä liiketoimintoja pitkäjänteisesti. Omistetut yritykset vastaavat omasta toiminnastaan sekä asiakassuhteistaan. Konsernin roolina on vastata rahoituksesta sekä tarjota joitain tukitoimintoja segmenteille. Lisäksi konsernin hallitus yhdessä johdon kanssa vastaa Aspoa koskevista strategisista linjauksista kuten pääoman allokoinnista.



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/4

Konserni toimii liiketoimintojen aktiivisena omistajana

Aspon liiketoimintamallin keskiössä on omistaa ja kehittää pääosin B2B-markkinoilla operoivia yrityksiä, jotka toimivat erikoisosaamista vaativilla alueilla. Liiketoiminnot keskittyvät palvelemaan teollisuuden asiakkaita eri toimialoilla. Lisäksi ESG-liitännäiset kysyntäajurit ovat vahvasti osana liiketoimintaa, erityisesti teollisuuden päästöjen vähentämisessä.

Aspon jokaisella liiketoiminnolla on erillinen johtoryhmä, joka koostuu kunkin toimialan asiantuntijoista ja osaajista. Mukana olevista vähemmistöomistajista johtuen ESL:n toimintaa johdetaan kuitenkin vahvemmin omistajista koostuvasta hallituksesta käsin. Konsernin rooliksi jää ennen kaikkea vastata pääoman allokoinnista. Lisäksi konsernitoiminnot sisältävät joitain tukifunktioita liiketoiminnoille. Varsinaisia synergiahyötyjä omistamiensa liiketoimintojen välillä Aspo ei tavoittele.

Lähtökohtaisesti Aspo on hyvin pitkäaikainen omistaja, jonka strategia rakentuu vahvasti nykyisten liiketoimintojen ympärille. Aspon kehityskaari sen omistamille yrityksille onkin esimerkiksi perinteisiä pääomasijoittajia selvästi pidempi. Vuonna 2024 esitellyssä portfoliovisiossaan Aspo toi kuitenkin ilmi pyrkimyksensä erottaa toisistaan pääomakevyet tukkutoiminnot (Telko ja Leipurin) Aspo Compounderiksi ja pääomaraskas varustamoliiketoiminta (ESL Shipping) Aspo Infraksi. Tämä voidaan toteuttaa jakautumisella, pörssilistautumisella tai osien myynnillä. Koska jokaisella liiketoiminnalla on oma operatiivinen johtonsa ja erilliset liiketoimintaprosessinsa, näiden irrottaminen konsernista esimerkiksi yrityskaupalla onnistuu melko vaivattomasti. Toistaiseksi suunnitelmien

yksityiskohdista tai mahdollisesta aikataulusta ei ole tihkunut tarkempaa tietoa. Alkuperäisen aikataulun mukaan Aspo pyrkii toteuttamaan rakennejärjestelyn vuoden 2029 loppuun mennessä.

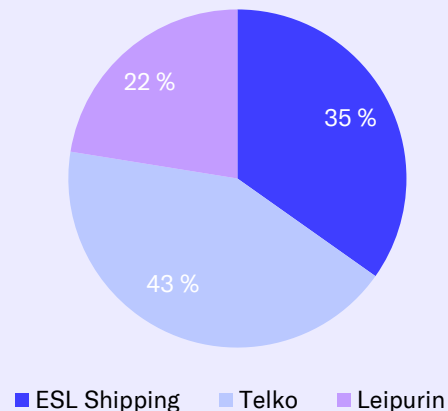
Pidämme järjestelyä lähtökohtaisesti perusteltuna, sillä toteutuessaan se selkeyttäisi kummankin kokonaisuuden sijoittajatarinaa. Toiminnot eroavat toisistaan ennen kaikkea pääoman allokoinnin osalta, sillä siinä missä ESL:n kasvua ajavat orgaaniset investoinnit aluskapasiteettiin, on Telkon ja Leipurin kasvu vahvemmin yrityskauppavetoista. Näin ollen näemme mahdollisena, että toimintojen eriyttäminen lisäisi ainakin jonkin verran osien sijoittajakiinnostusta selkeämmän fokuksen ansiosta.

Lisäksi yhtiöiden erottamisen pitäisi johtaa kokonaiskulujen laskuun, kun tarve erilliselle konsernihallinnolle poistuisi. Mielestämme kumpikin kokonaisuus olisi myös riittävän suuri toimimaan itsenäisenä pörssiyhtiönä (EV 200–250 MEUR), mikä pitää kaikki rakennejärjestelyn toteutustavat realistisin vaihtoehtoina.

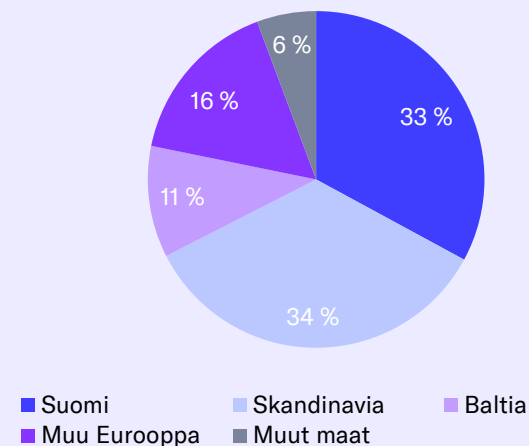
Maantieteellinen fokus on läpikäynyt murroksen

Maantieteellisesti Aspo on fokusoitunut toimimaan Pohjois-Euroopassa painotuksen ollessa Pohjoismaissa ja Baltiassa. Ennen Venäjän hyökkäystä Ukrainaan itämarkkinoiden merkitys oli konsernille huomattava Venäjän, IVY-maiden ja Ukrainan vastatessa hieman alle 30 %:sta vuoden 2021 liikevaihtoa. Sodan syttymisen jälkeen Aspo kuitenkin aloitti aktiiviset ponnistelut Venäjältä ja Valko-Venäjältä vetäytymiseksi, eikä yhtiöllä enää ole toimintaa näissä maissa. Irtaantuminen aiheutti konsernille huomattavia tappioita, ja prosessi oli kestoltaan varsin pitkä.

Konsernin liikevaihdon jakauma liiketoiminnoittain (2024)



Konsernin liikevaihdon jakauma alueittain (2024)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/4

Jatkossa johdon fokus on kuitenkin jälleen liiketoimintojen kehittämisessä, mikä on luonnollisesti positiivista. Kasvua haetaan nykyisten päämarkkinoiden ohella muun muassa Keski- ja Länsi-Euroopasta (Ranska, Hollanti, Saksa) Telkon toteuttaessa yrityskauppoja sisältävää kasvustrategiaansa.

Sarjayhdistely toteutuu vain segmenttitasolla

Edellisellä strategiakaudellaan Aspo pyrki viemään liiketoimintamalliaan vahvemmin sarjayhdistelijän suuntaan. Tästä otettiin kuitenkin tuoreimmassa, vuonna 2024 päivitetystä, strategiassa askel takaisin monialayhtiön suuntaan, sillä lähivuosina konsernin investoinnit painottuvat hyvin vahvasti varustamo ESL:ään. Konsernina Aspo lukeutuu siten papereissamme yhä monialayhtiöksi.

Vaikka Telkon kasvustrategiassa on joitain sarjayhdistelijän piirteitä (tätä käsitellään tarkemmin segmenttiosiossa), ei konsernitasolla sarjayhdistelijästä voida puhua, sillä valtaosa vuosien 2025–2028 operatiivisesta kassavirrasta allokoidaan ESL:n uusiin alusinvestointeihin. Arviomme mukaan Telkon ja Leipurin yritysostokapasiteetti onkin lähivuosina kohtalaisen rajallinen, sillä konsernilla ei ole juuri ylimääräistä velkakapasiteettia eikä ESL:n kassavirtoja ole käytettävissä Telkon yritysostoihin aiemmissa määrin. Tämä johtuu varustamon merkittävän kokoisten investointisitoumusten lisäksi uusista vähemmistöomistajista (OP Infrarahasto ja Varma), jotka tulivat vuonna 2024 ESL:n omistajiksi yhteensä 21,4 %:n osuudella. Näin ollen Aspolla ei enää ole täyttä kontrollia tytäryhtiönsä kassavaroista, ja muutenkin valtaosa ESL:n kassavirrasta kanavoidaan liiketoiminnan kasvattamiseen.

Näin ollen Telkon ja Leipurin uudet yrityskaupat tulee jatkossa rahoittaa pääosin liiketoimintojen omilla kassavirroilla, sillä emme myöskään usko Aspon käyttävän

omaa osakettaan maksuvälineenä. Toisaalta ESL:n selvästi odotuksiamme vahvempi tuloskehitys mahdollistaisi myös reippaamman voitonjaon Aspolle ja vähemmistöomistajille.

Pääomien rajallisuudesta johtuen arviomme Telkon lähivuosien yritysostojen vaikutuksen jäävän konsernitasolla pieneksi, vaikka kauppoja varmasti nähdään. Aspo on myös liputtanut vuoden 2025 näkymissään Telkon keskittyvän ainakin tänä vuonna hankittujen liiketoimintojen integrointiin, mikä tukee arviotamme. Aiemmin Aspon tavoitteena oli myös laajentua yhteen tai kahteen kokonaan uuteen liiketoimintoon, mutta arviomme mukaan suunnitelmat tämän osalta on pitkälti kuopattu.

Suuret kalustoinvestoinnit värittävät lähivuosia

Aspon konsernihallinnon keskeinen tehtävä on pääomien allokointi, ja tämä muodostaakin olennaisen osan Aspon liiketoimintamallia. Näin ollen sijoittajan tulee olla kiinnostunut segmenttien nykyrakenteen mukaisen kannattavuuspotentiaalin ohella investointiohjelman etenemisestä sekä tuloksista. Aspon arvonluonnin kannalta näiden onnistuminen on nimittäin hyvin keskeisessä roolissa.

Vuonna 2024 järjestetyssä pääomamarkkinapäivässään Aspo avasi investointisuunnitelmiaan kuluvalle strategiakaudelle, joka kestää vuoteen 2028. Investointien pääpaino on ESL Shippingin uudessa kalustossa: nykyinen investointiohjelma sisältää yhteensä 12 sähköhybridialusta, joista viimeinen saadaan liikennöintiin vuoden 2026 aikana, minkä lisäksi yhtiö on tiedottanut 4 suuremman Handy-kokoluokan aluksen hankinnasta, jotka aloittavat toimintansa vuosien 2027–2028 aikana.

Aspon merkittävimmät yritysjärjestelyt

2008 Aspo toteutti historiansa suurimman yritysjärjestelyn, kun se osti Keskolta Kauko-Telkon liiketoiminnan. 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. Järjestelyn yritysarvo (EV) oli 76 MEUR.

2018 ESL Shipping osti ruotsalaisen varustamon AtoB@C:n ja laajensi kalustoaan merkittävästi. Kaupan myötä ESL kasvatti kalustoaan 30:lla pienemmällä jäävähvistetulla aluksella. Velaton kauppahinta (EV) oli 30 MEUR.

2022 Aspo myi kaikki Venäjän ja Valko-Venäjän liiketoimintansa Venäjän hyökättyä Ukrainaan. Kaupoista kirjattiin samalle vuodelle yhteensä noin 15 MEUR:n arvonalentumistappioita. Myynneillä oli lisäksi selvä negatiivinen vaikutus Aspon liikevaihtoon, sillä itämarkkinoiden painoarvo oli tätä ennen huomattava.

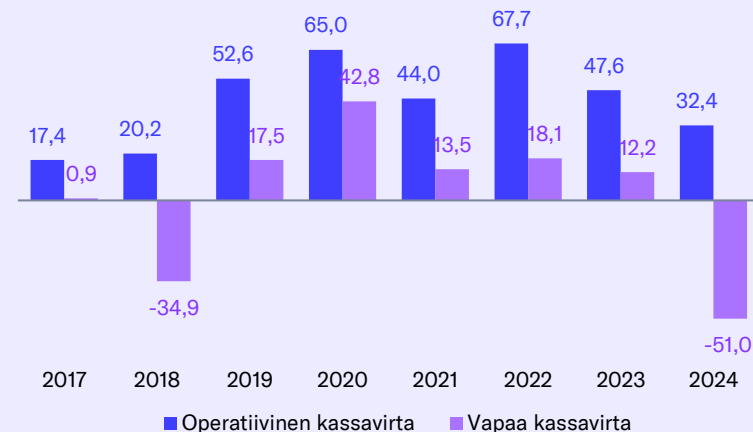
2022–2024 Telko ja Leipurin toteuttivat kaksi merkittävän kokoista yritysostoa (Kobia ja Swed Handling) ja lisäksi Telko teki useita pienempiä yritysostoja. Näillä liiketoiminnoilla saatiin taas kasvuun Venäjältä poistumisen aiheuttaman kuopan jäljiltä.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/4

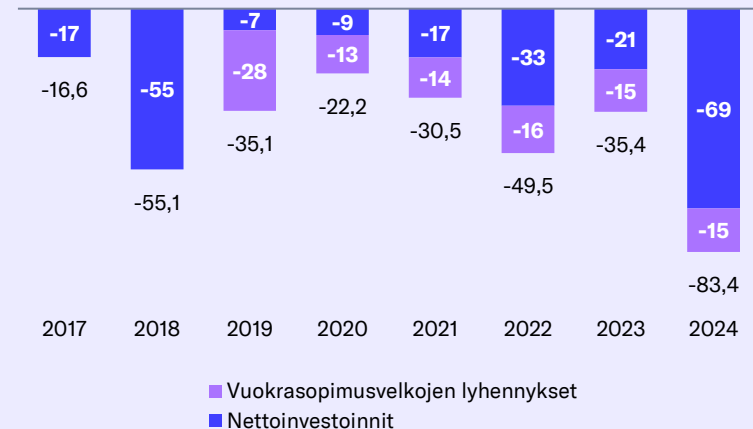
Yhteensä nämä neljä uutta alusta maksavat noin 186 MEUR. Nämä on tarkoitus rahoittaa kassavirtojen ohella velkarahalla, jota tyypillisesti saadaan noin 60 % alusten hinnasta. Kolmas tapa rahoittaa alusinvestointeja on niin kutsuttu pooling-malli, jossa aluksia myydään ulkopuolisille sijoittajille. Hybridialuksista kuusi ja Handy-aluksista yksi (nykytietojen mukaan) myydään ulkopuoliselle pooling-yhtiölle, mikä mahdollistaa kasvun pienemmillä pääomilla. Näin ollen Aspon osuudeksi uusista Handysize-aluksista jää noin 140 MEUR. Pooling-mallia käsittelemme tarkemmin ESL:n liiketoimintamallin yhteydessä.

Kokonaisuudessaan Aspo aikoo investoida nettona 300–350 MEUR vuosina 2024–2028 liiketoimintansa kasvattamiseen (huomioiden Supramaxien myynnit ja pooling-ratkaisut). Tästä reilu 100 MEUR on toistaiseksi allukoimatta. Uusien alusten ohella pääomia on tarkoitus investoida Telkon ja Leipurin yritysostoihin pääpainon ollessa vahvasti Telkossa. Arviomme mukaan tavoitetasoon yltäminen vaatisi kuitenkin segmenteiltä ennusteitamme vahvempaa tuloskehitystä, sillä emme usko Aspon käyttävän olennaista määrää velkarahoitusta yritysostovetoisen kasvun kiihdyttämiseksi. Tyypillisesti sarjayhdistelijöiden velkatasot kun ovat Aspon konsernitason tavoitetta (alle 3x nettovelka/käyttökate) maltillisempia.

Operatiivisen kassavirran ja vapaan rahavirran* kehitys (MEUR)



Investoinnit (MEUR)



*Vapaa rahavirta = operatiivinen kassavirta - investoinnit - vuokrasopimusvelkojen takaisinmaksut
Lähde: Aspo

Taloudelliset tavoitteet 1/2

Taloudelliset tavoitteet koskevat tulosta ja tasetta

Aspolla on voimassa seuraavat taloudelliset tavoitteet:

- EBITA*-marginaali vähintään 8 %
- Liikevaihdon vuosikasvu 5–10 %
- Oman pääoman tuotto yli 20 %
- Nettovelka/käyttökate enintään 3,0x
- Osinko enintään 50 % tilikauden tuloksesta.

Liikevoittomarginaali ei kerro arvonluonnista

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

Yleisellä tasolla voidaan todeta, että pidämme kannattavuustavoitteita vaativina, emmekä usko nykymuotoisten segmenttien yltävän näihin ilman markkinan merkittävää vetoapua. Omat ennusteemme odottavat kuitenkin kaikilta liiketoiminnoilta positiivista kannattavuuskehitystä. Segmenttikohtaisia ennusteita

olemme käyneet tarkemmin läpi kutakin liiketoimintoa käsittelevässä osiossa.

Liikevaihtokaan ei ole Aspolle hyvä mittari

Myös liikevaihtotavoite sopii Aspolle mielestämme kohtalaisen heikosti, sillä tämäkään ei kerro investointivetoisen kasvun arvonluonnista. Lisäksi polttoaineen hinnanvaihtelut vaikuttavat ESL:n liikevaihtoon.

Mielestämme liikevaihdon kasvatavoitetta pitää tulkita siten, että 5–10 %:n haarukka koskee orgaanista kasvua, ja yritysostot tulevat tähän päälle. Liikevaihtotavoitteena Aspolla on nimittäin ylittää 1 mrd. euron taso vuoden 2028 loppuun mennessä, joka vaatii noin 14 %:n vuotuista kasvua.

Kasvu- ja kannattavuustavoitteidensa summana Aspo pyrkii saavuttamaan 80 MEUR:n EBITA:n vuoteen 2028 mennessä. Suhtaudumme tämän saavuttamiseen nykytietojen valossa hyvin skeptisesti, sillä tämä vaatisi segmenteiltä erittäin vahvaa kehitystä, mikä taas on arviomme mukaan alisteista talouskasvun selvälle piristymiselle.

Pääoman tuotto konsernin tavoitteista relevantein

Oman pääoman tuottotavoite on näkemyksemme mukaan Aspolle kaikista relevantein, sillä se mittaa konsernin kykyä saada tuottoa sen liiketoimintaan sitoutuneille varoille. Oman pääoman tuotto ottaa myös huomioon Aspon kannalta olennaisen velkavivun käytön. Sijoittajien kannattaakin Aspoa arvioidessa kiinnittää erityistä huomiota oman pääoman (sekä sijoitetun pääoman) tuottoon, sillä lopulta se kertoo, miten onnistuneena konsernin pääoman allokoointia voidaan pitää.

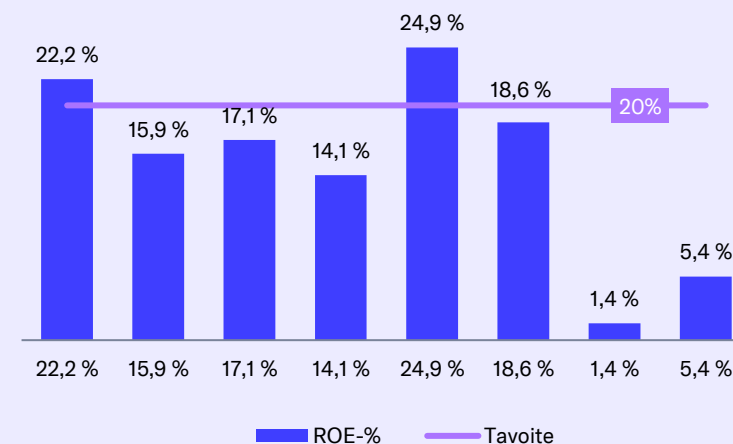


Konsernin taloudelliset tavoitteet

Aspon taloudelliset tavoitteet:

- Liikevoittomarginaali nykyrakenteella **+8 %**
- Liikevaihdon vuosikasvu **5–10 %**
- Oman pääoman tuotto **yli 20 %**
- Nettovelka/käyttökate enintään **3,0x**
- Osinko **enintään 50 %** tilikauden tuloksesta

Oman pääoman tuoton (ROE) kehitys



Taloudelliset tavoitteet 2/2

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

Kasvuinvestointien osalta 20 %:n tasoa ei kuitenkaan pidä pitää minimitasona, sillä jo selvästi tätä matalammilla pääoman tuotoilla kasvu on omistaja-arvoa luovaa. Yritysoistoissa pääoman tuotot jäävätkin hyvin kannattavissa liiketoiminnoissa (esim. Telko) usein orgaanista kasvua vaatimattomimmiksi.

Velkarahaa käytetään aktiivisesti

Aspo on läpi historiansa hyödyntänyt aktiivisesti vierasta pääomaa rahoituksessaan, ja yhtiön velkavipu on ollut suhteellisen korkea. Konsernin velkaantumistavoite on siten hyvin relevantti, sillä se yhdessä vapaan kassavirran kanssa asettaa rajat kasvuinvestoinneille – erityisesti yritysostoissa. Näkemyksemme mukaan alle 3,0x nettovelka/käyttökate-suhdetta viitoittava tavoite on tasona järkevä, kun huomioidaan alusinvestointien varsin hyvät vakuusarvot.

Tätä ylittävä velkaisuus nostaa kuitenkin mielestämme jo yhtiön riskitasoa. Viimeisimmässä osavuositarkastuksessa (Q1'25) tunnusluvun arvo nousikin hybridilainaa huomioiden 3,8:een (ilman hybridilainaa 3,3x). 30 MEUR:n hybridilainansa Aspo lunasti vuoden 2025 kesäkuussa, mutta tunnuslukuun tällä ei ole olennaista vaikutusta lunastuksen tapahtuessa kassavaroilla sekä uudella velalla.

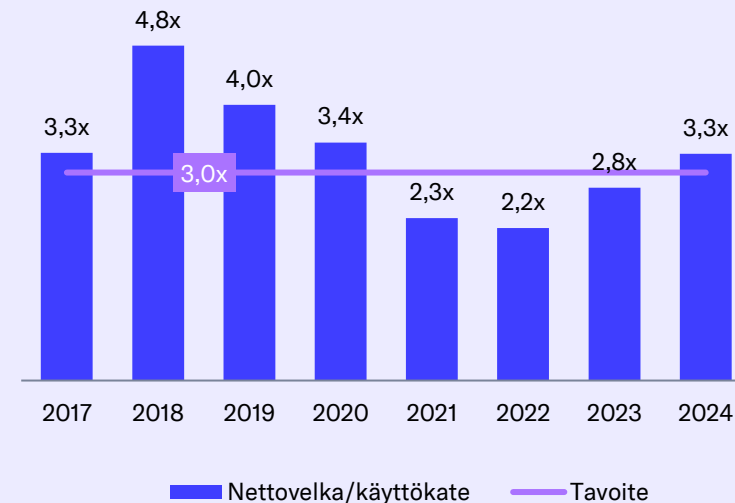
Näemmekin, että konsernin tase ja velkakapasiteetti antavat yhtiölle lähivuosina suhteellisen rajallisesti

pelimerkkejä toteuttaa Telkon sarjayhdistelijästrategiaa. Tulevina vuosina tulokasvun pitäisi kuitenkin hiljalleen laskea suhteellista velkaantuneisuutta alle tavoitetason, sillä velkamäärä tulee alusinvestointien mukana kasvamaan.

Voitonjako on aiempaa maltillisempaa

Aspo on historiassa ollut avokätinen osingonmaksaja, ja voitonjakosuhde on ollut korkea. Strategiapäivityksensä yhteydessä Aspo kuitenkin laski osingonmaksutavoitettaan enintään 50 %:iin tilikauden tuloksesta. Aiemmin yhtiön tavoitteli kasvavaa voitonjakoa. Mielestämme nykyinen tavoite on paljon paremmin linjassa yhtiön kasvustrategiaan, joskin reilusti alle 50 %:n voitonjakosuhde olisi perusteltua investointisitoumusten merkittävä määrä huomioiden. Jos yhtiön arviot pääoman tuottotasoista pitävät kutinsa, olisi tällä myös positiivinen vaikutus yhtiön arvoon. Tulkintamme mukaan suurimmat omistajat kuitenkin arvostavat vakaata osinkovirtaa, joten arvioimme voitonjaon pysyvän lähivuosina 50 %:n tuntumassa, joskin hieman tämän alapuolella.

Velkaisuuden kehitys



ESL Shipping 1/7

Rahtipalvelut ovat yhtiön ydinliiketoimintaa

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

ESL:n ydinliiketoimintaa on tarjota asiakkailleen tuote- ja raaka-ainekuljetukset meriteitse kaikkina vuodenaikoina. Alukset operoivat pääosin Itämerellä ja Pohjanmerellä, ja ne ovat kooltaan selvästi valtamerillä kulkevia rahtilaivoja pienempiä. ESL:n tärkeimmät asiakkaat löytyvät teräs-, metsä- ja kemianteollisuudesta. Tärkeimmät kuljetettavat tavaralajit ovat rautamalmi, koksiihiili, kalkkikivi, terästeollisuuden tuotteet, selluloosa, sahatavara sekä vilja ja lannoitteet. Myös energia-, ja kaivosteollisuudesta löytyy pitkiä asiakkuuksia. Suurin yksittäinen asiakkuus on SSAB, jonka tuo jopa puolet ESL:n nykyisistä kuljetusvolyymeistä.

Varsinaisten rahtipalveluiden lisäksi ESL tarjoaa asiakkailleen merellä tapahtuvaa lastausta ja kevennystä, sillä Itämeren matalat satamat eivät mahdollista isojen kansainvälisten alusten pääsyä perille täydessä lastissa. Vuonna 2024 ESL:n liikevaihto oli 206,2 MEUR ja vertailukelpoinen EBITA 16,8 MEUR.

ESL:n kalusto sopii vaikeisiin olosuhteisiin

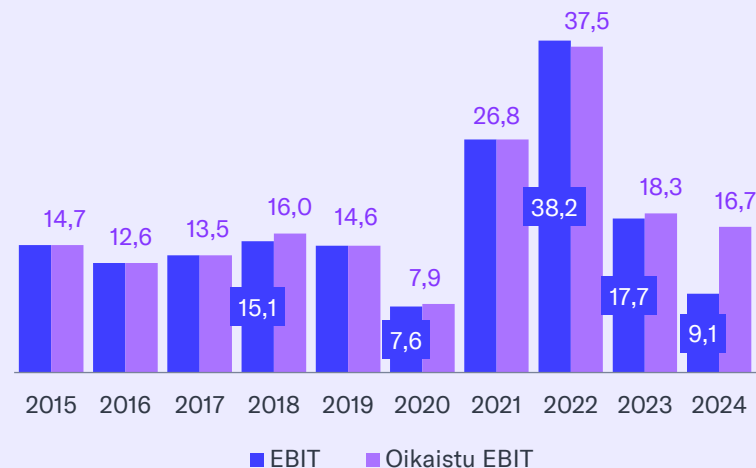
Koko ESL:n nykyinen kuljetuskalusto on jäävähvistettua, ja soveltuu siten vaikeisiin jääolosuhteisiin. Osalla kalustoa voidaan jopa kulkea ilman jäänmurtajan avustusta. Vuoteen 2017 asti ESL:n rahtiliiketoiminta nojasi vahvasti itse omistettujen suuremman kokoluokan alusten operointiin. Vuonna 2017 yhtiö alkoi kuitenkin uutena liiketoimintana

aikarahdata markkinoilta pienemmän kokoluokan kalustoa. Aikarauhauksella tarkoitetaan laivojen vuokraamista rahtikäyttöön. Ensin liiketoimintamallia kokeiltiin neljällä aluksella, ja hyvien kokemusten pohjalta yhtiö päätyi vuoden 2018 elokuussa hankkimaan omistukseensa ruotsalaisen AtoB@C-varustamon. Kaupan myötä ESL kasvatti kalustoaan 30:lla pienemmällä jäävähvistetulla aluksella. AtoB@C:n mukana tulleet alukset ovat yhtiön aiempaa kalustoa selvästi pienempiä.

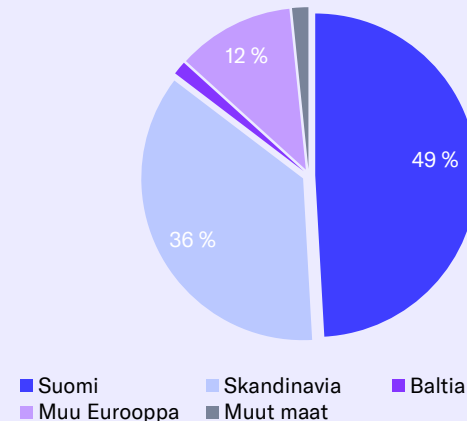
Syksyllä 2018 ESL vastaanotti tilaamansa kaksi Handysize-luokan nesteytetyllä maakaasulla (LNG) kulkevaa modernia alusta. Käyttämästään polttoaineesta ja paremmasta energiatehokkuudesta johtuen LNG-alusten hiilidioksidipäästöt ovat noin 50 % ESL:n vanhaa kalustoa matalammat, mikä tukee yhtiön pyrkimyksiä tarjota kaikille asiakkailleen hiilineutraalia kuljetuskapasiteettia vuoteen 2050 mennessä. AtoB@C-yrityskaupan sekä uusien LNG-alusten myötä ESL:n hallinnoimien alusten yhteenlaskettu lukumäärä nousi 18:sta 50:een.

Seuraava lisäys varustamon kalustoon nähtiin vuonna 2023, kun ensimmäinen 12 uudesta Green Coaster - sähköhybridialuksesta aloitti toimintansa. Tämän jälkeen aluksia on otettu käyttöön noin yksi per kvartaali, ja viimeisin näistä valmistuu vuoden 2026 aikana. Aluksista puolet rahoitetaan Aspon taseesta, kun taas loput rahoitetaan niin kutsutulla pooling-mallilla. Mallissa alukset myydään erilliselle sijoittajayhtiölle, ja ESL saa osuuden laivojen tuotoista. Huomionarvoista on, ettei Aspo kanna riskiä tappiollisesta toiminnasta. ESL kuitenkin operoi aluksia osana tavanomaista liiketoimintaansa, joten kaluston erittely liittyy ainoastaan ESL:n ja sijoittajayhtiön välisen tuoton jakoon. Tuotto-osuuden lisäksi ESL saa alusten operoinnista pientä jatkuvaa korvausta, jonka merkitys on arviomme mukaan kuitenkin vähäinen.

Liikevoiton kehitys (MEUR)



Liikevaihdon maantieteellinen jakauma (2024)



ESL Shipping 2/7

Vuonna 2024 ESL jatkoi kapasiteettinsa päästöintensiteetin laskua, ja ilmoitti uudesta yhteensä neljä Handysize-kokoluokan jäävahvistettua rahtilaivaa käsittävästä investointiohjelmasta. Polttoaineenaan uudet alukset voivat käyttää fossiilivapaata e-metanolia, biometanolia sekä tavallista ja uusiutuvaa dieseliä. Alusten lastauskapasiteetti on 17 000 tonnia (dwt), mikä vastaa noin 20 %:n lisäystä ESL:n nykyiseen kuljetuskapasiteettiin. Aluksista vähintään yksi tullaan myymään pooling-yhtiölle. Näiden osalta on toki huomioitava, että alusten päästöttömyys vaatii riittävää e-metanolin tai biometanolin tuotantoa ennen 2030-luvun vaihdetta.

Aiemmin ESL:llä oli myös kaksi Supramax-luokan alusta, jotka eivät kuitenkaan soveltuneet hyvin Itämeren liikenteeseen. Vaikka nämä olivat kapasiteetiltaan muuta kalustoa suurempia, oli tuloskontribuutio selvästi matalampi. Lisäksi Supramax-alusten tulos heitteli vahvemmin rahtimarkkinan spot-hintojen mukana, mikä kasvatti varustamon tulosvolatiliteettia. Alukset myytiinkin lopulta vuonna 2024, ja kaupasta kirjattiin 7 MEUR:n tulosvaikutteinen arvonalennus. Lisäksi kannattamattomia aikarahdattuja sopimuksia on päätetty viime vuosina, minkä takia ESL:n alusten määrä on laskenut vuoden 2018 lopun 49:stä nykyiseen 39:ään.

Samalla kapasiteetin kokonaiskantavuus on laskenut noin 30 %, mutta sen laatu on parantunut. Kokonaisuudessaan ESL:n nykykalusto on näkemyksemme mukaan yhä kokonaisuutena kohtalaisessa kunnossa, ja tonnistolla painotettu keski-ikä on laskelmiemme mukaan noin 17 vuotta (alusten tyypillinen käyttöikä ilman mittavia parannuksia on noin 25–30 vuotta). Kummallakin alustyyppillä (Handysize ja Coaster) kuljetetaan sekä raaka-aineita että lopputuotteita.

