

Aspo

Yhtiöraportti



Julkaisuajankohta
29.8.2024 7:59

Väylä auki arvonaluonnille

- Aspon viimeaikaiset toimet strategian edistämiseksi ovat vieneet näkemyksemme mukaan sijoitustarinaa oikeaan suuntaan, vaikka tuloskehitys onkin jäänyt lähihistoriassa vaisuksi. Lyhyen aikavälin haasteista huolimatta Aspon pitkän aikavälin myönteiset ajurit ovat mielestämme kiistattomasti tunnistettavissa ja strategian onnistunut toteutus avaa väylän arvonaluonnille. Luonnollisesti toteutuksen onnistumiseen kohdistuu epävarmuutta, mutta mielestämme nykyinen riski/tuottosuhte puoltaa positiivista näkemystä osakkeeseen.
- Strategian edistyminen:** Aspon strategian keskiössä on aktiivinen omistajuus ja tehokas pääomien allokointi. Päivitetystä strategiasta kasvuinvestoinnit on nostettu entistä vahvemmin keskiöön, mikä selkeyttää yhtiön fokusta pääomien allokoinnissa. ESL Shippingissä meneillään olevat ja tulevat kalustoinvestoinnit vahvistavat yhtiön markkina-asemaa ja tuovat vakautta tuloskehitykseen. Telkossa tehdyt yritysostot vankistavat yhtiön jalansijaa Euroopassa ja mahdollistavat korkeammat mittakaavaedut. Leipurin kannattavuusparannus etenee hyvin ja Kebelco-yritysosto tarjoaa yhtiölle uusia kasvumahdollisuuksia Ruotsissa.
- Kohti kahta erillistä yhtiötä:** Aspon strategisena portfoliovisiona on muodostaa tulevien vuosien aikana kaksi erillistä yhtiötä: Aspo Infra ja Aspo Compounder. Nykyisistä liiketoiminnoista ESL Shipping kuuluisi Aspo Infraan ja Telko sekä Leipurin Aspo Compounderiin. Portfoliovisio on tarkoitus toteuttaa viimeistään vuonna 2029 ennen kuin Aspo täyttää 100 vuotta, mutta tarkempaa tietoa aikataulusta tai lopullisesta toteutustavasta ei vielä ole. Mielestämme liiketoimintojen eriyttäminen on järkevää, sillä liiketoimintojen profiilit ovat hyvin erilaiset esimerkiksi investointi- ja rahoitustarpeiden osalta. Portfoliovision toteutuminen voisi näkemyksemme mukaan tuoda paremmin esiin yhtiössä piilevää arvoa.
- OSTA, tavoitehintaa 7,00 euroa:** Tavoitehintaamme perustuu osien summa -laskelmaan, jossa määritämme EV/EBITA-kertoimet liiketoiminnoille niiden kasvu- ja kannattavuusprofiilien perusteella. Toistamme OSTA-suosituksemme sekä 7,00 euron tavoitehintaamme.

Suositus

OSTA

Ennallaan

Tavoitehintaa (€)

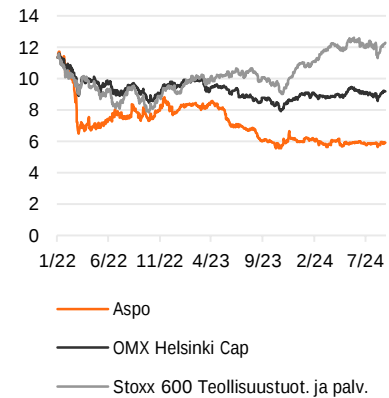
7,00

Ennallaan

Hinta (€)*	5,96
Ylin (12kk)	6,73
Alin (12kk)	5,48

Markkina-arvo (M€)	187
Indeksipaino	0 %
Beta	0,67
Kaupankäyntitunnus	ASPO
Seuraava tulosjulkistuspäivä	29.10.2024

Kurssikehitys	1kk	3kk	12kk
Hinta (€)	5,88	5,92	6,04
Kurssimuutos	1,4 %	0,7 %	-1,3 %
Kokonaistuotto	1,4 %	0,7 %	6,5 %



Lähde: OP Markets, Bloomberg, *) 28.8.

Aspo					
Milj. euroa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	561	536	607	670	693
Liikevaihdon kasvu (%)	-2,0 %	-4,3 %	13,2 %	10,3 %	3,4 %
Oikaistu EBITA	46,2	27,7	33,5	44,1	47,6
Oikaistu EBITA-%	8,2 %	5,2 %	5,5 %	6,6 %	6,9 %
Oikaistu liikevoitto	43,8	26,2	31,7	41,7	45,2
Tulos/osake - vertailukelpoinen	1,08	0,46	0,51	0,79	0,90
Osinko/osake	0,46	0,24	0,25	0,35	0,40
Osinkotuotto (%)	5,6 %	4,0 %	4,3 %	6,0 %	6,8 %
EV/Sales	0,8	0,7	0,6	0,6	0,5
EV/EBIT	11,9	14,8	16,4	8,8	8,0
P/E	7,6	12,9	24,6	7,4	6,5
P/B	2,2	1,7	1,3	1,2	1,0
Omavaraisuusaste	28 %	27 %	31 %	35 %	37 %
Gearing	167 %	177 %	139 %	117 %	100 %

Lähde: OP Markets

*Hybridilaina vieraassa pääomassa

Analyytikko

Juho Saarinen

+358 10 252 4408

juho.s.saarinen@op.fi

Analyytikko

Joona Harjama

+358 10 252 4351

joona.harjama@op.fi

Investment case

- **Itämeren laivaliikenteen spesialisti.** Aspon tärkein segmentti, ESL Shipping, on erikoistunut Itämeren alueen rahtiliikenteeseen, mikä poikkeaa merkittävästi kansainvälisestä shipping-toiminnasta. Pitkät asiakassuhteet, rajallinen kilpailu sekä Itämeren olosuhteisiin räätälöidyt laivat tuovat ESL:lle kilpailuetua pitkällä aikavälillä.
- **Kasvua lännestä.** Itämarkkinoiden osuus Aspon liikevaihdosta on pienentynyt merkittävästi ja yhtiö keskittyy kasvun saavuttamiseen länsimarkkinoilta. Länsimarkkinoille keskittyminen tuo vakautta liiketoimintaan ja liiketoiminnoilla on yhä varaa kasvaa huomattavasti Euroopassa.
- **Kasvuinvestointien keskellä.** Aspolla on meneillään merkittävä kasvuvaihe itämarkkinoilta vetäytymisen jälkeen. ESL Shippingissä kapasiteettia kasvatetaan ja vahvistetaan nykyisen coaster-alusten investointiohjelman ja tulevaisuudessa uusien handysize-alusten kautta. Telkossa kasvua ajaa yritysostot, joiden myötä yhtiön jalansija Manner-Euroopassa vankistuu. Kasvuinvestoinneissa onnistuminen tukisi merkittävästi osakkeen arvostusta.

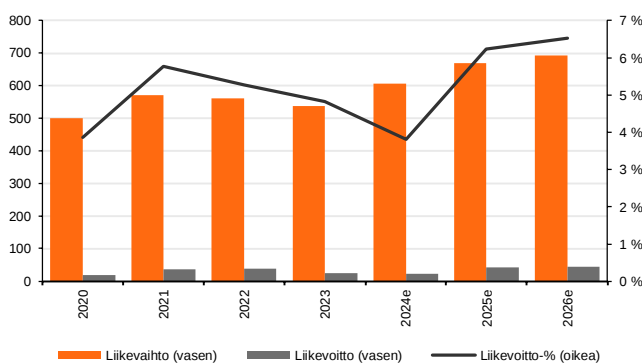
Ajurit

- **Yritysjärjestelyt.** Aspon strategisena tavoitteena on siirtyä kohti compounder-profiilia, jossa yritysjärjestelyillä on keskeinen merkitys arvonluonnissa. Yritysjärjestelyiden rooli korostuu Telkossa, jossa tavoitteena on kasvaa yritysostovetoisesti ja markkina on hyvin pirstaloitunut.
- **ESL:n pitkät sopimukset ja vihreän kasvun strategia.** Varustamotoiminnassa pitkät asiakassopimukset tuovat suojaa voimakkaasti heiluvia rahtien spot-hintoja vastaan. ESL:n panostukset ympäristöystävälliseen kalustoon tuo yhtiölle kilpailuetua vihreän siirtymän luomaan kysyntään.
- **Leipurin kannattavuuskäännö.** Leipurin kannattavuus on kääntynyt parempaan suuntaan ja potentiaalia on vieläkin parempaan operatiivisen tehostamisen ja yritysostojen myötä. Pysyvämpi kannattavuusparannus nostaisi liiketoiminnalle hyväksyttäviä arvostuskertoimia.

Riskit

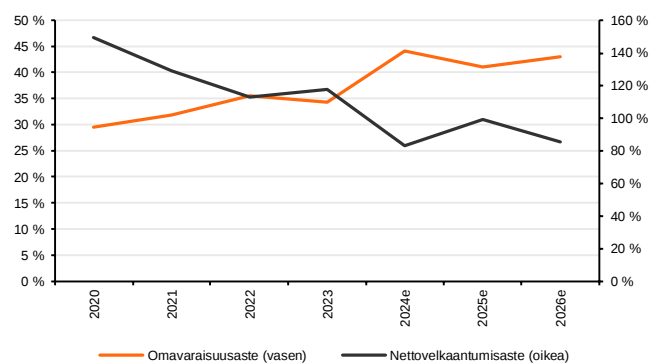
- **ESL herkkä makrotaloudelle.** Aspon tärkeimmän segmentin, ESL Shippingin tulos korreloi Itämeren talousalueen aktiviteetin kanssa. Talouskasvun hidastuminen heikentää segmentin ja koko konsernin tulosta.
- **Raaka-aineiden hintakehitys ja saatavuus.** Raaka-aineiden hinnoilla on keskeinen vaikutus etenkin Telkon ja Leipurin tuloskehitykseen. Raaka-aineiden äkilliset hinnankasvut heikentävät tulosta merkittävästi lyhyellä aikavälillä. Myös raaka-aineiden saatavuuteen voi liittyä riskiä esimerkiksi geopolitiittisten tekijöiden tai muiden toimitusketjun häiriöiden vuoksi.
- **Velkavipu.** Aspo käyttää liiketoiminnassaan kohtuullisen voimakasta velkavipua, joka lisää sijoituksen riskiprofiilia. Velkavipun johdosta tuloksenteon ja investoinneissa onnistumisten roolit korostuvat.

Vuosittainen liikevaihto ja -voitto



Lähde: OP Markets

Omavaraisuus- ja nettovelkaantumisaste

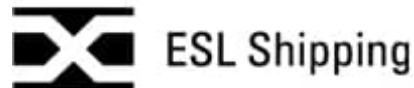


Lähde: OP Markets

Yhtiökuvaus



Aspo on aktiivinen teollinen omistaja, joka omistaa ja kehittää vahvoja yritysbrändejä eri toimialoilla. Aspon liiketoiminnot toimivat erikoisosaamista vaativilla liiketoiminta-alueilla, ovat keskeisessä asemassa asiakkaidensa arvoketjussa ja palvelevat B-to-B-asiakkaita. Konsernitoimintojen tavoitteena on tehostaa liiketoimintoja esimerkiksi tukitoimintojen, asiantuntijuuden ja rahoituksen osalta. Tällä hetkellä Aspon portfolioon kuuluu kolme yhtiötä: ESL Shipping, Telko ja Leipurin.



ESL Shipping on Itämeren johtava kuivia irtolasteja kuljettava varustamo. ESL:n kuljetukset perustuvat pääosin pitkiin asiakassopimuksiin ja merkittävimmät asiakkaat edustavat metsä- ja terästeollisuutta. ESL muodostaa merkittävän osan Aspo-konsernin tuloksesta.

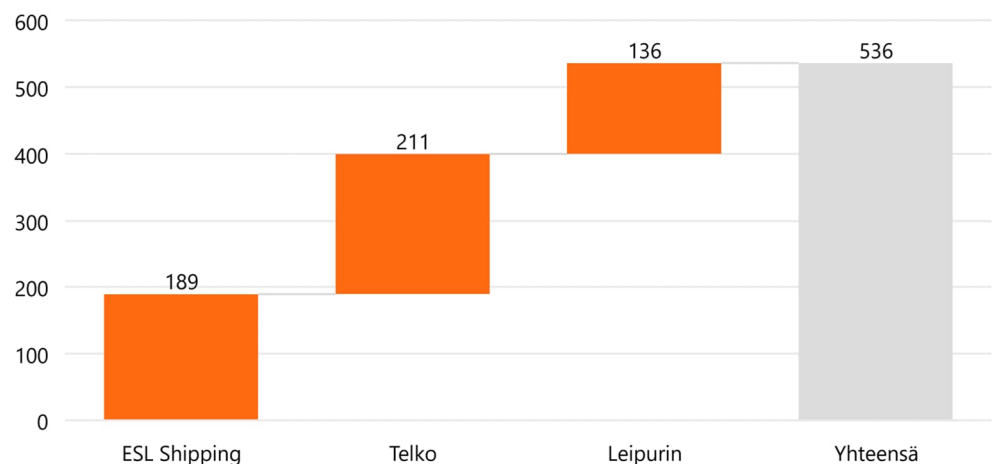


Telko on muoviraaka-aineiden, teollisuuskemikaalien ja voiteluaineiden jakelija sekä asiantuntija. Liiketoiminta perustuu kansainvälisten päämiesten edustuksiin sekä oman henkilöstön asiantuntijuuteen ja pitkäaikaisiin asiakassuhteisiin. Telkon osuus Aspon tuloksesta on huomattava.



Leipurin on elintarvikesektorin raaka-ainejakelija, joka toimii pääosin leipomo- ja konditoria-tuotteiden, elintarviketeollisuuden sekä kodin ulkopuolisen syömisen markkinoilla. Leipurin vaikutus Aspo-konsernin tulokseen on alhainen.

Aspon liikevaihdon jakautuminen (milj. euroa, 2023)



Lähde: Aspo, OP Markets

Historia

Aspon historia ulottuu aina vuoteen 1929, jolloin Asunto-osakeyhtiöiden Polttoaine Osuuskunta aloitti toimintansa maahantuomalla taloyhtiöiden keskuslämmityksessä tarvittavaa koksia. Toiminta laajeni vähitellen kuljetuksiin, laivanvarustukseen ja kemikaalien jakeluun. Yhtiö hankki ensimmäisen aluksensa vuonna 1949 ja kemikaaliosaston perustaminen aloitettiin 1960-luvun lopulla. 1970-luvulla Aspon toiminta laajeni myös elektroniikkaan. Vuoden 1999 lopulla yhtiö jakautui kahdeksi itsenäiseksi pörssiyhtiöksi, teollisuuden logistiikkapalveluihin keskittyväksi Aspoksi sekä elektroniikkaan keskittyväksi Aspocompiksi. Vuonna 2008 Aspo osti Kauko-Telko Oy:n Keskolta, mikä nosti yhtiön uuteen kokoluokkaan ja nykymuotoinen Aspo muodostui.

Liiketoimintamalli ja strategia

Pitkän ja monivaiheisen historian jäljiltä Aspo on viime vuosina siirtynyt entistä enemmän aktiiviseksi teolliseksi omistajaksi, jonka toiminta tähtää konserniin kuuluvien liiketoimintojen arvонуontiin. Aspo kehittää omistamiaan liiketoimintoja pitkäjänteisesti ja tukee niitä muun muassa strategioiden kehittämisessä, vastuullisuudessa, rahoituksessa sekä valituissa asiantuntija- ja tukipalveluissa, kuten yritysjärjestelyissä ja lakitoiminnoissa. Tällä hetkellä Aspolla on portfolioissaan kolme erilaista liiketoimintoa, jotka kaikki toimivat omina segmentteinä: ESL Shipping, Leipurin ja Telko. Kaikki yhtiöt toimivat erikoisosaamista vaativilla liiketoiminta-alueilla ja palvelevat B-to-B-asiakkaita teollisuudessa. Omistetut yhtiöt tähtäävät markkinajohtajuuteen omilla markkinoillaan.

Aspo julkaisi päivitetyn strategiansa 14.5.2024 järjestämässään pääomamarkkinapäivässä. Aspon strategiana on toimia aktiivisena omistajana ja maksimoida nykyisen portfolion arvoa. Tässä keskeisessä roolissa on onnistunut pääomien allokointi, eli ohjata pääomaa sinne, mistä on odotettavissa paras tuotto. Aspon osalta olennaista on myös kehittää liiketoimintoja ja auttaa niitä kasvamaan. Arviomme mukaan Aspo pyrkii tulevaisuudessa osallistumaan yhä aktiivisemmin omistettujen liiketoimintojen tukemiseen. Tämä tarkoittaa perinteisten tukitoimintojen lisäksi aiempaa vahvempaa ja monipuolisempaa tukea esimerkiksi yritysjärjestelyissä ja liiketoimintojen strategioiden kehityksessä. Jokaisella omistetulla liiketoiminnalla on näkemyksemme mukaan hyvin kokenut ja toimialan ydinosaamista omaava johto, ja Aspon tehtävänä onkin varmistaa, että operatiivisen johdon resurssit pystytään hyödyntämään optimaalisesti arvонуonnin näkökulmasta.

Pitkäjänteisyydestä huolimatta, monialayhtiöiden omistamien liiketoimintojen portfolio muuttuu tasaisesti, niin liiketoimintojen ostamisen kuin myyntien seurauksena. Nykyisessä markkinaympäristössä emme odota nykyisen rakenteen muuttuvan merkittävästi, mutta keskipitkällä aikavälillä tunnistamme mahdollisuuksia niin divestointeihin kuin uusien liiketoimintojen ostamiseen. Pidämme todennäköisenä, että hieman pidemmällä aikavälillä Aspon portfolio kasvaa ainakin yhdellä uudella liiketoiminnolla, mutta lyhyellä aikavälillä yhtiön fokus on mitä todennäköisimmin nykyisten liiketoimintojen kehittämisessä.

Suurin muutos päivitetystä strategiassa kohdistui yhtiön pitkän aikavälin rakenteeseen, sillä tulevaisuudessa Asposta on tarkoitus muodostaa kaksi erillistä yhtiötä: Aspo Infra ja Aspo Compounder. Tämän portfoliovision toteutuessa ESL Shipping kuuluisi Aspo Infraan ja Telko sekä Leipurin Aspo Compounderiin. Jakautumisen suunnittelu on näkemyksemme mukaan loogista, sillä Aspon nykyisten liiketoimintojen profiilit ja strategiat poikkeavat toisistaan melko suuresti. ESL Shipping etenee kohti vakaampaa tuloskehitystä supramax-alusten myynnin jälkeen, ja kasvua ajaa etenkin vihreä siirtymä sekä Pohjoismaiden tulevat teollisuusinvestoinnit. Telkossa strategia nojaa vahvasti yritysostoihin ja markkinan konsolidointiin. Leipurin on vielä matkalla kohti kannattavuuspotentiaalin lunastamista, mutta myös siellä on mahdollisuuksia luoda arvoa yritysjärjestelyillä. Lisäksi ESL:n käyttöomaisuuden investointitarpeet ovat huomattavasti Telkon ja Leipurin vastaavia korkeammat. Lyhyellä aikavälillä Aspon rakenne säilyy kuitenkin ennallaan ja mahdollinen jakautuminen tapahtuisi arviomme mukaan aikaisintaan vuonna 2028.

Tulevien rakenteellisten muutosten myötä Aspo päivitti hieman myös johtamismalliaan. Muutosprosessin aikana Aspo keskittyy liiketoimintastrategioiden onnistuneeseen toteuttamiseen ja taloudellisen kehityksen parantamiseen. Aspo johtaa siirtymää uudella johtamismallilla, joka keskittyy liiketoimintakohtaisiin katsauksiin ja on Aspon hallituksen ohjaama. Aiemmin jokaista erillistä yhtiötä on johdettu oman hallituksen kautta. ESL Shipping on poikkeus uudessa mallissa, ja sitä johdetaan jatkossakin oman hallituksen kautta, mikä johtuu vähemmistöomistuksesta.

Aspon uudessa strategiassa kasvu on nostettu aiempaa selvemmin keskiöön. Tätä heijastelevat myös päivitetty taloudelliset tavoitteet, jotka ovat varsin kunnianhimoiset kasvun suhteen. Lisäksi uusi osinkopolitiikka linkittyy voimakkaammin tuloskehitykseen ja huomioi paremmin kasvuinvestointien vaatimat rahoitustarpeet. Tämä on näkemyksemme mukaan erityisen hyvä tarkennus strategiseen fokukseen ja kuvaa Aspon priorisointia pääoman allokoinnin suhteen.



Portfoliovisio tuo arvon paremmin esiin

Pidämme Aspon pääomamarkkinapäivässä julkaisemaa portfoliovisiota kaikin puolin järkevänä, sillä nykyiset liiketoiminnot poikkeavat toisistaan merkittävästi, ja siten arviomme mukaan liiketoimintojen arvot jäävät hieman piiloon nykyisessä rakenteessa. Aspon tavoitteena on toteuttaa rakenteellinen muutos ennen kuin yhtiö täyttää 100 vuotta vuonna 2029. Lopullista toteutustapaa ei vielä ole lyöty lukkoon, vaan tämä tarkentuu lähempänä toteutusajankohtaa ja tavoitteena on maksimoida arvo osakkeenomistajille. Mahdollisia toteutustapoja ovat muun muassa jakautuminen, listaaminen sekä täysi tai osittainen myynti. Toteutusajankohtaan taas vaikuttavat kasvuinvestoinnit, markkinatilanne ja liiketoimintojen taloudellinen kehitys.

Aspon portfoliovisio:
Kaksi erillistä yritystä
ennen kuin Aspo
täyttää 100 vuotta
vuonna 2029



Lähde: Aspo

Taloudelliset tavoitteet

Aspon pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet (2024–2028) pysyivät lähes muuttumattomina, mutta niitä mukautettiin huomioimaan paremmin yhtiön compounder-strategia ja kasvuinvestointien rahoittaminen.

Aspon päivitetty pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet ovat:

- Liikevaihdon vuosikasvu 5–10 % (Tavoiteltu vähimmäiskasvu)
 - o Miljardin euron liikevaihto vuoteen 2028 mennessä
- EBITA 8 % (aiemmin: EBIT)
 - o Telko 8 %
 - o Leipurin 5 %
 - o ESL 14 %
- Oman pääoman tuotto yli 20 %
- Nettovelan suhde vertailukelpoiseen käyttökatteeseen alle 3x (aiemmin: nettovelkaantumisasaste alle 130 %)

Aspon tavoitteena on miljardin euron liikevaihto vuoteen 2028 mennessä, mikä toteutuessaan tarkoittaa liikevaihdon liki kaksinkertaistumista strategiakauden aikana (2023: 536). Liiketoiminnoittain 2028 liikevaihtopyrkimys on jaettu seuraavasti: ESL Shipping > 300 miljoonaa euroa, Telko > 500 miljoonaa euroa ja Leipurin > 200 miljoonaa euroa. Kuluvan vuoden H1:n päätteeksi Aspo Infran viimeisen 12 kuukauden liikevaihto on noin 200 miljoonaa euroa (ESL) ja Compounderin noin 350 miljoonaa euroa. Tavoitteen saavuttamisen arvioidaan edellyttävän noin 350–400 miljoonan euron kumulatiivisia investointeja vuosina 2024–2028, jotka jakautuvat arviolta puoliksi Aspo Infran ja Aspo Compounderin kesken. Liikevaihdon vuotuinen kasvutavoite (5–10 %) muutettiin minimitaloitteeksi. Tämä on loogista, sillä miljardin euron liikevaihdon saavuttaminen strategiakauden aikana vaatii reilun 13 prosentin keskimääräistä vuosikasvua.

Kannattavuustavoitteessa keskeinen muutos on liikevoiton (EBIT) muuttaminen liikevoitoksi ilman aineettomien hyödykkeiden poistoja (EBITA), yrityskaupoista johtuvien aineettomien poistojen vaikutuksen hillitsemiseksi. Samalla yhtiö päivitti myös kuluvan vuoden ohjeistuksen vastaamaan tätä muutosta ja uudessa ohjeistuksessa Aspo arvioi vertailukelpoisen EBITAn ylittävän 32 miljoonaa euroa (aik. vertailukelpoinen EBIT yli 30 milj. euroa). Kannattavuustavoitteet itsessään säilyivät käytännössä muuttumattomina. Aspo tavoittelee strategiakauden päätteeksi 8 prosentin EBITA-marginaalia. Yhtiön tavoittelema kannattavuusparannus tulee useasta lähteestä. Yksi keskeisimmistä elementeistä on luonnollisesti liikevaihdon kasvu, joka tuo skaalaetuja ja vahvistaa myynnin rakennetta, minkä seurauksena kasvun tulisi valua entistä tehokkaammin tulosriveille saakka. Toinen osa on kaupalliset toimet, jotka koostuvat muun muassa hinnoittelusta ja myynnin rakenteen optimoinnista. Kolmantena elementtinä on operatiivisen tehokkuuden vahvistuminen esimerkiksi toimitusketjun tehokkuuden, prosessien kehittämisen ja automaation kautta. Viimeisenä osana marginaaliparannusta on kustannussäästöt, joita Aspo voi saavuttaa muun muassa kasvun tuomien skaalaetujen ja yleisen kustannuskurin myötä.

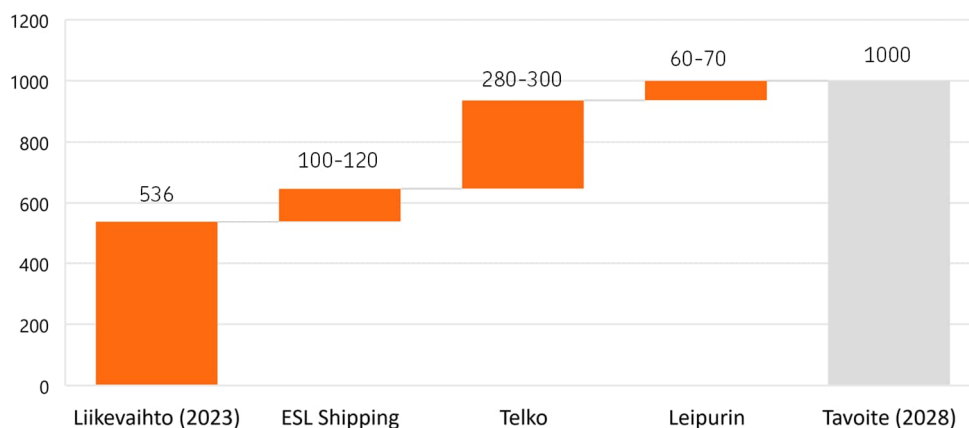
Nettovelkaantumisasastetta koskeneen tavoitteen sijaan jatkossa tavoitellaan nettovelan ja vertailukelpoisen käyttökatteen suhteen tasoa alle 3,0x. Tavoitteen taustalla on pyrkimys hallita kasvun rahoitusta suhteessa taloudellisen suorituskyvyn kehittymiseen. Aspo on historiallisesti käyttänyt melko voimakasta velkavipua ja odotamme maltillisempaa velkavivun käyttöä jatkossa muuttuneen korkoympäristön johdosta. Aspon liiketoiminnan luonne huomioiden tavoiteltu taso on näkemyksemme mukaan hyväksyttävä, vaikka korot eivät nykyisiltä tasoilta laskisikaan.

Myös osinkopolitiikkaa päivitettiin. Aspo pyrkii edelleen maksamaan kasvavaa osinkoa, kuitenkin siten, että jaettava osinko vastaisi vuosittain enintään 50 prosenttia nettotuloksesta. Pidämme päivitettyä osinkopolitiikka positiivisena, sillä Aspon liiketoiminnan keskiössä on tehokas pääomien allokointi ja nykyisten merkittävien kasvuinvestointien keskellä yhtiön on mielestämme järkevää priorisoida kasvua voitonjaon sijaan.

Taloudelliset tavoitteet olivat kokonaisuutena pitkälti odotustemme mukaisia. Kunnianhimoiset kasvutavoitteet eivät tulleet yllätyksenä, sillä Telkon strateginen intressi markkinan konsolidointiin on ollut tiedossa, kuten myös ESL:n mittavat investointiaikeet. Syvennymme segmenttikohtaisiin tavoitteisiin tarkemmin raportin myöhemmissä osioissa.

Valtaosa tavoitellusta liikevaihdon kasvusta tulee Telkosta

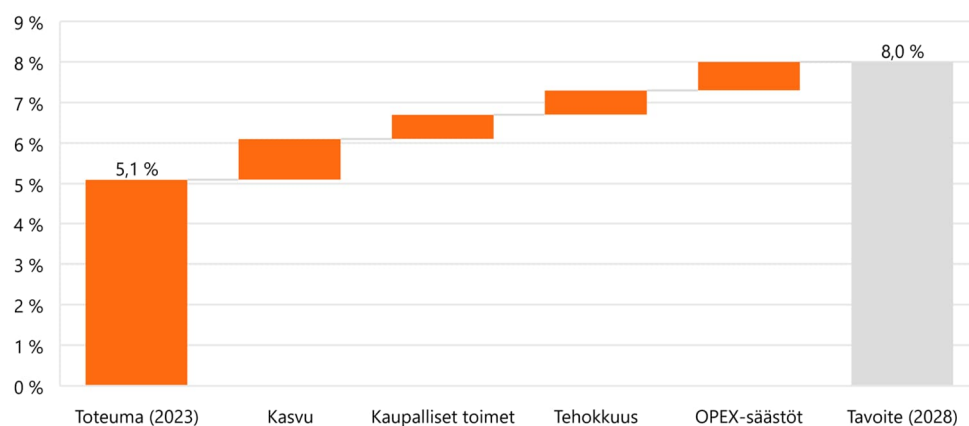
Strategiakauden kasvutavoitteen jakautuminen, milj. euroa



Lähde: Aspo, OP Markets

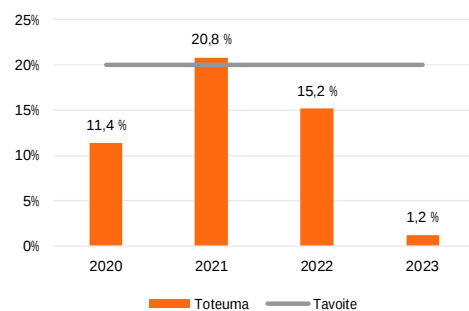
Tavoiteltu EBITA-parannus tulee useasta eri lähteestä

EBITA-marginaalin parantumisen lähteet



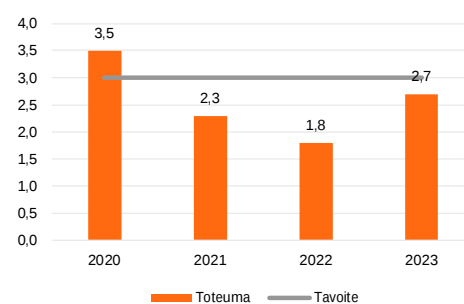
Lähde: Aspo, OP Markets

Oman pääoman tuotto (toteuma vs. tavoite)



Lähde: Aspo, OP Markets

Nettovelan suhde vertailukelpoiseen käyttökatteeseen



Lähde: Aspo, OP Markets

*Hybridilaina ei sisälly vieraaseen pääomaan

ESL Shipping – vakautta ja vastuullisuutta merellä

ESL Shipping on Itämeren johtava kuivia irtolasteja kuljettava varustamo, jonka historia ulottuu vuoteen 1949 asti. Historiallisesti tarkasteltuna ESL on ollut Aspon merkittävin segmentti tuloksenteon näkökulmasta. Vuonna 2023 ESL:n osuus koko konsernin vertailukelpoisesta liikevoitosta oli 70 prosenttia. Ennusteissamme tulos tulee tänä vuonna kasvamaan vertailukaudesta, mutta suhteellinen osuus konsernin tuloksesta kuitenkin laskee Telkon tekemien yrittösten myötä.

ESL:n strategian keskeisenä tavoitteena on olla vastuullisen merenkulun edelläkävijä ja luoda infraa pohjoismaisen teollisuuden vihreän siirtymän mahdollistamiseksi. Yhtiön toiminnan ytimessä ovat luotettavat tuote- ja raaka-ainekuljetukset ympäri vuoden. Varustamo tarjoaa myös erityispalveluna lastauksia ja kevennyksiä merellä suuremmille valtamerialuksille, joiden on haastavaa tai mahdotonta ajaa mataliin satamiin. Käsityksemme mukaan kyseisten palveluiden tuoma liikevaihto on kuitenkin toistaiseksi vähäistä ja vuositasolla vain joitakin miljoonia. ESL:llä on erittäin kunnianhimoiset ESG-tavoitteet ja tunnistamme vastuullisuuden eri osa-alueilta tuovan yhtiölle erinomaisen mahdollisuuden kilpailuedun luomiseen tulevaisuudessa. ESL on arviomme mukaan tällä hetkellä vahva, tiivistä yhteistyötä teollisuusyhtiöiden kanssa tekevä niche-toimija Pohjois-Euroopan markkinalla. Yhtiön keskeisimmät kilpailuedut ovat näkemyksemme mukaan toimintaympäristöön sopiva kalusto, pitkä historia toimialalla sekä pitkäaikaiset asiakassuhteet.

ESL operoi pääasiassa Itämeren, Pohjanlahden ja Pohjanmeren sopimusliikenteessä, mutta kuljetuksia hoidetaan tämän lisäksi myös laajemmalla alueella Länsi-Euroopan satamissa aina Espanjaan ja Portugaliin asti. Yhtiöllä on neljä toimipistettä Itämeren ja Pohjanlahden alueella; Suomessa Helsingissä ja Raahessa sekä Ruotsissa Ystadissa ja Luulajassa.

ESL:n merkittävimmät asiakkuussektorit ovat kaivos-, metsä-, teräs- ja kemianteollisuus sekä energia-ala. Yhtiöllä on pitkäaikaisia asiakkuuksia kaikilta edellä mainituilta teollisuuden aloilta. Suurin osa liikevaihdosta (noin 80 %) koostuu käsityksemme mukaan sopimusliikenteestä pohjoismaisten teollisuusasiakkaiden kanssa. Pitkäaikaiset sopimukset tuovat ESL:n liiketoimintaan ennustettavuutta ja tasaisuutta verrattuna perinteiseen spot-markkinoilla operoivaan varustamoon.

ESL:n merkittävin kilpailija yhtiön päämarkkina-alueella on hollantilainen Wagenborg, joka toimii kansainvälisessä merilogistiikassa noin 200 aluksen kalustolla. Wagenborgin liikevaihto oli vuonna 2022 960 miljoonaa euroa, ja on näin ollen kokoluokaltaan selvästi ESL:ää suurempi. Käsityksemme mukaan Wagenborgilla on Itämeren liikenteessä vahva asema erityisesti metsäteollisuuden tuotteiden logistiikassa, kun taas ESL on kilpailijaansa edellä metallien sekä kaivosteollisuuden tuotteiden kuljetuksissa. Muita merkittäviä kilpailijoita ovat saksalainen Navalis Shipping sekä hollantilaisen Spliethoff-ryhmän varustamot. Edellä mainitut kilpailevat käsityksemme mukaan ESL:n kanssa myös metsäteollisuuden tuotteiden kuljetuksista. Kotimaisista kilpailijoista merkittävin toimija on Meriaura, joka kilpailee pääosin pienemmän kokoluokan coaster-aluksissa. Meriaura on kuitenkin kokoluokaltaan selvästi ESL:ää pienempi toimija (2023 liikevaihto 66 milj. euroa).

Esimerkkejä ESL Shippingin merkittävimmistä asiakkaista.

Suurin yksittäinen asiakkuus (SSAB) tuo arviomme mukaan yli 10 % ESL:n liikevaihdosta.

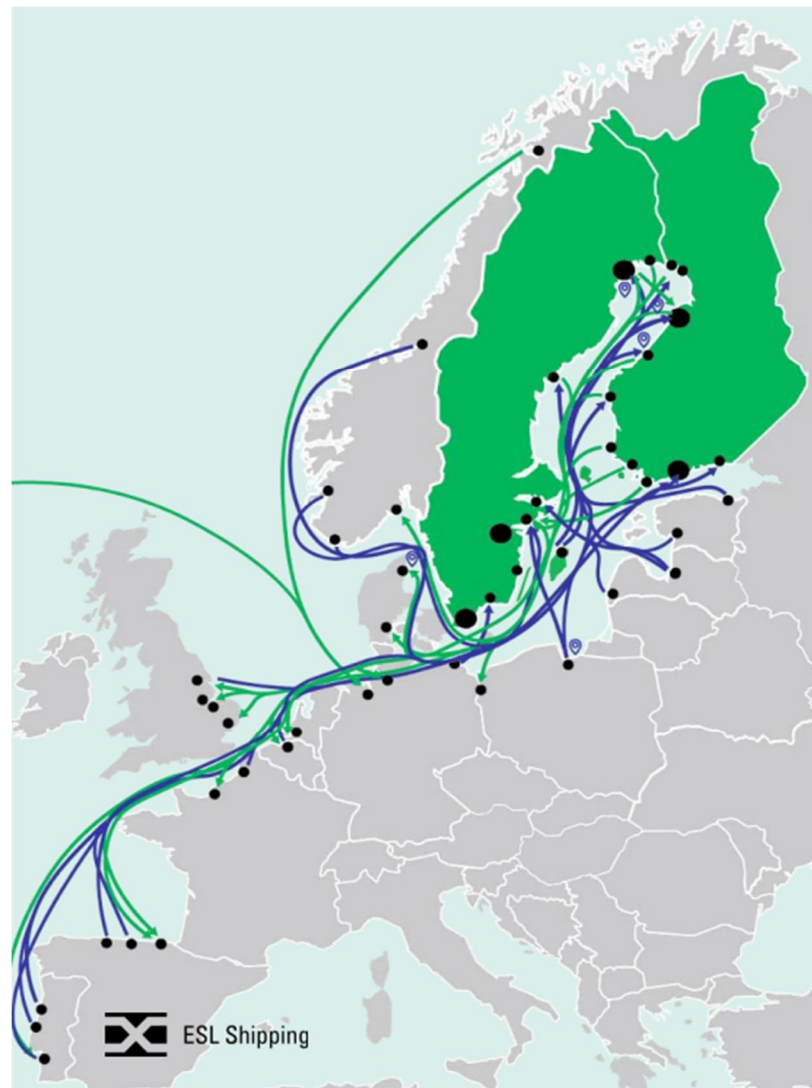


Kaluston kautta tarkasteltuna liikevaihto jakautui alusten välillä vuonna 2023 seuraavasti: coaster-luokan alukset toivat 94 miljoonaa euroa liikevaihtoa, handysize-alukset 79 miljoonaa euroa, ja 17 miljoonaa euroa muodostui tänä keväänä kalustosta poistuneiden supramax-alusten kuljetuksista. Coaster- ja handysize-alusten kuljettamista tuotekategoriosta tonneissa mitattuna merkittävimmät olivat kaivosteollisuuden tuotteet ja mineraalit (yli 50 %), joiden lisäksi kivihiiltä/koksia, metalleja, metsäteollisuuden tuotteita sekä energiahiiltä kuljetettiin suuria volyymeja.