Omistusrakenne vaikuttaa aluksen kannattavuusprofiiliin

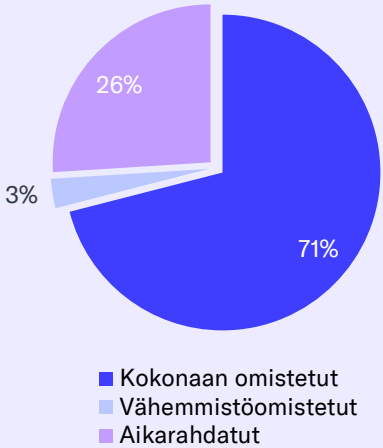
Aspon kalusto eroaa toisistaan kantavuuden ja polttoaineen lisäksi omistusrakenteeltaan. Aspon suurimmat alukset (handysizet) ovat sen itse omistamia, kun taas pienemmästä kalustosta huomattava osa on aikarahdattua. Lisäksi kalustoon kuuluu kaksi vähemmistöomistettua alusta.

Arviomme mukaan tulevaisuudessa aikarahdatun kalusto määrä ei olennaisesti kasva yhtiön investoidessa vahvasti omaan kalustoon. Toisaalta aikarahdattu kalusto tarjoaa kapasiteettia joustoa kysynnän muutoksien varalta. Tästä saatiin esimerkki alkuvuonna 2025, kun ESL päätti viiden aluksen tappiolliset vuokrasopimukset. Kapasiteetin joustavuuden ansiosta tulostaso pysyi kohtalaisen hyvänä laskeneista volyymeistä huolimatta. Vuokrasopimukset ovat tyypillisesti kuitenkin vähintään vuoden mittaisia, joten sopeutus ei onnistu hetkessä. Aikarahtauksen hyvistä puolista johtuen uskomme vuokra-alusten olevan osa ESL:n kokonaiskalustoa myös jatkossa.

Aluksen omistusmuodolla on vaikutusta myös kannattavuuspotentiaaliin. Itse omistamien alusten operointi on ESL:n käytössä olevista malleista kannattavinta käyttöasteiden ollessa vähintään tavanomaisella tasolla.

Pooling-mallissa Aspo saa osuuden alusten voitoista, joten tappiollisen toiminnan riski on ulkoistettu sijoittajayhtiölle. Näin ollen arvioimme matalamman riskitason johtavan myös Aspon kannalta matalampaan kannattavuusmarginaaliin, joskaan yhtiö ei ole tätä ulospäin kertonut. Mallin hyvä puoli on, ettei se sido konsernin kassavirtaa kuin hetkellisesti alusten rakennusvaiheessa, jolloin järjestely näyttäytyy järkevänä pääoman tuoton ja sen allokoinnin näkökulmasta.

Kaluston omistusjakauma (osuus tonnistosta)



Alus	Kantavuus (DTW)	Keski-ikä
2x LNG-alus	25 500	7 vuotta
3x Handysize	20 000	19 vuotta
2x Handysize	15 000	29 vuotta
2x Puskija	–	39 vuotta
4x Proomu	14 000	39 vuotta
26x Pienet alukset*	4000–6000	11 vuotta
Yhteensä (Q1'25)	325 000	17 vuotta**

*Näistä 14 omistettuja ja 12 aikarahdattuja
**Tonnistolla painotettu keski-ikä omistetuissa aluksissa

ESL Shipping 3/7

Aikarahausten kannattavuus taas osuu arviomme mukaan näiden väliin, sillä aluksen varsinainen omistaja saa vuokransa joka tapauksessa, jolloin riski tuloskehityksestä jää ESL:n harteille. Toki on hyvä huomioida, että aikarahdatun kaluston kannattavuus riippuu kuljetushintojen ohella alusten vuokratasoista, jotka vaihtelevat kysynnän ja tarjonnan mukaan. Myös vastuiden osalta on eroja, sillä Aspo huolehtii itse omistamiensa laivojen huolloista ja perusparannuksista, kun taas aikarahdattujen laivojen kohdalla vastuu on laivojen omistajalla. Aikarahdattujen alusten hyvä puoli on pooling-mallin tapaan se, etteivät nämä sido pääomaa, mikä parantaa ESL:n pääomille saatavaa tuottoa.

Sopimusrakenne vaimentaa syklisyyttä

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

ESL tekee asiakkaidensa kanssa tyypillisesti pitkiä sopimuksia, jotka pehmentävät rahtihintojen muutosten vaikutusta yhtiön kannattavuuteen. ESL:n kuljetusvolyymeista suurin osa kuuluukin

teollisuusasiakkaiden kiinteiden sopimusten alle. Näistä tärkein on sopimus SSAB:n kanssa, joka muodostaa tällä hetkellä jopa puolet ESL:n vuosittain kuljettamasta volyymistä. Samalla ESL on varsin riippuvainen kyseisen asiakkaan tilauksista, mikä voidaan nähdä riskinä. Käsityksemme mukaan SSAB:n osuus liikevaihdosta on kuitenkin volyymiosuutta matalampi.

Vaikka valtaosaa ESL:n kuljetuskalustosta ajetaan pitkien sopimusten alla, voi asiakkaiden tarve ja siten kapasiteetin käyttöaste kuitenkin vaihdella talouden syklistä riippuen. Asiakkaiden kysyntä kuljetuspalveluille taas on johdettavissa niiden omista kysyntänäkymistä. Sopimusliikenteen ohella ESL voi myydä ylimääräistä kapasiteettiaan spot-markkinalla, jonka hinta ja siten kannattavuus määräytyy kulloinkin vallitsevan kysynnän ja tarjonnan tasapainona. Näin ollen ESL ei yleistä rahtimarkkinaa selvästi suotuisammasta sopimusrakenteestaan huolimatta ole suojassa markkinan sykleiltä, vaikka tämä arviomme mukaan vaikutuksia selvästi laimentaakin.

Sijoittajan on hyvä huomioida, että liikevaihto ei ole ESL:lle kovinkaan hyvä mittari, sillä yhtiö sisällyttää polttoaineklausuulin osaksi jatkuvia kuljetussopimuksia. Klausuulin myötä polttoaineen hinnanvaihtelut valuvat rahtihintoihin, eikä varustamalla ole olennaista kustannusriskiä näiden heilunnasta. Polttoaineen kulutus ja muut tehokkuuteen liittyvät tekijät taas ajavat kuljetushintojen ohella kannattavuuskehitystä. Näiden arviointi yhtiön ulkopuolelta on kuitenkin hyvin haastavaa. Käsityksemme mukaan kuljetushintoja on sidottu kustannusindekseihin myös muiden kulujen osalta, joten merkittävää inflaatoriskiä ei liiketoiminnassa ole.



ESL:n merkittävimmät investoinnit

- **2012** vastaanotettiin kaksi ison kokoluokan Supramax-alusta (~**60 MEUR**)
- **2014** hankittiin Kallio-alus kokonaan omistukseen (~**13 MEUR**)
- **2018** vastaanotettiin kaksi LNG-alusta (**54,1 MEUR**)
- **2018** hankittiin AtoB@C-kaupan mukana 30 pienemmän kokoluokan pääosin aikarahdattua alusta (~**19 MEUR**)
- **2019** lunastettiin vuokralla ollut Alppila-alus (**10–15 MEUR**)
- **2023–2026** ESL:lle toimitetaan 12 uutta sähköhybridialusta, joista 6 myydään sijoittajayhtiölle (ESL:n osuus ~**70 MEUR**)
- **2024** myytiin Supramax-alukset (**37 MEUR**)
- **2027–2028** vastaanotetaan neljä päästötöntä Handysize-alusta, joista vähintään yksi myydään sijoittajayhtiölle (ESL:n osuus ~**140 MEUR**)

Kasvuinvestointien lisäksi ESL tulee jatkamaan nykyisten investointiohjelmien jälkeen kapasiteettinsa uusimista. Arviomme mukaan vuotuinen investointitarve on keskimäärin 15–20 MEUR vuodesta 2028 eteenpäin. Lisäksi ESL tekee vuosittain korjaus- ja ylläpitoinvestointeja nykyiseen kalustoonsa, mutta näiden merkitys on kokonaisuuden kannalta vähäinen.

ESL Shipping 4/7

Päästökauppa kasvattaa rahtikustannuksia

Päästörajoitukset vaikuttavat tulevina vuosina merkittävästi meriteitse tapahtuvaan rahtiliikenteeseen. Vuodesta 2024 alkaen meriliikenne on lukeutunut päästöoikeuksien piiriin, minkä takia toimijat joutuvat hankkimaan päästöoikeuksia aiheuttamilleen hiilidioksidipäästöille. Vuonna 2025 oikeuksia vaaditaan 40 %:sta päästöjä, ja vuodesta 2027 alkaen määrä nousee jo 100 %:iin.

Merikuljetusten asettaminen päästökaupan piiriin nostaa rahdin hintaa sekä kasvattaa rahtiyhtiöiden operatiivisia kustannuksia sekä investointitarpeita. Hiilidioksidipäästöjen vähentämisestä tulee siten entistä merkittävämpi kaluston uudistumista vauhdittava tekijä, kun seuraavan vuosikymmenen aikana uutta ympäristöystävällistä teknologiaa tullaan ottamaan käyttöön ja samalla vanhaa kalustoa poistuu käytöstä. Tämä näkyykin jo ESL:n ilmoittamissa investointiohjelmissa. Esimerkiksi sähköhybridialusten hiilidioksidipäästöt ovat lähes 50 % pienemmät muuhun kalustoon verrattuna, ja tulevien Handyjen pitäisi olla jo fossiilivapaita. Samalla on huomioitava, että päästökaupan heikentäessä vanhan aluskannan kustannuskilpailukykyä ulottuu ESL:n investointitarve selvästi yli nykyisten ohjelmien. Operatiivisen tehokkuuden ohella vaikutusta on myös toiminnan volyymeihin, sillä asiakkaiden pyrkimykset omien päästöjensä vähentämiseen ohjaavat kuljetuskysyntää matalampipäästöisiin aluksiin.

Päästöoikeuksien lisäksi EU on implementoinut Fuel Maritime -sääntelyn, jonka alaisuudessa varustamoiden tulee vähentää asteittain kasvihuonepäästöjään vuoden 2020 tasoihinsa nähden. Toistaiseksi vaatimus on muutamia prosentteja, mutta se nousee 80 %:iin vuoteen 2050

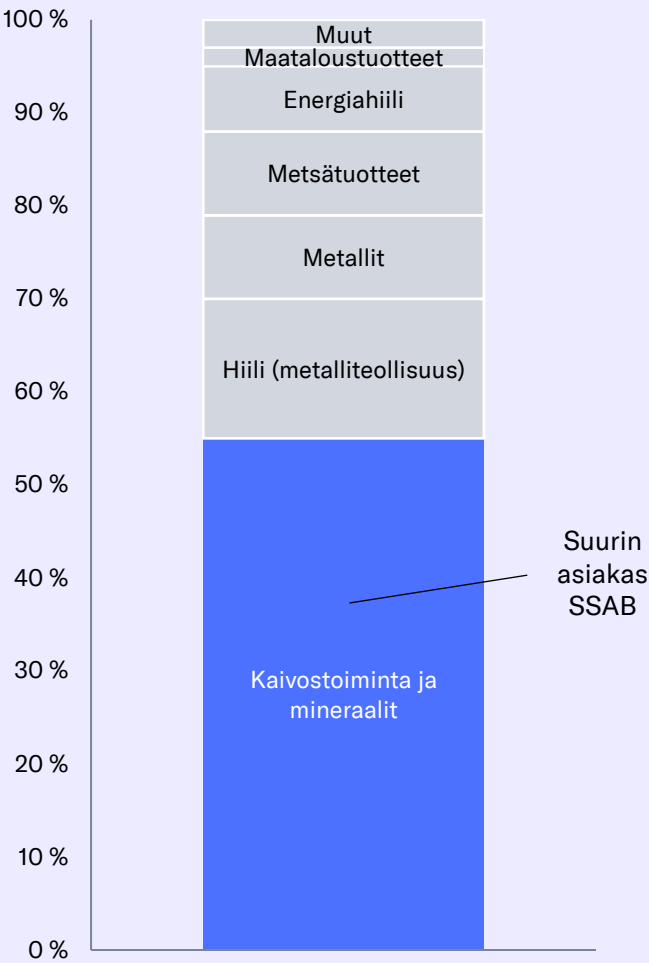
mennessä. Mikäli varustamo ei tähän kykene, joutuu se maksamaan sanktioita. ESL:n kohdalla emme pidä riskiä olennaisena, vaan todennäköisemmin yhtiö kuuluu hyötyjien joukkoon.

Kummallakin säännöstöllä tulee olemaan vaikutusta toimialaan ja varustamoiden tulostasoihin. Rahtihintojen noustessa ovat välittöminä hyötyjinä ne toimijat, joiden kapasiteetti on vähäpäästöisintä ja käyttökustannuksiltaan siten matalinta. Tämä johtuu siitä, että vähäpäästöisen kaluston rajallisesta määrästä johtuen rahtihinnat määräytyvät yhä vanhan kapasiteetin perusteella.

Nykyinen lainsäädäntö (sekä Fuel Maritime että päästöoikeudet) koskee kuitenkin bruttovetoisuudeltaan vain yli 5000-tonnisia aluksia, joten toistaiseksi ESL:n aluksista vähemmistö ja kapasiteetin kantavuudestakin vain noin puolet (Handysize-alukset) kuuluu sääntelyn piiriin. Uusien Handysize-laivojen myötä osuus kuitenkin nousee tästä hieman. Pienemmän kokoluokan laivojen asettamista päästökaupan piiriin tullaan arvioimaan lähivuosina, ja uskommekin tämän toteutuvan jollain aikavälillä. Mikäli sääntelyä ei kuitenkaan uloteta pienempiin aluksiin, jäisi huomattava osa ESL:n kilpailukyyn tehostumisesta saavuttamatta yhtiön panostaessa vahvasti vähäpäästöisen kapasiteetin kasvattamiseen.

Vaikka ESL lukeutuukin arviomme mukaan lainsäädännön hyötyjiin, on tulosvaikutusta hyvin vaikea arvioida. Mikäli pienemmätkin alukset luetaan lähivuosina sääntelyn piiriin, voisi esimerkiksi hybridialusten tulostaso (EBITA-marginaali) nousta usealla prosenttiyksiköllä*, mikä olisi jo varsin tuntuva parannus. Päästöttömän kapasiteetin tapauksessa vaikutus olisi luonnollisesti tätä suurempi. Toistaiseksi luotettavia arvioita on kuitenkin heikosti tarjolla.

ESL:n kuljetusvolyymit tuotteittain/asikasryhmittäin* (2023)



*Havainnollistava
Lähde: Aspo CMD 2024 esitysmateriaali

*Oletuksena ~5 % nousu rahtihintoihin, josta 50 % matalammilla hiilidioksidipäästöillä ESL:n maksettavaksi jää vain puolet

ESL Shipping 5/7

Kapasiteetin päästöintensiivisyyden ohella korostuu varustamoiden kyky optimoida reittejä ja minimoida kalliit kasvihuonepäästönsä. Pidemmällä aikavälillä erot kulutehokkuudessa kuitenkin häviävät tai tasoittuvat, kun riittävä määrä vähäpäästöistä kapasiteettia lopulta korvaa vanhan ja tehottoman aluskannan. Tämän jälkeen varustamoiden kannattavuuksia ajavat tehokkuuserojen ohella kysynnän (rahtivolyymit) ja tarjonnan (markkinan kapasiteetti) tasapaino.

Relevantteja toimijoita on kuitenkin arviomme mukaan kohtalaisen rajallinen määrä, mikä laskee merkittävän ylikapasiteettitilanteen syntymisen todennäköisyyttä. Tämä muodostaa kuitenkin aina olennaisen riskin toimialalla.

Kannattavuuskehitys on ollut vaihtelevaa

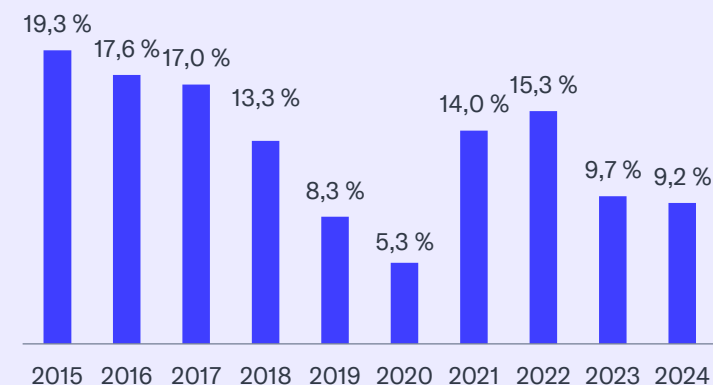
Muiden markkinalla toimivien varustamoiden tapaan ESL nautti vahvasta kysynnästä ja nousukauden mukanaan tuomista pulleista katteista vuosina 2003–2008. Finanssikriisi kuitenkin iski yhtiöön rajusti ja liikevoittomarginaali laski lähes 30 %:n tasolta aina noin 5 %:iin vuosien 2007–2012 aikana. Käsityksemme mukaan tähän vaikuttivat sekä matalampien volyymien myötä laskenut alusten käyttöaste sekä laskeneet kuivarahtien markkinahinnat. Vuoden 2013 jälkeen ESL keskittyi etenkin sisäisen tehokkuutensa parantamiseen sekä uuden ja laajemman asiakaskunnan hankintaan. Yhtiö onnistuikin 2014–2018 nostamaan polttoainetehokkuuttaan ja käyttöasteitaan selvästi, minkä myötä pääoman tuotto (liikevoitto/sijoitettu pääoma) palasi yli 10 %:n tasolle. Syksyllä 2018 vastaanotettujen LNG-alusten käyttöönotto oli kuitenkin epäonninen, sillä niiden nostureissa havaittiin mekaanisia ongelmia, joiden takuukorjaukset viivästyttivät tavoiteltuun kannattavuustasoon yltämistä. Tämä heikensi

ESL:n tulostasoa vuosina 2018–2019.

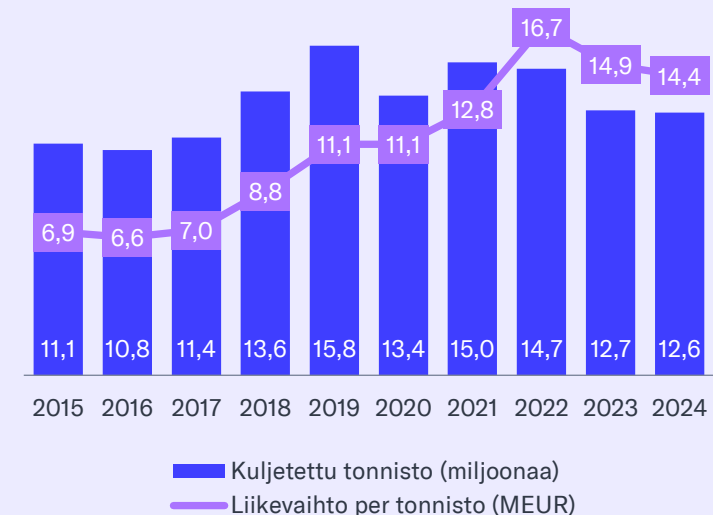
Vuonna 2020 alkanut koronapandemia laski nopeasti asiakkaiden (etenkin terästeollisuuden) aktiviteettia ja siten myös tavaravirtojen kuljetusta, ja ESL:n liikevoitto jäi kyseisenä vuonna vain alle 8 MEUR:oon (EBIT-% 5,1 %). Loppuvuonna kysyntä kuitenkin piristyi selvästi ja vuodesta 2021 tuli jo tuloksellisesti vahva. Hyvänä säilynyt kysyntätilanne piti kuljetusvolyymit ja -hinnat korkeilla tasoilla myös 2022, ja vuodesta tuli lopulta erinomainen liikevaihdon kasvettua 28 % ja liikevoittomarginaalin noustua 15,5 %:iin. Myös pääoman tuotto (liikevoitto/sijoitettu pääoma) oli korkein sitten finanssikriisiä edeltävän ajan. Muun markkinan tapaan ESL pääsi oman spot-hinnoilla operoivan kalustonsa kautta hyötymään poikkeuksellisen korkeista rahtihinnoista, ja arviomme mukaan tämän vaikutus kannattavuusloikkaan oli huomattava.

Vuonna 2023 markkina hiljeni selvästi, mikä näkyi sekä volyymien että kuljetushintojen laskuna. Lisäksi Venäjän aloittama hyökkäyssota vei hetkessä huomattavan osan kannattavasta itämarkkinoiden liiketoiminnasta. Vuonna 2024 volyymit säilyivät vaisuina, minkä lisäksi Suomen poliittiset lakot pilasivat alkuvuoden kannattavuuden. Epäsuotuisasta volyymikehityksestä huolimatta varustamon operatiivinen kannattavuus säilyi kuitenkin vuosina 2023–2024 kohtalaisen hyvänä (vertailukelpoinen EBITA-% 8–10 %). Aspo onkin onnistunut omilla toimenpiteillään laskemaan markkinan vaikutusta tulostasoonsa mm. pitkien kuljetussopimusten kasvun sekä Supramax-alusten myynnin avulla. Lisäksi yhtiö on päättänyt tappiollisia aikarahtaussopimuksia ja tätä kautta sopeuttanut kalustoaan vaisumpaan kysyntätilanteeseen.

ESL:n oikaistun liikevoittomarginaalin kehitys



Kuljetettu tonnisto



ESL Shipping 6/7

Historialuvut tarjoavat heikon vertailukohdan

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

Kun ESL hankki AtoB@C:n vuonna 2018, siirtyi sen liiketoimintamallin painopiste kohti pienempiä alusluokkia. Samalla aikarahtaukseen perustuva kalusto on laskenut segmentin kannattavuuden potentiaalia, mutta toisaalta vähentänyt investointitarpeita sekä tarjonnut joustoa kapasiteetin suhteen. Kun vielä huomioidaan Supramax-alusten myynti, voidaan todeta, etteivät historialliset tulosluvut ole kovinkaan käyttökelpoisia nykyrakenteen tulospotentiaalin arvioinnissa. Toimialan ollessa vihreän siirtymän murrosvaiheessa (mm. päästöoikeuksien kustannusvaikutukset vanhemmalle kalustolle), liittyy historialukujen käyttökelpoisuuteen entistä enemmän haasteita. ESL:n vanhemman kaluston kannattavuustasosta näiden pohjalta saa kuitenkin riittävän kuvan.

Uusien alusten tehokkuuden pitäisi näkyä tuloksessa

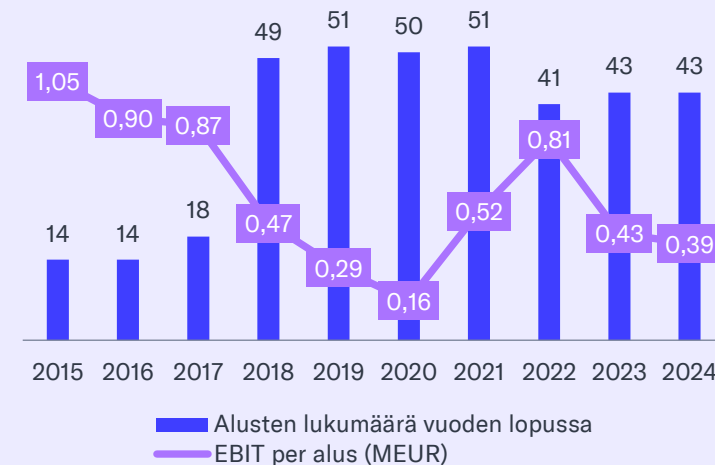
ESL Shippingin kohdalla keskeinen kysymys liittyy uusien alusten tulostasoon eri syklin vaiheissa (ja tästä johdettuun keskimääräiseen tasoon). Arviointia kuitenkin vaikeuttavat muun muassa erilaiset omistusrakenteet sekä alusten vaihtelevat koot.

Pooling-mallista ESL kirjaa liikevaihtoa asiakaslaskutuksen perusteella ja alusten käyttökustannuksia sijoittajien tuotonjako mukaan lukien, ja yhtiön tulos muodostuu näiden erotuksena. Aspo ei kuitenkaan ole täsmentänyt, kuinka suuri kannattavuusero (EBITA-marginaalilla mitattuna) omistetuilla ja pooling-mallin kautta rahoitetuilla aluksilla on. Lisäksi uusimmat Handysize-alukset (käyttöönotto vuosina 2027–2028) ovat kuljetustilavuudeltaan noin kolme kertaa Green Coastereita suurempia, mikä vaikeuttaa vertailua.

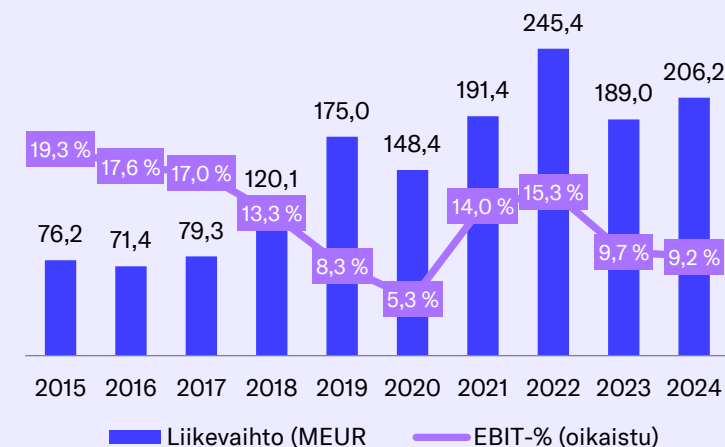
Aspon kehityksen, arvonluonnin ja lopulta osakekurssin kannalta uusien alusinvestointien onnistuminen on joka tapauksessa erittäin keskeistä. Tärkeimmät tarkastuspisteet saadaan asteittain, kun uusia ja tehokkaampia aluksia otetaan käyttöön. Tämän pitäisi johtaa kannattavuuden parantumiseen, mistä myös ensimmäisiä merkkejä on saatu. Volyymi- ja hintavaihtelut kuitenkin vaikeuttavat tulkintojen tekemistä lyhyellä aikavälillä, joten suosittelemme keskittymään ESL:n kannattavuustrendiin, jonka pitäisi parantua hiljalleen ilman talouden vetoapuakin toimialan kysynnän ja tarjonnan välisen suhteen parantuessa varustamoille suotuisasti. Tärkeimpänä tunnuslukuna pidämme jatkossa EBITA/alus-suhdetta (historialukujen osalta saatava vain liikevoitto/alus).

Varustamotoiminnan erityispiirteinä veroja maksetaan tonniston perusteella, joten veroaste jää tyypillisesti matalaksi. Mallissa verotus on siten hieman yksinkertaistaen sidottu varustamon kapasiteetin kokoon tuloksen sijaan.

Alusten lukumäärän kehitys



Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



ESL Shipping 7/7

Segmentin tulosenusteet

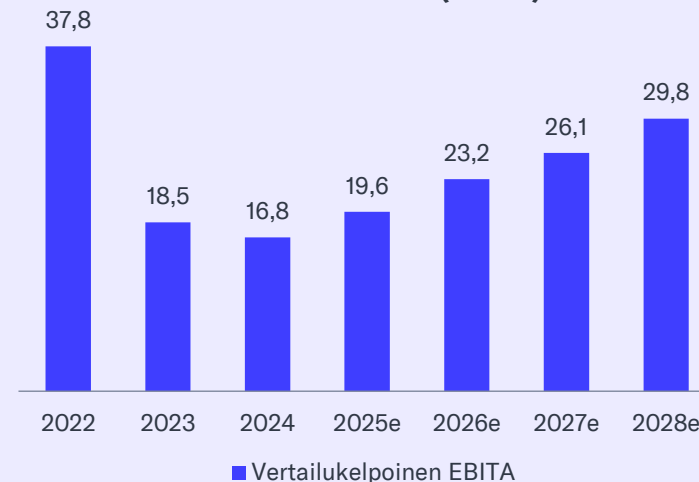
ESL:n vuosi 2025 alkoi volyymien osalta vaisusti, mutta kapasiteetin säätötoimet pitivät kannattavuuden kelpoisena. Arvioimme kysynnän aavistuksen piristyvän loppuvuotta kohti, mutta olennaista tukea volyymikehityksestä joudutaan näillä näkymin odottamaan vähintään ensi vuoden puolelle. Ennusteissamme ESL:n tulos on kuitenkin painottunut loppuvuoteen, sillä tyypillisesti Q4 on kausiluonteisesti vahvin. Ennusteemme vuoden 2025 vertailukelpoiseksi EBITA:ksi* on 19,6 MEUR (2024: 16,8 MEUR). Tulospäätös edellisvuodesta selittyy selvästi vaatimattomammilla työtaistelutoimilla sekä kannattavampien Green Coaster -hybridialusten käyttöönotolla. Aspo myös päätti Q1:llä usean tappiollisen aluksen vuokrasopimuksen, mikä tukee loppuvuoden tuloskehitystä.

Vuosina 2026–2028 tuloskasvua ajavat ennusteissamme sekä normalisoituva kysyntäympäristö että kasvava vähäpäästöinen kalusto. Oletamme uusien alusten olevan yhtiön näkemysten mukaisesti käyttötehokkuudeltaan nykyistä kalustoa parempaa, mikä nostaa ennusteissamme myös alusten keskimääräistä tulostasoa. Lisäksi vuosina 2027–2028 vastaanotettavat Handy-t ovat keskimääräistä suurempia, mikä tukee keskimääräisen aluksen tuloskontribuutiota. Toki näin pitää ollakin, sillä uudet, teknologialtaan kehittyneemmät alukset ovat vanhoja selvästi hintavampia. Tällä hetkellä alusten hintatasot ovat myös käsityksemme mukaan koholla telakoiden hyvästä kysyntätilanteesta ja laskeneesta kapasiteetista johtuen, mikä alleviivaa hyvän tulostason merkitystä. Uusien alusten kannattavuusparannus onkin Aspon kannalta keskeistä, sillä valtaosa konsernin kassavirrasta ohjataan näihin.

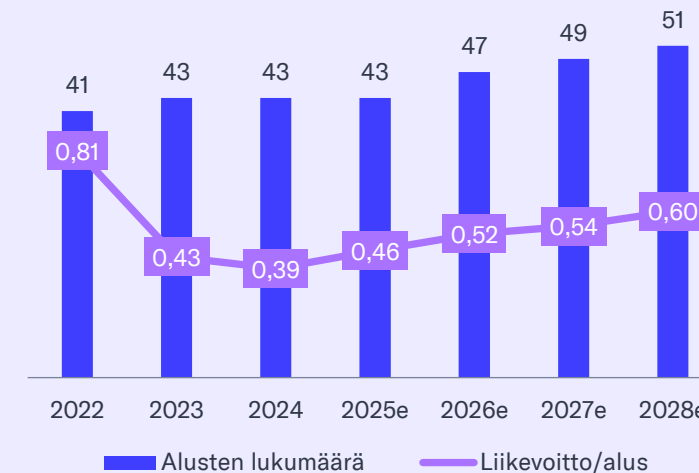
Täsmällisen vaikutuksen ennakoiminen on kuitenkin haastavaa, sillä alukset poikkeavat ominaisuuksiltaan tällä hetkellä käytössä olevasta kalustosta. Lisäksi talouden syklit ovat heiluttaneet varustamon tulostasoa vuosien varrella reippaasti, joten historialuvut eivät tarjoa tässä kummoistakaan apua. Lisäksi on syytä huomioida, että ESL:n saamien marginaalien näkökulmasta pooling-yhtiöiden omistamien alusten kannattavuus on matalampi, mutta tämän suuruusluokkaa yhtiö ei ole täsmäntänyt. Taloussyklin osalta on syytä painottaa, että emme ennusta täsmällistä kehitystä vaan odotamme kultakin vuodelta (2026–2028) varsin normaaleja olosuhteita (BKT kasvaa suunnilleen sen potentiaalisen tason verran).

Karkeat arviomme odottavat taloustilanteen normalisoitumisen tuoman volyymikasvun, kasvavan kapasiteetin sekä tehokkaampien uusien alusten nostavan ESL:n keskimääräistä tulostasoa (liikevoitto/alus) noin 50 % vuoden 2024 pohjatasolta vuoteen 2029 mennessä. Liikevoittomarginaalin osalta tämä tarkoittaisi reilun kahden prosenttiyksikön nousua vuosien 2018–2024 keskimääräiseltä tasolta. EBITA-marginaalin osalta historialukujen vertailu ei onnistu, sillä näitä ei ole saatavilla ennen vuotta 2022. ESL:n kohdalla – toisin kuin Telkolla – tämä ero ei ole merkittävä, sillä yhtiöllä on hyvin vähän yrityskaupoista syntyneitä aineettomia poistoja. Kokonaisuudessaan odotamme ESL:n EBITA:n nousevan noin 30 MEUR:oon vuoteen 2028 mennessä. Vuositasolla heiluntaa tullaan varmasti näkemään, sillä loppukysyntä on syklistä. Myös spot-markkinahintojen kehityksellä on vaikutusta, sillä ESL voi myydä sopimusliikenteen ulkopuolista kapasiteettiaan spot-markkinalle. Kannattavuustrendin pitäisi kuitenkin osoittaa tukevasti ylöspäin.

Tulosennusteet (MEUR)



Kapasiteetin ja alusten kannattavuuden ennusteet



*EBITA = Liikevoitto + yritysostoista syntyneiden aineettomien omaisuuserien poistot

Toimiala - ESL Shipping 1/2

Hyvä kysyntänäkömä tukee toimialan kannattavuutta

Globaalin kuivarahtimarkkinan kehitys on pitkään ollut vaisua. Vuosien 2003–2008 välillä markkina koki historiallisen nousukauden ja kapasiteettia tilattiin selvästi enemmän kuin maailmankaupan kasvu olisi vaatinut. Finanssikriisin jälkeisinä vuosina aluksia toimitettiin hurja määrä, minkä johdosta toimialalle muodostui merkittävää ylikapasiteettia. Tämä taas on pitänyt kuivarahtien markkinahinnat matalina (pois lukien koronapandemian aikainen hintapiikki). Ongelma ei poistu hetkessä, sillä alusten keski-ikä on tyypillisesti 20–30 vuotta. Aluksia on kuitenkin viime vuosina rakennettu suhteellisen vähän, joten vanhimpien alusten tultua käyttöikänsä päähän on merkittävä ylikapasiteetti arviomme mukaan suurilta osin jo poistunut. Lisäksi Aspon arvion mukaan Itämeren rahtikapasiteetti laskee noin 20 %:lla vuodesta 2023 vuoteen 2029 mennessä.

Nykyisessä, varsin vaisussa kysyntäympäristössä Itämerellä kulkevia rahtialuksia on kuitenkin edelleen vähintään riittävästi, joten merkittävä kannattavuusparannus vaatisi taakseen myös kuljetusvolyymien piristymistä. Tämä riippuu Euroopan yleisen taloustilanteen kehityksestä. Kuitenkin myös rakenteellisempaa helpotusta on näköpiirissä, mikäli kuljetustarpeita reilusti kasvattavia teollisuusinvestointeja (mm. teräs-, paperi- ja lannoitetehtaita) Perämerelle ja Pohjois-Ruotsiin toteutuu suunnitellusti. Tämän pitäisi tukea erityisesti Itämeren rahtimarkkinaa. Lopullisia vaikutuksia rahtivolyymeihin on vaikea luotettavasti haarukoida, mutta Aspon arvion mukaan markkinan koko voisi kasvaa keskimäärin jopa 7 % vuodessa seuraavan vuosikymmenen, mikä tarkoittaisi noin kaksinkertaistumista vuoteen 2035 mennessä. Näin voimakas kasvu todennäköisesti nostaisi varustamojen keskimääräistä kannattavuutta selvästi kapasiteetin lyhyen aikavälin vaisusta kasvunäkymästä

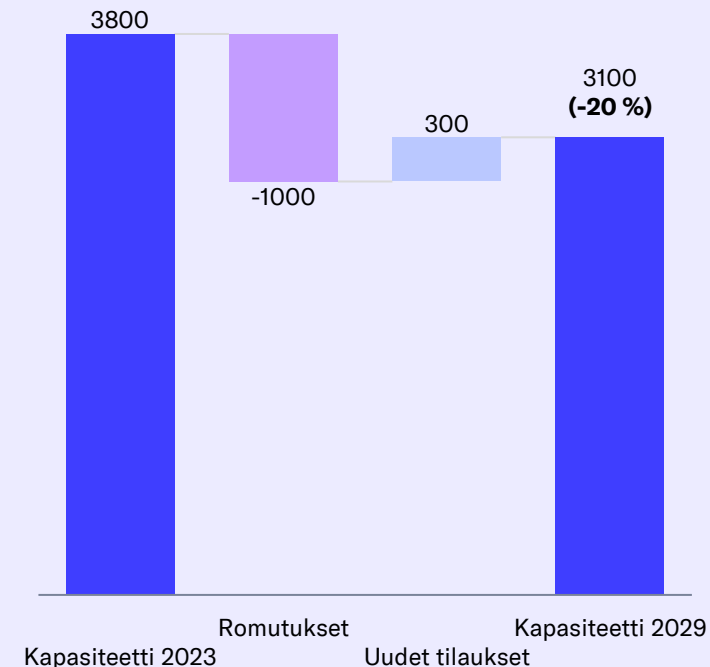
johtuen. Arviomme mukaan kuljetuskustannusten osuus esimerkiksi Euroopan sisällä kulkevilla terästeollisuuden lopputuotteista on alle 5 %, joten kuljetuskustannusten nousulla olisi todennäköisesti hyvin rajallinen vaikutus teollisuusasiakkaiden kysyntänäkömään.

Pidemmällä aikavälillä rahtimarkkinan liikevaihdon ja kannattavuuden voi odottaa seurailevan pitkälti taloudellisen aktiviteetin ja Euroopan BKT:n kehitystä. Lyhyellä aikavälillä kuljetustarpeet ovat kuitenkin verrattain syklisiä teollisuuteen painottuvasta asiakaskunnasta johtuen. Kapasiteetin joustamattomuuden takia vaihtelut ovat tyypillisesti yleistä talouskehitystä voimakkaampia. Tästä esimerkkinä toimivat koronapandemian värjittämät vuodet 2021–2022, joiden aikana piikki globaalissa kuljetuskysynnässä nosti kuivarahdin hintoja hetkellisesti jopa sadoilla prosenteilla. Tämä luonnollisesti valui alan toimijoiden tuloksiin. Sittenmin markkinahinnat ovat palanneet suunnilleen koronapandemiaa edeltävän ajan tasolle.

Itämerellä on poikkeavat kalustovaatimukset

ESL toimii pääosin Itämerellä, jonka poikkeavat kalustovaatimukset tekevät siitä erilaisen globaaliin rahtimarkkinaan verrattuna. Itämerellä tarvitaan jäävahvistettuja aluksia huomattavan osan vuodesta, ja sen satamat ovat maailman suuria satamia selvästi matalampia. Tästä johtuen isot kansainvälistä rahtia kuljettavat alukset eivät voi ajaa täydellä lastilla Itämeren satamiin. Tämä taas johtaa kilpailuhaittaan, kun Itämerelle tehtävien suurten rahtikuljetusten kannattavuus kärsii kapasiteetin vajaan käyttöasteesta, mikä puolestaan tarjoaa kannattavaa liiketoimintaa pienemmille aluksille sekä merellä tapahtuville purku- ja lastauspalveluille.

Kapasiteetin kasvuennuste Itämerellä (kokonaiskantavuus, DWT)



Toimiala - ESL Shipping 2/2

Käsityksemme mukaan Itämeren markkina käsittää melko suuren määrän erikokoisia toimijoita, joista ESL lukeutuu suurimpiin reilun 10 %:n markkinaosuudella (Inderesin arvio). Suuret globaalit rahtiyhtiöt eivät käsityksemme mukaan Itämerellä juuri liikennöi kapasiteettivaatimuksista ja markkinoiden rajallisesta koosta johtuen.

Pitkällä aikavälillä tehokkuus ratkaisee

Nykyisessä vahvassa kysyntätilanteessa näemme riskin sille, että ESL:n lisäksi myös muut varustamot alkavat investoida uusiin aluksiin. Tätä riskiä nostaa edelleen arvio siitä, että Suomeen ja Pohjois-Ruotsiin toteutettavat mittavat investoinnit tukevat Itämeren rahtimarkkinan kehitystä tulevina vuosina. Tämä investointisykli taas luo riskin ylikapasiteetin muodostumiselle, mikä toteutuessaan painaisi koko toimialan katteita ja pääoman tuottoa. Nykyiset huolet talouskasvunäkymästä suitsivat kuitenkin arviomme mukaan varustamoiden kiihkeimpiä investointihaluja, ja alusten rakennusprosessien viedessä tyypillisesti useamman vuoden, odotamme toimialan kapasiteettitilanteen säilyvän vähintään kelvollisena.

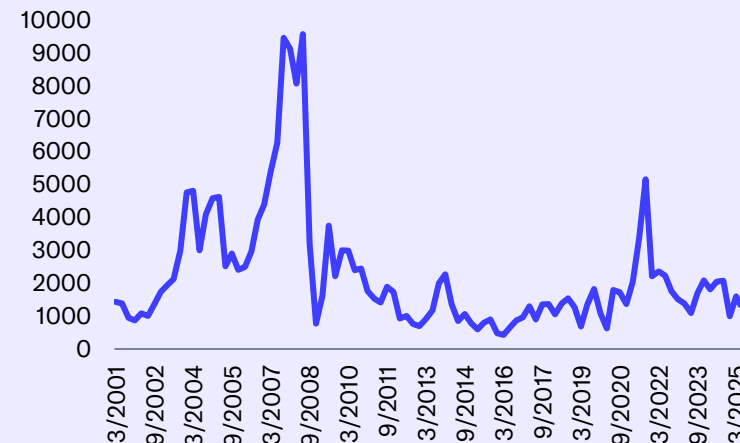
Lähivuosina voittajia tulevat olemaan kalustoltaan uudet ja vähäpäästöiset varustamot, jotka nauttivat kustannusetua mm. päästöoikeuksissa ja toiminnan tehokkuudessa. Lisäksi asiakaskysyntää painottuu jatkuvasti enemmän vähäpäästöiseen kapasiteettiin, sillä esimerkiksi teollisuuden toimijoilla on omia päästövähennysvaatimuksia ja -tavoitteita. Jos vähäpäästöisen kapasiteetin määrä jää rajalliseksi, voi osa asiakkaista olla jopa valmiita maksamaan korkeampaa hintaa omiin tavoitteisiinsa yltämiseksi. Emme kuitenkaan odota tämän olevan merkittävä ajuri yksikkökustannusten ollessa monen teollisuusyhtiön keskeinen kilpailutekijä.

Pitkässä juoksussa uudenkarheen kaluston tarjoamat kannattavuuserot kuitenkin tasoittuvat, kun uusi kapasiteetti korvaa lopulta vanhan. Tämä vie parhaimmillaankin vuosia, sillä rahtilaivoja valmistavien telakoiden määrä on laskenut tasaisesti. Käsityksemme mukaan olemassa olevien telakoiden tilauskirjat taas ovat pitkälti täynnä useaksi vuodeksi. Kapasiteetin lyhyen aikavälin joustamattomuudesta johtuen varustamoiden lähivuosien kannattavuuskehitys on pitkälti volyymikehityksen harteilla.

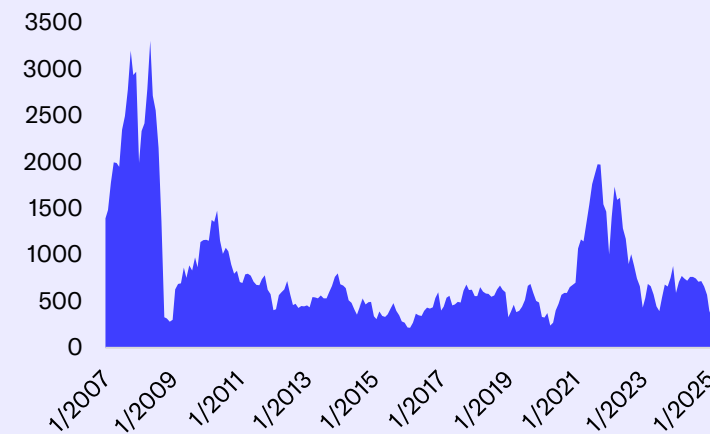
Kestäviä kilpailuetuja toimialalla taas on arviomme mukaan hyvin haastava saavuttaa. Kannattava liiketoiminta vaatii kuitenkin riittävää skaalaa pienemmissä alusluokissa. Tämä rajaa potentiaalisten kilpailijoiden määrää, sillä alalle tulon vaatimat alkuinvestoinnit ovat suuria, satoja miljoonia euroja. Olemassa olevia toimijoita on kuitenkin useita ja markkinaosuudet ovat maltillisia, joten kilpailun kiristymiseltä ja ylikapasiteetilta toimiala ei ole suojassa. Toimijoiden kohtalaisen rajallinen määrä kuitenkin laskee riskiä merkittävän ylikapasiteetin syntymisestä. Kapasiteetin kasvun viiveistä johtuen riski on muutenkin ajankohtainen vasta 2030-luvulta eteenpäin.

Toisaalta poliittisena riskinä on, että EU päättyy pakittamaan päästövähennystavoitteistaan ja jo asettamastaan regulaatiosta, jolloin vähäpäästöiseen kapasiteettiin investoineiden suhteellinen kustannuskilpailukyky heikkenee verrattuna vallitsevaan tilanteeseen. Toki uudet alukset ovat muutenkin käyttökustannuksiltaan tehokkaampia, joten katastrofaalinen tämä skenaario ei uuteen kapasiteettiin investoiville varustamoille olisi. Pidemmällä aikavälillä uskomme erityisesti erojen toiminnan tehokkuudessa selittävän toimijoiden välisiä kannattavuuseroja.

Baltic Dry -indeksi



Baltic Handysize -indeksi



Telko 1/7

Teollisuusyhtiöiden palvelija

Telko on muovien, kemikaalien ja voiteluaineiden jakelija, joka toimii linkkinä raaka-ainevalmistajien ja näitä tuotannossaan käyttävien teollisuuden yhtiöiden välillä. Telko on viime vuosina panostanut erityisesti lisäarvotuotteiden jakeluun ja vähentänyt hyödykkeiden (bulkkituotteet) osuutta liiketoiminnastaan. Vuonna 2024 Telkon liikevaihto oli 254,5 MEUR ja vertailukelpoinen EBITA 12,5 MEUR (4,9 % liikevaihdosta).

Yhtiön päämiesportfolio on laaja ja koostuu yli 400 tavarantoimittajasta, joista suurimmat ovat globaaleita toimijoita. Näihin lukeutuvat muun muassa ExxonMobil, Castrol ja LG. Asiakaspuolella Telko keskittyy palvelemaan pientä ja keskisuurta teollisuutta, ja asiakasyrityksiä on yhteensä noin 8000. Telkon palveluvalikoimaan kuuluu jakelun lisäksi erilaisia tukitoimintoja (varastointi ja pakkaus) sekä lisäarvopalveluita, kuten teknistä tukea ja tuotekehitystukea. Tuotekehitystuessa Telkon asiantuntijat osallistuvat materiaalivalintoihin asiakkaidensa valmistamien tuotteiden suunnitteluvaiheessa. Telkon jakelemat tuotteet on jaettu kolmeen kategoriaan. Vuoden 2024 liikevaihdosta 42 % tuli muoveista, 32 % kemikaaleista ja 26 % voiteluaineista.

Muovit sisältävät teknisiä muoveja (soveltuvat haastavampiin kohteisiin kuin perusmuovit), jotka soveltuvat muun muassa terveydenhoitotuotteisiin (insuliinikynät yms.), sähkölaitteisiin ja elintarvikepakkauksiin. Kemikaaleissa pääpaino on erilaisissa erikois- ja perusraaka-aineissa maali- ja pinnoiteteollisuudelle sekä useille muille teollisuudenaloille, kuten kosmetiikka- ja kaivosteollisuuteen. Voiteluaineiden keskeiset tuotekategoriat koostuvat korkealaatuisista teollisuuden, autojen sekä laivojen voiteluaineista.

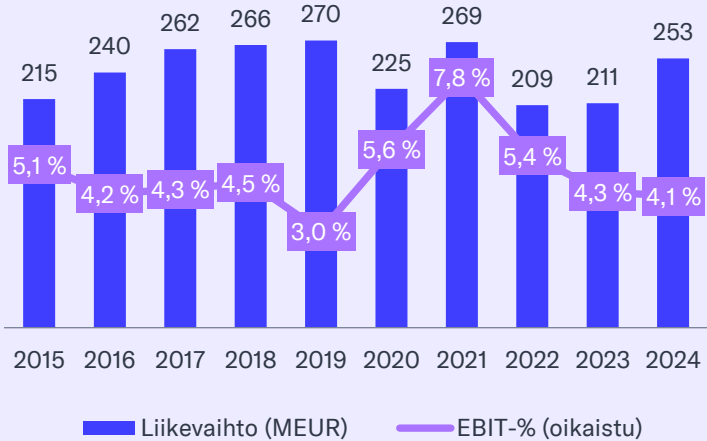
Nykyisin Telko toimii 17 eri markkinalla, joista tärkeimmät ovat Suomi, Baltia, Skandinavia, Benelux-maat, Puola, Ranska, Ukraina ja Kiina. Venäjältä ja Valko-Venäjältä yhtiö poistui Venäjän hyökkäyssodan jälkeen. Prosessi saatettiin loppuun vuoden 2023 aikana, mikä laski selvästi muun Euroopan liikevaihto-osuutta (kuvio seuraavalla sivulla). Vuoden 2024 liikevaihdosta 19 % tuli Suomesta, 30 % Skandinaviasta, 11 % Baltiasta, 28 % muualta Euroopasta ja 12 % Euroopan ulkopuolelta.

Telkon asema arvoketjussa

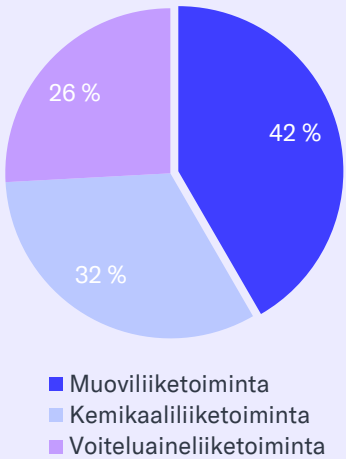
Telko asemoituu arvoketjussa raaka-ainejalostajien ja teollisuuden väliin. Yhtiö ostaa päämiehiltä tuotteita, kuljettaa ja varastoi niitä sekä lopulta myy eteenpäin pienemmissä erissä omille asiakkailleen. Teknisissä tuotteissa yhtiö myös tarjoaa asiakkailleen erilaisia lisäarvopalveluita ja auttaa asiakkaitaan mm. tuotekehityksessä ja oikeiden materiaalien valinnassa. Telko keskittyy jakelutoiminnassaan erityisesti korkeamman lisäarvon erikoistuotteisiin, joissa katetasot ovat esimerkiksi bulkkikemikaaleja tai -muoveja korkeammat. Niche-markkinoilla asiakaspito ja hinnoitteluvoima ovat myös suurten volyymien jakelutoimintaa houkuttelevampia, sillä erikoistuotteiden toimittajan vaihtaminen on haastavampaa kuin keskenään täysin identtisten bulkkituotteiden kohdalla.

Yhtiön liiketoiminnan keskiössä ovat myös riittävän korkeat volyymit saman maantieteellisen markkinan sisällä, sillä tätä kautta yhtiö hyötyy logistiikan skaalaeduista (mm. volyymialennukset ostoissa, kuljetuskapasiteetin optimointi). On kuitenkin tärkeä huomioida, että ratkaisevaa on skaala suhteessa muihin markkinalla toimiviin jakelijoihin, ei niinkään liiketoiminnan absoluuttinen kokoluokka.

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Liikevaihdon jakauma (2024)



Telko 2/7

Telkolla ei ole – vuonna 2024 hankittua Swed Handlingia lukuun ottamatta – omaa kuljetuskalustoa eikä se lähtökohtaisesti omista logistiikassa tarvittavia rakennuksia. Näin ollen kasvun sitoma pääoma koostuu suurilta osin tuotevarastosta, minkä ansiosta liiketoiminta on varsin pääomakevyttä (pl. yritysostoissa syntyvä aineeton omaisuus). Yhtiön erottaa perinteisestä tukkurista se, että tuotteilla on valmiiksi tiedossa ostaja, jolloin ylimääräistä varastoa ei juuri sitoudu. Varmuusvarastoa tulee toki ylläpitää kysynnän muutosten ja toimitusongelmien varalta, mutta tähän vaadittava määrä ei kasva liiketoiminnan kokoluokan mukana, mikä korostaa riittävän mittakaavan merkitystä.

Varsinainen logistiikka hoidetaan alihankintana kullakin markkinalla. Mittakaavaetuja on mahdollista saada kilpailuttamalla toimijat tasaisin väliajoin. Käsityksemme mukaan sopimukset ovat tyypillisesti muutaman vuoden pituisia, joten kasvun hyödyt eivät näy välittömästi tuloslaskelmalla. Vaihtoehtoisia logistiikkakumppaneita on olemassa jonkin verran eri markkinoilla, mikä parantaa Telkon neuvotteluasemaa.

Vuonna 2024 toteutetun yrityskaupan myötä Telkon liiketoiminta laajeni myös omaan valmistukseen. Ostettu ruotsalainen Swed Handling muun muassa sekoittaa kemikaaleja valmiiksi tuotteiksi ja toimittaa näitä asiakkailleen. Itse valmistetut tuotteet ovat tyypillisesti sellaisia, joiden kuljettaminen pitkiä matkoja ei ole taloudellisesti järkevää. Liiketoimintamallissa Swed Handlingin asiakkaat siis ulkoistavat jonkin prosessinsa osan yhtiön kontolle. Arviomme mukaan tämä selittää yhtiön korkeaa suhteellista kannattavuutta (ostohetkellä liikevoittomarginaali 9,0 %), mutta samalla sitoo myös

enemmän varastoa. Toistaiseksi oman valmistuksen osuus Telkon liiketoiminnasta on käsityksemme mukaan varsin rajallista, mutta tulevaisuudessa tämän merkitys voi kasvaa, mikäli tulokset osoittautuvat suotuisiksi.

Arvonluontia päämiehen ja asiakkaan välissä

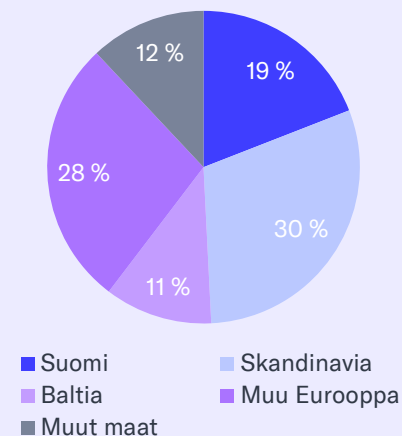
Jakeluliiketoiminnan erityispiirre on, että jakelijan pitää kyetä tuottamaan lisäarvoa sekä päämiehilleen että asiakkailleen. Päämiesten näkökulmasta Telkon kiinnostavuutta määrittää yhtiön maantieteellisen jakeluverkoston laajuus, markkina-asema ja näiden kautta päämiehen saavutettavissa oleva potentiaalinen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

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

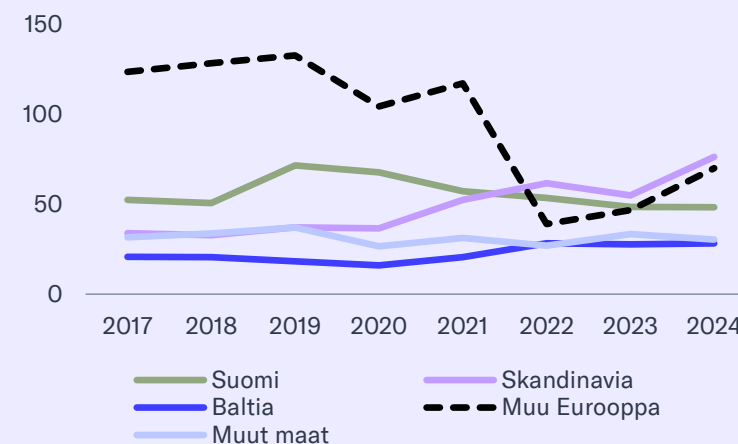
Erikoistuotteet parantavat hinnoitteluvoimaa

Yleisesti voidaan todeta, että jakelijan neuvotteluasema on sitä parempi, mitä pienemmästä markkinasta ja erikoisemmasta tuotteesta on kysymys. Tyypillisesti näissä tapauksissa päämiehellä on tuotteilleen vain yksi jakelija, sillä matalista volyymeistä ja maltillisesta skaalasta johtuen ei jakelua voida tehokkaasti järjestää usean jakelija voimin. Vaikka Telkolla ei ole jakelemiensa päämiesten tuotteisiin yksinoikeuksia, toimii se kuitenkin usealla markkinalla päämiehensä ainoana jakelijana.

Liikevaihdon maantieteellinen jakauma (2024)



Liikevaihdon kehitys markkinoittain (MEUR)



Telko 3/7

Vaihtoehtoisten toimittajien puute parantaa luonnollisesti jakelija asemaa, ja markkinan ollessa riittävän pieni on uusien kilpailijoiden alalle tulon uhka verrattain matala. Vastaavan toiminnan ylösajo on myös hidasta, sillä myyntisyklit ovat hyvin pitkiä, uusissa asiakkuuksissa tyypillisesti yli vuoden mittaisia. Ensin pitäisi siis hankkia asiantuntevat myyjät, tämän jälkeen päämiehet ja lopulta asiakkaat. Myös regulaatio on nostanut jakelijoiden vaatimuksia sekä kustannuksia ja samalla alalle tulon kynnystä. Joidenkin tuotekategorioiden kohdalla vaaditaan myös ympäristölupia, joihin liittyvät kustannukset aiheuttavat haasteita erityisesti pienille toimijoille. Muilta osin toimialan pääomavaatimukset ovat matalat.

Lisäksi asiakkaan kanssa tehtävä yhteistyö ja sitä myöden kasvanut ymmärrys asiakkaan liiketoiminnasta nostavat toimittajan vaihdon kustannusta ja tukevat jakelijan asiakaspysyvyyttä sekä hinnoitteluvoimaa. Tämän saavuttamiseksi myyntiorganisaation tekninen osaaminen on avainkyvykkyksiä. Asiantunteva myyjäverkosto on myös Telkon kilpailutekijöistä varsin vaikeasti kopioitavissa.

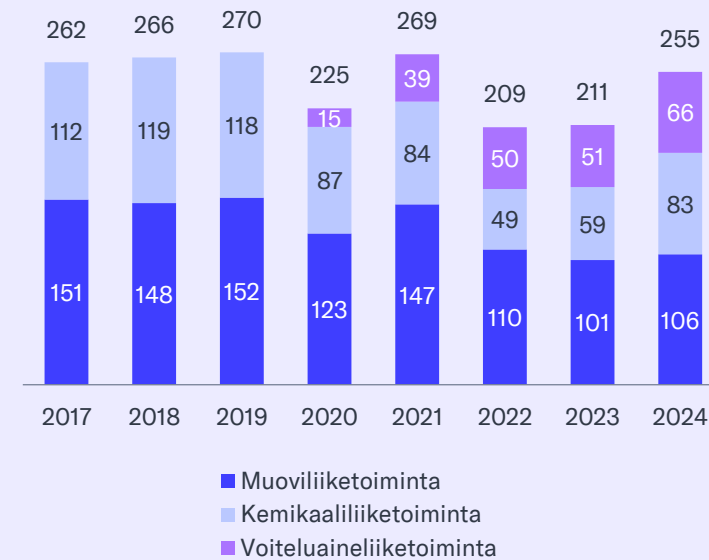
Toisen keskeisen kilpailutekijän muodostaa laadukas päämiesportfolio, sillä lisäarvotuotteissa tuotteiden laatu on lopulta se, minkä perusteella teollisuusasiakas valintansa tekee. Lisäarvotuotteiden jakelijana Telko pyrkiikin keskittymään tuoteryhmiin, joilla on edellä kuvattuja ominaisuuksia. Tämä myös selittää jakelutoiminnalle verrattain korkeaa kannattavuusmarginaalia ja hyvää pääoman tuottoa.

Kilpailua kuitenkin esiintyy, ja Telkon keskeiset kilpailijat sen päämarkkinoilla ovat muut vastaavan kokoluokan toimijat, jotka Telkon tapaan hyötyvät riittävän mittakaavan

tuomista kustannuseduista sekä laadukkaista päämiesportfolioista. Lisäksi suurempien päämiesten on mahdollista toteuttaa tuotteidensa jakelu itse, mikä asettaa katon Telkon kannattavuuspotentiaalille. Käsityksemme mukaan suurten jakelijoiden kasvanut neuvotteluvoima on myös joskus johtanut tilanteisiin, joissa päämies on ottanut omaa kustannuskilpailukykyään suojatakseen toisen jakelija vanhan rinnalle. Lisäksi osa päämiehistä suosii pieniä jakelijoita, sillä näillä ei ole kilpailijoiden tuotteita edustuksessaan.

Pk-yrityksistä koostuvilla asiakkailla tätä mahdollisuutta ei kokonsa puolesta kuitenkaan ole, jolloin jakelijan käyttäminen on välttämätöntä. Näiden suuntaankaan ei kohtuuttomasti hinnoitteluvoimaa pääse syntymään, sillä liian korkea jakelijan kate heikentää jo päämiesten myyntiä (jokin läheinen substituuatti käytännössä aina löytyy). Yhtiön historialliseen pääoman tuottoon ja lisäarvotuotteiden suotuisaan kilpailudynamiikkaan (mittakaavaedut ja kelvollinen hinnoitteluvoima) peilaten arvioimme yhtiöllä kuitenkin olevan nykyisillä markkinoillaan kilpailuetuja, joiden myötä nykyisen liiketoiminnan mahdollisuudet houkuttelevaan pääoman tuottoon (ROIC > WACC) pysyvät hyvinä myös jatkossa.

Liikevaihdon kehitys tuotealueittain*
(MEUR)



*Voiteluaineliiketoiminta raportoitii osana kemikaaliliiketoimintaa vuoteen 2019 saakka.

Lähde: Aspo

Telko 4/7

Liiketoiminnassa on sarjayhdistelyn piirteitä

Puhdasoppinen sarjayhdistelijä hankkii, omistaa ja kehittää vakaita ja pääomakeveitä liiketoimintoja, joiden kassavirtoja se investoi kasvuun uusien yritysostojen kautta. Ostettavien yritysten ei itsessään tarvitse kasvaa tai merkittävästi kehittyä, vaan niiden arvo konsernin näkökulmasta lepää niiden tarjoamissa kassavirroissa. Näin ollen sarjayhdistelijän keskeinen toiminto on ammattimainen yritysostaja etsivä ja toteuttava osasto. Pääoma-, kustannus- ja rahoitussynergoiden sekä toisaalta uramahdollisuuksien myötä yrittäjät taas ovat valmiita siirtämään elämäntyönsä sarjayhdistelijän kaltaiselle ikuiselle omistajalle maltillisella hinnalla, sillä tyypillisesti kyseisten yrittäjien ensisijainen intressi on jatkaa liiketoimintansa kehittämistä sarjayhdistelijän leveämpien hartioiden alla kauppahinnan maksimoinnin sijaan.

Mielestämme yritysostovetoinen malli sopii Telkolle hyvin, sillä ostokohteet ovat luonteeltaan pääomakevyitä ja tuottavat vakaata kassavirtaa yhtiön allokoitavaksi uusiin yritysostoihin. Pidämme myös yritysostojen arvonluontiedellytyksiä jakeluliiketoiminnassa varsin hyvinä. Arviomme perustuu julkaistuihin kauppahintoihin sekä ostettujen liiketoimintojen kannattavuustasoihin. Telkon keskeinen ero puhtaaseen sarjayhdistelijämalliin on kuitenkin se, että ostokohteita pyritään yhdistelemään osaksi nykyisiä liiketoimintoja ja tätä kautta saavuttamaan myös synergiaetuja sekä kulujen että myynnin osalta.

Ostettujen liiketoimintojen keskimääräinen ROIC on ollut yli 11 % julkaistujen tietojen pohjalta laskettuna. Vaikka kaikkien kauppajien osalta tietoja ei ole saatavilla, arvioimme Telkon yritysostojen olleen omistaja-arvoa luovia. Organisen kasvun mukaisiin pääoman

tuottolukuihin nämä eivät kuitenkaan yllä.