Yhtiön kuljettamien tuotekategorioiden näkymät ovat pidemmällä aikavälillä pääsääntöisesti positiiviset – parhaimmat näkymät ovat terästeollisuuden kierrätysmetalleilla, joiden kysynnän odotetaan voimistuvan kierrätysvaatimusten kasvun tukemana. Metsäteollisuuden tuotteet puolestaan hyötyvät, kun muovin tilalle pyritään löytämään enenevissä määrin esimerkiksi puupohjaisista materiaaleista korvaavia raaka-aineita. Metsä- ja terästeollisuuden tuotteiden kuljetusvolyymien näkymät ovat yleisesti ottaen ESL:n perspektiivistä positiiviset yhtiön markkina-alueella suunnitteilla olevien investointien myötä. Tuotekategorioiden joukossa laskevaa kehitystä voidaan odottaa erityisesti energiahiilen kuljetusmääritä, kun fossiilisia polttoaineita korvataan pidemmällä aikavälillä yhä enemmän uusiutuvilla energianlähteillä.

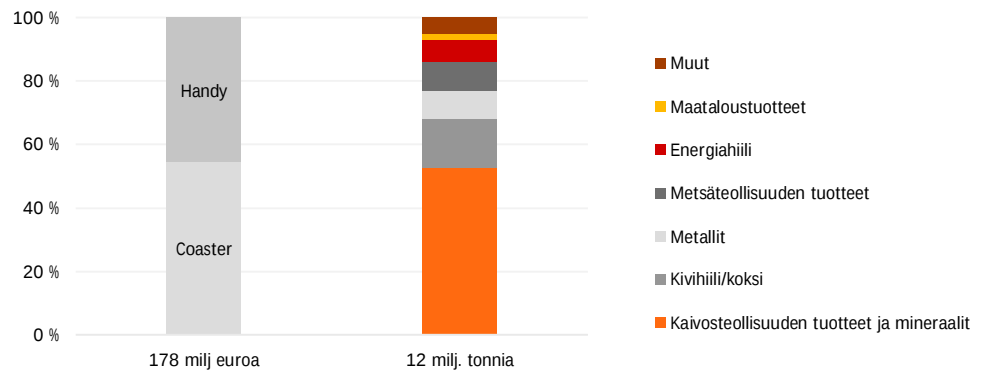
**ESL Shippingin
operointi painottuu
Pohjanlahdelle,
Itämerelle sekä
Pohjanmerelle.**

**Yhtiön toiminta ulottuu
kuitenkin myös
laajemmalle alueelle
läntisen Euroopan
satamissa aina
Portugaliin ja
Espanjaan asti.**



Kuvan lähde: Aspo CMD 2024

ESL Shippingin liikevaihto alustyypeittäin ja toimitukset hyödykelajeittain (2023)



Lähde: OP Markets, Aspo, ESL Shipping

Tuloskehitys heilunut – supramax-alusten myynti vähentää volatilitteettia

ESL Shippingin tulostaso on menneinä vuosina heilunut melko voimakkaasti, mitä on selittänyt toimialalle tyypillisesti liiketoiminnan kehityksen vahva yhteys makrotalouden suhdannekehitykseen. Volatilitteetti on kuitenkin ollut selvästi keskimääräistä kuivarahtitoimijaa matalampaa pitkien asiakasopimusten johdosta, mutta yhtiö pyrkii jatkossa entistäkin vakaampaan tuloksenteeseen. Supramax-alusten myynti tulee lisäämään ESL:n tuloksenteon vakautta tulevaisuudessa.

Vuosina 2021 ja 2022 ESL:n tulokunto oli erittäin vahva, kun rahtimarkkinan aktiviteetti oli poikkeuksellisen vilkasta. Sijoittajien on kuitenkin hyvä huomioida, että nämä vuodet eivät kuvasta markkinan normaalia tilaa ja ESL Shipping hyötyi muiden varustamojen tapaan kysynnän poikkeuksellisen voimakkaasta kasvusta. Vuonna 2022 ESL:n EBITA-marginaali kohosi yli 15 prosenttiin. Vuonna 2023 ESL:n kannattavuus kuitenkin notkahti 9,5 prosenttiin, kun selvästi heikentynyt talousympäristö ja kohonneet korot vaikuttivat myös ESL:n asiakkaiden kuljetusvolyymeihin, mikä painoi tuloskehitystä. Vuoden 2024 alkupuolisko on ollut hieman kaksijakoinen. Q1 oli erittäin haastava Suomen poliittisten lakkojen sekä talven ankarien jääolosuhteiden myötä. Q2:lla tulos parantui rohkaisevasti, vaikka teollisuuden kuljetuskysyntä on yhä varsin maltillisella tasolla. Mielestämme lähihistorian tulostaso on antanut kuitenkin vankan viestin sijoittajille siitä, että ESL pystyy saavuttamaan noin 10 prosentin EBITA-marginaalin erittäin haastavassa markkinaympäristössä. Tämä antaa näkemyksemme mukaan varsin hyvän selkänöjan tulevaisuuden tuloskehitykselle ja arvioimme kannattavuuden vakiintuvan jatkossa entistä korkeammalle, kun yhtiön kalusto uudistuu ja altistuminen spot-markkinalle pienenee.

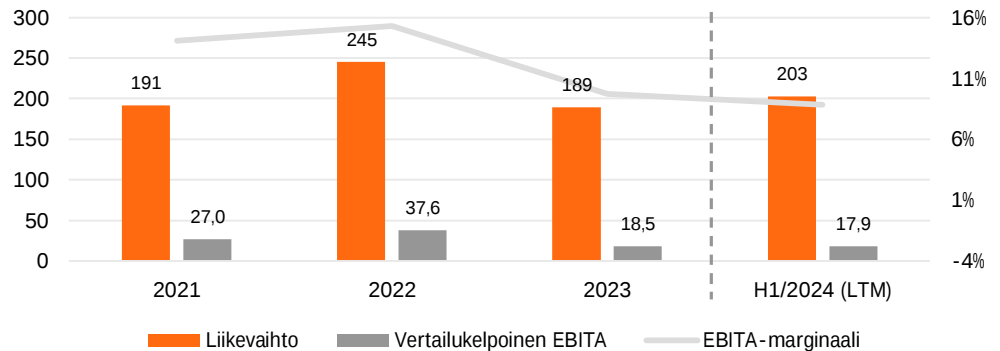
Yhtiö on pyrkinyt saavuttamaan tasaisemman tulospöfiilin muun muassa solmimalla pitkiä asiakasopimuksia sekä toisaalta parantamalla pienten alusten (coaster) kannattavuutta. Pienissä aluksissa tulosta ovat menneinä vuosina painaneet kalliimmat aikarahdatut alukset, joiden suhteellinen osuus kuitenkin on koko ajan vähenemään päin uusien alusinvestointien myötä. Pitkät sopimukset puolestaan takaavat yhtiölle tasaisemman tulovirran – ideaalitalanteessa yhtiö pyrkii käsityksemme mukaan solmimaan vähintään 10 vuoden mittaisia sopimuksia, mutta nykyisessä sopimusportfoliossa on hajontaa maturiteettien osalta molempiin suuntiin.

Merkittävä askel volatilitteetin suitsimiseksi otettiin tämän vuoden maaliskuussa, kun yhtiö tiedotti allekirjoittaneensa aiesopimuksen supramax-alusten myynnistä turkkilaiseen merenkulku- ja logistiikka-alan HGF Denizcilik Limited Sirket -konserniin kuuluville yhtiöille 37,1 miljoonan euron kauppahinnalla. Suprien divestoinnilla tulee jatkossa olemaan tuloksen volatilitteettia laskeva vaikutus, sillä alukset ovat operoineet pääosin spot-markkinassa. Jatkossa kaluston rungon muodostavat coaster- ja handysize-luokan alukset.

Käsityksemme mukaan volatilitteetista ei kuitenkaan pääse täysin eroon, sillä tähän vaikuttaa muun muassa liiketoiminnan luontainen kausivaihtelu – kesäkaudella sopimusperusteisten kuljetusten volyymi on talvea matalammalla tasolla, jolloin yhtiö operoi enemmän spot-markkinalla. Kuitenkin perinteisiin rahtitoimijoihin verrattuna ESL:n tuloskehitys on huomattavasti tasaisempaa.

Kokonaisuutena näemme ESL:n olevan menossa oikeaan suuntaan, ja yhtiön profiili muovautuu uuden strategian mukaisesti yhä enemmän infrasijoituksen suuntaan. Tästä vahvana signaalina toimii myös OP Suomi Infran ja Varman investointi ESL:n vähemmistöosuuteen. Jo tehtyjen sekä tulevien toimenpiteiden myötä yhtiön tulos jää vahvassa suhdanteessa hieman aiempaa maltillisemmaksi, mutta toisaalta heikommassa markkinaympäristössä tulos säilyy totuttua vahvempaan.

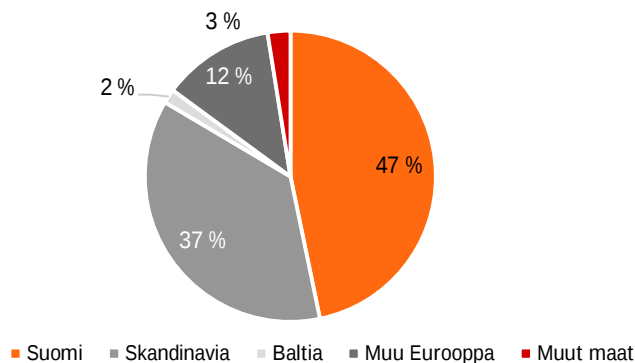
ESL Shippingin liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Lähde: OP Markets, Aspo

ESL Shippingin liikevaihdon maantieteellinen jakauma asiakkaiden sijainnin perusteella.

ESL Shippingin liikevaihdon maantieteellinen jakauma (H1/24)



Lähde: Aspo, OP Markets

Polttoaineklausuulit ja tonnistoverotus alan erityispiirteitä

ESL käyttää rahtisopimuksissaan polttoaineklausuuleja, jotka tasaavat polttoaineiden hintavaihteluiden vaikutusta tulokseen. Polttoaineen hinnan nousu kasvattaa klausuulien myötä ESL:n liikevaihtoa ja heikentää liikevoittomarginaalia, ja hinnan lasku puolestaan aiheuttaa päinvastaisen reaktion. Polttoaineen määrä on sopimuksissa vakio ja näin ollen hinnan muutos on ainoa asiakkaan maksamaan korvaukseen vaikuttava tekijä. Poikkeuksellisen haastavissa olosuhteissa, kuten raskaissa jääoloissa, aluksen kulutus voi kasvaa normaalia suuremmaksi ja tällä voi olla toiminnan kannattavuutta alentava vaikutus. Klausuuleilla ei ole siis tarkoitus tehdä rahaa suuntaan eikä toiseen, ja käytännössä ESL kantaa riskin polttoaineen kulutuksesta ja asiakas hinnasta.

ESL:n kohdalla toinen erityispiirre koskee verotusta. Suomessa ja Ruotsissa yleisesti verovelvollinen, kansainvälistä meriliikennettä harjoittava varustamo voi valita liiketoiminnan tuottaman voiton verottamisen sijaan alusten vetoisuuteen perustuvan tonnistoverotuksen tonnistoverokaudeksi. Näin ollen ESL Shippingin ja sen tytäryhtiön AtoB@C Shippingin toimintaa verotetaan tonnistoverolain mukaan, mikä alentaa merkittävästi yhtiön efektiivistä verokantaa, joka on arviomme mukaan hyvin lähellä nollaa. Aspo-konsernin efektiivinen verokanta vuonna 2023 oli 2 prosenttia (2022: 5 %). Viime vuonna veroaste oli poikkeuksellisen alhainen, mikä johtui Leipurin ostaman Kobian myynti- ja takaisinvuokrastransaktiosta, josta saadut myyntivoitot olivat pääosin verovapaita.

Kalusto muovautumassa uuteen asentoon

Vuosi 2018 oli ESL Shippingille merkittävä, kun se osti ruotsalaisen AtoB@C-varustamon 30 miljoonalla eurolla, mikä nosti yhtiön uuteen kokoluokkaan. Yrityssostohetkellä ESL:n liikevaihto tuplaantui ja myötävaikutti yhtiön aseman vahvistumiseen erityisesti pienempien alusten luokassa. AtoB@C:llä oli kaupantekohetkellä käytössään yhteensä 30 alusta, joiden kantavuudet olivat 4000-6000 tonnia kuollutta painoa (DWT). Kaupassa ESL:lle siirtyi 6 täysin omistettua kuivarahtialusta, 2 vähemmistöomistettua alusta ja 22 aikarahdattua alusta.

ESL:n kalusto on muovautumassa uuteen asentoon, kun uusia coaster-luokan aluksia toimitetaan asteittain yhteensä 12 kappaletta vuoden 2026 loppuun mennessä, ja samalla spot-markkinalla operoineet supramax-alukset ovat jo poistuneet kalustosta alkuvuoden aikana. Suprien divestoinnin sekä uusien coaster-toimitusten myötä kalusto tulee käsittämään tämän vuoden lopussa arviomme mukaan 44 alusta, sisältäen 31 coaster-alusta (4000-6000 DWT), 7 handysize-alusta (13 000-25 000 DWT), 4 proomua (14 000 DWT) ja 2 puskijaa (400 DWT). Supramax-alusten (56 000 DWT) poistumisen myötä aluskanta on painottuu yhä selkeämmin pienempiin aluksiin.

ESL:n koko nykyinen kalusto on jäävahvistettua ja omaa vähintään 1A-jääluokan. Viidellä handysize-aluksella ja puskuproomukalustolla on 1A Super-jääluokitus. Kalusto sopii näin ollen erittäin hyvin haastaviin Pohjois-Euroopan olosuhteisiin. ESL:n kaluston keski-ikä kuluvan vuoden coaster-toimitukset huomioiden on noin 15 vuotta (pl. proomut ja puskijat). Tämä pitää sisällään yhtiön vuokraamat aikarahdatut alukset, jonka vuoksi näkyvyys omistetun kaluston ikärakenteeseen on rajoittunut – arviomme mukaan tämä ei kuitenkaan merkittävästi eroa kokonaisuudesta. Alusten käyttöiän yläraja on käsityksemme mukaan noin 30 vuotta, jonka jälkeen vakuutustekniset syyt rajoittavat käyttöä merkittävästi. Useimmiten yli 25-vuotiaat alukset alkavat kuitenkin olla käyttöiän ja vakuutusten puolesta jatkoajalla, joten siinä vaiheessa korvaavien alusten hankkiminen tulee ajankohtaiseksi.

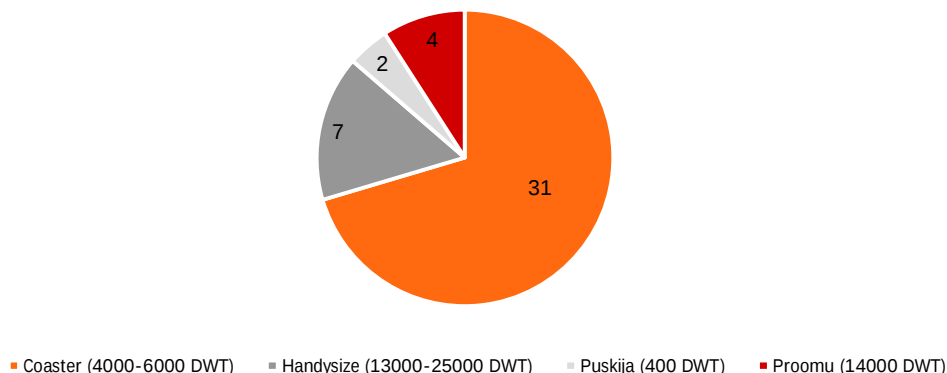
Kuluvan vuoden ensimmäisen vuosipuoliskon lopun kalustosta 17 oli aikarahdattuja, 2 vähemmistöomistettuja, ja loput 23 täysin ESL:n omistamia, joiden yhteen laskettu kantavuus on kaikkiaan 337 tonnia kuollutta painoa. Alusten omistusmuodon vaikutus kannattavuuteen on luonnollisesti huomattava. Kokonaan itse omistettujen alusten kannattavuus on merkittävästi vuokrattuja korkeampi, olettaen, että käyttöasteet ovat kohtuullisen korkeita. Vuokratuilla aluksilla ESL Shipping pystyy kuitenkin vastaamaan muuttuvaan kysyntään ja ne tarjoavat joustavuutta kokonaiskapasiteettiin. ESL pyrkii mitoittamaan aikarahdattujen alusten sopimukset siten, että ne vastaavat pituudeltaan mahdollisimman tarkasti asiakkaiden kanssa tehtyjä kuljetussopimuksia. Keskeinen ero itse omistettujen ja vuokrattujen alusten välillä on myös alusten miehityksessä ja huoltamisessa - vuokratuissa aluksissa miehitys- ja huoltovastuut ovat laivojen omistajilla.

Nykyisen kaluston rungon muodostavien coaster- ja handysize-alusten välillä merkittävin ero on käsityksemme mukaan koon lisäksi lastinkäsittelyyn liittyvät ominaisuudet – suuremmissa handysize-luokan aluksissa on nosturit, joiden ansiosta ne kykenevät itsenäiseen lastinkäsittelyyn sekä satamassa että merellä, millä on operoinnin tehokkuutta parantava vaikutus. Yhtä alusta lukuunottamatta pienemmissä coastereissa nostureita ei sen sijaan ole. Coaster-luokan uudet sähköhybridialukset edustavat teknologialtaan alan ehdotonta eliittiä – alukset pystyvät tarvittaessa kulkemaan pelkällä sähköllä noin 3 tuntia kerrallaan. Tarkoitus ei ole kuitenkaan varsinaisesti ajaa ainoastaan sähköön voimalla, vaan akkuteknologia toimii polttomoottoreiden tukena parantaen energiatehokkuutta, mikä mahdollistaa kuljetusten alhaisemmat päästötasot. Käsityksemme mukaan uusien alusten energiatehokkuus on ollut vähintään yhtiön odotusten mukaista, ellei jopa parempaa.

ESL:n kalusto painottuu määrällisesti pieniin ja keskisuuriin aluksiin.

Tulevat investoinnit kohdistuvat handysize-luokan aluksiin.

ESL Shippingin kalustojakauma alustyypeittäin vuoden 2024 lopussa



Lähde: OP Markets, Aspo

Coaster-investoinneissa hyödynnetään pooling-järjestelyä

Coaster-luokan alusten hankinta toteutetaan pooling-järjestelyllä, jossa ESL:n tytäryhtiö AtoB@C on tilannut kaikkiaan 12 sähköhybridialusta. Aluksista 6 on täysin ESL:n omia ja 6 ulkopuolisen sijoittajaryhmän omistamia. ESL vastaanotti ensimmäisen aluksen (M/S Electramar) viime vuoden joulukuussa. Seuraava alus vastaanotettiin huhtikuussa (M/S Stellamar), ja kolmas kesäkuussa (M/S Ecomar). Tämän vuoden aikana ESL:lle toimitetaan uudet alukset vielä syys- ja joulukuussa, ja loput saapuvat portaittain vuosien 2025-2026 aikana. ESL:n osuus investoinnin kokonaismäärästä on noin 70 miljoonaa euroa.

Pooling-järjestely on yleinen malli kansainvälisessä varustamoliiketoiminnassa. ESL vastaa sijoittajaryhmän omistamien alusten operoinnista, hoitaen teknisen ylläpidon sekä miehityksen, josta yhtiölle maksetaan sopimuksenmukainen palkkio. Käytännössä näiden alusten operointi tuo yhtiölle vähäriskisempää tulovirtaa, mutta omistettuja aluksia selkeästi matalammalla katetasolla. Toisaalta pääoman tuotto on parempi, sillä aluksiin ei sitouduta ESL:n eikä näin ollen myöskään Aspon pääomia.

M/S Electramar sai seurakseen toisen sähköhybridialuksen, kun M/S Stellamar toimitettiin tämän vuoden huhtikuussa.

Tänä vuonna yhtiölle toimitetaan kaikkiaan viisi coaster-luokan sähköhybridialusta.



Kuvan lähde: ESL Shipping

Vastuullisuus strategian keskiössä

Meriliikenteen ilmastotoimet tulevat lisääntymään enenevissä määrin, ja meriliikenne on osana EU:n päästökauppaa vaiheittain kuluva vuodesta alkaen. Tänä vuonna päästökaupan piiriin kuuluu 40 prosenttia päästöistä, ensi vuonna vastaavasti 70 prosenttia ja vuodesta 2026 eteenpäin päästöt huomioidaan päästökaupassa täysimääräisesti. Päästökaupan alaisuuteen tulevat bruttovetoisuudeltaan yli 5000 GT:n alusten matkat, jotka kuljettavat kaupallisesti rahtia tai matkustajia. Päästökaupan piiriin siirtyminen tulee lisäämään rahtiliikenteen operatiivisia kustannuksia, mutta nostaa myös rahdin hintaa. Käsityksemme mukaan ESL Shipping on toiminut päästökaupan osalta proaktiivisesti ja siirtänyt päästökaupan tuomat lisäkustannukset hintoihin asiakasopimusten puitteissa. Päästökaupan lisäksi EU:n meriliikenteessä veloitetaan käyttämään uusiutuvia ja vähäpäästöisiä polttoaineita. Vuodesta 2025 alkaen meripolttoaineen kasvihuonekaasuintensiteetin tulee vähentyä 2 prosenttia vuoteen 2020 verrattuna.

ESL:n tavoitteena on olla vastuullisen merenkulun edelläkävijä. Tärkeimpänä tavoitteena on vähentää hiili-intensiteettiä 50 prosentilla tonnimalia kohden vuoteen 2030 mennessä ja mahdollistaa hiilineutraalius vuoteen 2040 mennessä Science Based Targets-sitoumuksen tavoitteiden mukaisesti.

Vuonna 2023 ESL kuljetti lasteja yhteensä 12,6 miljoonaa tonnia (2022: 14,7) ja sen absoluuttiset hiilidioksidipäästöt vähenivät 7,4 prosenttia edellisvuoteen verrattuna. Varustamon siirtyminen fossiilivapaaseen merenkulkuun koostuu kolmesta osasta. Ensimmäisessä osassa tärkeässä roolissa ovat mahdollisimman tehokkaiksi suunnitellut alukset sekä voimalinjaratkaisut, jotka mahdollistavat erilaisten fossiilivapaiden polttoaineselektiivien käyttämisen (kuten e-metanoli, ammoniakki, uusiutuva diesel tai biokaasu) sekä esimerkiksi akkujen hyödyntämisen kulutuspiikkien vähentämiseksi. Toiseksi, merenkulun päästöjen vähentäminen vaatii uusiutuvien polttoaineiden tuotantoa teollisessa mittakaavassa, sillä nykyinen saatavuus niiden osalta on hyvin rajallista. Tämän johdosta ESL tavoittelee pitkäjänteistä yhteistyötä johtavien energiantoimittajien (mm. Neste) kanssa tarjotakseen tulevaisuudessa entistä vähähiilisempiä merikuljetuksia. Kolmantena tekijänä ovat asiakkaat, joiden tulee jakaa yhteinen visio vähäpäästöisestä merenkulusta. ESL:n asiakkaat edustavat teollisuutta, jossa päästöjen vähentäminen on keskeisessä osassa lähes kaikkien yritysten strategioissa. Näin ollen pidämme hyvin todennäköisenä, että asiakkaat ovat valmiita sitoutumaan vähäpäästöiseen meriliikenteeseen korkeammasta kustannuksesta huolimatta.

Käsityksemme mukaan tällä hetkellä koko ESL:n kalusto pystyy käyttämään Nesteen valmistamaa Marine (Co-processed) -meripolttoainetta, jonka uusiutuvalla osuudella voidaan saavuttaa jopa 80 prosenttia pienemmät kasvihuonepäästöt fossiiliseen polttoaineeseen verrattuna, kun huomioidaan polttoaineen koko elinkaari. Handysize-aluksista kaksi on LNG-käyttöisiä, ja niiden polttoaineen hiilidioksidipäästöt ovat noin 25 prosenttia pienemmät verrattuna perinteisiin meriliikenteen polttoaineita käyttäviin aluksiin. Kokonaisuutena LNG-käyttöisten alusten hiilidioksidipäästöt ovat yli 50 prosenttia alhaisemmat verrattuna edellisten sukupolvien laivoihin paremman energiatehokkuuden sekä suuremman lastinottokyvyn myötä. Nämä LNG-alukset ovat myös ESL:n suurimmat handysize kokoluokan aluksista (noin 25 000 DWT).

Yksi ulottuvuus ympäristöystävällisyyden edistämässä on kulkunopeus. ESL:n kuljetukset eivät ole aikataulutettuja, jolloin esimerkiksi kuljetusten pidempi kesto ei ole lähtökohtaisesti haitaksi asiakaskokemukselle – kulkunopeuden ja satamakäyntien optimoinnilla voidaan käsityksemme mukaan saavuttaa jopa 20-25 prosentin säästöt hiilidioksidipäästöjen osalta.

ESL pyrkii myös hyödyntämään liiketoiminnassaan myös jatkuvasti enemmän dataa. Yhtiö on parhaillaan kehittämässä kumppaninsa kanssa tekoälypohjaista järjestelmää, jolla pyritään tehostamaan operatiivista toimintaa, mutta myös optimoimaan kuljetusten aiheuttamia päästöjä. ESL:llä on käsityksemme mukaan jo tällä hetkellä riittävä datamassa konkreettisten hyötyjen saavuttamiseksi. Arviomme mukaan datan määrän lisääntyminen tulee tukemaan järjestelmän vaikuttavuutta ja kannattavuutta erityisesti pidemmällä aikavälillä.

ESL:n strategia pohjautuu vähähiilisen kasvun lisäksi pitkäaikaisiin asiakassuhteisiin ja arvioimme ESG-lähtöisen kasvun mahdollistavan entistä tiiviimmän ja syvemmän yhteistyön keskeisimpien asiakkaiden kanssa. ESL:n strategiset linjaukset ja investoinnit tähtäävät näkemyksemme mukaan asemien vahvistamiseen kasvavassa ympäristöystävällisen rahdin markkinassa, mutta myös entistä tasaisempaan tuloksentekoon. Arviomme mukaan varustamon ESG-lähtöinen strategia on kaikkiaan erittäin potentiaalinen, sillä suurten asiakasyhtiöiden intresseissä on vähentää kaikkia liiketoimintojensa aiheuttamia päästöjä. ESL:n onkin mielestämme parhaillaan hyvässä vauhdissa matkalla kohti infra-profiilia.

Handy-investoinnit seuraava merkittävä investointiohjelma

Aspo käynnisti vuoden 2023 keväällä ohjelman ESL:n vähähiilisen kasvustrategian nopeuttamiseksi. Ohjelmaan sisältyy vaihtoehtoisia toimenpiteitä, joiden avulla ESL:n kyky toteuttaa ESG-strategiaa paranee – tarkoittaen muun muassa investointeja uusiin fossiilivapaisiin aluksiin ja teknologioihin. Tämän osalta yhtiö arvioi erilaisia vaihtoehtoja kasvun rahoittamiseksi. Varustamoliiketoiminnassa investointiajat ovat pitkiä ja liiketoiminnan johtamisessa fokus on oltava keskimääräistä kauempana tulevaisuudessa, jotta voi saavuttaa kestäviä kilpailuetuja. Ohjelman käynnistämisen jälkeen merkittävimmät järjestelyt ovat olleet OP Infran ja Varman vähemmistösisjoitukset yhtiöön sekä supramax-alusten myynnit.

Aspo tiedotti viime vuoden marraskuussa ESL Shippingin vähemmistöosuuden myynnistä OP Infra Ky -rahastolle. OP Infra sijoitti 30 miljoonaa euroa ESL Shippingiin ja myöhemmin mukaan lähti myös Keskinäinen työeläkevakuutusyhtiö Varma 15 miljoonan euron sijoituksella. OP Infra hallinnoi koko 45 miljoonaa euron sijoitusta, jolla OP Infra ja Varma omistavat 21,43 prosenttia ESL:stä. Sijoitus vastaa noin 300 miljoonan euron yritysarvoa (EV) ESL:lle.

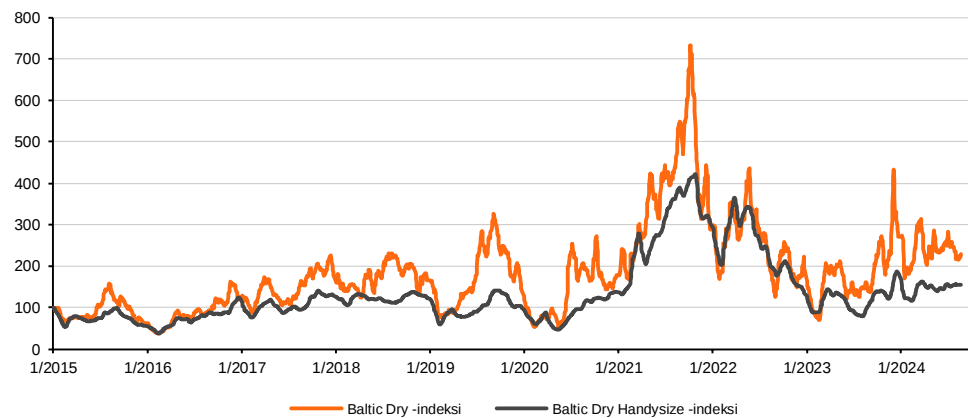
Toteutetut järjestelyt ovat vahvistaneet yhtiön tasetta, ja tuoneet liikkumavaraa uusiin investointeihin. Seuraavat kalustoinvestoinnit tulevat kohdistumaan fossiilivapaisiin handysize-luokan aluksiin, joiden osalta näemme coaster-investointiohjelman kaltaisen pooling-järjestelyn todennäköisenä. Investoinnit uusiin fossiilivapaisiin aluksiin tulevat yhtiön mukaan olemaan noin 150-200 miljoonaa euroa. Käsityksemme mukaan yhtiön tavoitteena on hankkia kokonaisuudessaan 5-10 uutta handysize kokoluokan alusta, mutta lopullinen määrä riippuu pitkälti rahoitusjärjestelyistä. Arviomme mukaan ESL:n tavoitteena on hankkia omaan taseeseensa viisi uutta handysize-alusta. Tämän päälle tulee mahdolliset pooling-järjestelyllä hankittavat alukset. Uudet alukset tulevat käsityksemme mukaan osin korvaamaan vanhoja, elinkaarensa päähän tulevia aluksia, jonka myötä yhtiön kuljetuskapasiteetti ei tulisi kasvamaan samaa vauhtia uusien alusten kapasiteetin kanssa. Fossiilivapaat handysize-alukset toisivat ESL:lle kuitenkin arviomme mukaan uutta kilpailuetua suhteessa vanhoihin aluksiin, kun asiakkaiden intressinä on vähentää laaja-alaisesti liiketoimintaan kohdistuvia päästöjä.

Baltic Dry -indeksit

Globaalin kuivarahtimarkkinan kehityssuuntaa voi seurata esimerkiksi Baltic Dry -indeksin kautta, joka kuvaa kuivarahdin hintaa. Se kertoo kohtuullisen hyvin rahtimarkkinan kehityksestä, muttei ole kuitenkaan kovinkaan relevantti sellaisenaan ESL:n kannalta. Indeksien paino on ESL:n kalustoa suuremmissa aluksissa, minkä takia se antaa enemmän yleiskuvaa markkinasta kuin yksityiskohtaisen tarkkaa dataa ESL:lle olennaisen markkinan kehityksestä. Hieman paremman kuvan saa Baltic Handysize -indeksistä, joka keskittyy ESL:lle olennaisempien, kuitenkin jäävähvistamattomien handysize-kokoluokan alusten markkinaan. ESL:ssä liiketoiminnan paino on kuitenkin asiakassopimusten volyyymeissa alueilla, joilla tarvitaan vahvasti jääluokitettuja aluksia, joten liian suoria johtopäätöksiä tämänkään indeksin kehityksestä ei kannata vetää. Rahtimarkkinoiden kehitys seuraa pitkälti yleistä talouden aktiiviteettia, ja lyhyellä aikavälillä vaihtelut voivatkin monesti olla voimakkaita teollisuuden suhdanteista riippuen.

Baltic Dry -indeksit
kuvaavat kuivarahdin hintaa ja kertovat siten markkinan kehityksestä.

Baltic Dry- ja Baltic Dry Handysize -indeksit



Lähde: OP Markets, Bloomberg

Teollisuuden vihreät investoinnit tarjoavat mahdollisuuksia kasvuun

Asiakasyritysten
vihreät investoinnit
luovat kysyntää
ympäristöystävälliselle
logistiikalle.

ESL:n keskeisimmät kasvuajurit liittyvät näkemyksemme mukaan asiakasyhtiöiden ESG-tavoitteisiin sekä merkittävimpien asiakasyhtiöiden tuleviin teollisiin investointeihin. Pohjois-Euroopan rahtimarkkinan arvioidaan lähivuosina kasvavan teollisuusyhtiöiden vihreän siirtymän ajamana. Monilla suurilla teollisuustoimijoilla etenkin Pohjois-Ruotsissa (mm. teräs ja metsä) on käynnissä tai suunnitteilla suuria investointihankkeita, jotka tulevat mitä todennäköisimmin lisäämään Itämeren kuljetusvolyymeja keskipitkällä aikavälillä. Pidemmällä aikavälillä Itämeren alueen rahtimarkkinan arvioimme kasvavan pitkälti BKT:n kanssa samalla kulmakertoimella.

Teollisuusyhtiöistä esimerkiksi SSAB tavoittelee fossiilivapaata terästuotantoa vuoteen 2030 mennessä, mikä vaatii myös kuljetuksen päästöjen merkittävää vähentämistä. Alueen muita merkittäviä hankkeita ovat muun muassa H2 Green Steelin vihreän teräksen tuotantoon tarkoitetut teräs- ja vetytehtaat Ruotsin Bodenissa (valmis arviolta 2025), Stora Enson miljardin euron investointi Oulun tehtaan kuluttajapakkauskartonkituotantolinjaan (2025) sekä Fertiberian, Lantmännenin sekä Nordion Energian Power2Earth-kumppanuushanke fossiilivapaan mineraalilannoitetuotannon aloittamiseksi Ruotsin Luulajassa (2028).

Logistiikalla on näin ollen tulevaisuudessa keskeinen rooli yritysten kokonaispäästöjen vähentämisessä, mikä luo ESL:lle kasvumahdollisuuksia uusien ympäristöystävällisempien alusten myötä. ESL:n kannalta on tärkeää pysyä kehityksen aallonharjalla kaluston, teknologioiden ja henkilöstön osaamisen suhteen, jotta yhtiö saa maksimaalisen hyödyn irti vihreän siirtymän luomista mahdollisuuksista. Käynnissä oleva coaster-investointiohjelma sekä odotetut investoinnit handysize-aluksiin tulevina vuosina ovat keskeisessä roolissa kilpailukyvyyn vahvistamisessa ja muuttuvaan asiakastarpeeseen vastaamisessa.

ESL odottaa markkinan kuljetuskapasiteetin kohtaavan laskupainetta

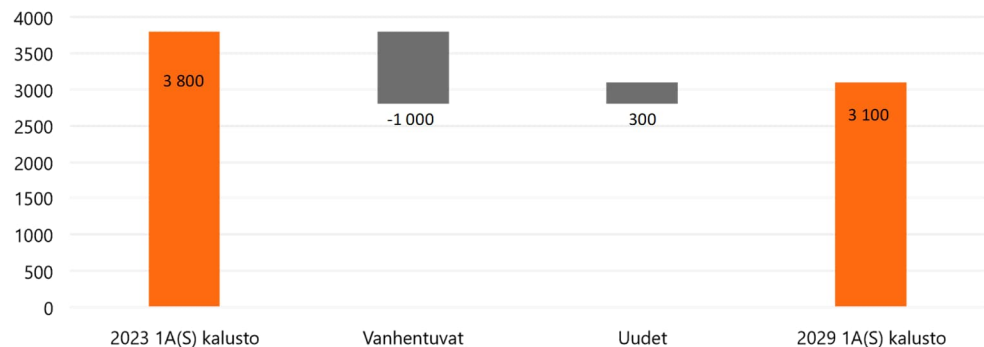
Pääomavaltaisella toimialalla investointien ja strategisten valintojen onnistuminen on ensiarvoisen tärkeää. ESL:n täytyy kyetä vastaamaan asiakkaiden tarpeisiin kaluston osalta ja toisaalta välttää muodostamasta ylikapasiteettia.