Yrityskauppojen tuottolaskelmassa on toki huomioitava, ettei se sisällä tehokkuushyötyjä. Näin ollen on todennäköistä, että yritysostojen tuotot ovat todellisuudessa kaupantekohetken tulostasosta laskettuja lukuja korkeampia. Laskelmiemme mukaan yhtiö on käyttänyt vähintään 70 MEUR yritysostoihin vuodesta 2020 lähtien. Hankittu liikevaihto taas on ollut yli 120 MEUR (ostohetken tilanteella mitattuna).

Suurempi koko tuo tehokkuutta

Kemikaali- ja muovialan jakelijoita on globaalisti tuhansia ja niiden kokoluokat vaihtelevat suurista globaaleista toimijoista pieniin paikallisiin jakelijoihin. Markkina konsolidoituu nopeasti ja näkemyksemme mukaan tämä on myös looginen strateginen valinta Telkolle kokoluokan kasvun tuoman mittakaavaedun johdosta. Telko tutkiiin jatkuvasti sopivia yritysostokohteita Euroopassa.

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

Telkon viimeaikaisia yrityskauppoja



Telko 5/7

Tehokkuutta voidaan myös parantaa varastotiloja yhdistämällä. Jakelutoiminnassa vaadittava varmuusvarasto ei kasva samaa vauhtia liikevaihdon kanssa, mikä nopeuttaa liiketoimintaan sitoutuvan pääoman kiertoa. Tehokkuusetujen saavuttamisessa olennaista osaa näyttelevät keskitetyt alueelliset varastot, ja esimerkiksi koko Telkon Suomen logistiikka hoidetaan kokonaisuudessaan yhdestä sijainnista. Operatiivisen tehostumisen lisäksi ostoista voidaan saada joidenkin tuoteryhmien kohdalla volyyomialennusta mittakaavan kasvaessa. Myös regulaation kasvu (mm. vastuullisuusasiat) ja tämän aiheuttamat kustannukset ovat jo haaste toimialan pienemmille toimijoille. Mittakaavaetujen ohella tämä on arviomme mukaan keskeinen toimialan konsolidaatiota ajava tekijä.

Yrityksissä on mahdollista hyödyntää skaalaetuja

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

Potentiaalisen yritysostokohteen arvoa Telkolle lisää arviomme mukaan samankaltainen päämiesportfolio, jolloin

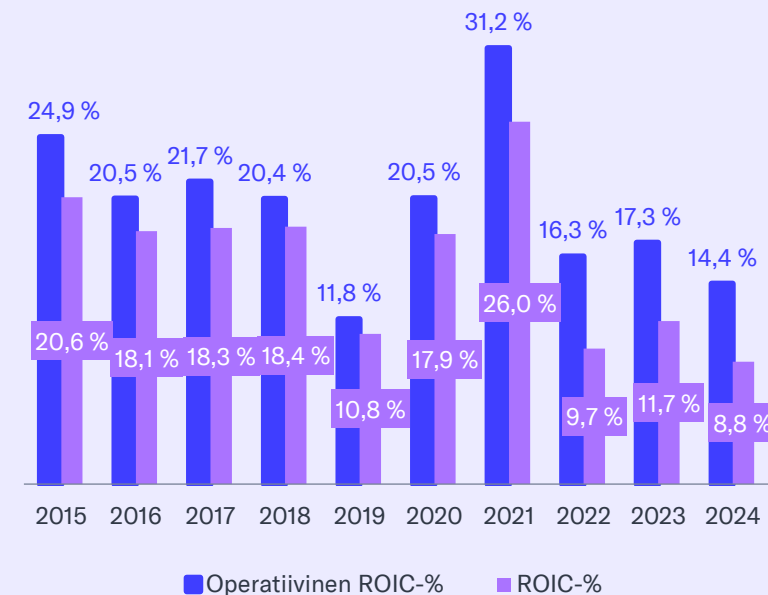
Telkolle jo entuudestaan tuttujen tuotteiden myyntivolyymit nousevat ja kertynyttä asiantuntemusta voidaan hyödyntää myös uusia asiakkaita palveltaessa. Lisäksi päämiestarjontaa täydentävät tuoteryhmät, joita voidaan myydä ja jaella Telkon olemassa oleville asiakkaille lisäävät jakeluvolyymejä ja siten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

Sota ja pandemia ovat heiluttaneet tuloslukuja

Telkon strategiana oli pitkään sen muodostamisesta asti (2008) aggressiivinen laajentuminen itämarkkinoille. Vaikka liikevaihto kasvoi selvästi, junnasi liikevoitto lähes paikallaan. Vuonna 2020 Telko tehosti toimintaansa ja alkoi vahvemmin keskittyä paremman jakelukatteen lisäarvotuotteisiin. Pandemian aiheuttamasta volyymin ja myyntihintojen laskusta huolimatta segmentin kannattavuus paranikin samana vuonna usealla prosenttiyksiköllä. Liikevaihtokuoppa jäi lyhytaikaiseksi, mihin osaltaan vaikutti kaksi merkittävän kokoista yrityskauppaa. Lisäksi globaalisti äityneet saatavuusongelmat yhdistettynä vahvaan kysyntään paisuttivat tulosta selvästi vuonna 2021.

Seuraavasta vuodesta tuli kuitenkin vaisu Venäjän aloitettua hyökkäyssota Ukrainassa. Tämän seurauksena Telko luopui Venäjän sekä Valko-Venäjän toiminnoistaan, mikä painoi liikevaihdon sekä tuloksen selvään laskuun itämarkkinoiden vastattua aiemmin yli neljänneksestä koko segmentin liikevaihtoa.

Telkon pääoman tuoton* kehitys



*Laskutavasta johtuen eroaa yhtiön raportoimista luvuista.
Pääoman tuotto = NOPAT/keskimääräinen sijoitettu pääoma
NOPAT = EBITA x segmentille arvioitu veroaste (20 %)
Sijoitettu pääoma = vuodesta 2022 yhtiön raportoima tunnusluku, tätä ennen Inderesin arvio, joka perustuu segmentin raportoituhiin varoihin ja arvioon korottomien velkojen määrästä.
Operatiivisen pääoman tuoton laskennassa liikearvo on vähennetty segmentin sijoitetusta pääomasta.

Telko 6/7

Tämän jälkeen fokus on ollut erityisesti Pohjois-Euroopassa, josta kasvua on haettu aiempaa vahvemmin yritysostoin. Viime vuosina liiketoiminnan volyymit ovatkin kääntyneet jälleen selvään kasvuun, ja myös tulostaso on kohentunut asteittain. Tästä on kiittäminen erityisesti ostettuja liiketoimintoja, joiden suhteellinen kannattavuus on ollut keskimäärin selvästi olemassa olevia liiketoimintoja korkeampia. Toinen selittävä tekijä kannattavuusparannuksen taustalla on näkemyksemme mukaan jakeluvolyymien painopisteen siirtyminen paremman katetason lisäarvotuotteisiin.

Vaikka viime vuosina liiketoiminta on ollut huomattavassa murroksessa, on kannattavuustason heilunta tyypillisesti kohtalaisen maltillista. Muutokset erityisesti jakeluvolyymeissa vaikuttavat kuitenkin jonkin verran toteutuneeseen kannattavuuteen. Näin ollen kannattavuusvaihtelut (EBITA-marginaalilla mitattuna) eri vuosina voivat olla muutamia prosenttiyksiköitä myös jatkossa ilman merkittäviä muutoksia liiketoiminnassa. Keskeistä onkin seurata kannattavuustrendin kehitystä, jonka pitäisi osoittaa yhä ylöspäin.

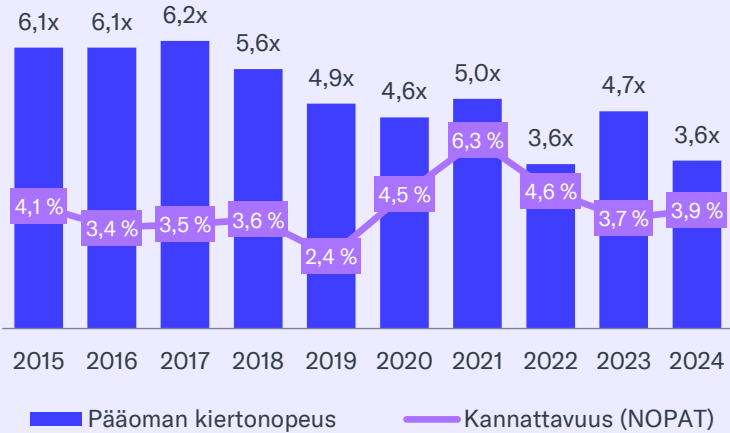
Kvartaalitasolla kannattavuus kuitenkin heittelee jonkin verran vuositason lukuja enemmän, sillä myyntihintojen muutokset osuvat myyntikatteeseen erityisesti lyhyellä aikavälillä. Esimerkiksi nopeasti nousevat hinnat tukevat katteita, kun olemassa olevaa varastoa saadaan myytyä aiempaa paremmin hinnoin. Laskevien hintojen tapauksessa tilanne on luonnollisesti päinvastainen. Olennaista kausiluonteisuutta liiketoiminnassa ei kuitenkaan ole.

Jakeluliiketoiminnassa kannattavuusmarginaaleja

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

Huomionarvioista on, että Telkon yritysostojen tuottotasot ovat operatiivista liiketoimintaa maltillisemmat maksetusta liikearvosta johtuen, joten jatkuvat yritysostot painavat segmenttitason pääoman tuoton lukuja. Tästä ei pidä olla huolissaan niin kauan kuin yritysostojen tuotto sitoutuneelle pääomalle ylittää sen kustannuksen (eli ROIC>WACC), eli kasvu on arvoa luovaa. Kuitenkin myös operatiivisen pääoman tuotto laski vuonna 2024 selvästi, mikä arviomme mukaan selittyy suurilta osin Swed Handling -yritysostolla. Swed Handlingilla on myös omaa valmistusta, mikä kasvattaa varaston tarvetta. Swed Handlingin osto kasvattikin huomattavasti sekä Telkon liikearvoa että operatiivisten omaisuuserien määrää. Lisäksi on syytä huomioida, että viimeisimmät yritysostot olivat mukana vain osan vuotta 2024, mikä hieman painaa kyseisen vuoden raportoitua pääoman tuottoa. Vuodesta 2025 alkaen tämän negatiivinen vaikutus kuitenkin jo poistuu.

Operatiivisen pääoman tuoton komponentit



Telkon varojen jakauma



Telko 7/7

Segmentin tulosenusteet

Alkuvuosi 2025 sujui Telkon osalta tuloksellisesti hyvin, vaikka toimitusvolyymit säilyivät kommenttien perusteella yhä kohtalaisen vaisuina. Odotamme pientä pirstymistä volyymeihin loppuvuotta kohden, mutta valtaosa tulosparannuksesta edellisvuoteen nähden selittyy toteutettujen yritysostojen tulosvaikutuksella. Tämä johtuu siitä, että hankintojen tuloskontribuutio näkyi vasta osan vuodesta. Lisäksi viime vuonna kirjattiin noin 2,5 MEUR yritysostoihin liittyviä kertaluonteisia kuluja, joten näiden poistuminen luonnollisesti nostaa kannattavuutta. Yritysostoihin liittyviä kuluja Telko ei perustellusti oikaise pois vertailukelpoisista tulosluvuistaan, sillä yritysostot ovat olennainen osa yhtiön liiketoimintaa. Tämän vuoden EBITA-ennusteemme on 17,7 MEUR.

Kuluvan vuoden jälkeen liikevaihdon kasvu tasaantuu, sillä vuoden 2025 puolella ei uusista yritysostoista ole tiedotettu. Emme myöskään sisällytä mahdollisia uusia tiedottamattomia yritysostoja ennusteisiimme, vaan käsittelemme aihetta osana konsernin pääoman allokoointia ja arvonmäärittäystä. Uusia kauppvoja voi luonnollisesti olla tulossa (ja jossain määrin varmasti tuleekin), mutta kohtalaisen velkainen tase ja paljon kassavirtaa sitovat ESL:n kalustoinvestoinnit pitänevät määrät selvästi alle viime vuosien tason. Näin ollen Telkon kasvu on pääosin orgaanisen kasvun varassa, jonka odotamme noudattelevan pitkälti toimialalle ennakoitua 4–5 %:n vuotuista nimelliskasvua.

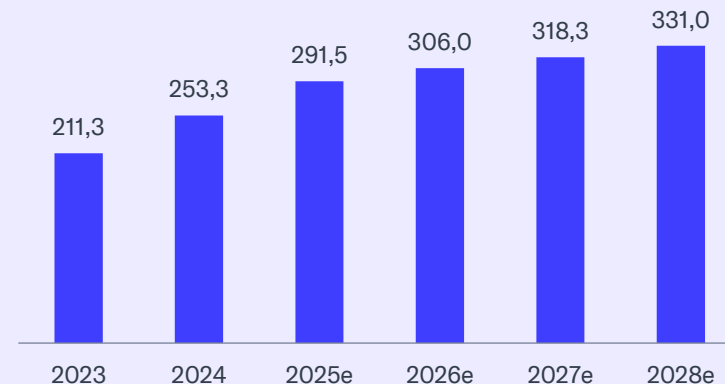
Odotamme Telkon EBITA-marginaalilla mitatun suhteellisen kannattavuuden nousevan asteittain lähemmäs 7 %:n keskimääräistä tasoa. Vuosittain heiluntaa tulee varmasti

talouden sykleistä ja myyntihintojen muutoksista johtuen, ja tämä voi arviomme mukaan aiheuttaa muutaman prosenttiyksikön heiluntaa EBITA-marginaalissa suuntaan tai toiseen. Olennaisempaa onkin seurata kannattavuustrendin kehittymistä.

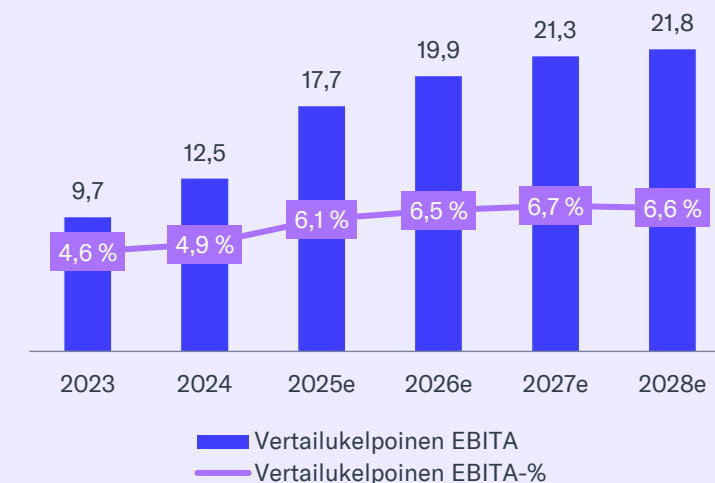
Telkon omana tavoitteena on yli 8 %:n EBITA-marginaali, mitä emme pidä mahdottomana, mutta nykyrakenteella kuitenkin varsin haastavana, sillä tähän Telko ei päässyt edes pandemia-ajan suotuisassa kysyntätilanteessa. Toki tämän jälkeen on ostettu kannattavampia liiketoimintoja ja liiketoiminnan painopiste on siirtynyt parempikatteisiin lisäarvotuotteisiin. Tavoite ei siten ole mitenkään mahdoton, mutta mielestämme vaatisi liiketoiminnan tehostumista, vahvaa orgaanista kasvua ja/tai uusia yritysostoja.

Arvioimaamme normaalia tulostasoa voidaan kuitenkin pitää jo varsin hyvänä, sillä se on selvästi viime vuosien toteumaa korkeampi. Lisäksi liikearvosta oikaistulla sijoitetun pääoman tuotolla (kuvaa segmentin operatiivisen liiketoiminnan kannattavuutta) tämä tarkoittaisi noin 14–16 %:n tasoa, mikä on selvästi yli segmentille soveltamamme pääoman kustannuksen (~8–9 %). Näin ollen orgaaninen kasvu on omistajien näkökulmasta arvoa luovaa. Telkon historialliset yritysostot eivät tähän tuottotasoon yllä, ja tämän takia koko segmentin pääoman tuotto on jää jonkin verran matalammaksi. Pidämme kuitenkin yritysostoja järkevinä, sillä näidenkin tuottotasot ylittävät keskimäärin pääoman kustannuksen. Tarkemmat ennusteemme löytyvät raportin liitetiedoista.

Liikevaihtoennusteet (MEUR)



Tulosennusteet (MEUR)



Toimiala - Telko

Telkon toimiala on pirstaleinen

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

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

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

Jakelun ulkoistamisen suosio on kasvussa

Päämiesten tarve ulkoistaa kemikaalimyynti ja -jakelu on alalla kasvussa oleva trendi. Tyypillisin syy jakelun ulkoistamiselle on se, että tämän myötä päämies kykenee keskittymään omaan ydinliiketoimintaansa ja laajentamaan tuotteidensa maantieteellistä levikkiä kustannustehokkaasti ja ilman sitoutunutta pääomaa. Esimerkiksi konsulttiyhtiö Boston Consulting Group arvioi, että kemikaaliyhtiön

kustannussäästö ulkoistamisesta voi nousta jopa 20 %:iin kokonaisjakelukustannuksista*.

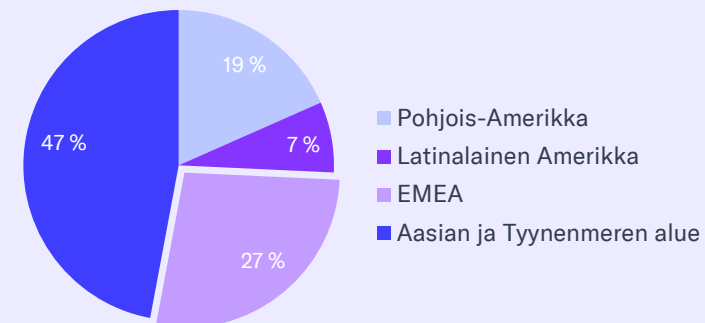
Kemikaalien jakelumarkkina kasvaakin Euroopassa konsulttiyhtiö BCG:n arvion mukaan hieman alueellisten bruttokansantuotteiden kasvuvahvia ripeämmin keskipitkällä aikavälillä (seuraavat 3–5 vuotta). Markkinan ripein kasvuvaihe on kuitenkin jo ohitettu, kun merkittävin vaikutus ulkoistusten kasvusta on takana päin. Arvioimme havaintojen pätevän myös muilla Telko keskeisillä markkinoilla (muovit, voiteluaineet). Lyhyellä aikavälillä volyymeissä ja liikevaihdossa taas on jonkun verran syklisyyttä, sillä asiakaskunta painottuu vahvasti teollisuusasiakkaisiin.

Bruttokansantuotteen kasvuvauhti määrittää pitkän aikavälin kehityksen

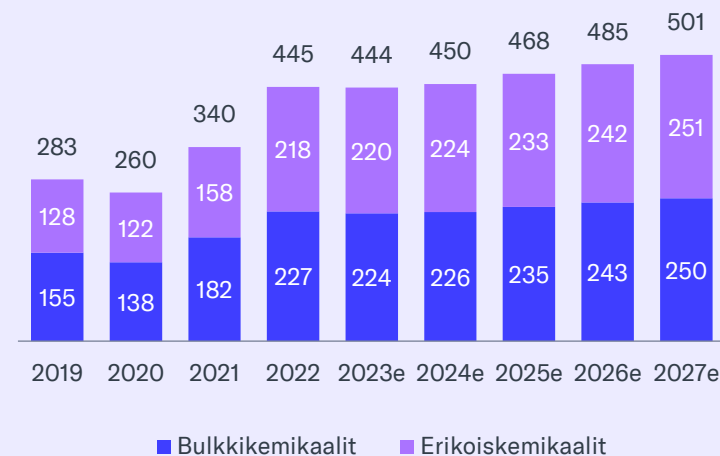
Pitkällä aikavälillä ulkoistusten määrällisen kasvun tuoma noste jälleen tasaantuu, minkä jälkeen toimialan liikevaihdon kasvu noudattelee ennusteissamme yleistä Euroalueen BKT:n kehitystä. Merkittäviä orgaanisia kasvupanostuksia markkinaosuuksien voittamiseksi emme odota Telkolta näkevämme.

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

Kemikaalijakelun markkinan jakauma (2019)



Kemikaalijakelun globaalin markkinan kehitys (mrd. USD)



Lähde: BCG Chemical Distribution Market Model (April 2020 & September 2023)

Leipurin 1/4

Ruokateollisuuden raaka-ainejakelija

Leipurin on jakelija, joka toimii leipomo- ja konditoriatuotteiden, elintarviketeollisuuden sekä kodin ulkopuolisen syömisen (foodservice) markkinoilla. Yhtiöllä on toimintaa viidessä maassa, ja liikevaihdolla mitattuna näistä suurimmat ovat Ruotsi ja Suomi. Historiassa liiketoiminta on painottunut vahvasti Suomeen, mutta viimeisimmän Kobia-yritysoston myötä Ruotsi nousi kerralla suurimmaksi markkinaksi. Vuonna 2024 Leipurin liikevaihto oli 133,1 MEUR ja oikaistu EBITA 4,9 MEUR.

Tärkeimmän asiakasryhmän muodostavat leipomot, joissa asiakkaina on sekä artesaanileipomoita että teollisia leipomoita. Markkina-asema segmentissä on vahva, ja Leipurin itse arvioi olevansa kolmen suurimman jakelijan joukossa Suomessa (suurin), Ruotsissa (toiseksi suurin) ja Baltiassa (markkinasta riippuen 1.–3. suurin). Elintarviketeollisuudessa asiakkaita ovat muun muassa meijerit, panimot sekä makeisten valmistajat. Foodservice-segmentin asiakaskunta koostuu hotelleista, ravintoloista ja kahviloista. Asiakkaita Leipurilla on yhteensä noin 3000.

Liiketoiminnassaan Leipurin toimii linkkinä raaka-ainetuottajien ja -käyttäjien välillä. Jaeltavat tuotteet ovat pääosin hyvin säilyviä, ja tuoretuotteet ovat selvästi pienemmässä roolissa. Leipomoasiakkaille toimitetuista raaka-aineista arviomme mukaan noin puolet on korkeamman lisäarvon tuotteita (esim. leivontamixit ja leivänparanteet) ja noin puolet bulkkiraaka-aineita (esim. jauhot ja sokerit).

Foodservice-asiakkuuksissa Leipurin taas ei tavoittele yleistukkurin asemaa, vaan hakee kasvua erityisesti ketjuuntuneiden asiakkaiden palvelemisesta. Näille asiakkaille Leipurin tarjoaa raaka-aineiden lisäksi muun

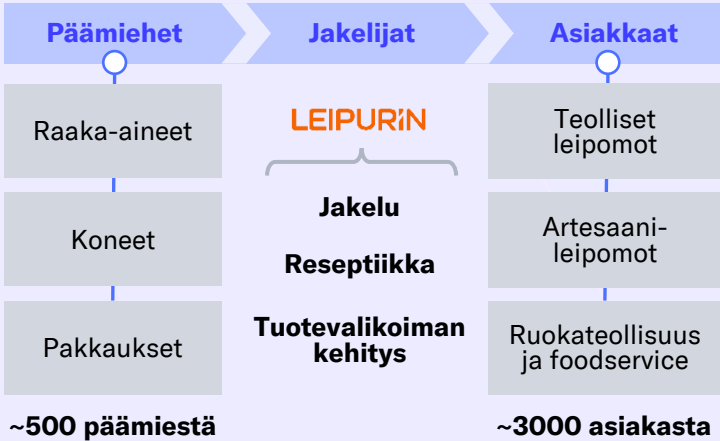
muassa pakasteita ja työvälineitä. Valtaosa asiakassegmentin liikevaihdosta tulee kuitenkin arviomme mukaan raaka-aineista.

Leipomoasiakkaille ja elintarviketeollisuudelle Leipurin tarjoaa lisäksi tuotekehitystukea ja reseptiikkaa. Palvelun ideana on kehittää asiakkaille uusia tuotteita sekä demonstroida raaka-aineratkaisuja valmiiden tuotteiden muodossa. Käsityksemme mukaan suoraa liikevaihtoa tästä ei juuri saada, vaan logiikka nojaa asiakassuhteiden vahvistamiseen ja lisäarvotuotteiden myyntiin (kuten laadun ja maun parantajat), kun asiakkaat tilaavat uusien tai paranneltujen tuotteiden vaatimat raaka-aineet Leipurilta. Näin ollen lisäarvopalveluiden voidaan katsoa olevan erityisesti myynnin tukifunktio.

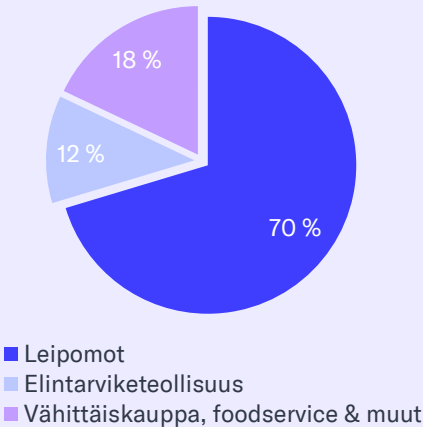
Aiemmin Leipurin myi ja jakeli myös elintarvike- ja leipomoteollisuuden koneita, mutta toiminnot myytiin kahdessa erillisessä transaktiossa vuosina 2022–2023. Vielä vuonna 2018 laiteliiketoiminnan liikevaihto oli yli 20 MEUR, mutta Venäjän hyökkäyssota katkaisi toimitukset itämarkkinoille. Arviomme mukaan laiteliiketoiminnan kannattavuus oli korkeintaan kohtalaista, joten irtautumisen tulosvaikutus jäi pieneksi. Lisäksi koneliiketoiminnasta luopuminen laski segmentin syklisyyttä.

Päämiehiä Leipurilla on yli 500 ja sen toimittajaportfolio sisältää tunnettuja toimijoita kuten Zeelandia, Ireks, Fazer Mylly ja Rheon. Valtavasta valikoimasta huolimatta enemmistö liikevaihdosta tulee kuitenkin arviomme mukaan vain kouralliselta päämiehiä. Leipurin myy myös tuotteita oman Leipurin-tuotemerkkinsä alla. Valtaosaa näistä tuotteista yhtiö ei valmista itse, vaan valmistuttaa nämä alihankkijoilla.

Tukkuliiketoiminnan arvoketju



Liikevaihdon jakauma (2024)



Leipurin 2/4

Lisäksi vuonna 2022 hankitulla Kobialla on omaa tuotantoa (mm. marsipaania ja vaniljakastiketta). Leipurin-tuotemerkin artikkeleiden osuus yhtiön myynnistä on arviomme mukaan 10–20 %. Kohtalaisen maltillisista volyymeistä johtuen emme usko omien tuotteiden kannattavuuden erottuvan olennaisesti edukseen muusta valikoimasta.

Kasvua haetaan elintarviketeollisuudesta ja lisäarvotuotteista

Jatkossa Leipuri pyrkii Telkon tapaan painottamaan lisäarvotuotteiden jakelua, joissa kilpailu on bulkkituotteita vähäisempää ja katteet yleisesti parempia. Bulkkituotteissa asiakkaila on tyypillisesti useita tavarantoimittajia, mikä painaa jakelijoiden ansaitsemia katteita. Bulkkituotteiden osuus on kuitenkin arviomme mukaan viime vuosina laskenut, joskaan yhtiö ei raportoi näiden jakaumaa. Laskeneista bulkkituotteiden volyymeistä johtuen orgaanista kasvua ei viimeisen kahden vuoden aikana ole juuri näkynyt, vaan Q1'25-liikevaihto oli suunnilleen Q1'23:n tasolla. Suhteellinen kannattavuus on kuitenkin kohentunut, minkä arvioimme johtuvan juuri paremmasta toimitusjakaumasta. Tiettyä määrää bulkkituotteiden jakelua on silti perusteltua ylläpitää, sillä näistä saadaan korkeampia volyymejä ja liikevaihtoa kattamaan jakelun kiinteitä kuluja. Esimerkiksi teollisten leipomoasiakkaiden volyymit painottuvat yhä bulkkituotteisiin.

Lisäksi Leipurin näkee potentiaalia erityisesti elintarviketeollisuuden jakelussa, joka on merkittävästi leipomomarkkinaa suurempi. Strategiakauden orgaanisen kasvun tavoitteesta (>3 % vuodessa) merkittävä osa onkin tarkoitus saavuttaa kyseisessä segmentissä, jossa Leipurin markkinaosuus on nykyisellään hyvin matala. Kasvun rajat eivät siis tule vastaan, mutta arviomme mukaan uusasiakashankinta on kohtalaisen hidasta. Leipurin on

myös laajentanut jalansijaansa yrityskaupoilla, kun se hankki ruotsalaisen elintarviketeollisuuden jakelija Kebelcon vuonna 2024. Leipomotuotteiden jakelussa Leipurin markkinaosuudet taas ovat jo korkeita (~20 % toimintamaiden yhteenlasketusta markkinasta) eikä markkina olennaisesti edes kasva. Elintarviketeollisuuden valtavassa markkinassa vastaavaa ongelmaa ei ole.

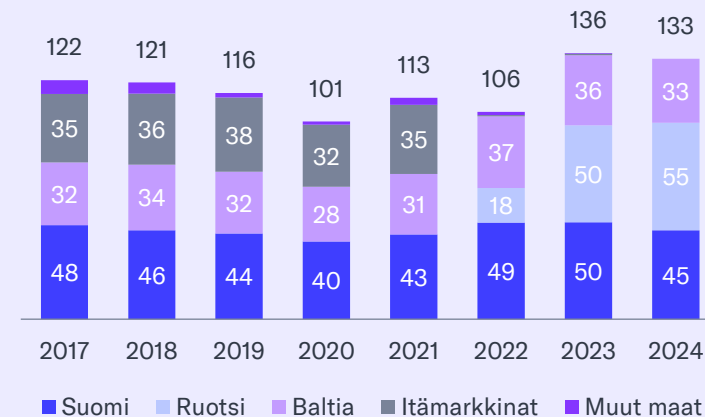
Tehokas logistiikka on toimialalla välttämätön

Pidämme Leipurin kilpailukyvyyn tärkeimpinä komponentteina sen laajaa päämies- ja asiakasverkostoa leipomosektorilla sekä erityisesti tehokasta logistiikkaa. Liiketoiminta on järjestetty maittain, sillä keskeistä jakeluliiketoiminnassa on saada riittävää skaalaa paikallisesti. Myynnin tuotejakaumalla ei ole olennaista merkitystä, sillä Leipurin jakelemia tuotteita toimitetaan pääosin samoista varastoista ja samoja kuljetusreittejä pitkin. Myös liiketoiminnan johtaminen tapahtuu käsityksemme mukaan maittain, mutta ostotoiminta on koordinoitua mittakaavaetujen saavuttamiseksi.

Leipurin kautta asiakas saa kilpailukykyisen kokonaistarjoonman tarvitsemiaan raaka-aineita sekä välineitä, mikä tehostaa asiakasyhtiöiden hankintatoimintoja. Leipurin kilpailuasema ja siten kannattavuus onkin parempaa pienten asiakkaiden joukossa, joille yhtiö voi tarjota kustannustehokkaasti ja helposti laajan valikoiman tuotteita yhdestä osoitteesta. Suuremmille asiakkaille usean jakelijan käyttö ei puolestaan ole ongelma.

Laaja asiakasverkosto taas parantaa Leipurin neuvotteluvoimaa päämiehiensä suuntaan. Päämiehilleen Leipurin pystyy tarjoamaan kattavan pääsyn pirstaleiseen asiakaskuntaan varsin syrjäisellä maantieteellisellä alueella.

Liikevaihdon kehitys (MEUR)



Leipurin päämiesten brändejä



Fazer Mill & Mixes

Leipurin 3/4

Myös kilpailukenttä on hyvin pirstaleinen, ja arvioimme mukaan kilpailijoista vain Norjalaisella Orklalla on vastaava päämies- ja logistiikkaverkosto keskeisillä markkinoilla Suomessa, Ruotsissa ja Baltiassa.

Historiallinen kehitys

Leipurin liiketoiminta lähti Kauko-Telko-yrityssoston jälkeen voimakkaaseen kasvuun ja yhtiön liikevaihto kasvoi välillä 2008–2013 keskimäärin noin 10 % vuodessa. Kasvun keskeisenä ajurina toimi etenkin yhtiön onnistunut laajentuminen itämarkkinoille.