Yhtiön arvion mukaan ESL:n vahvimman markkina-alueen Perämeren 1A(S)-jäävahvisteisten, kuivalastia kuljettavien alusten kuljetuskapasiteetti tulee kohtaamaan 2020-luvun loppua kohti laskupainetta. Näkemys perustuu nykyisten alusten ikärakenteeseen, ja yhtiön mukaan 20-40 prosenttia kokonaiskapasiteetista on tulossa vuoteen 2029 mennessä elinkaarensa päähän. Samaan aikaan tiedossa olevat kalustoinvestoinnit vastaavat vain 10 prosenttia nykykapasiteetista. Huomioiden telakoiden valmiudet uuden tuotannon osalta, lisäkapasiteetti vaikuttaisi mahdolliselta aikaisintaan vuonna 2027.

ESL:n arviota tukee tämän hetkinen taloussympäristö, jossa lähihistoriaan peilattuna korkealla olevat korot ja talouden näkymiin liittyvä epävarmuus rajoittaa investointihalukkuutta lyhyellä aikavälillä.

ESL:n arvion mukaan jäävahvisteisten kuivalastia kuljettavien alusten kapasiteetti Perämerellä tulee laskemaan tulevana vuosina.

Jäävahvisteisten kuivalastia kuljettavien alusten kapasiteetti Perämerellä (2 500 – 40 000 DWT)



Lähde: Aspo CMD 2024

Kapasiteettinäköymä tarjoaa ESL:lle hyvät mahdollisuudet voittaa markkinaa tulevana vuosina, kun yhtiön uudet coaster-alukset tulevat asteittain käyttöön vuoden 2026 loppuun mennessä. Samalla on hyvä huomioida, että myös ESL:n nykyisestä kalustosta osa tulee tulevien vuosien aikana käyttöikänsä päähän, jonka myötä yhtiön kapasiteetti ei kasva kalustoinvestointien kanssa samaa tahtia. Tästä huolimatta näemme yhtiön kalustoinvestointien ajoituksellisesti tulevan oivalliseen aikaan. Kapasiteetin laskun ja asiakasyritysten logistiikkakysynnän kasvun realisoitumisella tulisi olemaan merkittävä positiivinen vaikutus ESL:n kehitykseen. Pidemmällä aikavälillä on kuitenkin realistista olettaa, että markkinakapasiteetti löytää uuden tasapainon.

Itämeri on markkina-alueena poikkeuksellinen, sillä sen vaatimukset kaluston osalta ovat hyvin erilaiset globaaliin rahtimarkkinaan nähden. Sääolojen vuoksi alusten tulee olla jäävahvistettuja merkittävän osan vuodesta, mikä tarjoaa ESL:lle suojaa voimakkaammalta kilpailutilanteelta. Lisäksi Itämeren alueen satamat ovat maailmaan suurimpiin satamiin verrattuna huomattavasti matalampia, eikä suuria rahtikuljetuksia näin ollen voida ajaa täydellä kuormalla alueen satamiin. Tämä mahdollistaa pienten alusten kannattavan liiketoiminnan sekä tarjoaa mahdollisuuksia ESL:nkin tarjoamille merellä tapahtuville lastaus- ja kevennyspalveluille.

Esimerkkejä ESL:n merkittävimmistä investoinneista lähihistoriassa.

ESL Shippingin merkittävimpiä investointeja

2012	Kaksi supramax-alusta	Noin 60 milj. euroa
2018	Kaksi handysize-kokoluokan LNG-alusta	Noin 54 milj. euroa
2018	AtoBatC-yritysosto (30 uutta alusta, pääosin aikarahdattuja)	Noin 25 milj. euroa
2019	Alpila-aluksen lunastus	Noin 10 milj. euroa
2023-2026	Pooling: 12 uutta alusta, joista puolet sijoittajayhtiölle	Noin 70 milj. euroa

Lähde: OP Markets, Aspo

Strategiakauden tavoitteena yli 300 miljoonan euron liikevaihto

ESL pyrkii strategiakauden 2024-2028 aikana hyödyntämään teollisuuden vihreiden investointien ja toisaalta kapasiteetin vähentymisen tarjoaman mahdollisuuden täysimääräisesti. Yhtiö tavoittelee yli 300 miljoonan euron liikevaihtoa vuonna 2028, mikä tarkoittaa noin 10 prosentin keskimääräistä liikevaihdon vuosikasvua vuoden 2023 toteutuneesta liikevaihdosta (191 milj. euroa) laskettuna. Kasvutavoite on vaativa, mutta mikäli yhtiön ennustama markkinakasvu toteutuu (markkina tuplaantuu seuraavan 10v aikana) on ESL:llä näkemyksemme mukaan kaikki edellytykset kasvaa keskimäärin noin 10 prosenttia vuodessa.

ESL:n tavoitteleva vähintään 110 miljoonan euron liikevaihdon kasvu jakautuu käytännössä kahteen osaan: Nykyisen kaluston (sisältäen green coaster -investoinnin) tuomaan kasvuun (noin 50-60 milj. euroa) ja tulevan handysize-alusten investoinnin mahdollistamaan kasvuun (noin 60-70 milj. euroa). ESL tavoittelee strategiakauden aikana 14 prosentin EBITA-marginaalia. Yhtiö ylitti tavoitetasen vuosina 2021 ja 2022, kun markkinaympäristö oli poikkeuksellisen suosiollinen. Normaalioloissa pidämme tavoitetta varsin kunnianhimoisena, mutta saavutettavana, mikäli yhtiö onnistuu kalustoinvestoinneissaan ja markkina kasvaa sen arvioiden mukaisesti. Käynnissä oleva 12 coaster-aluksen investointiohjelma on ESL:n osalta kokonaisuudessaan noin 70 miljoonaa euroa. Kokonaisuudessaan omistetut ja poolatut Green Coaster-alukset tulevat yhtiön arvion mukaan kasvattamaan liikevaihtoa noin 50-60 miljoonaa euroa ja käyttökatetta noin 15 miljoonaa euroa vuositasolla.

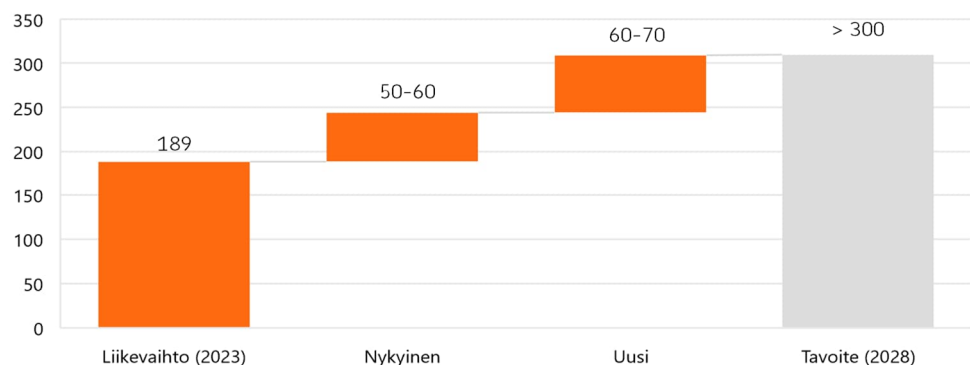
Kuten todettua, strategiakaudelle tulee todennäköisesti osumaan vielä lisää merkittäviä kalustoinvestointeja. Fossiilivapaiden handysize-alusten investoinnit tulevat yhtiön arvion mukaan olemaan vähintään 150 miljoonaa euroa, mutta lopulliseen investoinnin kokoon vaikuttaa luonnollisesti alusten määrä sekä rahoitusjärjestelyt. Samalla myös osa nykyisestä kalustosta tulee elinkaarensa päähän. Yhtiön arvioima nettovaikutus liikevaihtoon uusista handysize-aluksista on noin 60-70 miljoonaa euroa. Tämä huomioi siis myös lähivuosina elinkaarensa päähän tulevan kaluston poistuman.

Tällä hetkellä ESL:n EBITA-marginaali on noin 10 prosentin tasolla ja arvioimme sen kohoavan lähivuosina reiluun 11 prosenttiin. Tällä hetkellä näkyvyys tuloskehitykseen on vielä melko sumuinen, johtuen teolliseen aktiviteettiin kohdistuvasta epävarmuudesta. Lisäksi ESL:n normalin tulostason arvioiminen on vielä hankalaa, mikä taas johtuu viime vuosien poikkeuksellisista markkinaoloista sekä merkittävistä kasvuinvestoinneista, joiden lopullinen tulosvaikutus nähdään vasta tulevina vuosina.

Mikäli ESL saavuttaa tavoitteensa strategiakauden aikana, tulee yhtiön liikevaihto kasvamaan vuodesta 2023 yhteensä yli 50 prosenttia ja toisaalta EBITA kasvamaan noin 130 prosenttia yli 40 miljoonaan euroon. Tavoitteet ovat vaativat, etenkin EBITA-marginaalin osalta, mutta mikäli yhtiö onnistuu kasvattamaan liikevaihdon yli 300 miljoonaan euroon ja saavuttamaan vaikkapa yli 12 prosentin EBITA-marginaalin, on tämä jo merkittävä parannus nykyiseen tasoon. Tällaisen tason saavuttaminen oikeuttaisi näkemyksemme mukaan myös liiketoiminnalle hyväksyttävän arvostuksen nousun. Arvostuksen kannalta tulospäätöksen lisäksi keskeisenä tekijänä on myös liiketoiminnan ennustettavuuden kehittyminen. Aiempaa tasaisempi tuloskehitys tukisi arvostusta selvästi ja hälventäisi huomattavasti ennusteisiin kohdistuvaa epävarmuutta.

ESL:n kasvu nojaa nykyisen kaluston tuomaan kasvuun (sis. green coaster-alukset) ja tulevien fossiilivapaiden handysize-alusten mahdollistamaan kasvuun.

ESL Shippingin liikevaihtotavoitteen muodostuminen, milj. euroa



Lähde: OP Markets, Aspo

*Nykyinen sisältää green coasterit, Uusi sisältää tulevat handy-investoinnit

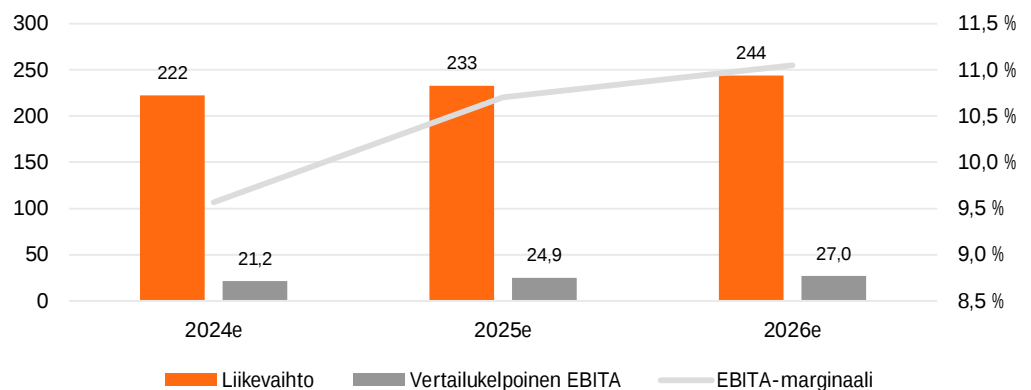
Ennusteet – uusiutuva kapasiteetti luo edellytykset tulosparannukselle

Kuten todettua, ESL:n vuodet 2021 ja 2022 olivat taloudellisen kehityksen osalta poikkeuksellisen vahvoja. Kannattavuus maltillistui huomattavasti vuonna 2023 yleisen talousympäristön heikentymisen mukana. EBITA-marginaali oli viime vuonna 9,8 %, kun vuosina 2021 ja 2022 se oli keskimäärin noin 14,5 %. Suhteessa yleiseen markkinakehitykseen, ja erityisesti spot-markkinassa operoiviin varustamoihin, ESL:n kannattavuus säilyi kuitenkin kohtuullisen vahvalla tasolla viime vuonna. Näemme viime vuoden antavan tietynlaisen pohjan tulevalle yhtiön kannattavuudelle, johon se vähintään yltää heikoissakin markkinaoloissa.

ESL:lle keskeisten teollisuuden alojen, metsä- ja terästeollisuuden, kysyntään on kohdistunut lähihistoriassa laskupainetta. Tämän lisäksi yleinen talouskasvu on jäänyt alhaiseksi, mikä on painanut rahtimarkkinan yleistä aktiiviteettia. Kuluvan vuoden aikana terästeollisuuden kysyntä on ollut käsityksemme mukaan ollut kohtuullista, mutta metsäteollisuudessa yhä alhaisella tasolla. Metsäteollisuuden osalta odotamme kuitenkin volyymien kääntyvän jo kuluvan vuoden loppua kohden parempaan suuntaan, mutta merkittävämpi parannus nähdään todennäköisesti aikaisintaan ensi vuonna. Terästeollisuudessa odotamme loppuvuodelle vakaata kehitystä ja volyymien piristyvän asteittain ensi vuonna.

Supramax-alusten myynnin myötä ESL:n tulostason tulisi siis vakautua historiaan peilattuna. Arvioissamme heikossa talousympäristössä ESL:n EBITA-marginaali tulisi olemaan noin 10 prosentin tuntumassa, kun taas vahvassa markkinaympäristössä noin 14-15 prosentissa. Tulevina vuosina tuloskehitystä tukee kalustoinvestoinnit (coaster ja handysize), joiden oletamme vahvistavan suhteellista kannattavuutta. Näiden positiivinen tulosvaikutus voimistuu vuosi vuodelta ja tukee näkemystämme asteittaisesta kannattavuuden parantumisesta. Olemme ennusteissamme olettaneet ESL:n EBITA-marginaalin asettuvan lähivuosina 11 prosentin tuntumaan. Kuluvan vuoden osalta haastava alkuvuosi rajoittaa tuloskehitystä ja koko vuoden marginaaliennustemme on 9,6 prosenttia. Lähivuosien liikevaihdon kasvuun liittyy luonnollisesti huomattavaa epävarmuutta, mutta arvioimme kuitenkin ESL:n pystyvän noin 5 prosentin vuosittaiseen kasvuun parantuvan kapasiteetin sekä teollisuuden alojen asteittaisen piristymisen ajamana.

ESL Shippingin liikevaihto- ja liikevoittoennusteet



Lähde: OP Markets, Aspo

Telko – konsolidaatiolla kasvua pirstaleisesta markkinasta

Telko on muoviraaka-aineiden, teollisuuskemikaalien ja voiteluaineiden jakelija sekä asiantuntija. Yhtiön liiketoiminta perustuu kansainvälisten päämiesten edustuksiin, pitkiin asiakassuhteisiin sekä henkilöstön asiantuntemukseen. Telkon historia ulottuu aina vuoteen 1908, kun tunnetut insinööritoimistot perustivat Metsäteollisuuskonttorin. Suomen Teollisuuskonttori perustettiin vuonna 1917, josta myös nimi Telko on peräisin. Nimi Telko otettiin käyttöön vuonna 1936. Nykyinen Telko syntyi vuonna 2008, kun Aspokem ja Kauko-Telko yhdistyi Aspoksi, jonka tytäryhtiönä Telko toimii.

Aspon tämän vuoden keväällä päivitetystä strategiassa Telko lukeutuu kasvuhakuisen Aspo Compounderin alle, ja on näkemyksemme mukaan uuden portfoliovision toisen puolikkaan kulmakivi. Yhtiön kasvua on tarkoitus kiihdyttää Telkon profiiliin sopivien yrityskauppojen avulla, mistä tuoreimmat Optimol ja Greenfluid (Benelux-maat ja Ranska), Polyma Kunststoff (Saksa) ja Swed Handling (Ruotsi) -yritykset toimivat hyvinä esimerkkeinä.

Maantieteellisesti tarkasteltuna Telko toimii varsin laajalla alueella (17 maassa), jonka ansiosta toimitukset tapahtuvat joustavasti sekä paikallisesti että kansainvälisesti. Telko edustaa alan vakiintuneita ja tunnettuja valmistajia, mutta myös pienempiä raaka-ainelastajia. Päämiesportfolion tuotteet sopivat hyvin kattavasti monien eri toimialojen tarpeisiin.

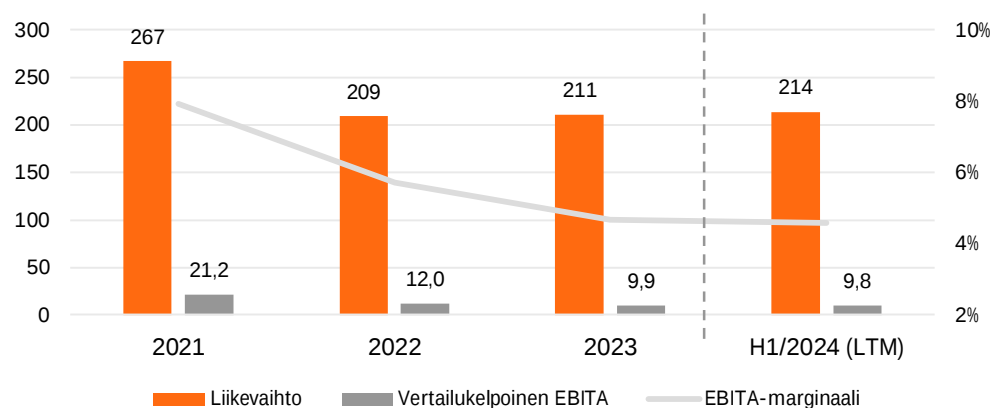
Näemme Telkon vahvuutena laajan päämiesportfolion ja vahvan asiantuntijuuden, mikä mahdollistaa kasvun korkeamman lisäarvon tuotteissa. Edellä mainitut tekijät tarjoavat suojaa kilpailussa erityisesti alan pienempiä toimijoita vastaan. Pidämme Telkon asemaa Euroopan markkinalla kokonaisuudessaan kohtuullisen vakaana, jota viime aikoina toteutetut yritysostot tukevat, ja jonka päälle kasvua on entistä parempi rakentaa.

Yhtiön tuoteportfolio sisältää muoveja, kemikaaleja ja voiteluaineita sekä erilaisten teollisten tuotteiden valmistuksessa tarvittavia raaka-aineita. Muovituotteet sisältävät muun muassa teknisiä- ja volyymimuoveja sekä lisäaineita. Kemikaalitarjonta kattaa esimerkiksi side-, liuotin-, täyteaineita sekä pigmenttejä. Voiteluaineissa pääpaino on korkealaatuisissa teollisuuden, autojen ja laivojen voiteluaineissa. Lisäksi yhtiön tarjonta pitää sisällään autotuotteita, kuten lasinpesunesteitä ja jäänestoaineita, sekä ympäristöturvallisuuteen liittyviä imeytysaineita ja suojavarusteita. Telko Green -valikoima kattaa biopohjaiset muovit, kemikaalit sekä voiteluaineet.