Vuonna 2014 kärjistynyt Venäjän ja lännen välinen kriisi vei kuitenkin kasvuedellytykset itämarkkinalta useaksi vuodeksi. Myös kriisin jälkeen heikentyneet valuutat (etenkin rupla) sekä laskeneet raaka-ainehinnat puhalsivat Venäjällä merkittävää vastatuulta, ja Leipurin joutui muun muassa korvamaan tuontiraaka-aineitaan paikallisella hankinnalla säilyttääkseen hintakilpailukyynsä. Näistä syistä johtuen myös kannattavuuskehitys jäi vaisuksi, ja tulos käytännössä polki paikallan useita vuosina 2015–2021. Myös pääoman tuotolla mitattuna historiallinen suoriutuminen on ollut heikkoa, mikä näkemyksemme mukaan heijastelee itämarkkinan haasteiden ohella bulkkiraaka-aineiden jakelumarkkinan haastavaa kilpailudynamiikkaa.

Kriisin eskaloituttua Ukrainan sodaksi keväällä 2022 ilmoitti Leipurin myyneensä Venäjän, Valko-Venäjän ja Kazakstanin liiketoimintonsa ja keskittyvänsä jatkossa Pohjois-Euroopan markkinoille. Itämarkkinoilta irtaantumisesta johtuneen poikkeuksellisen heikon vuoden 2022 jälkeen Leipurin käänsi tuloksensa kasvuun huomattavan kokoisen Kobia-yrityssoston (~50 MEUR

liikevaihtoa ostohetkellä) sekä lisäarvotuotteisiin perustuvan strategian ansiosta, joka paransi jakelun kannattavuutta. Lisäksi Leipurin osti vuonna 2024 ruotsalaisen elintarvikealan jakelija Kebelcon (~8 MEUR liikevaihtoa ostohetkellä).

Arviomme mukaan nykyisiä liiketoimintoja täydentävät yritysostot ovat mahdollisia myös jatkossa, minkä lisäksi laajentumista esimerkiksi Norjaan ja Tanskaan voidaan pitää varteenotettavana vaihtoehtona.

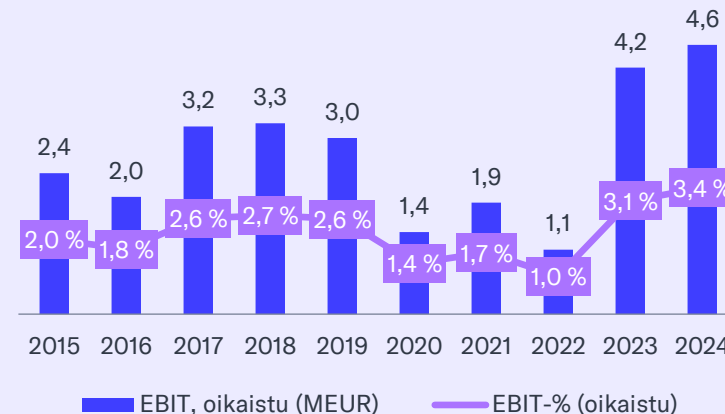
Pääoman tuotto on parantunut selvästi

Parantuneen tuloskehityksen ohella Leipurin operatiivinen sijoitetun pääoman tuotto (sisältäen vain liiketoiminnan varallisuuden ja velat ilman liikearvoa) on kohentunut selvästi. Kun vuosina 2020–2022 pääoman tuotto jäi vaisusta tuloskehityksestä johtuen keskimäärin alle 6 %:iin, oli vuonna 2024 luku jo lähes 15 %. Tämä on ollut seurausta juuri parantuneesta suhteellisesta kannattavuudesta, sillä pääoman kiertonopeudessa eli toiminnan tehokkuudessa ei ole nähty olennaista kohentumista.

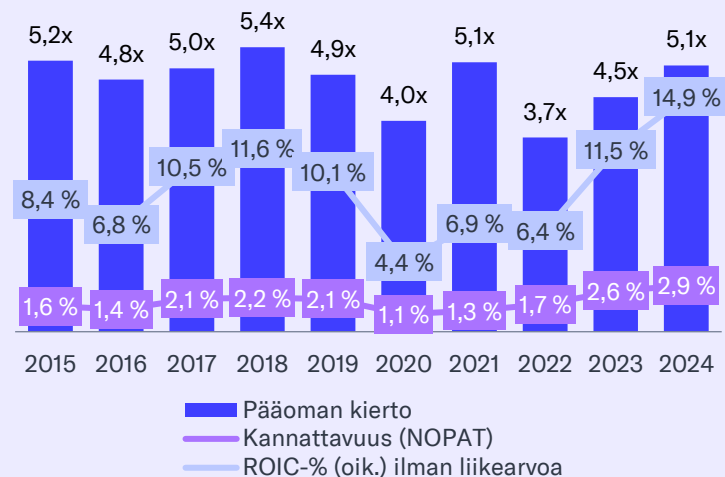
Leipurin on kuitenkin pitänyt kiinni pääomakeveydestään muun muassa toteuttamalla joidenkin Kobian kiinteistöjen osto- ja takaisinvuokrausjärjestelyn. Osa pääoman tuoton tason noususta toki selittyy yritysostoilla, joiden kannattavuus on ollut Leipurin vanhoja toimintoja korkeampaa. Joka tapauksessa yhtiön kannattavuusprofiili on kehittynyt viime vuosina hyvään suuntaan.

Orgaanista kasvua yhtiö ei kuitenkaan ole viime vuosina saanut aikaiseksi, mikä on kommenttien perusteella ollut myös tietoinen valinta Leipurin keskittyessä vahvemmin lisäarvotuotteiden jakeluun bulkkitavaran sijasta.

Liikevoiton ja kannattavuuden kehitys



Operatiivisen pääoman tuoton* kehitys ja komponentit



*Laskutavasta johtuen eroaa yhtiön raportoimista luvuista.

Pääoman tuoton laskukaava on kuvattu raportin sivulla 25.

Leipurin 4/4

Koko segmentin sijoitetun pääoman tuotto taas on jäänyt hyvin vaisuksi, mikä johtuu varsin suuresta liikearvon määrästä. Tämä on syntynyt yli vuosikymmen sitten toteutuneen yrityskaupan seurauksena. Vaikka tämä tietysti kertoo historiallisesta pääoman allokoinnin onnistumisesta, ei tällä ole juuri tekemistä nykyisten liiketoimintojen kasvu- ja kannattavuusnäkymien kanssa. Leipurin viimeisimpien yritysostojen pääoman tuottotasoista taas ei ole saatavilla luotettavia tietoja, joten näiden analysointi on vaikeaa.

Segmentin tulosenusteet

Leipurin alkuvuosi alkoi hyvin, kun vertailukelpoinen tulos nousi kvartaalitasolla korkeimmilleen vuosikymmeneen. Tästä oli operatiivisen kehityksen ohella kiittäminen toteutettuja yritysostoja, jotka tukevat tulosta ja liikevaihtoa vielä tänä vuonna. Loppuvuodelle 2025 odotamme varsin vakaata volyymikehitystä sekä kannattavuustasoa. Ennusteissamme vuoden Leipurin vertailukelpoinen EBITA on 5,8 MEUR.

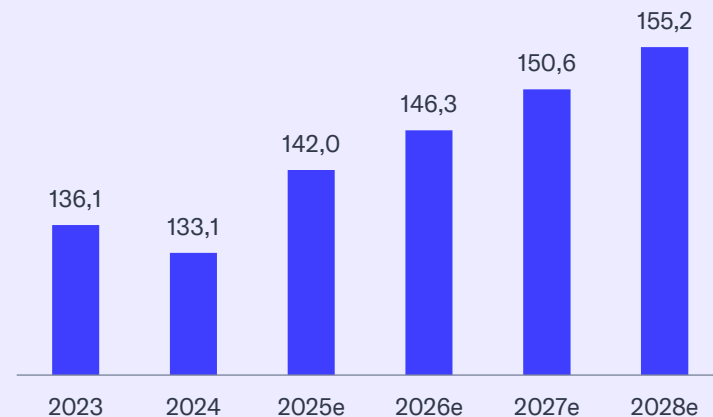
Lähivuosina odotamme toimitusvolyymien palautumisesta pientä piristymistä, mutta merkittävää nostetta tästä ei saada toimialan varsin vakaasta loppukysynnästä johtuen. Kasvuennusteiden osalta keskeisemmässä roolissa onkin Leipurin markkinaosuuksien kehitys elintarviketeollisuuden jakelutoiminnoissa. Arviomme mukaan potentiaalia täällä on, mutta merkittävää kasvun kiihtymistä emme ennusteissamme oleta, sillä myyntisyklit ovat tyypillisesti pitkiä. Lähivuosille odotamme noin 3 %:n liikevaihdon kasvua (yhtiön tavoite >3 %), josta suuri tulee kustannusinflaatiosta. Toimialan vaatimattomasta volyymikehityksestä johtuen tämä tarkoittaisi hieman markkinaa ripeämpää kasvuvauhtia. Ennusteemme ei sisällä

mahdollisia yritysostoja.

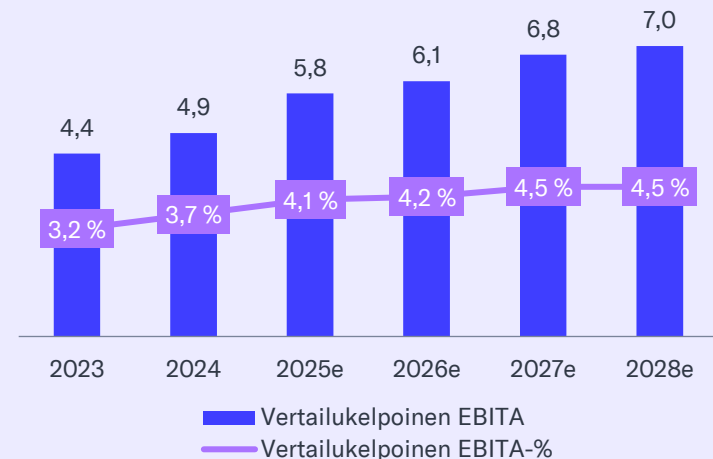
Kannattavuuden osalta odotamme maltillista skaalautumista, ja EBITA-marginaalin ennusteemme nousee asteittain noin 4,5 %:iin (yhtiön tavoite >5 %). Arviomme mukaan toteutetuista yritysostoista on mahdollista saavuttaa vielä hieman kustannussynergioita tulevina vuosina, kun esimerkiksi Kobian olemassa olevaa logistiikkaa integroidaan Leipurin muiden Ruotsin toimintojen kanssa. Tämän pitäisi edelleen tarjota hieman tukea kannattavuuskehitykselle. Lisäksi kasvava skaala parantaa toimialalla tyypillisesti tehokkuutta.

Operatiivisen sijoitetun pääoman tuoton odotamme säilyvän vahvalla tasolla (14–16 %) ja orgaanisen kasvun tämän ansiosta luovan omistaja-arvoa. Leipurin haasteena on hyvin saturoitunut markkina, jolla volyymit eivät rakenteellisesti kasva. Näemmekin yhtenä keskeisenä riskinä, että kasvun tavoittelu elintarviketeollisuuden asiakkuuksista johtaa kasvavan kilpailun kautta laskevaan pääoman tuottotasoon.

Liikevaihtoennusteet (MEUR)



Tulosenusteet (MEUR)



*EBITA = liikevoitto + yrityskaupoista syntyneiden aineettomien omaisuuserien poistot

Lähde: Inderes

Toimiala - Leipurin 1/3

Markkinan kasvu on vaatimatonta

Leipurin suurimpien markkina-alueiden eli Suomen ja Ruotsin leipomoteollisuus on lähes polkenut paikallaan viimeisen vuosikymmenen ajan. Suomessa nimellistä kasvua on ajanut inflaatio, ja Ruotsissakin reaalinen kasvu on jäänyt noin prosenttiin*. Yksi selittävä tekijä Suomen osalta on tuontileivän kasvu, joka laskee raportoituja BKT-lukuja. Tuontileivän määrä onkin kasvanut myymäläleipomoiden ja paistopistetoiminnan voimakkaan kasvun myötä 2000-luvun alusta alkaen. Esimerkiksi Suomessa leipomoteollisuus oli vielä vuonna 2002 pitkälti kotimarkkinateollisuutta, mutta tuontileivän osuus kokonaiskulutuksesta on noussut arviolta jo yli 20 %:iin. Tämä on ulkopuolisille raaka-ainejakelijoille negatiivinen asia, sillä vähittäiskaupat tuovat tuontileipää ja paistopistetuotteita pääosin omien jakelukanaviensa kautta. Leipurin arvion mukaan leipomotuotteiden jakelumarkkinan koko on sen toimintamaissa yhteensä noin 500 MEUR.

Myös elintarviketeollisuuden volyymikehitys on jäänyt maltilliseksi, sillä Suomessa kokonaisvolyymit ovat vuoden 2015 tasolla, ja Ruotsissakin kasvu on jäänyt hyvin vaatimattomaksi. Näin ollen myös laajemmin koko elintarvikealan kasvu on ollut leipomoiden tapaan pääosin hintavetoista. Leipomoteollisuuden jakelumarkkinaan nähden elintarviketeollisuuden jakelumarkkina on Leipurin arvion mukaan jopa 20-kertainen, mikä tarjoaa reilusti kasvuvaraa muun muassa yritysostoilla.

Toimialana leipomoteollisuuden (tai elintarviketeollisuuden laajemmin) suhdanneherkkyys on varsin matalaa, mitä voidaan pitää sen vahvuutena. Myöskään myyntihinnat eivät olennaisesti heilu loppukysynnän ollessa kohtalaisen vakaata vuodesta toiseen. Eri segmenteissä toimiviin

yrityksiin talouden vaihtelut kuitenkin vaikuttavat hyvin erin tavoin. Esimerkiksi yleisen talouskehityksen ollessa heikkoa suosivat kuluttajat enemmän teollisesti tuotettua leipää sekä paistopistetuotteita, jotka ovat leipomotuotteita edullisempia. Tämä voi lyhyellä aikavälillä vaikuttaa ulkopuolisiin jakelijoihin, sillä paistopistetuotteissa tuonnin osuus on korkea ja esimerkiksi Leipurin markkinaosuus artesaanileipomoissa on teollisia leipomoita korkeampi. Pidemmällä aikavälillä arvioimme kuitenkin vaikutusten tasaantuvan ja elintarvikejakelijoiden liikevaihtokehityksen noudattelevan koko elintarvikealan kehitystä. Arviomme mukaan volyymikehitys tulee jäämään rajalliseksi myös jatkossa, sillä elintarvikkeiden tulojousto on varsin matala. Emme myöskään näe perusteita tuonnin osuuden olennaiselle laskulle. Lisäksi pienten leipomoiden elintila voi käydä jatkossa aiempaa ahtaammaksi, mikä laskee jakelijoiden osuutta arvonnäistä. Näin ollen odotamme toimialan liikevaihdon kasvavan eri markkinoilla korkeintaan yleisen kuluinflaation verran.

Suomen ja Ruotsin lisäksi Leipurille tärkeitä markkinoita ovat Baltian maat, ja näiden kehityksen oletamme vastaavan suurilta osin Pohjoismaiden kehitystä. Baltian merkitys Leipurille on myös selvästi pienempi.

Toimialan kilpailuedut skaalan varassa

Leipurin päätuoteryhmän eli leipomo- ja elintarviketeollisuuden tukkumarkkina on luonteeltaan korkeisiin volyymeihin perustuvaa matalan katteen jakeluliiketoimintaa. Valtaosa raaka-aineista on keskenään lähes identtisiä, joten vahvalla päämiesportfoliolla erottuminen kilpailijoista on haastavaa. Suuremmilla asiakkailla on myös selvää neuvotteluvoimaa suurten tilausvolyyymien myötä.



*Sisältää Leipurin kohdemarkkinat (Suomi, Ruotsi, Baltia)
Lähde: Aspo (CMD 2024)

Toimiala - Leipurin 2/3

Toimialalla onkin arviomme mukaan saavutettavissa mittakaavaetuja, joiden myötä suurimpien toimijoiden kannattavuustasot ovat rakenteellisesti pienempiä kilpailijoita korkeammat. Tämä myös puoltaa toimialan konsolidaation jatkumista. Mittakaavaetujen kustannushyötyä jakeluliiketoiminnassa olemme käyneet tarkemmin läpi Telko-segmenttiä käsittelevässä osiossa. Muita kilpailuetuja toimialalla on hyvin haastava saavuttaa, joskin asiakassuhteiden syventäminen esimerkiksi tuotekehitysyhteistyöllä voi hieman parantaa asiakaspitoa ja jakelijan hinnoitteluvoimaa. Leipomo- ja elintarvikealan tuottajien kannattavuudet ovat kuitenkin keskimäärin matalia, jolloin kustannuskilpailukyvyyn merkitys korostuu toimittajan valintaprosessissa. Näin ollen kovinkaan merkittävää hinnoitteluvoimaa asiakassuhteet eivät näkemyksemme mukaan tarjoa ainakaan perusraaka-aineissa.

Lisäarvotuotteiden markkinassa erottautumismahdollisuudet ovat jo paremmat, sillä asiakkaiden lukumäärä on korkea (ja siten keskimääräinen toimitus melko pieni), jolloin keskitetystä jakelusta on vaikea saavuttaa tehokkuutta ilman riittävän suurta asiakasmäärää. Tämä taas rajaa potentiaalisten kilpailijoiden määrää. Lisäksi lisäarvotuotteiden osuus lopputuotteen hinnasta on matalampi, joten asiakkaille kustannus ei ole ensisijainen valintakriteeri. Tämä mahdollistaa erottautumisen muilla tekijöillä, kuten myyjien osaamisella ja tuotekehitystuella, mikä taas nostaa kannattavuuspotentiaalia.

Koska katteet ovat alalla matalia (tyypillisesti liikevoittomarginaalit vain muutamia prosentteja), vaikuttaa logistiikan tehokkuus (käyttöpääoman kierto nopeus)

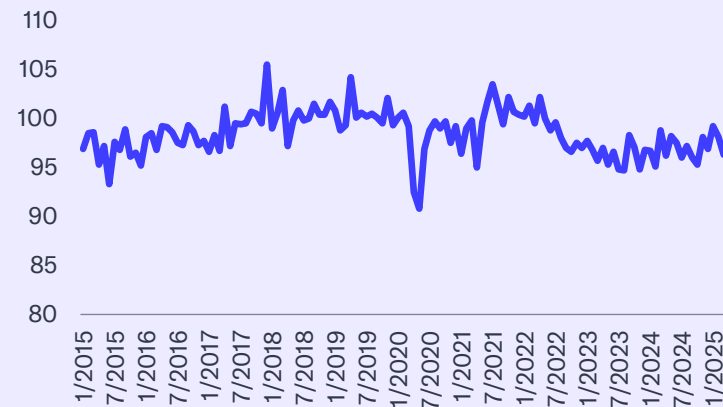
olennaisesti pääoman tuottoon. Tehokkuus taas on osittain riippuvaista toiminnan skaalasta, joskin pienempienkin toimijoiden on poikkeuksellisella tehokkuudella tai erikoistumisen tarjoamalla kannattavuudella mahdollista päästä kelpolliseen pääoman tuottoon. Varsinaiseksi kilpailuedun lähteeksi tästä ei kuitenkaan ole. Lisäksi kestävyysvaatimukset tulevat jatkossa todennäköisesti syömään pienempien toimijoiden elintilaa, mikä vahvistaa suurempien jakelijoiden asemaa.

Suuret toimijat pärjäävät myös lukujen valossa

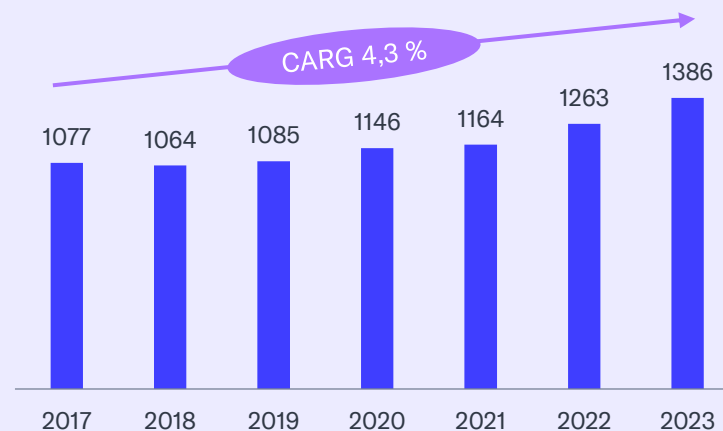
Leipomotuotteiden ja -raaka-aineiden jakelumarkkina on käsityksemme mukaan vahvasti fragmentoitunut, ja kilpailijoina on tyypillisesti useita pieniä paikallisia toimijoita. Suurimmista toimijoista keskeisin kilpailija on Orkla Food Ingredients, jolla on mittavaa jakeluliiketoimintaa leipomo- ja foodservice-asiakkaille Suomessa, Ruotsissa ja Baltiassa.

Vaikka Leipurin on keskeisillä markkinoillaan arviomme mukaan suurimpien toimijoiden joukossa, ei se kuitenkaan olennaisesti hyödy mittakaavan tuomista kustannuseduista, sillä suhteellinen koko ratkaisee. Vähintään vastaavan kokoisia toimijoita löytyy, ja esimerkiksi Orkla Food Ingredients on liikevaihdolla mitattuna selvästi Leipuria suurempi. Skaalaetujen ansiosta myös Orklan kannattavuus on ollut historiassa toimialan ehdotonta kärkeä (EBIT 5–7 %) ja pääoman tuotto hyvää. Vaikka Orkla Food Ingredientsin liikevaihto on selvästi painottunut foodservice-asiakkuuksiin, arviomme tämän segmentin kilpailudynamiikan leipomosektoria vastaavaksi.

Suomen elintarviketeollisuuden kausitasoitettu volyyymi-indeksi



Liikevaihto - Leipomotuotteiden valmistus Suomessa (MEUR)

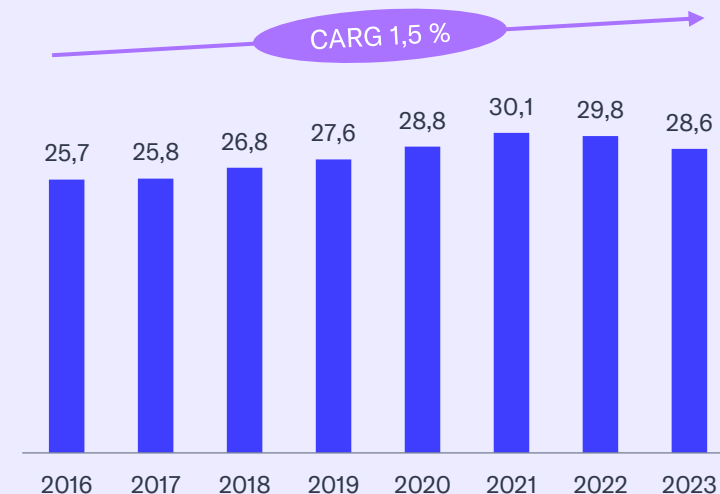


Toimiala - Leipurin 3/3

Relevanttien kilpailijoiden määrä on kuitenkin hyvin rajallinen (leipomotuotteiden jakelussa Orkla ja Leipurin ovat käytännössä ainoat suuret), joten Leipurin kannalta olennaisinta on kilpailutilanne näiden välillä. Nykyinen hintakilpailu ei arviomme mukaan ole erityisen veristä, mutta toimialan keskimääräisistä katteista on pääteltävissä, ettei houkuttelevia tuottojakaan ole helpolla saatavissa ilman riittävän suurta skaalaa suhteessa muihin toimijoihin.

Toimialan keskeisenä riskinä taas on, että esimerkiksi ruokatukkurit laajentaisivat toimintaansa markkinalle kiristäen kilpailua, sillä näiden jakelutoiminnan skaala olisi riittävän suurta kilpailussa pärjäämiseksi. Markkina ei kuitenkaan kasva ja toimialan kannattavuus on keskimäärin vaatimatonta, joten kannustimet tähän ovat vähäiset. Näin ollen emme näe kilpailun kiristymistä kovinkaan todennäköisenä. Pidämmekin toimialan suurempien toimijoiden kannattavuuspotentiaalia kohtalaisen hyvänä myös jatkossa. Tätä arviota tukee muun muassa Leipurin parantunut kannattavuus, mikä viittaa parantuneeseen kilpailuasemaan. Varsinaisia kestäviä kilpailuetuja on kuitenkin vaikea saavuttaa, joten kyse on lopulta tehokkuuden ja vallitsevan hintakilpailun yhdistelmästä.

Leivän ja murojen myynti Ruotsin ruokakaupoissa kiintein hinnoin (mrd. SEK)



Taloudellinen tilanne 1/3

Taseen varoista suuri osa koostuu ESL:n kalustosta

Tarkastelemme Aspon tasetta vuoden 2024 lopussa, sillä viimeisimmällä kvartaaliraportilla (Q1'25) ei ole eritelty kaikkia taseen eriä riittävän tarkasti. Huomioimme analyysissämme kuitenkin kvartaalilla tapahtuneet merkitykselliset muutokset esimerkiksi likviditeetissä ja velkamäärässä.

Aspon taseen loppusumma oli vuoden 2024 lopussa 512 MEUR. Liikearvoa ja muita pääosin yrityskaupoista syntyneitä aineettomia omaisuuseriä konsernilla oli taseessaan tilinpäätöshetkellä 106 MEUR. Liikearvosta (67 MEUR) valtaosa liittyy Telkon ja Leipurin toteuttamiin yritysostoihin.

Taseessa olevat aineelliset hyödykkeet (174 MEUR) sekä IFRS 16 -standardin mukaiset käyttöoikeusomaisuuserät (19 MEUR) koostuvat pääosin ESL:n kalustosta.

Vaihto-omaisuus (84 MEUR) koostuu pääosin Telkon ja Leipurin varastoista. Lisäksi tilinpäätöshetken vaihto-omaisuus sisälsi 18 MEUR pooling-yrityksille myytävien alusten aktivoituja rakennuskustannuksia, joten todellinen operatiivinen tarve on raportoitua vaihto-omaisuutta pienempi. Mielestämme käyttöpääoman kehitystä ja sen käytön tehokkuutta tulee tarkastella segmenttitasolla, sillä Leipurin ja Telkon pääomien kiertoajat eroavat jonkin verran toisistaan. Varustamotoiminnassa varasto taas ei ole kovin merkityksellinen tase-erä pääomaraskaiden alusten viedessä kaiken huomion. Näin ollen konsernitason vertailu ei anna riittävää kuvaa taseen käytön tehokkuudesta.

Muut taseen jatkuviin liiketoimintoihin liittyvät omaisuuserät koostuvat pääosin myyntisaamisista ja muista lyhytaikaisista varoista. Rahavaroja konsernilla oli 2024 lopussa yhteensä noin 36 MEUR, mikä on tasona yhtiölle varsin

tavanomainen.

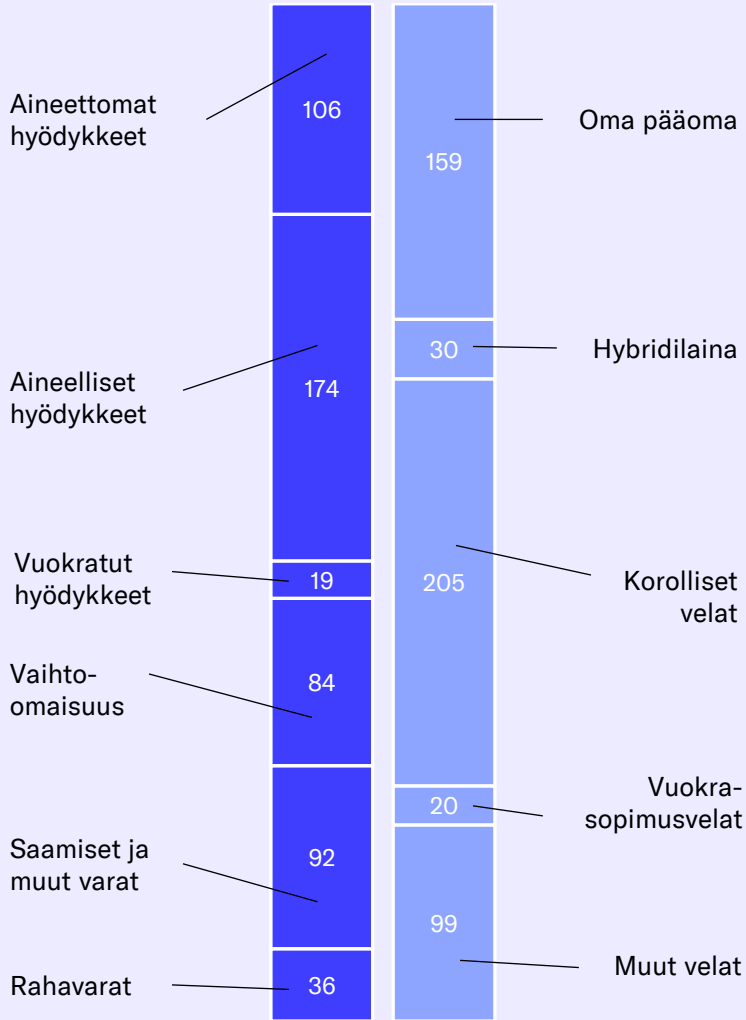
Kokonaisuutena tarkasteltuna Aspon varallisuus painottuu selvästi ESL:ään johtuen sen liiketoiminnan pääomaintensiivisyydestä. Telkon ja Leipurin sitomista pääomista merkittävä osa koostuu puolestaan vaihto-omaisuudesta.

Liikearvon määrä on huomattava, muttei ongelmallinen

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

Vaikka jäljellä olevan liikearvon absoluuttinen määrä on suuri (~35 % suhteessa taseen omaan pääomaan), pidämme hyvin epätodennäköisenä tilannetta, jossa esimerkiksi ulkoiset tekijät johtaisivat usean segmentin samanaikaisiin alaskirjauksiin liiketoimintojen fundamenttien erotessa merkittävästi toisistaan. Liikearvosta on myös vaikea löytää yksittäistä osaa, johon liittyisi muita toimintoja korkeampaa alaskirjausriskiä. Näin ollen pidämme riskiä sijoittajien kannalta maltillisena, vaikka luonnollisesti koko liikearvomassan alaskirjaus heikentäisi yhtiön vakavaraisuutta ja rikkoisi nykyisten velkojen kovenanttiehtoja. Tämä kuitenkin vaatisi liiketoimintojen mittavia kannattavuushaasteita. Pienemmät alaskirjaukset taas eivät muodostuisi ongelmaksi.

Aspon taserakenne 2024 (MEUR)



Lähde: Aspo

Taloudellinen tilanne 2/3

Liikearvon kohdalla on myös huomioitava, että Telkon ja Leipurin uusien ostokohteiden tasearvojen ylittävistä osasta huomattava osa kirjataan muihin aineettomiin hyödykkeisiin (asiakassuhteet ym.), joita poistetaan jatkuvasti. Näihin aineettomiin omaisuuseriin ei siten kohdistu olennaista riskiä näiden hävitessä aikanaan joka tapauksessa taseesta.

Lisäksi alusten myyntihintoihin suhteessa niiden tasearvoon liittyy epävarmuutta. Esimerkiksi ESL:n Supramax-alusten myynti johti 7 MEUR:n alaskirjaukseen vuonna 2024. Alusten tasearvoihin liittyvä riski voisi realisoitua tilanteessa, jossa laivarahoituksen saatavuus syystä tai toisesta katkeaisi ja omaisuuseriä jouduttaisiin muuttamaan käteiseksi lainojen takaisinmaksua varten.

Velkaantuneisuus on varsin korkealla

Aspo-konsernin vastatessa liiketoimintojen rahoituksesta (pl. ESL:n kalustohankinnat) korostuu konsernitaseen vastattavaa-puolen tarkastelu. Konsernin oman pääoman määrä taseessa oli vuoden 2024 lopussa 189 MEUR. Tämä sisältää 30 MEUR:n hybridilainan, joka kirjanpidossa luetaan konsernin omaan pääomaan. Pääomalainan Aspo on lunastanut kesäkuun 2025 aikana. Tästä oikaistuna omaa päämaa konsernilla oli viimeisimmässä osavuositarkastuksessa (Q1'25) 160 MEUR, josta ESL:n vähemmistöomistajien osuus on noin 27 MEUR.

Konsernin korollinen velka koostui 2024 lopussa pankkilainoista (200 MEUR), yritystodistuksista (5 MEUR) sekä IFRS 16 -vuokravastuista (16 MEUR). Tilanne ei olennaisesti muuttunut Q1'25-raportilla, mutta tämän jälkeen Aspo on laskenut liikkeelle Garantian takaaman 15 MEUR ryhmäjoukkovelkakirjalainan, mikä kasvattaa hieman konsernin korollisia velkoja. Aspon lainat ovat pääosin

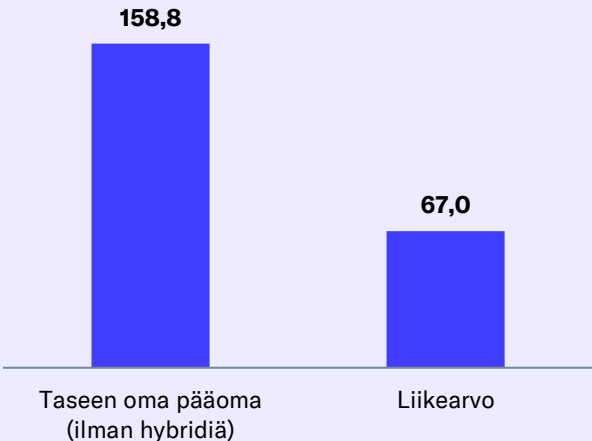
muuttuvakorkoisia, ja korkotason nousu onkin kasvattanut konsernin rahoituskuluja viime vuosina reippaasti.

Pankkilainoilla ja joukkovelkakirjalainoilla yhtiö rahoittaa sekä ESL:n kalustoinvestointeja että konsernin yleisiä rahoitustarpeita. ESL:n omien pankkilainojen kokonaismäärä oli 2024 lopussa noin 80 MEUR, ja näiden sopimusten vakuuksina toimivat rahoitetut alukset. ESL:n ohella muilla Aspon tytäryhtiöillä ei ole olennaista määrää korollisia velkoja. Jatkossa erityisesti ESL:n taseessa olevien pankkilainojen määrä tulee kasvamaan reilusti, kun investointiohjelman toteutetaan, sillä arviolta 60 % taseeseen jäävien aluksien hankintahinnasta rahoitetaan pankkilainalla.

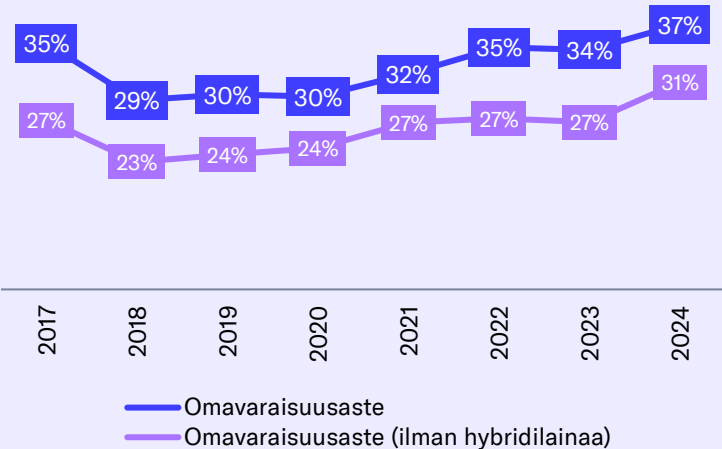
Loput konsernin velkalastista (110 MEUR) on emoyhtiön taseessa ja liittyy konsernin yleisiin rahoitustarpeisiin, mikä mahdollistaa konsernin kokoluokan hyödyntämisen ehdoista neuvoteltaessa. Näissä lainoissa tytäryhtiöiden kassavirrat ja viime kädessä osakkeet (eli mahdollisuus osien likvidointiin) ovat luottokelpoisuuden takuuna.

Velkaantumisen hallinta onkin erittäin tärkeä tavoite Aspolle, sillä velkavipu näyttelee merkittävää roolia konsernin liiketoiminnassa. Nykyinen tavoitetaso (nettovelka/käyttökate < 3,0x) on mielestämme Aspolle varsin neutraali, ja konsernin velanhoitokyky olisi tällä tasolla edelleen riittävän hyvä. Samalla tämä tarkoittaa, että tavoitteeseen pääseminen vaatii tulostason nousua uusien alusten käyttöönoton myötä. Viimeisimmillä luvuilla suhdeluku oli hieman koholla – edellisen 12 kuukauden rullaavalla käyttökateella mitattuna 3,3x (3,8x, kun hybridilaina huomioidaan osana velkaa). Lainojen kovenanttiehtoihin (alle 4,5x nettovelka/käyttökate ja yli 25 % omavaraisuusaste) on kuitenkin vielä matkaa.

Oma pääoma ja liikearvo



Omavaraisuusasteen kehitys



Taloudellinen tilanne 3/3

Velkaisuus voisi siis olla korkeampikin vakaassa taloussympäristössä, mutta liiketoiminnan syklisyys huomioiden pidämme nykyistä tavoitetasoa järkevänä ylärajana vaikeampien aikojen varalta. Tästä ylöspäin yhtiön riskitaso (ja WACC) nousee jo asteittain velkaisuuden kasvaessa. Nykyisellään näemme kuitenkin Aspon rahoitusriskit sijoittajan kannalta maltillisina, joskaan erityisen vähäriskisenä yhtiön taserakennetta ei voida pitää. Yhtiö on kuitenkin riippuvainen markkinarahoituksen saatavuudesta, sillä esimerkiksi ensi vuonna korollisia velkoja erääntyy maksettavaksi noin 113 MEUR:n edestä. Tästä yhtiö ei selviäisi nykyisellä kassalla ja kassavirrallaan, joten luotot tulee uudelleenrahoittaa ennen niiden eräpäivää. Vaikka tähän liittyvät riskit ovat nykyisellä velkaisuustasolla vielä maltillisia, on sijoittajan hyvä tiedostaa yhtiön rahoitusrakenteeseen liittyvät riskitekijät.

Velkakapasiteetti on rajallinen

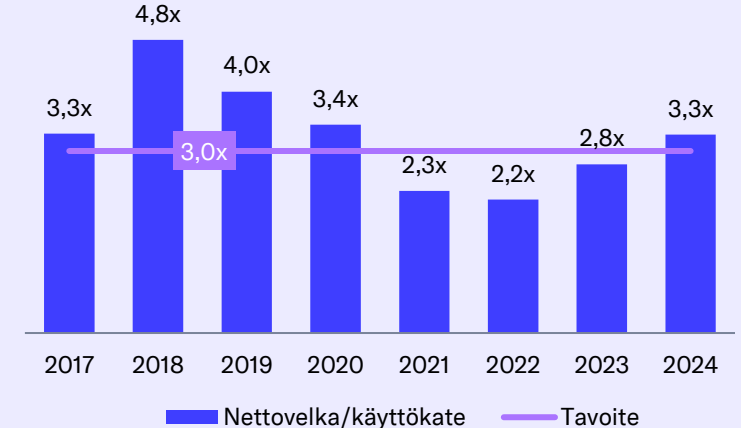
Aspo tiedotti Q1'25-tuloksensa yhteydessä lunastavansa kuluvaan vuoden kesäkuussa 30 MEUR:n hybridilainansa. Alun perin hybridilaina laskettiin liikkeelle koronaviruksen pahimmassa myrskyssä, ja tämän jälkeen laina uudelleenrahoitettiin vuonna 2022 Venäjän hyökkäyksen jälkeen heikentyvää taloustilannetta vastaan. Korko oli korkea (8,8 %), joten tämän lunastaminen oli mielestämme järkevää pääoman allokoimista, vaikka tämä hieman rokottaakin Telkon ja Leipurin lähivuosien yritysostokapasiteettia.

Pidämmekin Aspon jäljellä olevaa velkakapasiteettia tämä jälkeen melko rajallisena, joten ESL:n ulkopuoliset investoinnit tulee näkemyksemme mukaan järjestää pääosin konsernin tulorahoituksella. ESL:n tulevien

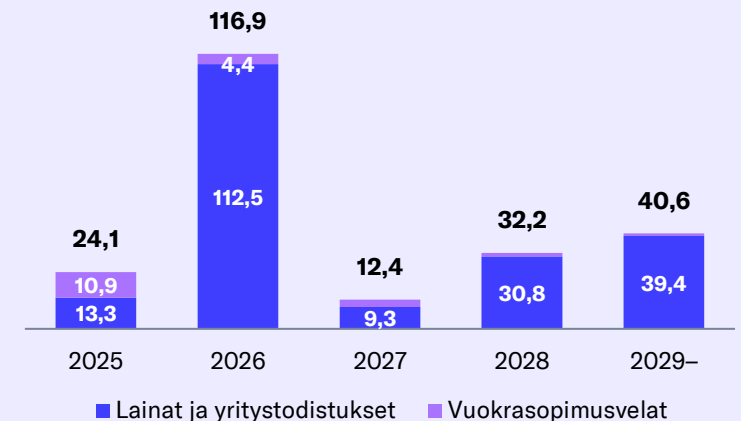
kalustoinvestointien rahoitusta emme pidä haasteena, sillä arviomme mukaan uusien vähäpäästöisten hybridialusten vakuusarvot ovat hyvät, kuten yhtiön jo tiedottamat rahoitusjärjestelyt osoittavat. Velkojen jaottelu on toki varsin keinotekoinen, sillä Aspon rahoitusta hoidetaan konsernitasolla. Näin ollen myös kassaa sekä maksuvalmiutta on perusteltua tarkastella konserniperspektiivistä.

Konsernin likviditeettiasema on kohtalaisen hyvä (tiedotetut rahoitusjärjestelyt huomioiden Q1'25-taseen current ratio ~1,7 ja quick ratio ~0,9), minkä lisäksi Aspolla on käyttämätön 40 MEUR:n valmiusluottolimiitti yllättäviä likviditeettitarpeita varten.

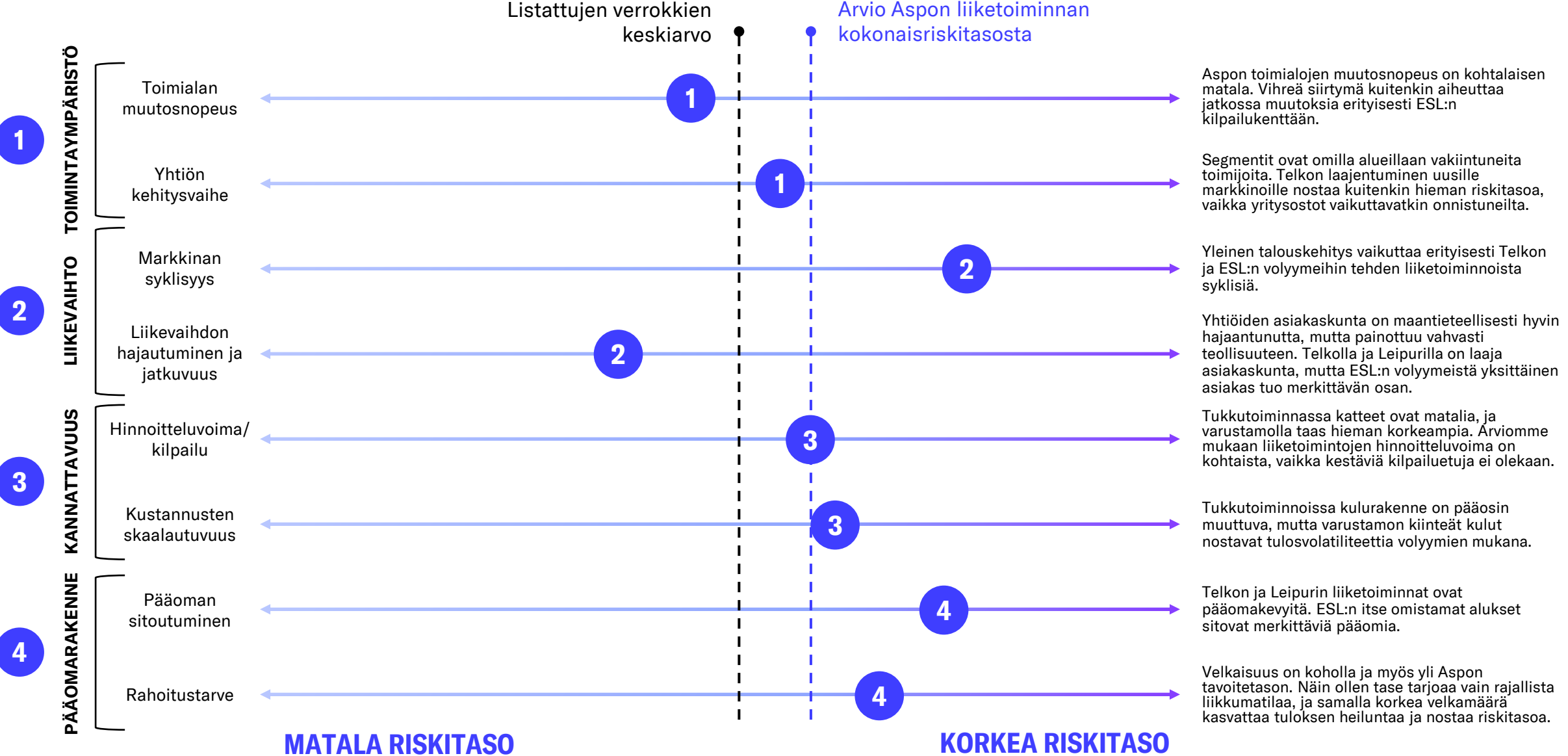
Velkaisuuden kehitys



Korollisten velkojen maturiteettijakauma (MEUR)



Liiketoiminnan riskiprofiili



Sijoitusprofiili

1

Liiketoiminnot tuottavat hyvää operatiivista kassavirtaa. ESL:n alusinvestoinnit kuitenkin sitovat runsaasti pääomaa, joten voitonjako jää lähivuosina maltilliseksi.

2

Telkon ja Leipurin yritysostoilla on mahdollista luoda omistaja-arvoa.

3

Vihreä siirtymä tarjoaa mahdollisuuksia ESL:lle. Telkon orgaaninen kasvu on arvoa luovaa ja Leipurin kehittyä vakaasti stabiililla markkinalla.

4

Suunnitellulla rakennejärjestelyllä on potentiaalia konsernin osien arvon ulosmittaamiseen.

5

Konsernirakenne mahdollistaa korkean velkavivun. Velkamäärästä ja liiketoiminnan syklisyydestä johtuen tuloksen heilunta voi kuitenkin olla huomattavaa.

Potentiaali

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

Riskit

- Rahtimarkkinan syklisyys
- Velkaa on paljon suhteessa tulostasoon
- Yritysostoissa epäonnistuminen
- Poliittiset riskit rahtiliikenteen päästökauppaan ja päästövähennystavoitteisiin liittyen

Konsernitason ennusteet 1/3

Ennustemuutokset

Olemme nostaneet ESL:n tulosenennusteita vuodesta 2027 eteenpäin. Arvionne mukaan uudet Green Coaster ja Handysize -alukset parantavat varustamon kannattavuutta aiempia arvioitamme enemmän, mikä kasvavan kapasiteetin myötä nostaa ennusteissamme segmentin tulostasoa.

Lisäksi tarkastimme ylöspäin Leipurin kannattavuusennusteita. Tämän taustalla ovat erityisesti viimeisimmät yrityskaupat, jotka ovat tukeneet kehitystä. Lisäksi arvioimme Kobiasta saatavan vielä kustannushyötyjä varastoinnin ja logistiikan tehostamisen myötä.

Olemme myös hieman nostaneet arviota Telkon lähivuosien kannattavuusmarginaaleista. Tämän vaikutus jäi kuitenkin hyvin pieneksi.

Kokonaisuutena vuoden 2027 ennusteemme Aspon oikaistuksi liikevoitoksi on noussut noin 6 %. Huomattavasta velkavivusta johtuen vaikutus osakekohtaiseen tulokseen oli selvästi suurempi. Vuosien 2025–2026 ennusteemme ovat puolestaan pysyneet käytännössä ennallaan.

2025: Tuloskasvua ilman markkinan vetoapua

Alkuvuosi sujui Aspon osalta varsin hyvin vaikeasta markkinatilanteesta huolimatta. Q1:n jälkeen kasassa on 8,8 MEUR EBITAa, kun koko vuoden osalta Aspo arvioi sen olevan 35–45 MEUR. Vaikka kysynnän olennaista kohenemista saadaan todennäköisesti odotella vähintään ensi vuoden puolelle, odotamme kuluvalta vuodelta selvää tuloskasvua Aspon ohjeistuksen mukaisesti. Tärkeimmät tekijät tämän taustalla ovat Telkon yritysostoihin liittyvien kulujen poistuminen sekä ESL:n kaluston tehostuminen uusien Green Coaster-alusten käyttöönnoton myötä. Lisäksi

toteutetut yritysostot kasvattavat tulokertymää viime vuoteen verrattuna. Näin ollen eväitä tulosparannukselle löytyy ilman talouden vetoapuakin. EBITA-ennusteemme on kuitenkin lähempänä haarukan alalaitaa alle 38 MEUR:ssa, mitä pidämme perusteltuna vaisu talousnäkymä huomioiden. Tämä tarkoittaisi kuitenkin lähes 30 %:n kasvua edellisvuodesta.

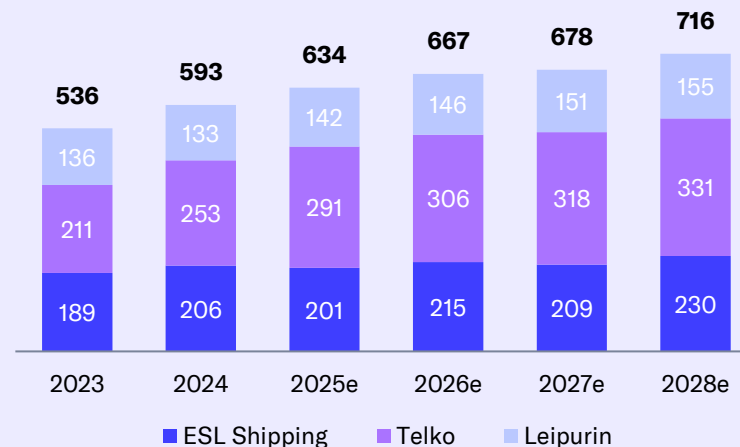
EBITA:n alapuolella olevat korkokulut, vähemmistöosuudet ja hybridilainan korot rasittavat jonkin verran tulosta, ja odotamme osakekohtaisen tuloksen asettuvan 0,57 euroon. Tarkemmat tulosenennusteemme löytyvät raportin sivun [45](#) taulukosta.

2026–2028: Kasvua erityisesti ESL:n kapasiteetista

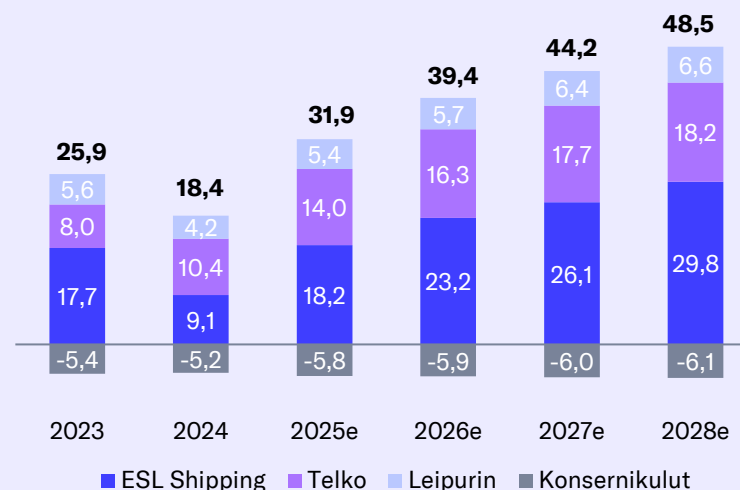
Lähivuosina tulosparannusta ajavat pääasiassa Telkon orgaaninen kasvu sekä ESL:n kalustoinvestointien mahdollistama kuljetusvolyymin kasvu. Kasvavan kapasiteetin vastapainona tulee myös kysynnän elpyä, sillä nykyinen kalusto riittäisi hyvin täyttämään nykyisiä volyymejä. ESL:n tulostasolla onkin varaa nousta nykytasoltaan selvästi, kunhan talouden yleinen vire Euroopassa kohentuu ja Pohjois-Ruotsin vihreät investoinnit kasvattavat kuljetustarvetta. Odotammekin segmentiltä lähivuosina hyvää tuloskasvua. Koska segmentin painoarvo on yhä suurin, vetää ESL:n tuloskehitys myös konsernin kasvolukua.

Telkolta odotamme vakaata orgaanista kasvua markkinan mukana. Lisäksi arvioimme kannattavuustasossa olevan vielä tehostamisvaraa. Käsityksemme mukaan lähivuosina fokus on olemassa olevan liiketoiminnan kehittämisessä, eikä merkittävän kokoisia yritysostoja ole näin ollen syytä odottaa. Arvionne kuitenkin yhtiön toteuttavan pienempiä yritysostoja myös lähivuosina.

Liikevaihtoennusteet (MEUR)



Liikevoittoennusteet (MEUR)



Konsernitason ennusteet 2/3

Leipurin tulostaso kasvaa niin ikään vakaasti, joskin liikevaihdon ja volyymien kasvun ollessa muita segmenttejä maltillisempaa tulee tuloskasvu lähinnä kannattavuusparannuksesta.

Kokonaisuudessaan odotamme Aspon EBITA:n kasvavan keskimäärin yli 10 % vuosina 2026–2028. Itsestään tämä ei tule, sillä vahvan kasvun mahdollistajina ovat ennen kaikkea ESL:n suuret kalustoinvestoinnit. ESL:n tonnistoverotuksesta johtuen konsernin efektiivinen veroaste jää ennusteissamme matalaksi, keskimäärin vain noin 10 %:iin. Vähemmistön tulososuus kasvaa ESL:n tuloksen mukana, kun taas korkokulut kasvavat velkamäärän mukana. Näin ollen laskeva korkotaso ei suoraan heijastu Aspon tuloskehitykseen. Osakekohtainen tulos saa kuitenkin jatkossa tukea hybridinlainan lunastamisen myötä laskevista korkokuluista.

Aspo on joka tapauksessa mielestämme hyvissä asemissa aikanaan piristyvää kysyntää silmällä pitäen. Yhtiön velkaisuudesta johtuen tulosvipu on myös korkea ja kasvattaa osakekohtaista tulosta selvästi EBITA-kasvua voimakkaammin. Dynamiikka toimii luonnollisesti myös toiseen suuntaan volyymien laskiessa. Aspo on kuitenkin onnistunut omilla toimenpiteillään laskemaan markkinan vaikutusta tulostasoonsa, mikä on näkynyt kelvollisena kannattavuutena vaisuista kuljetusvolyymeistä (ESL), matalasta teollisuuden aktiviteetista (Telko) ja heikosta kuluttajakysynnästä (Leipurin) huolimatta.

Kulupuolella kertaerät taas ovat olleet Aspolle historiassa varsin tyypillisiä. Tämä rajaa hieman kannattavuuspotentiaalia, sillä emme usko yhtiön päässeen näistä täysin eroon. Muun muassa mahdolliset

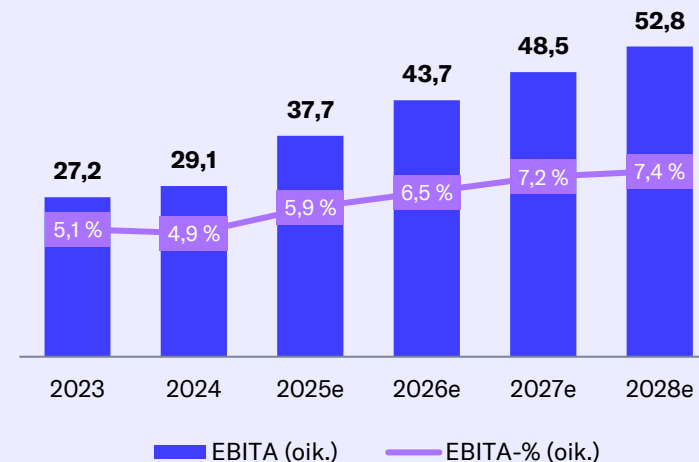
rakennejärjestelyt ja toiminnan tehostamiseen liittyvät hankkeet tuovat arviomme mukaan ylimääräisiä kustannuksia myös jatkossa. Ennusteissamme Aspon EBITA-marginaali on noin 7–7,5 %, mikä on hieman alle yhtiön tavoitteleman 8 %:n tason. Suhteellinen kannattavuus ei kuitenkaan ole mielestämme Aspolle erityisen hyvä mittari. Tätä olemme käsitelleet raportin sivulla [10](#).

Oman pääoman tuotto yltää puolestaan ennusteissamme noin 15–16 %:iin, mikä on tasona hyvä ja yli yhtiön pääoman kustannuksen. Tästä osa selittyy kuitenkin ESL:n kaluston matalilla tasearvoilla alusten kohtalaisen korkeasta iästä ja tehdyistä poistoista johtuen.

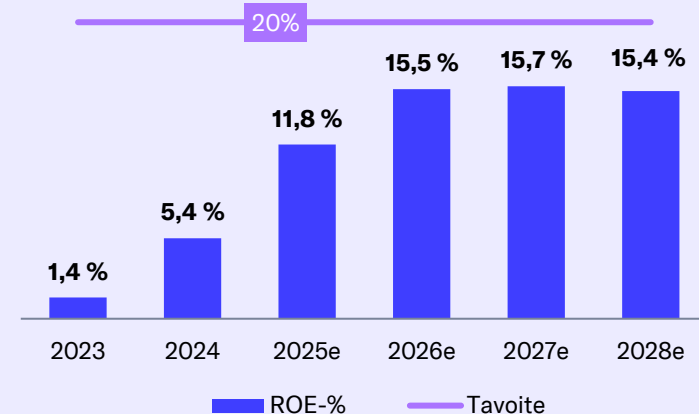
Pitkän aikavälin ennusteet

Pitkällä aikavälillä odotamme Aspon liikevaihdon ja tuloskasvun hiljalleen tasaantuvan suunnilleen inflaatiovauhtiin (~2 % vuodessa), kun nykyiset investointiohjelmat saadaan maaliin. Arviomme mukaan kilpailu varustamotoiminnassa tuo pitkällä aikavälillä painetta liikevaihto- ja kannattavuuslukuihin. Lisäksi elintarvikeliiketoiminnan tulojousto on varsin matala, joten toimialan osuuden BKT:sta voi olettaa pitkällä aikavälillä laskevan. Telkon taas pitäisi kasvaa suunnilleen BKT:n tahdissa, mutta tämä ei arviomme mukaan riitä kääntämään konsernin tuloskasvua yli inflaatiotahdin.

Konsernin EBITA-ennusteet



ROE-ennusteet



Konsernitason ennusteet 3/3

Investoinnit syövät lähivuosien kassavirtaa

Mittavista investoinneista johtuen Aspon vapaa operatiivinen kassavirta jaa lähivuosina hyvin vaatimattomaksi, sillä investoinnit ovat vahvasti etupainotteisia hyötyjen näkyessä vasta usean vuoden päästä. ESL:n jäljellä olevat noin 160 MEUR:n investointisitoumukset painottuvat kuitenkin vahvemmin vuosille 2027–2028, ja lähivuosina taso on vain 15–25 MEUR. Tämä tukee konsernin lähivuosien kassavirtaa. Investoinnit tullaan rahoittamaan tulorahoituksen lisäksi velkarahalla, mikä kasvattaa konsernin velkataakkaa. Alushankinnoissa tyypillinen velkavipu on noin 60 % hankintahinnasta.

Vuodesta 2028 eteenpäin olemme olettaneet, että ESL jatkaa kapasiteettinsa uusimista. Laskelmassa on syytä huomioida, että uudet alukset ovat vanhoja kalliimpia, joten vuotuisen investointitason tulee olla suurempi kuin kaluston hankintamenosta laskettu 4 % (keskimääräinen käyttöikä aluksille 25v). Tämän pohjalta arvioimme normaaliksi ylläpitoinvestointien tasoksi noin 20 MEUR vuodessa. Todennäköisesti investointitaso kuitenkin heittelee vuosittain eikä jakaudu näin tasaisesti.

Kassavirtaennusteillamme Telkon ja Leipurin yrityskauppoihin jäisi arviolta noin 10 MEUR per vuosi 2026 eteenpäin (kuluvana vuonna fokus jo ostettujen kohteiden integroinnissa), joten Telkon tyypillisillä ostokertoimilla tämä tarkoittaisi noin 15–20 MEUR:n vuosittaista liikevaihtolisäystä (~5 % kasvu). Tässä kokoluokassa arvioimme myös yrityskauppojen arvонуontipotentiaalin hyväksi, sillä ostokohteiden logistiikassa on pienemmän skaalan takia tehostamisen varaa.

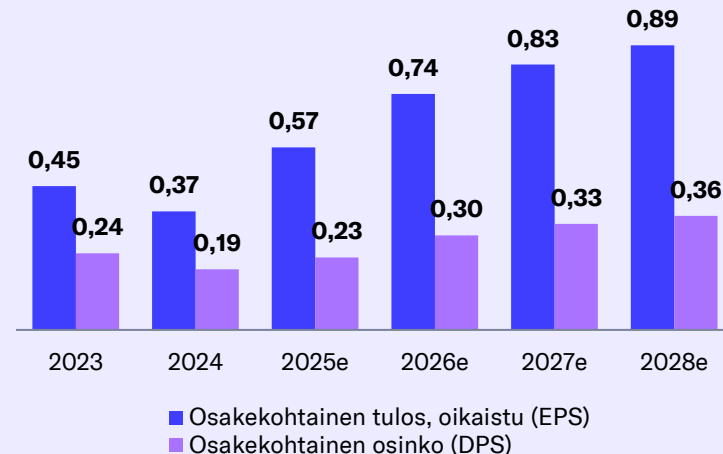
Tätä suurempi määrä yritysostoja vaatisi odotuksia parempaa tuloskehitystä ja operatiivista kassavirtaa. Velkaisuuden tavoite (alle 3x nettovelka/käyttökate) on järkevä, emmekä odota yhtiön rahoittavan yritysostojaan tätä korkeammalla velkavivulla, sillä tällä olisi jo riskitasoa nostava vaikutus. Emme ole kuitenkaan sisällyttäneet uusia yritysostoja ennusteisiimme.

Voitonjako jää maltilliseksi

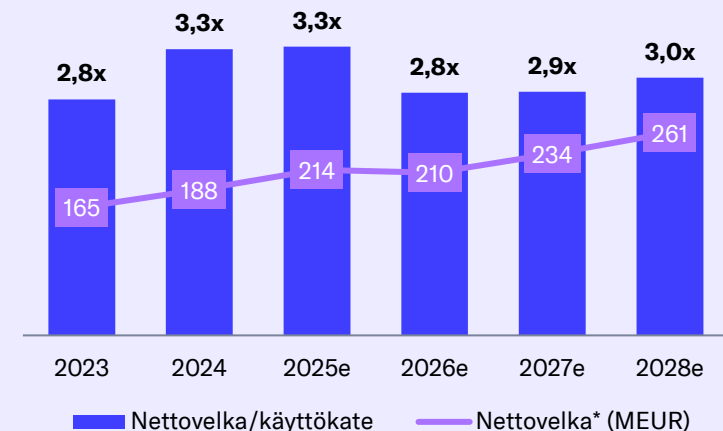
Aspon voitonjako rajoittuu osinkoon, jota arvioimme yhtiön jakavan lähivuosina noin 40 % tuloksestaan. Voitonjakoa tulee suhteuttaa oikaistuun osakekohtaiseen tulokseen, sillä ainakin viime tilikaudella voitonjako oli sidottu tähän raportoidun luvun sijaan. Voitonjako tulee olemaan suhteellisen maltillista, sillä investoinnit sitovat lähivuosina paljon kassavirtaa. Pidämme tätä järkevänä, sillä olennaisesti korkeampaa tasoa pitäisi todennäköisesti rahoittaa velkarahalla. Nykyinen voitonjakopolitiikka (osinko enintään 50 % tuloksesta) onkin kohtalaisen hyvin linjassa yhtiön kasvusuunnitelmiin, joskin myös tätä maltillisempi taso olisi lähivuosina perusteltavissa.