Yhtiö tarjoaa tuoteportfolion lisäksi myös ratkaisuja asiakkaiden valmistusprosessien kehittämiseen ja auttaa suunnittelemaan sekä valmistamaan entistä edistyneisempiä tuotteita. Telkon palveluihin kuuluu tukitoimintoja kuten varastointia, pakkausta, hankintaa ja logistiikkaa. Telko onkin ennen kaikkea asiantuntijaorganisaatio eikä sillä ole tehtaita tai tuotantoa.

Tuotealueista muoviliiketoiminnan osuus Telkon liikevaihdosta oli kuluvan vuoden ensimmäisellä puolikkaalla 45 prosenttia, kemikaalien 27 prosenttia ja voiteluaineiden 28 prosenttia. Kemikaalien osuus tulee kasvamaan tuoreen Swed Handling -yritysoston mukana huomattavasti, nostaen samalla Ruotsin yhtiön suurimmaksi toimintamaaksi.

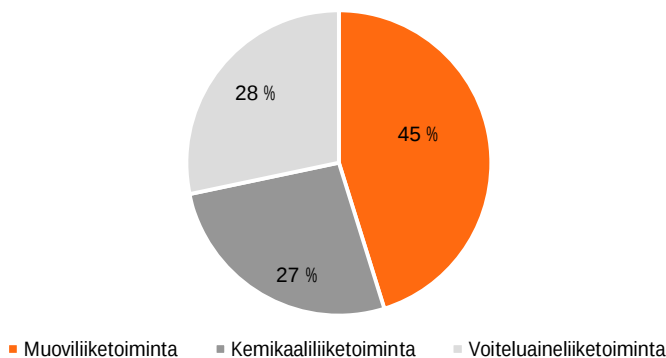
Telkon liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Lähde: Aspo, OP Markets

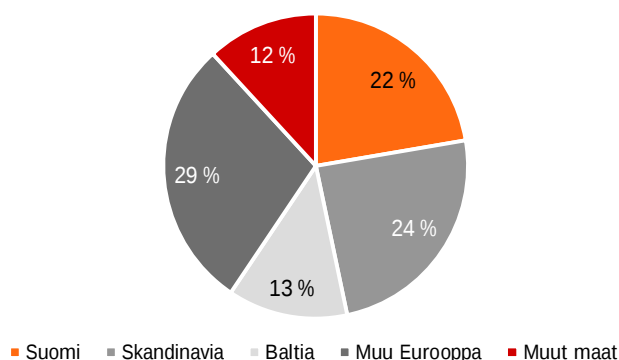
*Vuosi 2021 sisältää lopetetut Venäjän liiketoiminnot

Eri liiketoiminta-alueiden osuus Telkon liikevaihdosta (H1/24)



Lähde: Aspo, OP Markets

Telkon liikevaihdon maantieteellinen jakauma (H1/24)



Lähde: Aspo, OP Markets

Laaja päämiesportfolio ja monipuolinen asiakaskunta

Telko toimii arvoketjussa päämiesten ja teollisuuden loppuasiakkaiden välissä, auttaen asiakkaita valitsemaan sekä kehittämään käyttötarpeeseen mahdollisimman sopivia tuotteita. Päämiesten näkökulmasta keskeistä on jakelijan mukana saavutettava asiakaskunta, jota määrittää jakelijan maantieteellinen verkosto sekä saavutettu asema markkinalla. Toisaalta asiakkaat pystyvät useimmiten valitsemaan tuotteensa useamman eri toimittajan väliltä, jonka seurauksena jakelijan tuotevalikoiman laajuus, saatavuus, hinnoittelu sekä sen tuotteiden lisäarvo ovat keskeisessä asemassa, kun päämiehet valitsevat toimittajaansa.

Telkon päämiesportfolio on hyvin laaja, sisältäen noin 400 tavarantoimittajaa. Käsitksemme mukaan kuitenkin noin 20-30 toimijaa muodostavat päämiesportfolion rungon, tunnetuimpina kansainväliset raaka-ainealan jätit ExxonMobil sekä Castrol. Tämän 20-30 päämiehen ydinjoukon tuotteet Telko tuntee erinomaisesti. Loput yli 350 tavarantoimittajaa ovat luonteeltaan enemmän täydentäviä, mutta tärkeitä kumppaneita.

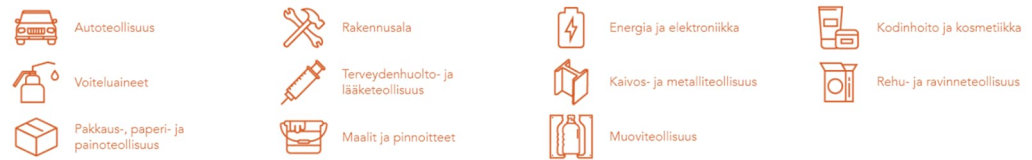
Strategiset päämiehet ovat keskeisessä roolissa Telkon liiketoiminnassa, ja korostuvat erityisesti teknisten tuotteiden kohdalla – näissä vaihtuvuus on asiantuntijuuden syntymisen ja säilymisen vuoksi pyrittävä minimoimaan. Päämiessuhteet ovatkin käsitksemme mukaan erityisesti ydinjoukon osalta pitkiä, ja esimerkiksi Castrolin kanssa yhteistyö on aloitettu jo vuonna 1957. Täydentävien päämiesten kohdalla asiakassuhteiden pituudessa on enemmän hajontaa, ja myös vaihtuvuus on suurempaa.

Alan globaalit jätit ExxonMobil ja Castrol kuuluvat molemmat Telkon päämiesten ydinjoukkoon.

ExxonMobil

Castrol

Telkon arvoketjun toisessa päässä on suuri määrä asiakkaita. Ennen Swed Handlingin hankintaa, yhtiöllä oli noin 7 000 asiakkuutta. Suuria asiakkuuksia Telkolla on varsin vähän, isoimman asiakkaan vastatessa vain joitakin prosenteja liikevaihdosta. Suurien asiakkuuksien puute johtuu käsityksemme mukaan siitä, että alalla suurimmat toimijat asioivat suoraan teollisuuden kanssa ilman välissä toimivaa jakelijaa. Telkon asiakaskunta kattaa laajan joukon eri teollisuuden aloja, sisältäen muun muassa autoteollisuuden, rakennusalan sekä terveydenhuolto- ja lääketeollisuuden toimijoita.



Lisäarvotuotteiden merkitys kasvaa

Telkon vahvuudet pohjautuvat kattavaan tuotevalikoimaan, ja yhtiön fokus on tällä hetkellä siirtymisessä entistä voimakkaammin lisäarvotuotteisiin ja palveluihin volyymituotteiden sijaan kilpailuedun ja resilienssin vahvistamiseksi. Lisäarvotuotteiden osuuden kasvattaminen mahdollistaa suhteellisen kannattavuuden kasvun, tiiviimmät asiakassuhteet sekä suojaa hintojen heilahteluilta. Hintatason muutokset heijastuvat jakeluliiketoiminnassa herkästi kannattavuuteen – myyntihintojen poiketessa varastossa olevien tuotteiden hankintahinnoista, voi kannattavuus heilua lyhyellä aikajänteellä huomattavasti. Tämän vuoksi yhtiön kannattavuudessa voi näkyä merkittävää vaihtelua lyhyellä aikavälillä.

Lisäarvotuotteissa keskeistä on niin muoveissa, kemikaaleissa kuin voiteluaineissa jalostaa tuotteita vastaamaan ominaisuuksiltaan erilaisia käyttötarkoituksia, joihin volyymituotteet eivät sellaisenaan sovellu, tai soveltuvat huonosti. Loppukäyttäjäasiakkaita lisäarvotuotteissa yhtiöllä on käsityksemme mukaan laidasta laitaan eri teollisuuden aloilta.

Muovituotteissa lisäarvoa tuova ominaisuus voi olla esimerkiksi pehmeys, palon kestävyys tai tärinän kestävyys. Kemikaaleissa Telko pystyy luomaan lisäarvoa käsityksemme mukaan myös peruskemikaalien puolella kiitettävästi esimerkiksi sekoittelulla tai uudelleenpakkauspalveluilla, mutta eniten arvoa syntyy aina jalostusprosessin myötä. Voiteluaineissa yhtiö pyrkii esimerkiksi kehittämään teollisuuden asiakkaille mahdollisimman optimaalisia koneiden voiteluaineita. Kun yhteinen resepti on löydetty, on asiakaspito hyvin vahvalla tasolla. Lisäarvotuotteissa arvo piilee myös paremmissa katteissa, sillä esimerkiksi muovituotteissa muovin kustannus ei usein ole ratkaisevin tekijä, vaan esimerkiksi asiakkaan näkökulmasta tärkeä erikoisominaisuus kuten tasalaatuisuus. Konkreettisenä esimerkkinä lisäarvotuotteiden käyttötarkoituksesta toimii lasten leikkikenttien pinnoite – alustan halutaan olevan riittävän pehmeä, parantaen turvallisuutta ja vähentäen vammariskiä putoamistapauksissa.

Edellä mainittu optimaalisten voiteluaineiden kehittäminen toimii hyvänä esimerkkinä myös yhtiön asiakkailleen tarjoamista konsultointipalveluista. Kuten todettua, lisäarvotuotteissa asiakaspito on tyypillisesti vahva, ja olemassa oleviin asiakassuhteisiin on haastavaa päästä väliin. Tämän vuoksi uudet mahdollisuudet syntyvät usein tilanteissa, kun jokin tekijä laukaisee muutostarpeen; konekannan uusiminen, täysin uusi tuote tai uuden tuotesukupolven lanseeraus toimivat hyvinä esimerkkeinä kehitysprojektien lähteistä. Telkolle on pitkän historian ja laajan asiakaskunnan myötä kehittynyt vuosien varrella varsin kattava tuotevalikoima, ja parhaimmillaan yhtiö kykenee tarjoamaan suoran ratkaisun asiakkaan tarpeeseen jo olemassa olevalla tuotteella, tai olemassa olevaa tuotetta jatkojalostamalla. Jos valmista, hyvin soveltuvaa ratkaisua ei ole olemassa, sopivaa tuotetta lähdetään kehittämään yhteistyössä päämiehen kanssa. Käsityksemme mukaan laajemmat tuotekehitysprosessit aloitetaan tyypillisesti noin 1-2 vuotta ennen lanseerausta.

Näemme lisäarvotuotteiden kasvun strategisesti järkevänä, mutta myös elintärkeänä tavoitteena, jotta kilpailuetua pystytään kestäväällä tavalla saavuttamaan, ja yhtiö kykenee kasvamaan arvoa luovalla tavalla. Lisäarvotuotteiden suurempi osuus parantaa Telkon liiketoiminnan ennustettavuutta ja tuloksenteon resilienssiä, mikä tukisi myös yhtiön arvostustasoa. Arviomme mukaan bulkkituotteissa on varsin haastavaa saavuttaa kestäviä kilpailuetuja jakeluliiketoiminnan luonteen vuoksi. Telkon toimiessa raaka-ainevalmistajien ja loppuasiakkaiden välissä, kumpi tahansa ketjun osapuolista voi halutessaan vaihtaa jakelijaa.

Telkon tuoteportfolio on kattava

Telkon tuoteportfolio

Tuoteryhmä	Esimerkkejä tuotteista
Muovit	Tekniset muovit, volyyimiuovit, masterbatchit ja lisäaineet
Teollisuuskemikaalit	Sideaineet, liuotinaaineet, täyteaineet ja pigmentit
Teollisuuden voiteluaineet	Puhdistusaineet, rasvat, metallintyöstönesteet, muottioöljyt ja vaihteistoöljyt
Autotuotteet	Castrol, dinitrol, jäänestoaineet ja lasinpesunesteet
Ympäristöturvallisuus	Ympäristönsuojelun imeytysaineet ja suojaruosteet
Telko Green	Biopohjaiset kemikaalit, voiteluaineet ja muovit

Lähde: Aspo, OP Markets

Markkina on kasvanut voimakkaasti viime vuosina

Suomi ja Skandinavia ovat Telkolle merkittävimmät markkinat, mutta myös muun Euroopan osuus on kasvussa viimeaikaisten yritysostojen myötä. Edellä mainittujen markkinoiden merkitys on noussut yhtiön vetäytyttyä Venäjältä ja Valko-Venäjältä, ja Ruotsin merkitys tulee Swed Handling -yrityksoston myötä kasvamaan entisestään. Venäjä oli aiemmin Telkolle merkittävin markkina idässä.

Telko operoi kokonaisuutena usealla toimialalla, maantieteellisellä alueella sekä monissa tuotekategorioissa. Tämän johdosta yhtiölle ei voi määrittää yhtä tiettyä markkinaa, mutta arvioimme mukaan yhtiön keskeisimmissä tuotekategorioissa jakelumarkkinoiden dynamiikka on kuitenkin hyvin samankaltaista. Arvioimme myös Telkon kaikkien markkinoiden kehittyvän yleisesti samansuuntaisesti ja sen johdosta olemme käsitelleet näitä yhtenä kokonaisuutena, kun olemme tutkineet markkinaa kemikaalijakelun kautta. Jakelumarkkinan kasvua ajaa arvioimme mukaan luonnollisesti loppuasiakaskysynnän kehittyminen sekä jakelutoiminnan ulkoistaminen. Lisäksi ennakoimme edelleen erikoistuotteiden kasvavan hieman volyymituotteita vahvemmin. Pitkällä aikavälillä odotamme markkinakasvun noudattelevan pitkälti globaalia BKT:n kasvua.

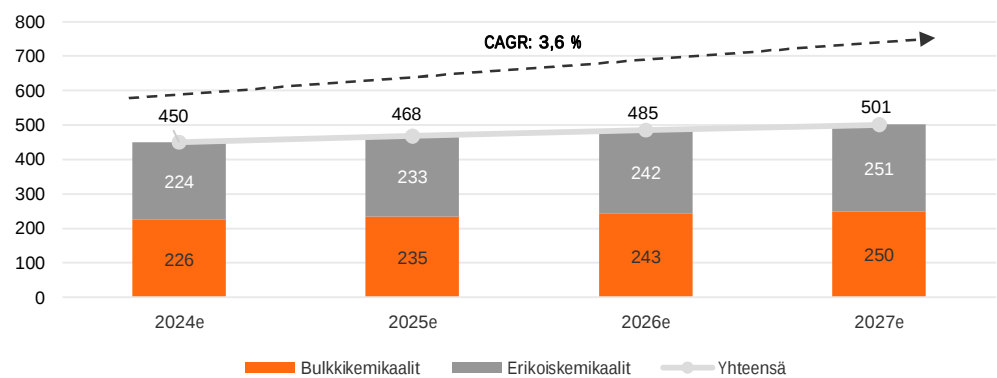
Boston Consulting Groupin (BCG) vuonna 2023 julkaiseman analyysin mukaan globaali kemikaalijakelumarkkina otti vuonna 2022 suuren harppauksen, kun markkina kasvoi 31 prosenttia vertailukaudesta. Vahvan kasvun taustalla oli jakelijoiden voimakkaat hinnankorotukset, kun kysynnän ja tarjonnan tasapaino häiriintyi tuotteiden heikon saatavuuden sekä toimitusketjujen häiriöiden seurauksena. Vuosina 2019-2022 markkinan kasvoi kokonaisuutena 16,4 prosentin keskimääräisellä vuosivauhdilla (CAGR), jossa tosin vahvan vuoden 2022 kontribuutio oli huomattava (2019-2021 CAGR 9,7 %). Viime vuosien voimakas kasvu rajoittaa BCG:n ennusteissa tulevaa kasvua, ja vuosille 2024-2027 konsulttitalo odottaa keskimääräisen vuosikasvun olevan 3,6 prosenttia. Kuluvalle vuodelle ennakoitaan maltillista 1,4 prosentin kasvua, ja vuosille 2025-2027 arvioidaan hieman voimakkaampaa noin 3,5 prosentin kasvuvauhtia. BCG ennustaa tulevaisuudessa vahvempaa kasvupolkua erikoiskemikaaleille verrattuna bulkikemikaaleihin. Tämä ei sinällään ole uutta, sillä erikoiskemikaalit ovat myös lähihistoriassa kasvaneet volyymikemikaaleja ripeämmin. Ero kasvuennusteissa on kuitenkin kaventunut selvästi viime vuosina erikoiskemikaalien voimakkaan kasvun myötä.

Maantieteellisesti tarkasteltaessa suurin markkina kemikaalijakelussa on APAC-maat, jotka edustavat lähes 50 prosenttia markkinasta. APAC-maiden kasvun ennustetaan jatkuvan vahvana ja keskimääräisen vuosikasvun olevan noin 3,1 prosenttia vuosina 2022-2027. APAC-maiden kasvua tukevat vahvasti kasvavat taloudet ja teollistuminen, mitkä tukevat paikallisten kemikaalijakelijoiden kapasiteetin kehitystä. Toisaalta pidämme myös mahdollisena, että teollisuusyhtiöt siirtävät geopolittisten jännitteiden seurauksena tulevana vuosina tuotantoaan enenevässä määrin lähemmäs keskeisimpiä markkinoita, jolloin kasvusta osa voisi siirtyä myös länsimarkkinoille.

Telkon kannalta keskeisimmässä Euroopan markkinassa BCG:n kasvuennusteet ovat selvästi APAC-maita heikommat. BCG ennakoi Euroopan kemikaalijakelumarkkinan pitkän aikavälin kasvuksi keskimäärin 0,9 prosenttia vuosina 2022-2027. Myös Pohjois-Amerikassa keskimääräisen vuosikasvun ennustetaan jäävän maltilliselle noin 1,5 prosentin tasolle samalla ajanjaksolla. BCG:n mukaan Euroopan ja Pohjois-Amerikan markkinat ovat saavuttaneet jo kypsemmän vaiheen, mikä rajoittaa tulevaa kasvupotentiaalia. BCG arvioi tuotannon keskittyvän jatkossa entistä vahvemmin APAC-maihin matalampien työvoima- ja raaka-ainekustannusten, suosiollisemman regulaation sekä markkinan paremman kasvunäkymän vuoksi.

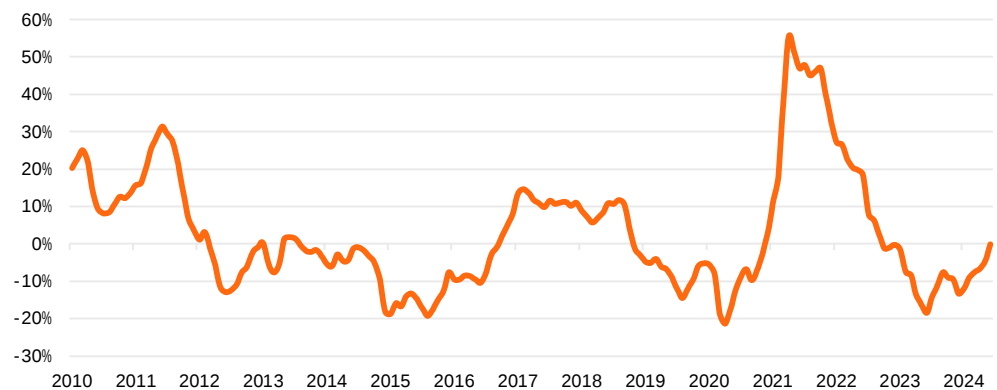
Arvioimme Telkon pystyvän kuitenkin lähivuosina markkinoita nopeampaan kasvuun yritysostojen sekä markkinaosuuksien voittamisen avulla. Oletuksemme perustuu yhtiön strategiaan keskittyä entistä enemmän paremmin kasvaviin erikoiskemikaaleihin, joissa hinnoitteluvoima on parempi. Euroopan kemikaalijakelumarkkina on yhä hyvin pistaloitunut, mikä tarjoaa Telkolle vielä runsaasti mahdollisuuksia epäorgaaniseen kasvun saralla. Telkolla on mielestämme myös vielä mahdollisuus saada irti jo tehdyistä yritysostoista enemmän ristiinmyynti- ja lisämyyntisynergioita. BCG arvioi jakelun ulkoistamisen jatkavan kasvua myös tulevaisuudessa, joskin Euroopassa hyvin maltillista noin 0,5 prosentin vuosivauhtia. BCG ennakoii kemikaalialan toimijoiden hajauttavan jakeluaan tulevaisuudessa vieläkin voimakkaammin, vähentääkseen riippuvuuttaan yksittäisistä toimijoista. Näemme tämän Telkolle tässä kohdin mahdollisuutena, sillä yhtiö on vielä Euroopan markkinassa kohtuullisen pieni peluri ja lisäksi hajauttamisen ennustetaan kasvavan voimakkaammin bulkkikemikaaleissa. Mikäli BCG:n arvio toteutuu, voi tällä olla kuitenkin myös negatiivinen vaikutus Telkoon erityisesti yritysostoista saataviin synergioihin pidemmällä aikavälillä, mikäli asiakkaat eivät halua olla liian riippuvaisia yhdestä jakelijasta. Toisaalta myös jakelijan laatu ja sen tarjoamat lisäarvopalvelut korostuvat jatkossa ja näemmekin Telkolla olevan hyvä mahdollisuus saavuttaa vahva asema Euroopan jakelumarkkinassa.

Globaali kemikaalijakelun markkina (mrd. euroa)



Lähde: Boston Consulting Group (BCG) analyysi, 09/2023

Teollisten kemikaalien tuottajahintojen %-muutos USA:ssa (v/v)



Lähde: FRED, OP Markets

Kasvutavoitteet nojaavat vahvasti yritystostoihin

Telkon strategian olennaisena osana on kasvun kiihdyttäminen orgaanisen kasvun lisäksi yritystostoilla. Ostojen avulla Telko pyrkii kasvamaan merkittävämmäksi toimijaksi toimialallaan ja myös laajentumaan uusille markkinoille. Yhtiö onkin tänä vuonna ollut varsin aktiivinen yritystostorintamalla ja kuluvan vuoden aikana on toteutettu jo kolme yritystostoa. Näistä merkittävien on ruotsalainen Swed Handling, jonka vuosittainen liikevaihto on noin 51 miljoonaa euroa. Lisäksi Telko on jatkanut laajentumistaan länsimarkkinoille Polyma Kunststoff -ostolla Saksassa ja Optimol- sekä Greenfluid-yritystostolla Ranskassa ja Benelux-maissa. Ostot ovat vahvistaneet Telkon kaikkia liiketoiminta-alueita. Kaikkiaan Telkon tänä vuonna ostamien yhtiöiden liikevaihto on noin 85 miljoonaa euroa. Odotamme yhtiön jatkavan aktiivista otettaan yritystostorintamalla, mutta lyhyellä aikavälillä fokus on tänä vuonna toteutettujen yritystostojen integroinnissa ja synergioiden ulosmittaamisessa.

Telkon markkina on yhä hyvin pirstaloitunut. Toimialalla on edelleen etenkin Euroopassa paljon pienehköjä, useimmiten perheyhtiöitä, jotka ovat varsin potentiaalisia ostokohteita Telkolle. Yritystostovetoista kasvua helpottaa myös se, etteivät pääomasijoittajat ole olleet toistaiseksi kovinkaan aktiivisia kyseisessä markkinassa ja tämän seurauksena kilpailutilanne järjestelyiden osalta on säilynyt maltillisena.

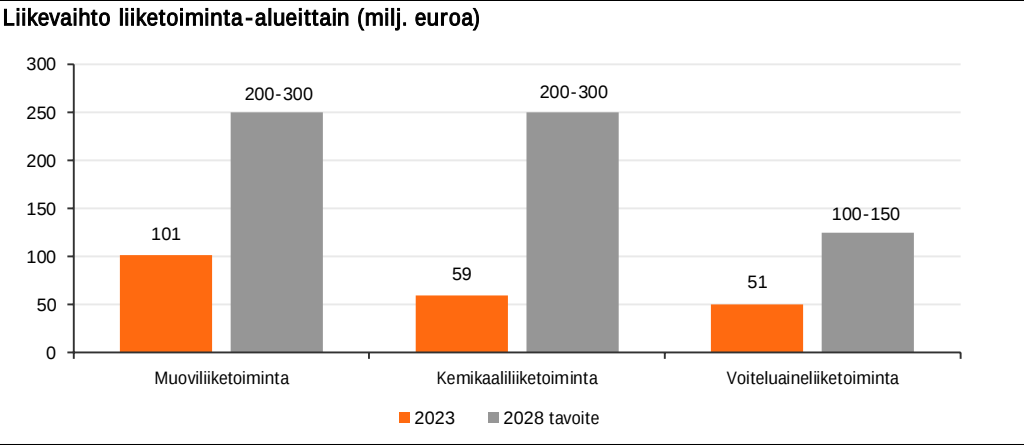
Yrityskaupoilla on jakelutoiminnassa mahdollisuus saavuttaa mittavia tehokkuushyötyjä etenkin silloin, kun kasvetaan pienestä toimijasta keskisuureksi tai suureksi, mutta yhtiön koon kasvaessa tehokkuushyötyjen saavuttaminen vaikeutuu näkemyksemme mukaan huomattavasti. Arviomme mukaan Telkon kasvaessa suuremmaksi toimijaksi maksetun kauppahinnan rooli korostuu yrityskauppojen onnistumisessa. Keskeisimmät synergiat yritystostoissa kohdistuvat arviomme mukaan tehokkuushyötyjen lisäksi portfolion laajentamiseen ja kehittämiseen, hankintaan, ristiinmyyntiin sekä logistiikkaan. Pienissä täydentävissä yritystostoissa Telkon operatiivisten kustannusten kasvu on käsityksemme mukaan hyvin maltillista, mikä osaltaan pienentää ostoihin kohdistuvaa riskiä. Tällä hetkellä Telko pystyy arviomme mukaan saavuttamaan vielä merkittäviä synergioita niin kustannusten kuin liikevaihdonkin suhteen.

Toistaiseksi näemme vielä yhtiöllä olevan reilusti mahdollisuuksia hyvin arvoa luoviin ostoihin fragmentoituneessa Euroopan markkinassa. On kuitenkin mahdollista, että kilpailu lisääntyy tulevaisuudessa esimerkiksi pääomasijoittajien muodossa, mutta toistaiseksi kilpailu ei ole juurikaan vaikuttanut Telkon kykyyn tehdä maltillisesti hinnoiteltuja yritystostoja.

Toteutettujen ostojen myötä Telkon liikevaihto kohoaa noin 300 miljoonaan euroon. Yhtiön tavoittelema 500 miljoonan euron liikevaihto vuoteen 2028 mennessä tulee siis vaatimaan vielä orgaanisen kasvun ja synergioiden toteutumisen lisäksi lisää yritystostoja. Telko arvioi, että kokonaisuus voisi vuonna 2028 jakautua siten, että muovien liikevaihto olisi 200-300 miljoonaa euroa, kemikaalien 200-300 miljoonaa euroa ja voiteluaineiden 100-150 miljoonaa euroa. Eli huomattavaa kasvua tavoitellaan vielä jokaisella liiketoiminta-alueella.

Jos liikevaihtotavoite jaetaan tasaisesti tuleville vuosille tarkoittaa se noin 50 miljoonan euron absoluuttista liikevaihdon kasvua vuosittain. Yhtiö itse on arvioinut, että 4 prosentin orgaaninen kasvu (kiinteillä hinnoilla) olisi realistinen. Tämä johtaa laskelmiemme mukaan siihen, että yhtiön tulisi ostaa vielä liikevaihtoa noin 130-150 miljoonan euron edestä. Pienemmistä kohteista Telko on historiallisesti maksanut noin 0,4-0,5x liikevaihto, mutta suuremmissa kohteissa liikevaihtokerroin lähenee 1,0x tasoa. Arviomme mukaan tavoitteeseen pääseminen vaatii Telkolta pääomia yritystostoihin siten noin 85-125 miljoonaa euroa strategiakauden aikana. Todennäköisesti valtaosa tulevista ostoista kohdistuu pienempiin toimijoihin, mutta käsityksemme mukaan yhtiön tavoitteena on tehdä kuitenkin vähintään pari suurempaakin ostoa.

Telkon tämän vuoden yritysostojen tuoma liikevaihto on noin 85 miljoonaa euroa, joiden myötä kaikkien liiketoiminta-alueiden kokoluokka on kasvanut vuodesta 2023.



Lähde: Aspo, OP Markets

Telkon lähihistorian yritysostot				
Vuosi	Yhtiö	Markkina	Tuotefokus	Liikevaihto
2018	Square Oil	Norja & Tanska	Voiteluaineet	noin 3 milj. euroa
2019	HH Plastkombi	Tanska	Muovit	noin 3 milj. euroa
2020	ILS Group	Ruotsi & Norja	Voiteluaineet	noin 9 milj. euroa
2021	Mentum AS	Baltia	Voiteluaineet	noin 9 milj. euroa
2022	Johan Steenks	Norja	Muovit	noin 5 milj.euroa
2023	Eltrex	Puola	Erikoiskemikaalit	noin 8 milj. euroa
2024	Optimol ja Greenfluid	Ranska & Benelux	Voiteluaineet	noin 18 milj. euroa
2024	Swed Handling	Ruotsi	Kemikaalit	noin 51 milj. euroa
2024	Polyma Kunststoff	Saksa	Muovit	noin 15 milj. euroa

Lähde: Aspo, OP Markets

Swed Handling – vahvistaa Telkon asemaa Pohjoismaissa

Kemikaalijakelija Swed Handling on Telkon lähihistorian merkittävin yritysosto. Kauppahinta (EV) oli 43 miljoonaa euroa ja se toteutettiin heinäkuun alussa. Lisäksi siihen sisältyy 0-11 miljoonan euron lisäkauppahinta, joka on riippuvainen Swed Handlingin vuosien 2024 ja 2025 kannattavuuskehityksestä. Swed Handlingin liikevaihto oli vuonna 2023 51,2 miljoonaa euroa ja liikevoitto 4,7 miljoonaa euroa. Arvostuskertoimien näkökulmasta kauppa oli mielestämme Telkon kannalta varsin houkutteleva, sillä ilman lisäkauppahintaa EV/EBIT-kertoimeksi muodostuu noin 8,1x ja täydellä lisäkauppahinnallakin vain 10,2x. Kannattavuuden säilyessä viime vuosien tasolla, tulee Swed Handling nostamaan Telkon suhteellista kannattavuutta.

Käsityksemme mukaan Swed Handlingin vahva tulostaso on seurausta lisäarvotuotteiden korkeasta myyntiosuudesta sekä henkilöstön asiantuntijuudesta. Swed Handlingin liiketoimintamalli perustuu siihen, että se ostaa bulkkituotteita, joita jalostetaan eri tavoin. Näin ollen suurimmalle osalle myydyistä tuotteista tapahtuu yhtiön toimesta arvonluontia, mikä luonnollisesti nostaa katetta. Tällaisen liiketoimintamallin toteuttaminen vaatii asiantuntevaa henkilöstöä, ja Telko voikin ammentaa jatkossa Swed Handlingin parhaita toimintamalleja myös Ruotsin rajojen ulkopuolelle. Kaikkiaan Swed Handling -osto tukee Telkon strategiaa, jonka keskeisenä osana on kasvattaa lisäarvotuotteiden myynnin osuutta.

Swed Handling -yritysosto lähes kaksinkertaistaa Telkon kemikaaliliiketoiminnan liikevaihdon ja nostaa samalla Ruotsin yhtiön suurimmaksi markkinaksi. Ruotsi on ollut kemikaaleissa yhtiölle hyvin pieni markkina, joskin muoveissa ja erityisesti voiteluaineissa Ruotsin osuus on ollut suhteellisesti korkeampi. Tämä tarjoaa Telkolle mahdollisuuksia huomattaviin myyntisynergioihin, kun se pystyy jatkossa tarjoamaan liiketoiminta-alueiden yli jo olemassa oleville asiakkailleen sekä Swed Handlingin asiakkaille entistä laajemmin tuotteita. Käsityksemme mukaan Telkolla on myös yhteisiä asiakkaita Swed Handlingin kanssa muualla kuin kemikaaliliiketoiminnassa, mikä vahvistaa Telkon asemaa tarjoaman osalta. Päämiesportfolion kasvu mahdollistaa uusien tuotteiden tarjoamisen vanhoille asiakkaille/markkinoille, ja toisaalta olemassa olevien tuotteiden tarjoamisen uusille asiakkaille/markkinoille.

Kustannussynergioita syntyy arviomme mukaan pääosin tukitoiminnoista, kuten talous- ja IT-funktioista. Lisäksi keskeiseen rooliin lyhyellä aikavälillä nousevat hankinnan synergiat. Telkolla ja Swed Handlingilla on jonkin verran samoja päämiehiä, jolloin ostojen yhdenmukaistaminen tuo kustannussäästöjä. Pidemmällä aikavälillä synergioita voi syntyä myös esimerkiksi logistiikasta, jos Telko pystyy esimerkiksi yhtenäistämään Ruotsin tai koko Skandinavian logistiikkaa.

Swed Handling -yritysosto näyttäytyy nykytiedon valossa erittäin houkuttelevalta kokonaisuudelta niin maksetun kauppahinnan kuin strategisen sopivuuden osalta. Kauppa vahvistaa Telkon jalansijaa Pohjoismaissa entisestään ja tasapainottaa tuoteportfoliota eri liiketoimintojen välillä. Pitkällä aikavälillä Swed Handling voi tuoda mukanaan laajemminkin Telkon kemikaaliliiketoimintaa vahvistavaa asiantuntemusta, jonka avulla yhtiö voi pystyä muokkaamaan liiketoimintaansa entistä kannattavampaan suuntaan myös muissa toimintamaissa.

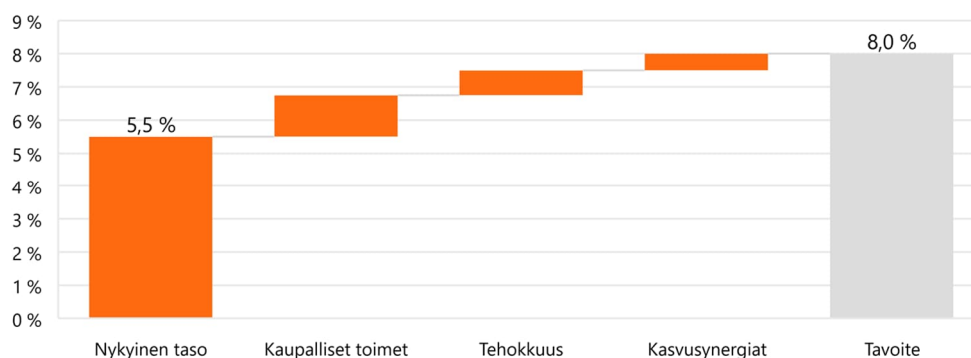
Kannattavuustavoitteeseen vielä matkaa

Telkon strategiakauden taloudellisena tavoitteena on 8 prosentin EBITA-marginaali, johon yhtiöllä on vielä matkaa, vaikkakin viimeaikainen kannattavuustrendi on ollut positiivinen. Parin viime vuoden aikana marginaali on ollut noin 5 prosentin tuntumassa, kun taas vuonna 2021 kannattavuus kohosi lähes 8 prosenttiin suotuisan hinta- ja kysyntäkehityksen ajamana. Tällä hetkellä Telkon raportoitua kannattavuutta painavat tehtyjen yritysostojen vaikutukset ja näistä oikaistuna EBITA-marginaali on käsityksemme mukaan noin 6 prosentin tuntumassa. Telkon yritysostoissa perinteisten neuvonantajakulujen lisäksi IFRS-standardin mukainen varaston käypään arvoon arvostaminen heiluttaa tulosta. Esimerkiksi tänä vuonna H1:llä toteutetuissa Optimol/Greenfluid sekä Polyma -yritysostoissa varaston arvostuksen vaikutus tulokseen oli negatiivinen (-0,8 milj. euroa). Kokonaisuudessaan yritysostoihin liittyneet kustannukset painoivat Telkon tulosta H1:llä 2,5 miljoonaa euroa, kun varastokirjauksen lisäksi huomioidaan myös muut prosessikustannukset. Vielä Q3:lle on odotettavissa negatiivinen tulosvaikutus Swed Handlingin varastokirjauksesta, mutta tämän jälkeen yritysostoihin liittyvien kustannusten vaikutusten tulisi jäädä pois. Varaston arvostaminen yritysostotilanteessa voi siis osaltaan heiluttaa tulosta suuntaan tai toiseen, mutta tämän vaikutus on ainoastaan hetkellinen.

Pidämme 8 prosentin tavoitetasoa pitkälläkin aikavälillä haastavana, ja mielestämme tavoitteen saavuttaminen vaatii vetoapua markkinasta. Telkon keskeiset komponentit tavoitteeseen yltämiseksi ovat kaupallisten toimien vahvistaminen (mm. hintaoptimointi sekä uusien kasvumahdollisuuksien tunnistaminen), operatiivisen tehokkuuden parantaminen ja kasvun mukanaan tuomien mittakaava- ja synergiaetujen hyödyntäminen. Yhtiön lähihistoriassa toteuttamat yritysostot ovat myös olleet tavoitetta tukevia, sillä esimerkiksi Optimol ja Swed Handling ovat hyvin kannattavia yrityksiä.

Arviomme mukaan strategiakauden aikana yhtiöllä on edellytykset yltää noin 7 prosentin EBITA-marginaaliin, mikäli yritysostojen integroinnit onnistuvat. Lisäksi Telko tulee hyvin todennäköisesti tekemään tulevaisuudessakin yritysostoja, jotka osaltaan heiluttavat hetkellisesti tulostasoa, mutta todennäköisesti tukevat kannattavuuden parantumista pidemmällä aikavälillä. Näkemyksemme mukaan keskeistä olisikin, että yhtiö onnistuisi vakiinnuttamaan kannattavuutensa noin 7 prosentin tuntumaan ja suuremmilta heilahteluilta kannattavuuden osalta välttyttäisiin.