Aspon tiedottamilla investoinneilla, tulos- ja voitonjakoennusteillamme sekä alusten keskimääräisellä velkarahoitusasteella Aspon velkaisuus pysyy ennusteissamme kohtalaisen vakaana, mutta laskee tavoitteiden mukaisesti alle 3x nettovelka/käyttökate-tunnusluvun. Pidämme tätä myös yhtiölle perusteltuna tasona, jossa rahoitusriskit ovat vielä varsin maltilliset.

Osinkoennusteet



Velkaisuuden ennusteet



*Ilman hybridilainaa
Lähde: Inderes

Ennustemuutokset

Ennustemuutokset	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	634	634	0 %	667	667	0 %	671	678	1 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	33,5	33,2	-1 %	39,0	39,4	1 %	41,6	44,2	6 %
Tulos ennen veroja	23,0	22,5	-3 %	29,8	30,1	1 %	31,4	34,0	8 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,58	0,57	-1 %	0,68	0,74	8 %	0,72	0,83	16 %
Osakekohtainen osinko	0,23	0,23	-2 %	0,29	0,30	2 %	0,30	0,33	10 %

Lähde: Inderes

Ennusteiden yhteenveto

Tuloslaskelma	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25e	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	536,4	132,7	153,5	146,6	159,8	592,6	151,2	165,4	151,0	166,7	634,3	667,2	677,6	715,8
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	-4,3 %	-6,3 %	15,8 %	12,8 %	20,9 %	10,5 %	13,9 %	7,8 %	3,0 %	4,3 %	7,0 %	5,2 %	1,6 %	5,6 %
<i>ESL Shipping</i>	189,0	49,9	60,3	41,3	54,7	206,2	42,8	57,9	43,0	57,2	200,9	214,9	208,7	229,6
<i>Telko</i>	211,3	50,2	60,9	72,4	69,8	253,3	73,2	72,0	72,6	73,7	291,5	306,0	318,3	331,0
<i>Leipurin</i>	136,1	32,6	32,3	32,9	35,3	133,1	35,2	35,5	35,5	35,8	142,0	146,3	150,6	155,2
Käyttökate	59,4	12,0	13,5	17,1	14,8	57,4	13,7	15,8	17,3	18,1	64,9	73,7	81,9	89,6
Poistot	-32,2	-14,9	-6,7	-7,9	-6,7	-36,2	-6,1	-7,5	-7,5	-7,6	-28,7	-30,0	-33,4	-36,8
EBITA	27,2	-2,9	6,8	9,2	8,1	21,2	7,7	8,3	9,8	10,5	36,3	43,7	48,5	52,8
Kertaerät*	0,0	-8,0	-0,6	0,5	0,1	-7,9	-1,1	-0,3	0,0	0,0	-1,4	0,0	0,0	0,0
EBITA (oik.)	27,2	5,1	7,4	8,7	8,0	29,1	8,8	8,6	9,8	10,5	37,7	43,7	48,5	52,8
PPA-poistot	-1,3	-0,2	-0,6	-0,8	-1,1	-2,7	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-4,4	-4,3	-4,3	-4,3
Liikevoitto	25,9	-3,1	6,1	8,4	7,0	18,4	6,6	7,2	8,7	9,4	31,9	39,4	44,2	48,5
<i>ESL Shipping</i>	17,7	-5,0	5,9	3,8	4,4	9,1	2,9	4,7	4,9	5,7	18,2	23,2	26,1	29,8
<i>Telko</i>	8,0	2,3	1,4	3,8	3,0	10,4	3,5	3,1	3,6	3,7	14,0	16,3	17,7	18,2
<i>Leipurin</i>	5,6	1,1	0,8	1,3	1,0	4,2	1,4	1,3	1,3	1,4	5,4	5,7	6,4	6,6
<i>Konsernihallinto</i>	-5,4	-1,5	-1,9	-0,5	-1,3	-5,2	-1,3	-1,9	-1,1	-1,5	-5,8	-5,9	-6,0	-6,1
Korkokulut	-9,3	-2,2	-2,1	-3,1	-1,1	-8,5	-2,3	-2,4	-2,4	-2,3	-9,4	-9,3	-10,2	-11,6
Verot	-0,4	-0,6	-0,5	-1,7	0,0	-2,8	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-1,8	-3,2	-3,6	-3,9
Vähemmistöosuudet	0,0	1,4	-1,4	-0,3	-0,6	-0,9	-0,5	-0,8	-0,7	-0,9	-2,9	-3,7	-4,3	-4,9
Tulos lopetetuista toiminnoista	-14,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	1,6	-4,5	2,1	3,3	5,3	6,2	3,5	3,7	5,1	5,6	17,9	23,2	26,1	28,2
Hybridilainan korot	-2,6	-0,7	-0,6	-0,7	-0,6	-2,6	-0,6	-0,6	0,0	0,0	-1,2	0,0	0,0	0,0
EPS (EUR)	-0,01	-	-	-	-	0,12	-	-	-	-	0,53	0,74	0,83	0,89
EPS, oikaistu (EUR)	0,45	0,09	0,07	0,06	0,15	0,37	0,13	0,11	0,16	0,18	0,57	0,74	0,83	0,89
Osinko per osake (EUR)	0,24	-	-	-	-	0,19	-	-	-	-	0,23	0,30	0,33	0,36

*Kertaerät sisältävät yhtiön raportoimat kertaluonteiset kulu- ja tuottoerät

Arvonmääritys 1/5

Arvonmäärityksen yhteenveto

Arvonmäärityksessämme annamme pääpainon osien summalle, sillä se huomioi parhaiten liiketoimintojen erilaiset profiilit. Toisaalta myös konsernin kassavirtamallin käyttö on perusteltua Aspon keskittyessä liiketoimintojen tuottamien pääomien allokontiin. Lisäksi lähivuosien investointitasot ovat suurilta osin tiedossa, jolloin näihin ei liity merkittävää epävarmuutta. Arvonmäärityksen keskeinen haaste on yhä ESL:n tuloskehityksen arvioiminen.

Verrokkianalyysi taas ei sovellu konsernille optimaalisesti, sillä valtaosa konsernin kassavirrasta suuntautuu varustamo ESL:n kalustoinvestointeihin. Näin ollen sopivaa vertailukohtaa ei löydy sarjayhdistelijöistä tai listatuista kansainvälisistä jakelijoista. Samalla myös jakelutoimintojen painoarvo konsernin arvon kannalta on huomattava, jolloin myöskään varustamot eivät tarjoa järkevää verrokkiryhmää.

Eri arvonmääritysmenetelmien pohjalta olemme määrittäneen Aspon käyväksi arvoksi 5,3–7,1 euroa. Tavoitehintamme on linjassa tämän kanssa ja lähellä haarukan keskikohtaa. Tähän suhteutettuna nykyinen osakekurssi ei liikoja vaadi, joten pidämme riski-tuottosuhdetta houkuttelevana. Haarukan ylälaita vaatisi parempaa näkyvyyttä Euroopan makrotalouden ohella erityisesti Pohjois-Ruotsin kuljetuskysynnän kehitykseen, kun taas alalaidalla tulisi investointien onnistumisedellytysten tai jakelutoimintojen näkymien heiketä nykyisestä. Aspon osakkeeseen liittyvää arvostusriskiä laskee se, ettei nykyinen kurssitaso vaadi lainkaan arvonluontia ESL:n kalustoinvestoinneista. Arvoa ei toki saisi tuhoutuakaan (ROIC<WACC), mutta mielestämme oletus neutraalista tuottotasosta ei ole lainkaan liian haastava Itämeren rahtimarkkinan terveet fundamentit huomioiden. ESL:n keskimääräinen tulos alusta kohden on

siten keskeinen Aspon kohdalla seurattava tunnusluku. Toki myös muiden segmenttien tulee kehittyä vähintään kelpollisesti.

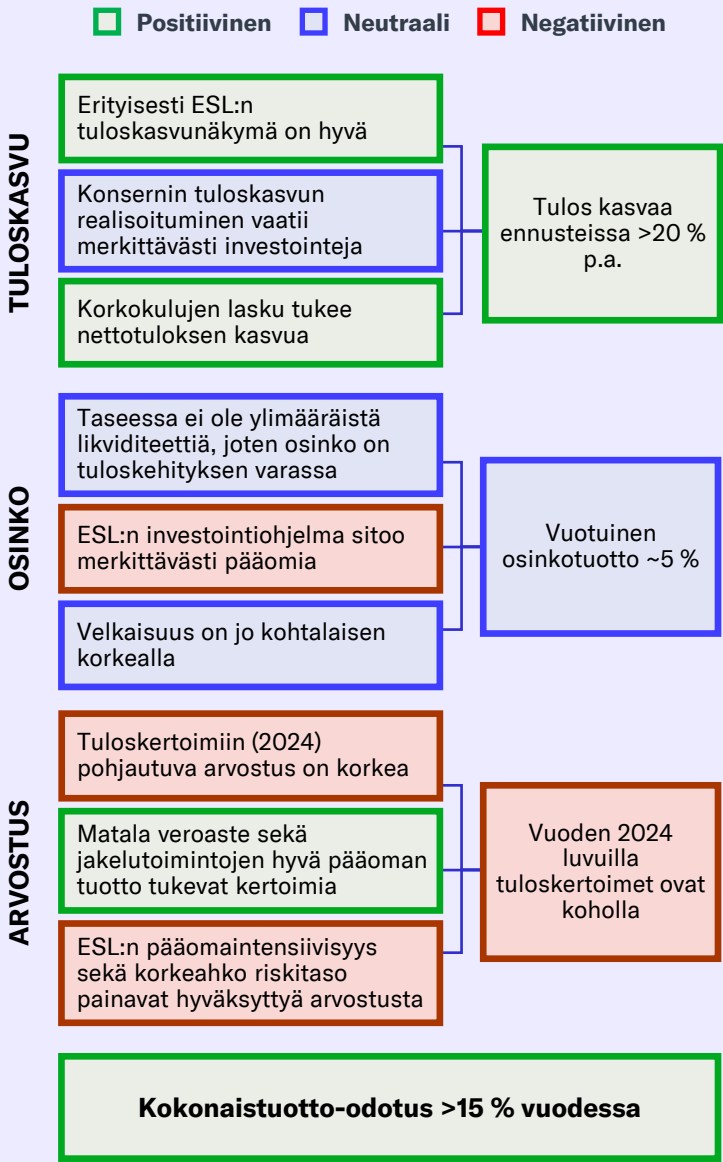
Myös tuotto-odotusta haarukoiva mallimme indikoi osakkeen olevan nykykurssilla maltillisesti hinnoiteltu ja vuotuisen tuotto-odotuksen (>15 %) ylittävän soveltamamme oman pääoman tuottovaatimuksen (~12 %) riittävällä marginaalilla ennusteisiin liittyvää riskiä kompensoimaan. Tuotto-odotuksen realisoituminen vaatii kuitenkin talouskasvun piristymistä, jolloin tämän ajoitus vaikuttaa sijoittajan vuosituoton määräytymiseen.

Kerroinpohjainen arvonmääritys ei ole optimaalinen

Annamme kerroinanalyysissämme pääpainon tasekertoimille, sillä varustamotoiminnan luonteesta johtuen Aspon liiketoiminta on varsin pääomaintensiivistä. Myös tukkutoiminnoissa keskeinen mittari on sitoutuvan pääoman tuottotaso, joten tasekertoimet ovat myös konsernitasolla varsin luontainen valinta.

Kerroinanalyysissämme olemme hyödyntäneet Aspolle määrittelemiämme hyväksyttäviä hinnoittelukertoimia, jotka pohjautuvat näkemykseemme nykyisestä kasvu-, kannattavuus- ja riskiprofilista. Tasepohjaisessa tarkastelussa keskitymme liiketoimintaan sijoitetun pääoman ja yritysarvon toisiinsa suhteuttavaan EV/IC-tunnuslukuun. Perusperiaate vastaa tunnetumpaa P/B-tunnuslukua sillä erolla, että EV-pohjainen kerroin huomioi paremmin yhtiön pääomarakenteen. Olemme suhteuttaneet Aspon taseperusteista arvostusta konsernille arvioimaamme pitkän aikavälin sijoitetun pääoman tuottokykyyn (ROIC). Keskeisinä oletuksina olemme laskelmissamme käyttäneet 10–11 %:n sijoitetun pääoman tuottoa, 2,0–2,5 %:n oletusta pitkän aikavälin kasvutekijästä sekä 9,2 %:n keskimääräistä pääoman kustannusta (WACC).

Osaketuoton ajurit 2024–2027e



Arvonmääritys 2/5

Sijoitetun operatiivisen pääoman tuoton ylittäessä pääoman kustannuksen voidaan Aspoa arvostaa perustellusti yli sen sijoitetun pääoman määrän. Oletuksillamme hyväksymämme haarukka EV/IC-kertoimelle on 1,1–1,3x. Vähentämällä haarukan keskikohdan mukaisesta yritysarvosta konsernin nettovelan (205 MEUR) ja vähemmistöosuudet (27 MEUR) saamme Aspon tasepohjaisen arvonmäärityksen tulokseksi 6,3 euroa osakkeelta. Vastaavaan lopputulemaan päädytään myös P/B-luvun osalta, sillä ennusteissamme oman pääoman tuotto (~15 %) ylittää oman pääoman kustannuksen (12 %).

Näkemyksemme mukaan Aspon tasepohjaista arvostusta tukevat:

- Telkon ja Leipurin korkea operatiivinen pääoman tuotto
- Yrityskauppojen arvonluontipotentiaali pääomakevyissä tukkutoiminnoissa
- Konsernin matala veroaste
- Huomattava liikearvon määrä, jonka takia kasvuinvestointien tuottotasot ovat todellisuudessa konsernitason pääoman tuottolukua paremmat

Hyväksyttävää arvostustasoa puolestaan painavat:

- ESL:n pääomaintensiivisyys ja huomattavat kasvuinvestoinnit, joiden pääoman tuoton arvioimme nykytiedoilla vain neutraaliksi
- Suhteellisen korkea riskitaso, joka johtuu tuloskehitykseen liittyvän ennusteriskin ohella korkeasta velkaisuudesta

Kerroin pohjaisessa arvonmäärityksessä haasteen

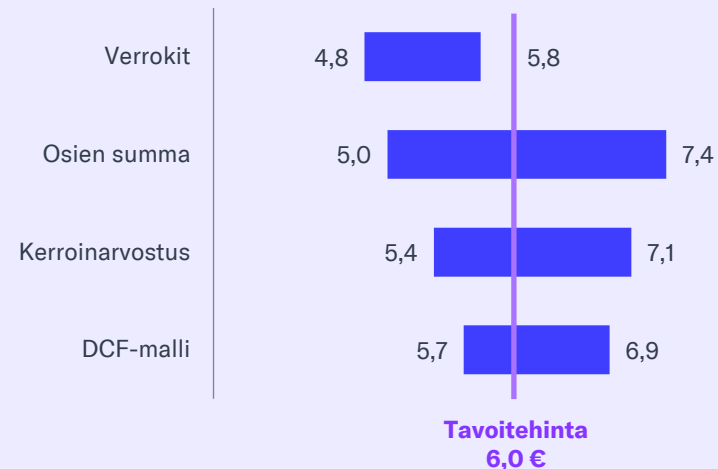
muodostavat alla olevien liiketoimintojen erilaiset profiilit, jotka eroavat kasvupotentiaaliltaan, riskeiltään ja kannattavuustasoiltaan toisistaan huomattavasti. Näin ollen kerroin pohjainen arvonmääritys soveltuu paremmin osien summa -analyysiin, jossa olemme tarkastelleet liiketoimintojen arvostusta myös suhteessa näiden verrokkiryhmien kertoiimiin. Menetelmän heikkouksista johtuen kerroin pohjaisen arvonmäärityksen lopputulemaan tulee suhtautua lähinnä suuntaa antavana. Kassavirtamalli ja osien summa -laskelma antavat selvästi paremman käsityksen Aspon arvosta.

Osien summa toimii hyvänä indikaationa arvosta

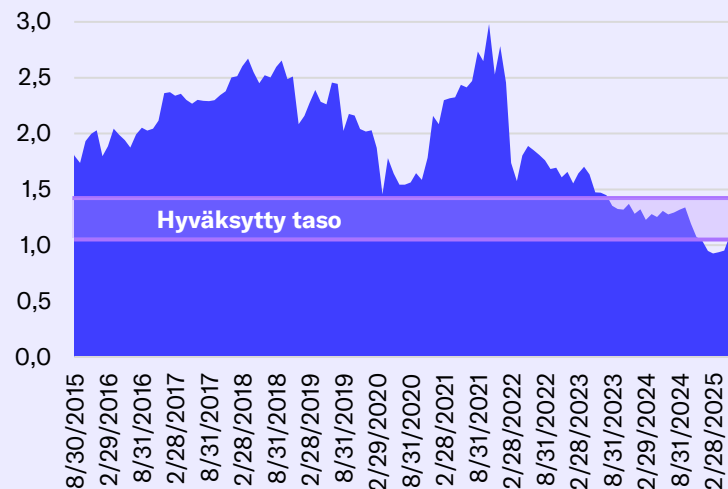
Pidämme osien summa -laskelmaa Aspolle hyvin käyttökelpoisena menetelmänä, sillä liiketoiminnot toimivat hyvin itsenäisinä ja ovat siten myös helposti erotettavissa toisistaan. Arvonmäärityksen näkökulmasta Aspon osat ovat: ESL Shipping, Telko, Leipurin, konsernikulut sekä nettovelka. Sovellamme analyysissämme sekä hyväksyttäviä tulostekijöitä että verrokkianalyysiä, joiden pohjalta määritämme konsernin osien arvot.

Verrokkiryhmien soveltuvuus vaihtelee kuitenkin jonkin verran segmenteittäin, mistä johtuen emme käytä verrokkianalyysiä varsinaisena arvonmääritysmenetelmänä, vaan tästä saatuja havaintoja muita menetelmiä tukevana. Yleisellä tasolla todettakoon, että verrokkiryhmien soveltuvuus on keskimäärin melko heikkoa, sillä parhaatkin saatavilla olevat verrokki-erät eroavat jonkin verran Aspon liiketoiminnoista muun muassa kokoluokan sekä kannattavuuden osalta.

Aspon hyväksyttävät arvostustasot



Aspon P/B luvun kehitys



Arvonmääritys 3/5

Hyväksyttyjen kertoimien osalta olemme rajanneet tarkastelun yritysarvopohjaiseen EV/EBITA-tunnuslukuun, sillä oman pääoman tai velkojen jakautuminen eri liiketoimintojen kesken ei ole täsmällisesti määritettävissä konsernin vastatessa pääosin segmenttien rahoituksesta. Näin ollen esimerkiksi P/E-luvun käyttö ei onnistu. Samasta syystä myöskaan tasevaroihin ja näiden tuottoon perustuvien tunnuslukujen käyttö ei ole segmenttien kohdalla mielekäästä. EV/EBIT taas toimii erityisesti Telkon kohdalla huonosti, sillä segmentin liike-tulos sisältää runsaasti yrityskauppoihin liittyviä ei-kassavirtavaikutteisia aineettomia poistoja.

Verrokkianalyysissämme suosimme EV/EBITDA-tunnuslukua, jossa tosin siinäkin on omat sudenkuoppansa. Arvioimme kuitenkin investointitasojen sekä veroasteiden olevan verrokeilla riittävän samankaltaisia. Lisäksi EV/EBITDA-tunnusluku on saatavilla kaikilta verrokkiryhmän yhtiöiltä toisin kuin aineettomista poistoista oikaistu EBITA.

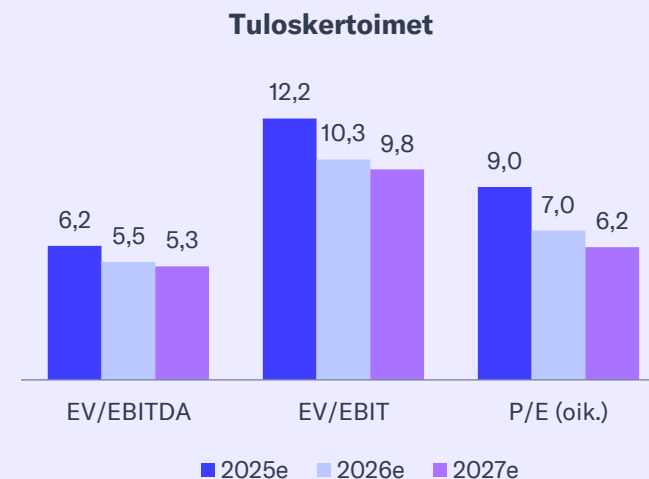
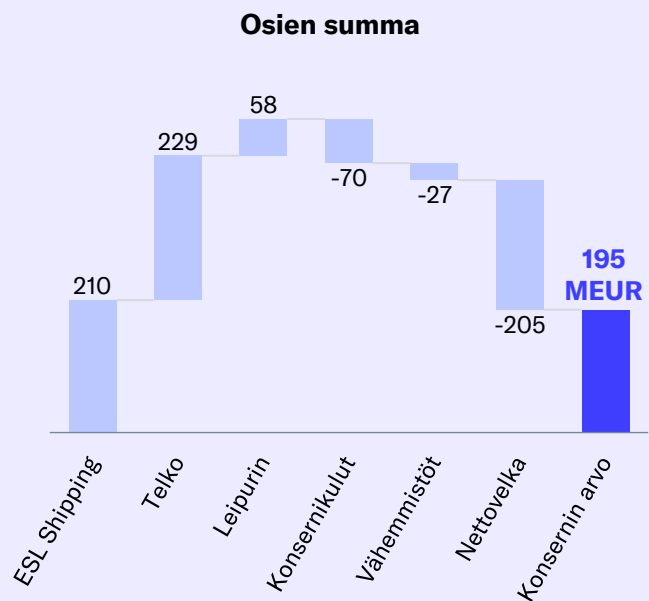
Segmenteistä korkeimman EV/EBITA-kertoimen saa laskemissamme Telko, jonka osalta pidämme hyväksyttynä tasona 12–14x haarukkaa vahvasta pääoman tuotosta ja kasvunäkymistä johtuen. Lisäksi Telkolle arvioimamme pääoman kustannus (WACC) on segmenteistä matalin (8,5 %), mitä tukevat kokoluokan lisäksi kohtalaisen vakaa tuloskehitys. Soveltamalla kertoimia kuluvan vuoden tulosennusteeseemme saadaan Telkon yritysarvoksi noin 210–250 MEUR. Hyväksymämme arvostustaso on hieman verrokkiryhmän mediaania korkeampi (EV/EBITDA 10x vs. verrokkiryhmän noin 8x*), mitä pidämme perusteltuna Telkon korkea pääoman tuotto sekä hyvä kasvunäkymä huomioiden. Telkon verrokkiryhmä koostuu eurooppalaisista ja pohjoisamerikkalaisista jakelijoista, jotka pääosin keskittyvät kemikaalien ja öljytuotteiden jakeluun.

*Lähde: Refinitivin konsensusdata

ESL Shippingin puolesta hinnoittelimme itsenäisenä yhtiönä noin 9–11x EV/EBITA-kertoimella. ESL:n tuottovaatimus (10 %) on kohtalaisen korkea, mikä selittyy ennusteriskien ohella velkaisuudella sekä tuloksen volatiliiteetilla. Toisaalta kerroinpohjainen arvostus saa tukea varustamon matalasta veroasteesta. ESL:n osalta olemme soveltaneet laskelmassa segmentin nykyrakenteen mukaista normalisoitua tulostasoa, sillä arvioimme mukaan kuluvan vuoden tulostaso on yleisesti vaisuista kuljetusvolyymeistä johtuen tavanomaista matalampi. Keskimääräiseksi syklin yli katsovaksi EBITA-tasoksi olemme arvioineet noin 21 MEUR (2025e: 19,6 MEUR). Soveltamalla tätä hyväksymämme arvostushaarukkaan saadaan ESL:n yritysarvoksi noin 190–230 MEUR.

ESL:n verrokkiryhmän mediaani EV/EBITDA-kertoimelle on lähivuosien ennusteilla 5–6x*, mikä vastaa pitkälti ESL:n arvonmäärityksemme lopputulemaa. Pidämme kuitenkin ESL:ää verrokkiryhmän keskimääräistä yhtiötä laadukkaampana, sillä verrokkit operoivat pääosin syklisemmässä ja kilpaillummassa globaalissa kuivarahtimarkkinassa, jossa pääoman tuotot ovat yli syklin katsottuna keskimäärin hyvin maltillisia. Tämä näkyy erityisesti tasepohjaisessa P/B-luvussa, jonka mediaani on verrokkiryhmässä vain noin 0,5x ja ESL:n kohdalla selvästi tätä korkeampi. Näin ollen ESL:n verrokkiryhmää ei voida pitää kovin laadukkaana siihen lukeutuvien yhtiöiden toimiessa eri markkinalla ja erilaisella kalustolla.

Leipurille sovellamme 10x EV/EBITA-kerrointa. Vaikka segmentin operatiivinen pääoman tuotto on korkea, laskee maltillinen kasvunäkymä hyväksyttävää arvostustasoa. Leipurille asettamamme tuottovaatimus on 9,5 %, joka asettuu ESL:n ja Telkon välimaastoon. Vaikka liiketoiminta on vakaata, nostaa segmentin pieni koko sen pääoman kustannusta.



Arvonmääritys 4/5

Soveltamalla hyväksymäämme kerrointa kuluvan vuoden tulosennusteeseen tulee Leipurin yritysarvoksi noin 60 MEUR. Leipurin verrokkijoukon EV/EBITDA-luvun mediaani on noin 7x, mikä vastaa hyvin oman arvonmäärityksemme lopputulemaa. Myös ryhmän kannattavuustasot (sekä kannattavuusmarginaalilla että pääoman tuotolla mitattuna) vastaavat keskimäärin Leipurille arviomaamme kehitystä.

Konsernikulujen nykyarvoksi olemme määrittäneet noin 70 MEUR. Keskeiset oletukset ovat vuoden 2025 kuluennusteemme, 3,0 %:n vuosittainen kulujen kasvu sekä konsernin painotetun pääoman kustannus (WACC 9,2 %).

Viimeisimmän tulosraportin (Q1’25) mukainen nettovelka oli 205 MEUR, ja se koostui 229 MEUR:n korollisista veloista (sisältäen hybridilainan) sekä 24 MEUR:n kassavaroista. Laskelman korolliset velat eivät sisällä IFRS 16 mukaisia vuokravastuita, sillä olemme käsitelleet nämä operatiivisina erinä. Pidämme menettelyä perusteltuna, sillä vuokrasopimukset ovat pääosin lyhyitä.

Osien summa -laskelmamme arvo Aspon osakkeelle on 5,0–7,4 euroa keskikohdan ollessa 6,2 eurossa.

Kassavirtamalli (DCF)

DCF-mallimme indikoima arvo Aspon osakkeelle on 6,3 euroa. Olemme käyttäneet kassavirtamallimme terminaalijakson kannattavuusoletuksena 6,3 %:n liikevoittomarginaalia ja pitkän aikavälin kasvutekijänä 2,0 %. Aspolle soveltamamme keskimääräinen pääoman kustannus (WACC) on 9,2 %. Tuottovaatimusta nostaa ennusteriskien ohella konsernin korkea velkaisuus. DCF-malli tarkempine oletuksineen löytyy raportin sivulta [55](#).

Ennusteissamme konsernin vapaa kassavirta jää lähivuosina hyvin vaatimattomaksi mittavista kalustoinvestoinneista johtuen. Vuodesta 2029 eteenpäin

kassavirtaa pitäisi kuitenkin alkaa kertyä jo varsin runsaasti, sillä ESL:n käynnissä olevien ohjelmien jälkeen malli olettaa Aspon investointien koostuvan puhtaasti liiketoimintojen orgaanisen kasvun vaatimista investoinneista. Ylimääräiset pääomat puolestaan jaetaan omistajille osinkoina. Näin ollen emme ole ottaneet kassavirtamallissamme kantaa pääomien allokointiin pidemmällä aikavälillä. Lopputuleman kannalta merkitystä on vain tilanteissa, joissa pääomille saatavat tuotot ovat joko konsernin tuottovaatimusta korkeammat (positiivinen vaikutus) tai matalammat (negatiivinen vaikutus). Näin pitkälle muun muassa yritysostojen mallintaminen on jo varsin haastavaa, eikä näkyvyyttä pitkän ajan arvonluontiin toistaiseksi ole riittävästi. Lisäksi arvoimme ESL:n vähemmistösjoittajien (erityisesti OP Infra) arvostavan kasvavaa voitonjakoa.

ESL:n tuloskehitys on yhä tärkein arvon määrittäjä

Liiketoiminnoista ESL:n arvonmäärityksessä käytettäviin oletuksiin liittyy mielestämme suurinta epävarmuutta. Telkon ja Leipurin liiketoiminnat sekä näihin sijoitettujen pääomien tuotot ovat papereissamme taas paremmin mallinnettavissa, jolloin myös näiden arvonmäärityksen luotettavuus on varustamoliiketoimintaa korkeampi. Keskeinen ennusteriski liittyy uusien alusinvestointien tuottotason ohella ESL:n nykyrakenteen normalisoituihin tulostasoon, jonka arvioimme olevan jonkin verran vuoden 2025 ennustettamme korkeampi. Luonnollisesti tämä arvio heiluttaa myös konsernin arvoa ESL:n tulokontribuution ollessa Aspon segmenteistä suurin.

Optimistisessa skenaariossa ESL:n ja Leipurin kassavirtoja voitaisiin allokoida nykyistä enemmän Telkon yrityskauppoihin, jolloin myös konsernin sijoitetun pääoman tuottokyvyn potentiaali olisi nykyistä korkeampi. Tämä myös tukisi mielestämme Aspon hyväksyttyä arvostustasoa.

	EV/EBITDA 2025e	EV/EBITDA 2026e	P/B 2025e
ESL Shippingin verrokkit			
Globus Maritime Ltd	6,7	3,3	0,2
Diana Shipping	6,6	5,2	0,4
Seenergy Maritime	6,1	4,3	0,5
Star Bulk Carriers Corp	6,3	4,7	0,8
Genco Shipping	6,5	4,5	0,6
Safe Bulkers	6,1	5,0	46,5
Eurodry	27,9	8,5	0,3
Mediaani	6,5	4,7	0,5
Keskiarvo	9,4	5,1	7,0

	EV/EBITDA 2025e	EV/EBITDA 2026e	P/B 2025e
Telkon verrokkit			
Brenntag	7,4	6,9	1,7
IMCD	12,8	12,0	2,8
Bunzl Plc	8,7	8,4	2,6
DKSH Holding	8,5	8,0	2,1
Superior Plus Corp	7,0	6,8	1,2
Esprinet Spa	7,6	7,1	0,5
Bufab AB	15,9	14,4	3,9
Mediaani	8,5	8,0	2,1
Keskiarvo	9,7	9,1	2,1

	EV/EBITDA 2025e	EV/EBITDA 2026e	P/B 2025e
Leipurin verrokkit			
Marr Spa	7,3	6,7	1,7
The Chefs Warehouse Inc	12,9	11,7	3,9
BayWa AG	7,0	6,3	0,8
Sligro Food Group	6,4	5,6	1,2
Amsterdam Commodities	7,7	7,4	1,5
United Natural Foods Inc	5,9	5,4	0,9
Sysco Corp	11,4	10,8	18,3
US Foods Holding Corp	11,9	10,8	3,5
Mediaani	7,3	6,7	1,6
Keskiarvo	8,6	7,7	4,0

Arvonmääritys 4/5

Tämän vaikutusta arvoon vahvistaa Telkon liiketoiminnan matalampi riskitaso ja kassavirtojen matalampi tuottovaatimus. Arviomme kuitenkin Telkon yrityskauppoihin käytettävissä olevien pääomien jäävän lähivuosina maltillisiksi. On kuitenkin syytä huomioida, ettei Telkonkaan yritysostojen pääoman tuotto ole historiatietojen valossa poikkeuksellisen korkeaa, joten vaikutus konsernin arvoon olisi kohtalaisen maltillinen. Orgaaninen kasvu on taas vahvasti arvoa luovaa, mutta tämä ei vaadi olennaisia investointeja.

Toisaalta on vielä näkemättä, minkälaiseen tulostasoon ESL:n modernit alukset yltävät. Onkin hyvin mahdollista, että nämä osoittautuvat Aspon arvion mukaisesti konsernin parhaiksi sijoituskohteiksi. Toistaiseksi emme kuitenkaan odota näistä merkittävää arvonluontia näkyvyyden ollessa heikkoa. Konsernin omista taloudellisista tavoitteista taas voi haarukoida, että Aspo soveltaa laskelmissaan pääoman kustannuksena (WACC) suunnilleen 10 %. Tämä vastaa karkeasti myös omia arvioitamme ESL:n uusien investointien tuottotasosta, jolloin investointeja ei myöskään voida pitää omistaja-arvon kannalta negatiivisina. Näin ollen arvonmäärityksemme näkökulmasta ei ole kriittistä allokoidaanko pääomia yritysostoihin, ESL:n uusiin aluksiin vai voitonjakoon, joskin yritysostojen painoarvon kasvu vaikuttaisi nykyoletuksillamme aavistuksen positiivisesti käsitykseemme konsernin arvosta.

Samalla on syytä huomioida, että vaikka emme olekaan valmiita hinnoittelemaan merkittävää arvonluontia ESL:n investoinneista, niin jo pelkkä tuottovaatimuksen tasolla oleva pääoman tuotto olisi toimialan historiaan ja yleiseen tasoon peilaten hyvä suoritus. Pääosin varustamoita hinnoitellaan selvästi alle niiden tasevarallisuuden, mikä tarkoittaa markkinoiden arvioivan niiden oman pääoman tuoton jäävän reilusti alle sen kustannuksen.

Portfoliovision läpivienti voi tukea arvonkehitystä

Myös Aspon portfoliovision mukaisella liiketoimintojen eriyttämisellä voi olla onnistuessaan vaikutusta Aspon arvoon. Ylipäättään luonteeltaan hyvin erilaisten jakelu- ja varustamoliiketoimintojen eriyttäminen selkeyttää sijoittajatarinaa, jolla voi jo itsessään olla positiivinen vaikutus osien arvostukseen. Tämä on toki varsin spekulatiivista, ja suoraviivaisempi vaikutus on mahdollista saavuttaa konsernihallinnon kuluista.

Konsernikuluista koituva rasitus on ennusteillamme noin 2,2 euroa osakkeelta, ja mikäli Aspo Infa (ESL Shipping) ja Aspo Compounder (Telko ja Leipurin) erotettaisiin toisistaan erillisiksi pörssiyhtiöiksi, pitäisi tarvittavan hallinnon olla nykyistä kevyempi. Nykyisillä oletuksillamme jokainen 1 MEUR:n leikkaus konsernikuluissa (vuoden 2025 konsernikulujen ennuste 5,4 MEUR) johtaisi noin 7 %:n nousuun Aspon osien summassa. Suurimmasta osasta kuluja ei kuitenkaan ole mahdollista päästä eroon, sillä listallaolon kustannukset ovat vuodessa arviolta 0,5–1,0 MEUR per yhtiö ja joitain tukitoimintoja täytyisi (mm. viestintä, vastuullisuusasiat, juridiikka) järjestää kumpaankin kokonaisuuteen. Lisäksi Aspo Compounder vaatisi todennäköisesti jonkinlaista konsernihallintoa sen koostuessa kahdesta erilaisesta yhtiöstä. Mikäli osia taas myytäisiin ulkopuoliselle ostajalle, olisi kuluja arviomme mukaan mahdollista karsia hieman enemmän, joskin lopullinen potentiaali riippuu myytävistä kohteista ja jäljelle jäävästä kokonaisuudesta. Suhtaudumme kuitenkin lähtökohtaisesti positiivisesti Aspon suunnitteilla olevaan rakennemuutokseen, sillä se tarjoaa nykykurssilla ilmaisen option osakkeenomistajille. Rakennejärjestely saattaa kuitenkin viedä aikaa, sillä se vaatinee mm. neuvotteluita nykyisten lainoittajien kanssa. Yhtiö omakin takaraja on vasta vuoden 2029 lopussa.

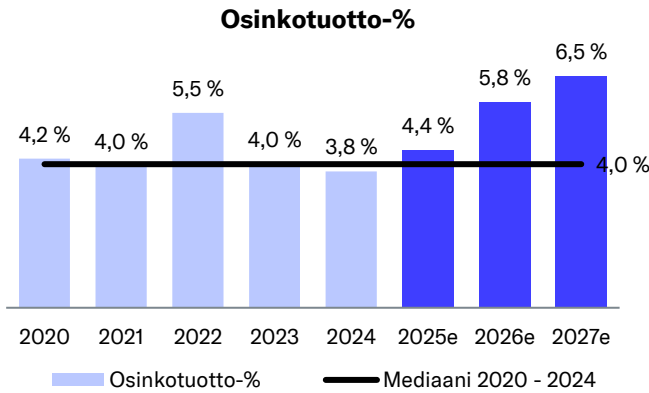
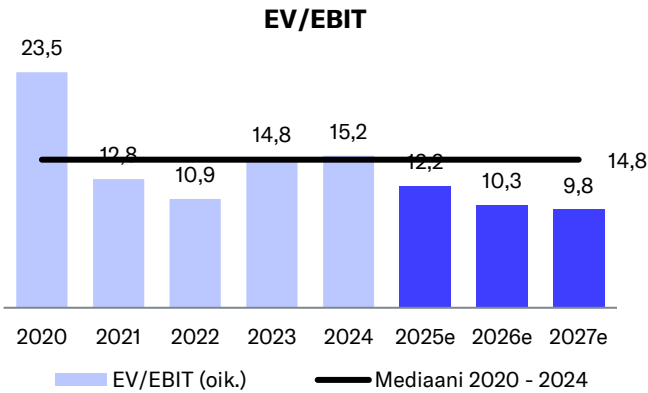
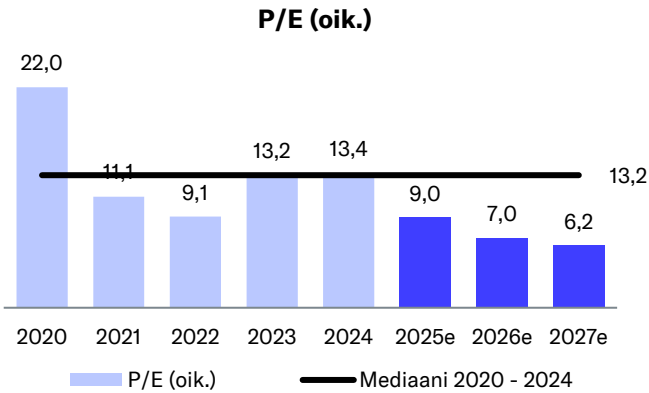
Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	5,14	5,14	5,14
Osakemäärä, milj. kpl	31,4	31,4	31,4
Markkina-arvo	161	161	161
Yritysarvo (EV)	404	404	433
P/E (oik.)	9,0	7,0	6,2
P/E	9,7	7,0	6,2
P/B	1,1	1,0	0,9
P/S	0,3	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA	6,2	5,5	5,3
EV/EBIT (oik.)	12,2	10,3	9,8
Osinko/tulos (%)	40,0 %	40,0 %	40,0 %
Osinkotuotto-%	4,4 %	5,8 %	6,5 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	8,40	11,4	8,44	5,98	4,99	5,14	5,14	5,14	5,14
Osakemäärä, milj. kpl	31,4	31,4	31,4	31,4	31,4	31,4	31,4	31,4	31,6
Markkina-arvo	264	357	265	188	157	161	161	161	163
Yritysarvo (EV)	454	544	462	383	401	404	404	433	466
P/E (oik.)	22,0	11,1	9,1	13,2	13,4	9,0	7,0	6,2	5,8
P/E	22,0	15,1	14,3	neg.	41,7	9,7	7,0	6,2	5,8
P/B	2,8	3,3	2,3	1,7	1,2	1,1	1,0	0,9	0,8
P/S	0,5	0,6	0,5	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,9	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,7
EV/EBITDA	9,2	8,0	6,2	6,5	7,0	6,2	5,5	5,3	5,3
EV/EBIT (oik.)	23,5	12,8	10,9	14,8	15,2	12,2	10,3	9,8	9,6
Osinko/tulos (%)	82,1 %	55,9 %	69,8 %	468,4 %	93,9 %	40,0 %	40,0 %	40,0 %	40,0 %
Osinkotuotto-%	4,2 %	4,0 %	5,5 %	4,0 %	3,8 %	4,4 %	5,8 %	6,5 %	6,9 %

Lähde: Inderes



Taulukon markkina-arvo ja yritysarvo huomioivat ennustevuosien osalta ennustetun muutoksen osakemäärässä ja nettovelassa.

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e
Indutrade AB	8257	8952	24,3	22,0	17,4	16,0	3,0	2,9	32,1	28,2	1,3	1,4	5,1
Lifco AB (publ)	14451	15219	31,9	29,9	24,5	23,1	6,1	5,8	43,8	41,0	0,7	0,8	8,3
Boreo Oyj	46	104	13,8	11,5	9,0	8,0	0,7	0,6	15,7	9,9	0,3	0,3	1,3
Relais Group Oyj	257	403	11,1	9,6	7,0	6,2	1,1	1,0	10,4	9,3	3,2	3,6	2,0
Duell Oyj	35	64	16,1	12,2	8,0	6,9	0,5	0,5	25,0	11,2	1,1	3,6	0,7
Trelleborg AB	7128	7756	15,2	13,8	11,4	10,6	2,5	2,4	19,1	16,8	2,3	2,5	2,0
Brenntag SE	8086	10822	10,3	9,4	7,4	6,9	0,7	0,6	13,0	11,6	3,8	4,1	1,7
Orkla ASA	9304	11091	17,3	16,3	12,8	12,2	1,8	1,8	17,0	15,9	4,6	3,9	2,4
Safe Bulkers Inc	330	796	10,1	7,7	6,1	5,0	3,3	2,9	7,0	4,4	5,4	8,9	46,5
Aspo (Inderes)	161	404	12,2	10,3	6,2	5,5	0,6	0,6	9,0	7,0	4,4	5,8	1,1
Keskiarvo			16,8	14,3	11,3	10,2	2,4	2,2	19,8	15,6	3,4	4,5	7,1
Mediaani			15,6	11,9	9,5	7,6	2,2	2,1	16,4	11,4	2,8	3,6	2,0
Erotus-% vrt. mediaani			-22 %	-14 %	-34 %	-27 %	-70 %	-71 %	-45 %	-39 %	60 %	61 %	-43 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	536	133	154	147	160	593	151	165	151	167	634	667	678	716
ESL	189	49,9	60,3	41,3	54,7	206	42,8	57,9	43,0	57,2	201	215	209	230
Leipurin	136	32,6	32,3	32,9	35,3	133	35,2	35,5	35,5	35,8	142	146	151	155
Telko	211	50,2	60,9	72,4	69,8	253	73,2	72,0	72,6	73,7	291	306	318	331
Konsernikulut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttökate	58,8	12,3	13,9	16,4	14,9	57,5	13,7	15,8	17,3	18,1	64,9	73,7	81,9	87,3
Poistot ja arvonalennukset	-32,9	-15,5	-7,5	-8,1	-7,8	-38,9	-7,2	-8,6	-8,6	-8,7	-33,1	-34,3	-37,7	-38,8
Liikevoitto ilman kertaeriä	25,9	4,8	6,9	7,8	7,0	26,5	7,6	7,5	8,7	9,4	33,2	39,4	44,2	48,5
Liikevoitto	25,9	-3,2	6,4	8,3	7,1	18,6	6,5	7,2	8,7	9,4	31,8	39,4	44,2	48,5
ESL	17,7	-5,0	6,0	3,7	4,4	9,1	2,9	4,7	4,9	5,7	18,2	23,2	26,1	29,8
Leipurin	5,6	1,1	0,9	1,3	1,0	4,2	1,4	1,3	1,3	1,4	5,4	5,7	6,4	6,6
Telko	8,0	2,2	1,4	3,9	3,0	10,4	3,5	3,1	3,6	3,7	14,0	16,3	17,7	18,2
Kauko	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Konsernikulut	-5,3	-1,5	-1,8	-0,6	-1,4	-5,2	-1,3	-1,9	-1,1	-1,5	-5,8	-5,9	-6,0	-6,1
Nettorahoituskulut	-9,3	-2,2	-2,1	-3,1	-1,1	-8,5	-2,3	-2,4	-2,4	-2,3	-9,4	-9,3	-10,2	-11,6
Tulos ennen veroja	2,0	-5,4	4,3	5,2	6,0	10,1	4,3	4,8	6,3	7,1	22,5	30,1	34,0	36,9
Verot	-0,4	-0,6	-0,5	-1,7	0,0	-2,8	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-1,8	-3,2	-3,6	-3,9
Vähemmistöosuudet	0,0	1,4	-1,4	-0,3	-0,6	-0,9	-0,5	-0,8	-0,7	-0,9	-2,9	-3,7	-4,3	-4,9
Nettotulos	1,6	-4,6	2,4	3,2	5,4	6,4	3,4	3,7	5,1	5,6	17,8	23,2	26,1	28,2
EPS (oikaistu)	0,45	0,09	0,07	0,06	0,15	0,37	0,13	0,11	0,16	0,18	0,57	0,74	0,83	0,89
EPS (raportoitu)	-0,03	-0,17	0,06	0,08	0,15	0,12	0,09	0,10	0,16	0,18	0,53	0,74	0,83	0,89

Tunnusluvut	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	-4,3 %	-6,3 %	15,8 %	12,8 %	20,9 %	10,5 %	13,9 %	7,8 %	3,0 %	4,3 %	7,0 %	5,2 %	1,6 %	5,6 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-39,0 %	-42,9 %	109,1 %	5,3 %	2,3 %	2,1 %	58,3 %	9,2 %	11,9 %	34,4 %	25,5 %	18,6 %	12,2 %	9,8 %
Käyttökate-%	11,0 %	9,3 %	9,1 %	11,2 %	9,3 %	9,7 %	9,0 %	9,6 %	11,5 %	10,8 %	10,2 %	11,0 %	12,1 %	12,2 %
Oikaistu liikevoitto-%	4,8 %	3,6 %	4,5 %	5,3 %	4,4 %	4,5 %	5,0 %	4,6 %	5,8 %	5,6 %	5,2 %	5,9 %	6,5 %	6,8 %
Nettotulos-%	0,3 %	-3,5 %	1,6 %	2,2 %	3,4 %	1,1 %	2,3 %	2,2 %	3,4 %	3,4 %	2,8 %	3,5 %	3,9 %	3,9 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	246	302	304	314	358
Liikearvo	38,5	90,9	90,9	90,9	90,9
Aineettomat hyödykkeet	13,2	15,0	10,6	6,3	2,0
Käyttöomaisuus	192	193	200	215	262
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	164	210	211	222	226
Vaihto-omaisuus	59,2	84,2	90,1	94,8	96,3
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	74,1	89,6	95,9	101	102
Likvidit varat	30,7	36,4	25,4	26,7	27,1
Taseen loppusumma	410	512	515	537	584

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	141	189	169	186	202
Osakepääoma	22,0	22,0	22,0	22,0	22,0
Kertyneet voittovarot	88,5	109	120	136	153
Oman pääoman ehtoiset lainat	30,0	30,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	0,0	27,5	27,5	27,5	27,5
Pitkäaikaiset velat	153	225	241	242	268
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	147	201	216	218	243
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	6,1	24,1	24,1	24,1	24,1
Lyhytaikaiset velat	116	98,0	105	109	114
Korolliset velat	49,1	23,3	25,1	25,2	28,2
Lyhytaikaiset korottomat velat	67,2	74,7	80,0	84,1	85,4
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	410	512	515	537	584

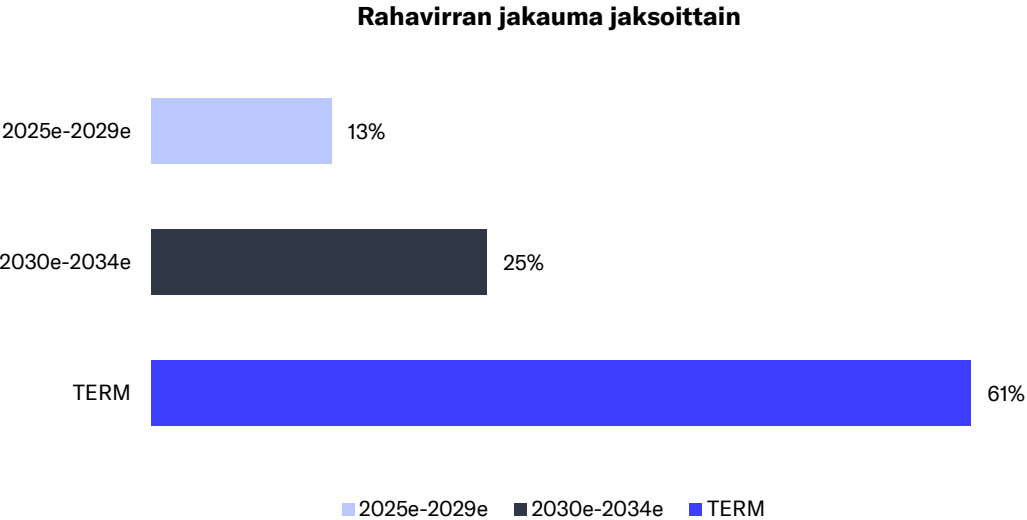
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	10,5 %	7,0 %	5,2 %	1,6 %	5,6 %	3,2 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,4 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	3,1 %	5,0 %	5,9 %	6,5 %	6,8 %	6,8 %	6,3 %	6,7 %	6,7 %	6,5 %	6,3 %	6,3 %
Liikevoitto	18,6	31,8	39,4	44,2	48,5	50,1	47,6	52,0	53,3	53,3	52,3	
+ Kokonaispoistot	38,9	33,1	34,3	37,7	38,8	37,8	38,6	39,5	40,5	41,5	41,3	
- Maksetut verot	-2,8	-1,8	-3,2	-3,6	-3,9	-4,0	-3,7	-4,2	-4,3	-4,3	-4,5	
- verot rahoituskuluista	-0,9	-0,7	-1,0	-1,1	-1,2	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,0	
+ 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	-33,0	-7,0	-5,5	-1,7	-6,4	-3,8	-3,1	-3,2	-3,2	-3,2	-2,7	
Operatiivinen kassavirta	20,8	55,4	64,1	75,5	75,9	78,7	78,2	82,9	85,0	86,0	85,4	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	18,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-95,0	-34,8	-45,0	-81,1	-82,3	-39,4	-39,5	-39,7	-39,8	-39,9	-40,7	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-56,2	20,6	19,1	-5,6	-6,5	39,3	38,6	43,2	45,2	46,1	44,7	
+/- Muut	7,0	19,7	-10,0	-4,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-49,2	40,3	9,1	-9,6	-6,5	39,3	38,6	43,2	45,2	46,1	44,7	635
Diskontattu vapaa kassavirta		38,5	8,0	-7,7	-4,7	26,4	23,8	24,4	23,3	21,8	19,4	275
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		448	409	402	409	414	388	364	339	316	294	275
Velaton arvo DCF		448										
- Korolliset velat		-254,4										
+ Rahavarat		36,4										
-Vähemmistöosuus		-26,7										
-Osinko/pääomapalautus		-2,8										
Oman pääoman arvo DCF		197										
Oman pääoman arvo DCF per osake		6,3										

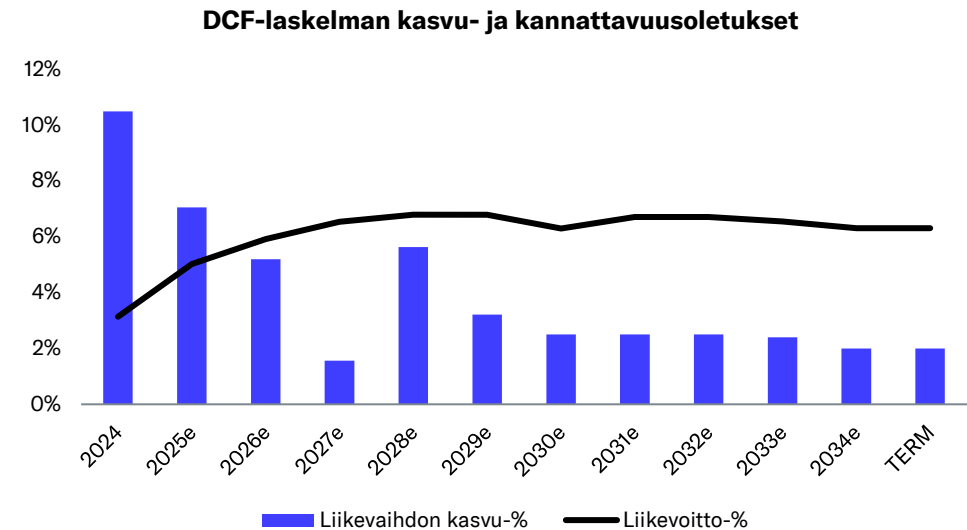
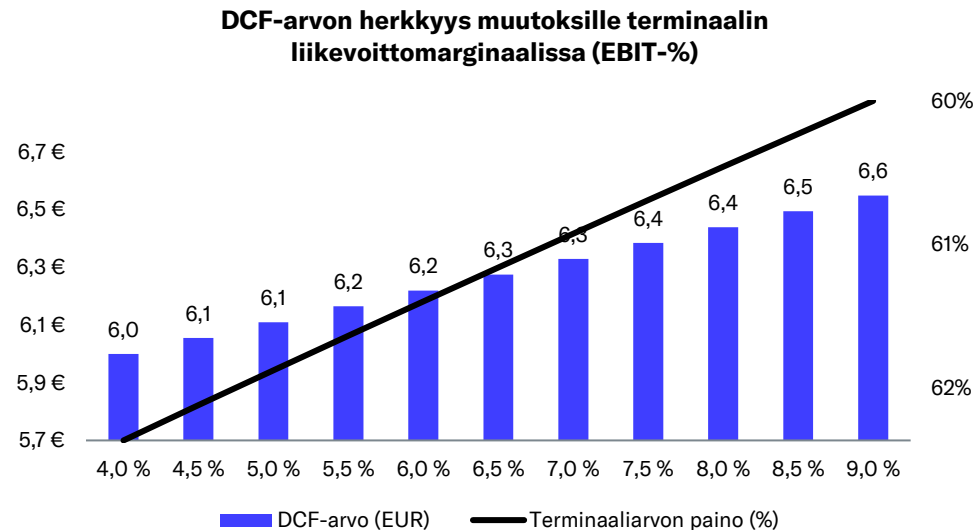
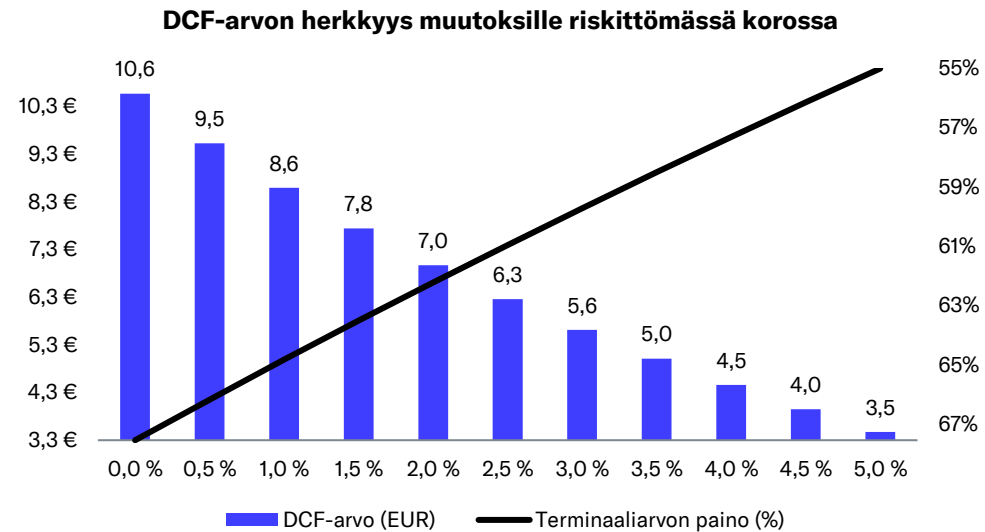
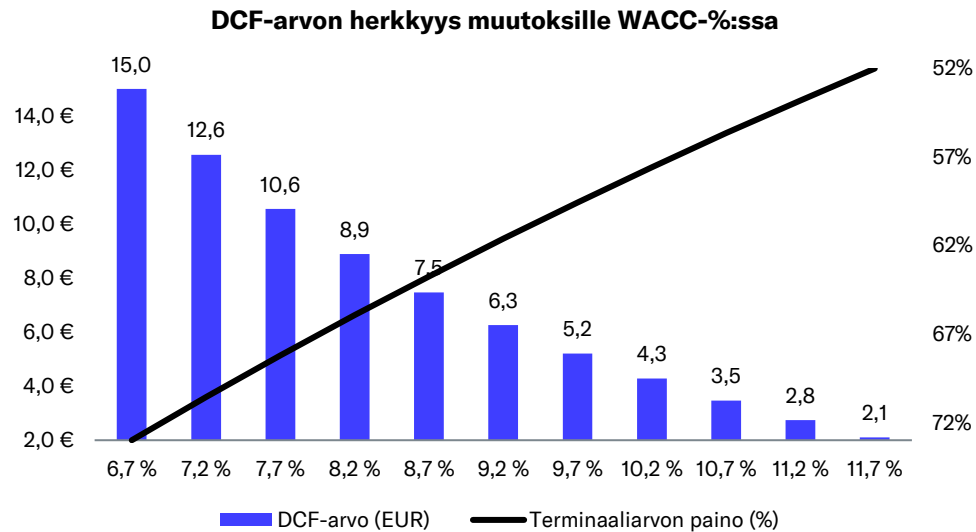
Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	10,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	40,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,5 %
Yrityksen Beta	1,5
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	2,50 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	12,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,2 %

Lähde: Inderes



DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina



Lähde: Inderes. Huomaa, että terminaaliarvon paino (%) on esitetty käänteisellä asteikolla selkeyden vuoksi.

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	560,7	536,4	592,6	634,3	667,2
Käyttökate	74,8	58,8	57,5	64,9	73,7
Liikevoitto	38,4	25,9	18,6	31,8	39,4
Voitto ennen veroja	22,4	2,0	10,1	22,5	30,1
Nettovoitto	20,7	1,6	6,4	17,8	23,2
Kertaluontoiset erät	-4,1	0,0	-7,9	-1,4	0,0

Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	415,9	409,7	512,0	515,0	536,6
Oma pääoma	143,7	140,5	188,8	169,4	185,5
Liikearvo	35,0	38,5	90,9	90,9	90,9
Nettovelat*	166,7	165,2	188,0	216,1	216,2

Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e
Käyttökate	74,8	58,8	57,5	64,9	73,7
Nettokäyttöpääoman muutos	-10,1	9,3	-33,0	-7,0	-5,5
Operatiivinen kassavirta	62,7	67,5	20,8	55,4	64,1
Investoinnit	-41,8	-36,0	-95,0	-34,8	-45,0
Vapaa kassavirta	22,8	40,0	-49,2	20,6	9,1

Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e
EV/Liikevaihto	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA	6,2	6,5	7,0	6,2	5,5
EV/EBIT (oik.)	10,9	14,8	15,2	12,2	10,3
P/E (oik.)	9,1	13,2	13,4	9,0	7,0
P/B	2,3	1,7	1,2	1,1	1,0
Osinkotuotto-%	5,5 %	4,0 %	3,8 %	4,4 %	5,8 %

Inderes: *huomioi hybridin

Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
EPS (raportoitu)	0,59	-0,03	0,12	0,53	0,74
EPS (oikaistu)	0,93	0,45	0,37	0,57	0,74
Operat. Kassavirta / osake	2,00	2,15	0,66	1,76	2,04
Operat. Vapaa kassavirta / osake	0,73	1,27	-1,57	0,66	0,29
Omapääoma / osake	4,57	4,47	5,13	4,52	5,03
Osinko / osake	0,46	0,24	0,19	0,23	0,30

Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	-2 %	-4 %	10 %	7 %	5 %
Käyttökatteen kasvu-%	9 %	-21 %	-2 %	13 %	14 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	0 %	-39 %	2 %	26 %	19 %
EPS oik. kasvu-%	-9 %	-51 %	-18 %	54 %	29 %
Käyttökate-%	13,3 %	11,0 %	9,7 %	10,2 %	11,0 %
Oik. Liikevoitto-%	7,6 %	4,8 %	4,5 %	5,2 %	5,9 %
Liikevoitto-%	6,8 %	4,8 %	3,1 %	5,0 %	5,9 %
ROE-%	15,2 %	1,1 %	4,2 %	11,8 %	15,5 %
ROI-%	8,8 %	3,4 %	5,0 %	7,7 %	9,4 %
Omavaraisuusaste	34,6 %	34,3 %	36,9 %	32,9 %	34,6 %
Nettovelkaantumisaste	116,0 %	117,6 %	99,6 %	127,6 %	116,5 %

Taulukon markkina-arvo ja yritysarvo huomioivat ennustevuosien osalta ennustetun muutoksen osakemäärässä ja nettovelassa. Osakekohtaiset tunnusluvut on laskettu vuoden lopun osakemäärällä.

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
------	---

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

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

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

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

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n mallisalkussa.

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

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
14/02/2020	Vähennä	7,50 €	8,44 €
13/03/2020	Lisää	6,50 €	6,12 €
07/04/2020	Vähennä	6,50 €	6,56 €
09/04/2020	Vähennä	6,00 €	6,22 €
06/05/2020	Vähennä	6,00 €	6,06 €
13/08/2020	Vähennä	6,00 €	5,94 €
15/09/2020	Lisää	6,50 €	6,04 €
30/10/2020	Lisää	7,00 €	6,02 €
02/12/2020	Lisää	7,50 €	7,06 €
09/12/2020	Lisää	8,50 €	7,90 €
12/02/2021	Lisää	9,50 €	9,08 €
08/04/2021	Lisää	9,50 €	9,18 €
06/05/2021	Lisää	10,00 €	9,45 €
05/08/2021	Osta	12,00 €	10,40 €
12/08/2021	Lisää	12,50 €	11,32 €
22/09/2021	Osta	12,50 €	10,26 €
28/10/2021	Lisää	14,00 €	13,04 €
02/12/2021	Osta	13,00 €	10,78 €
17/02/2022	Osta	13,00 €	10,34 €
28/02/2022	Vähennä	9,00 €	8,99 €
14/03/2022	Vähennä	7,50 €	7,10 €
05/04/2022	Vähennä	7,50 €	7,50 €
05/05/2022	Vähennä	7,50 €	7,23 €
15/06/2022	Vähennä	8,00 €	7,83 €
11/08/2022	Vähennä	8,50 €	8,40 €
18/10/2022	Vähennä	8,50 €	7,88 €
03/11/2022	Vähennä	9,00 €	8,36 €
16/02/2023	Vähennä	9,00 €	8,39 €
13/03/2023	Lisää	9,00 €	8,17 €
04/05/2023	Lisää	9,00 €	8,07 €
15/05/2023	Vähennä	8,00 €	7,75 €
11/08/2023	Vähennä	6,50 €	6,68 €
02/11/2023	Vähennä	6,00 €	6,20 €
13/02/2024	Vähennä	6,00 €	6,04 €
19/02/2024	Vähennä	6,00 €	6,04 €
08/05/2024	Vähennä	6,00 €	5,90 €
15/08/2024	Vähennä	6,50 €	5,88 €
30/10/2024	Vähennä	6,50 €	5,72 €
11/12/2024	Lisää	6,20 €	4,99 €
18/02/2024	Lisää	6,00 €	5,20 €
13/05/2025	Lisää	6,00 €	5,36 €
25/06/2025	Lisää	6,00 €	5,14 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderesin yhdistää sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyhtiötä, jotka haluavat palvella omistajiaan ja sijoittajayhteisöä tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Sijoittajayhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista osakesijoittamisesta kiinnostunutta jäsentä.

Inderesin yhteiskunnallisena tavoitteena on demokratisoida sijoittajatieta. Uskomme sijoittajien yhtäläisiin mahdollisuuksiin saada tietoa, jonka avulla säästää ja sijoittaa tulevaisuuteensa.

Pörssiyhtiöille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyhtiön sijoittajaviestinnän tarvitsemat ratkaisut. Päätuotteitamme ovat osakeanalyysi, IR-tapahtumat, IR-ohjelmistot ja yhtiökokoukset.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla yhteisön jäsenet voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi, verkostoitua muiden sijoittajien kanssa sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North -markkinapaikalle ja se toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

Vattugatan 17, 5tr
Stockholm
+46 8 411 43 80

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

inderes.se

**inde
res.**