Telkon polku EBITA-marginaalitavoitteeseen

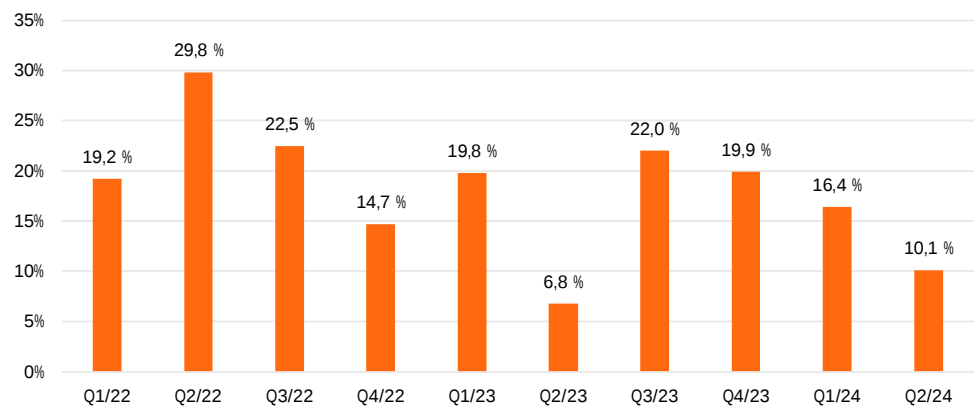


Lähde: Aspo, OP Markets

Sijoitetun pääoman tuotto on kehittynyt hyvin

Jakeluliiketoiminnassa yksi keskeisimmistä taloudellisen kehityksen mittareista on sijoitetun pääoman tuotto (ROCE) ja niin on myös Telkon kohdalla. Hyvä pääoman tuotto edellyttää luonnollisesti pääomien tehokasta käyttöä, mikä ilmenee korkeana pääoman kiertonopeutena. Telkon liiketoiminnan liikevoittomarginaali on kohtuullisen maltillinen, minkä johdosta kevyen pääomarakenteen rooli korostuu. Viime vuosina Telkon keskimääräinen vertailukelpoinen sijoitetun pääoman tuotto on ollut keskimäärin lähellä 20 prosenttia. Telkon pääoman tuotto on historiallisesti ollut siis varsin hyvällä tasolla ja erityisen vahva vuosina 2021 ja 2022, kun markkinahinnat kohosivat poikkeuksellisen voimakkaasti. Mielestämme yhtiö pystyy kestävästi tarjoamaan keskimääräistä pääoman kustannusta korkeampaa pääoman tuottoa hyvän operatiivisen tehokkuuden ja kohtuullisen hinnoitteluvoiman tukemana. Pidämme Telkon hinnoitteluvoimaa hyvänä etenkin lisäarvotuotteissa, joissa toimittajan vaihtaminen on selvästi volyymituotteita hankalampaa.

Telko - Vertailukelpoinen ROCE-%



Lähde: Aspo, OP Markets

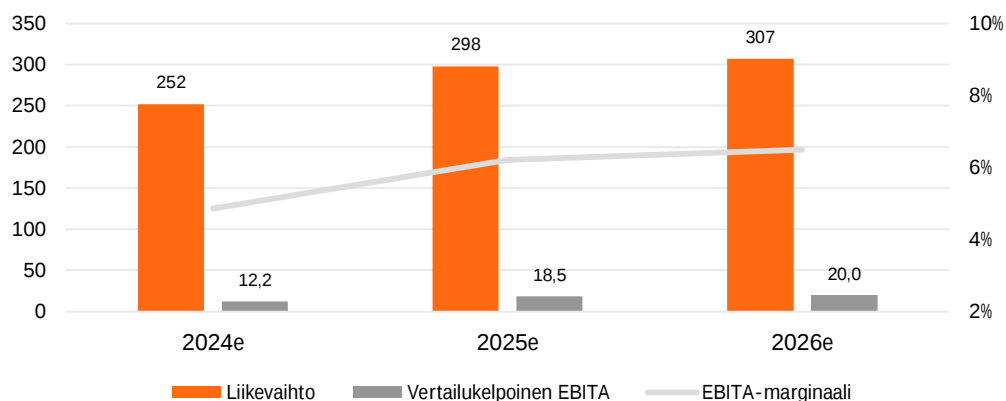
Ennusteet

Tänä vuonna Telkon tuloskehitys on kärsinyt tehtyjen yritysostojen aiheuttamista kustannuksista. Näiden vaikutus tasaantuu kuitenkin vuoden loppua kohden ja arvioimme mukaan Telkon EBITA-marginaalin tulisi kohota noin 6 prosenttiin viimeistään Q4:llä. Liikevaihdon kasvua on rajoittanut vaisu hintakehitys, mutta Telkon myyntivolyymit ovat käsityksemme mukaan kehittyneet positiivisesti.

Ensi vuonna odotamme EBITA-marginaalin kohoavan 6 prosentin päälle toteutettujen yritysostojen tukemana ja kohenevan asteittain 7 prosentin tuntumaan. Arvioimme hintojen elpyvän asteittain, mutta merkittävää myötätuulta markkinasta emme odota lähivuosille. Näkyvyys teollisuuden lähivuosien kehitykseen on yhä sumuinen, mutta mielestämme viime aikoja heikomman kehityksen todennäköisyys on varsin alhainen. Erityisesti rakentamisessa näkymät alkavat hiljalleen kääntyä positiivisempaan suuntaan. Telkon kohdalla on kuitenkin keskeistä huomioida, että hintakehitys voi heiluttaa yksittäisten vuosien kannattavuutta huomattavastikin. Viime vuosina on nähty melko näyttäviä hintaliikkeitä, joiden odotamme tasoittuvan selvästi tulevaisuudessa.

Oman mausteensa ennusteisiin tuo jatkossakin yritysostot. Emme ole huomioineet todennäköisiä yritysostoja ennusteissamme ja näiden toteutumisilla on luonnollisesti vaikutusta ennusteisiimme. Yritysostoihin liittyy myös riskejä, mutta Telko on historiallisesti onnistunut tekemään arvostuksen näkökulmasta varsin houkuttelevia yritysostoja ja luotamme yhtiön kykyyn tehdä näitä myös jatkossa. Arvioimme Telkon kannattavuuden normaalioloissa asettuvan pidemmällä aikavälillä noin 7 prosentin tuntumaan ja onnistuneiden yritysostojen myötä pidämme tätäkin korkeampaa tasoa mahdollisena. Yritysostojen myötä Telko saavuttaa entistä vahvempia mittakaavaetuja, joiden kautta yhtiöllä on potentiaalia vankistaa operatiivista tehokkuuttaan.

Telkon liikevaihto- ja liikevoittoennusteet



Lähde: Aspo, OP Markets

Leipurin – elintarviketeollisuudesta kasvua

Leipurin muodostaa yhdessä Telkon kanssa Aspon uudessa portfoliovisiossa Aspo Compounderin. Yhtiö toimii osana elintarvikeketjua hankkien raaka-aineita maailmanmarkkinoilta ja kotimaisilta toimijoilta, toimittaen niitä asiakkaiden tarpeiden mukaisesti logistiikkaketjuna avulla. Leipurin toimii tällä hetkellä Suomessa, Ruotsissa sekä Baltian maissa. Yhtiö palvelee leipomo-, elintarviketeollisuus- ja food service -asiakkaita raaka-aineiden lisäksi tukemalla tuotekehitystä ja uutuustuotteiden reseptiikkaa sekä alan innovaatioita.

Yhtiöllä on toimintamaissaan koeleipomoita (R&D baking center), joissa se tarjoaa asiakkailleen apua tuotekehitykseen, testaukseen, ideointiin ja toiminnan kehittämiseen. Leipurin asiantuntijat pyrkivät jatkuvasti kehittämään uusia tuotteita ja reseptejä, joilla asiakkaat voivat vastata muuttuviin trendeihin. Leipurin on alkujaan leipureiden perustama yritys, jolla on kokemusta toimialan liiketoiminnasta jo yli 100 vuoden ajalta. Aspo osti Leipurin keväällä 2008 osana Kauko-Telko kauppaa.

Leipurin tuotevalikoima on hyvin kattava, ja tuoteportfolio sisältää monipuolisesti raaka-aineita, pakasteita, lisäaineita ja tarvikkeita asiakkaille. Yhtiö näkee myös tärkeänä pysyä kuluttajatrendien kehityksessä mukana, ja käsityksemme mukaan valikoimasta noin 90 prosenttia on kasvipohjaisia tuotteita. Yhtiö toimittaa sekä korkeamman lisäarvon tuotteita että bulkkiraaka-aineita. Leipurin painottaa strategiassaan jatkossa entistä vahvemmin lisäarvotuotteita, jolla saattaa olla lyhyellä aikavälillä liikevaihtoa laskeva, mutta kannattavuutta parantava vaikutus.

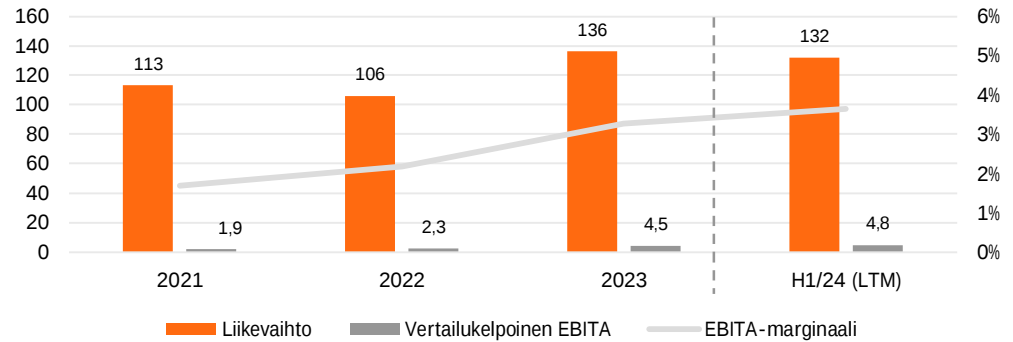
Kannattavuus kohentunut

Leipurin vuotuinen liikevaihto kasvoi vuoden 2020 101 miljoonasta eurosta yli 130 miljoonaan euroon vuosien 2020-2022 välillä, kun huomioidaan sittemmin lopetetut Venäjän, Valko-Venäjän ja Kazakstanin liiketoiminnot. Nykyisten, jatkuvien liiketoimintojen liikevaihto oli vuonna 2022 106 miljoonaa euroa. Viime vuosi toi mukanaan merkittävän tasoloikan, kun liikevaihto kohosi yli 130 miljoonaan euroon Kobia-yrityksoston sekä maailmanmarkkinoiden merkittävän hintojen nousun tukemana.

Yhtiön kannattavuuskehitys on ollut menneinä vuosina alavireistä. Leipurin on viime vuosina muokannut organisaatorakennettaan ja toimintamallejaan palatakseen takaisin paremmalle tulosuralle. Miska Kuusela aloitti vuoden 2023 alussa Leipurin uutena toimitusjohtajana, ja tämän jälkeen muun muassa johtamisrakennetta on päivitetty esimerkiksi siirtymällä Baltiassa maakohtaiseen johtoon keskitetyn johdon sijaan. Lisäksi yhtiö on pyrkinyt poistamaan päällekkäisyyksiä toiminnoissa sekä yhtenäistämään tarjoamaa erityisesti Suomessa ja Ruotsissa. Yhtiön fokus on ollut korostetusti operatiivisen tehokkuuden parantamisessa, jonka lisäksi heikommin suorittavia liiketoimintoja on divestoitu. Vuoden 2022 loppupuolella alkoi näkymään jo merkkejä paremmasta, ja kannattavuus on noussut jo kohtuulliselle tasolle. Vuonna 2023 Leipurin ylsi 3,3 prosentin ja H1/24:n aikana 3,8 prosentin EBITA-marginaaliin. Kehitys on näin ollen ollut viime aikoina varsin positiivista, ja kannattavuusparannus on käsityksemme mukaan syntynyt pääasiassa juurikin operatiivisen tehokkuuden parantumisesta sekä Kobia-yrityksoston tuomista positiivisista vaikutuksista.

Yhtiö tavoittelee vuoteen 2028 mennessä 5 prosentin EBITA-marginaalia, joten kannattavuutta pyritään yhä parantamaan selvästi nykytasolta. Tavoitteen saavuttamisen näkökulmasta näemme keskeisenä, että operatiivisen toiminnan tehokkuutta pystytään edelleen parantamaan ja myynnin painopistettä onnistutaan siirtämään suunnitelmien mukaisesti kohti lisäarvotuotteita. Tämän lisäksi kannattavuutta tukisi kasvun realisoituessa koon tuomat mittakaavaedut. Käsityksemme mukaan parantamisen varaa on erityisesti Ruotsissa, jossa kannattavuutta painaa toistaiseksi toteutetut kiinteistöomistusten myynti- ja takaisinvuokrausjärjestelyt sekä varsin hajautettu operatiivinen toimintamalli. Suomessa ja Baltiassa kannattavuus on arviomme mukaan jo tällä hetkellä lähellä tavoitetasoa.

Leipurin liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Lähde: OP Markets, Aspo

*Vuosi 2021 sisältää lopetetut Venäjän liiketoiminnot

Vahvuuksina kattava päämiesportfolio, tuotetuntemus ja paikallisuus

Leipurin kilpailukyvyyn kannalta olennaisimmat osa-alueet ovat mielestämme kattava päämiesportfolio sekä tehokas logistiikka, joka mahdollistaa hyvän käyttöpääoman kiertonopeuden. Kansainvälisille valmistajille yhtiö kykenee tarjoamaan väylän paikalliselle markkinalle, jossa yhtiö tuntee asiakkaat ja heidän preferenssit – tätä kautta on saanut alkunsa esimerkiksi yhteistyö Zeelandian kanssa. Asiakkaiden näkökulmasta yhtiön selvänä vahvuutena on tuotetuntemus sekä paikallisuus (varasto lähellä, hyvä saatavuus, palvelu paikallisella kielellä). Yhtiö kykenee tarjoamaan erityisesti pienille leipomoille keskeiset tuotteet saman katon alta, ja suuremmillekin toimijoille kattavan valikoiman.

Vastapainoksi keskeisinä haasteina näemme yhtiön kohdalla rajallisen hinnoitteluvoiman sekä markkinan yleisesti maltillisen kasvunäkymän. Erityisesti suurimpien asiakkaiden neuvotteluvoima on arviomme mukaan huomattava tilausmäärien kasvaessa.

Päämiesportfolio rakentuu 6-7 strategisen kumppanin ympärille

Leipurin tekee yhteistyötä kaikkiaan yli sadan toimittajan kanssa. Strategisia kumppaneita on 6-7, joiden tuotteista syntyy kymmeniä prosentteja myynnistä. Strategisia toimittajia ovat esimerkiksi hollantilainen Zeelandia (rasvat, koristeet) sekä ranskalainen Lesaffre (hiivavalmistaja). Strategisista kumppaneista seuraava taso sisältää taktiset toimittajat, jotka ovat tärkeitä kumppaneita, joiden joukossa on paljon myös paikallisia toimijoita. Toimittajaverkoston kolmas kerros koostuu kumppaneista, joiden kanssa yhteistyö on luonteeltaan enemmän satunnaisista. Leipurin kartoittaa myös uusia toimittajia jatkuvasti – tämän tarkoituksena on käsityksemme mukaan optimoida sekä tuotteiden hintaa että laatua.

Logistiikassa tavoitellaan Suomen mallia

Leipurin pyrkii hoitamaan logistiikkansa keskipitkällä aikavälillä nykyään Suomessa käytössä olevalla jakelumallilla. Yhtiöllä on Suomessa ainoastaan yksi keskusvarasto Vantaalla, jota hoitaa ulkoistettu varasto-operaattori. Esimerkiksi Ruotsissa on tällä hetkellä kolme varastoa, ja toimitusketjun optimointia rajoittaa nykyiset vuokrasopimukset. Käsityksemme mukaan pyrkimys on kuitenkin siirtyä kohti Suomen mallia, millä olisi kiinteitä kuluja laskeva ja selvästi Ruotsin kannattavuutta parantava vaikutus.

Leipomot merkittävien asiakastoimiala

Leipurin asiakaskunta on käsityksemme mukaan varsin hajautunutta, ja rakenteellisesti yhtiön mukaan ideaalitalanteessa 80 prosenttia liikevaihdosta tulisi pienemmiltä asiakkailta, ja 20 prosenttia suuremmilta vakautta tuovilta asiakkailta. Hajautunut asiakaskunta pienentää asiakasriskiä ja tukee kannattavuutta (suuremmilla asiakkailla enemmän neuvotteluvoimaa hinnoista), mutta toisaalta jakelukustannukset ovat keskittyneitä asiakaskuntaa korkeammat.

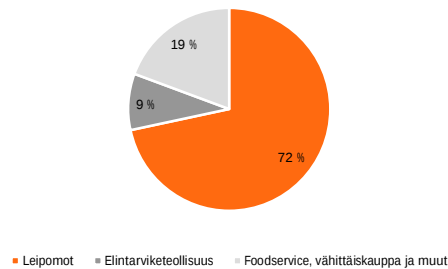
Asiakastoimialoittain tarkasteltuna Leipurin liikevaihdosta merkittävin osa (72 %) tulee leipomoilta. Leipomoasiakkaat painottuvat teollisiin leipomoihin, joiden osuus kaikista leipomoasiakkaista on noin kaksi-kolmasosaa. Kolmannes leipomoasiakkaista on pienempiä artesaanileipomoita, joille Leipurin pystyy toimittamaan käytännössä kaikki tarvittavat raaka-aineet saman katon alta. Erilaisten leipomoiden lisäksi yhtiö myy tuotteitaan muun muassa elintarviketeollisuudelle (9 %) ja food service-asiakkaille (19 %).

Vuoden 2024 ensimmäisellä puolikkaalla Ruotsi oli liikevaihdolla mitattuna maantieteellisesti suurin markkina (40 %). Suomen osuus oli hieman Ruotsia pienempi (36 %), Baltian ollessa pienin markkina-alue (24 %). Ruotsin osuus on ollut voimakkaassa nosteessa ensin Kobia-yritystoston jälkeen, ja tulevaisuudessa Kebelco-yritystoston myötä Ruotsin merkitys tulee kasvamaan entisestään.

Leipurin kasvoi vuodesta 2008 lähtien hyvin voimakkaasti itämarkkinoille laajentumisen seurauksena. Vuonna 2014 Venäjän ja lännen välinen tilanne kiristyi, mikä heijastui liiketoiminnan kehitykseen. Kriisin jälkeen haasteet Venäjällä jatkuivat heikentyneen ruplan sekä laskeneiden raaka-aineiden hintojen johdosta. Vuonna 2022 Venäjän hyökättyä Ukrainaan, Leipurin tiedotti vetäytyvänsä itämarkkinoilta (Venäjä, Valko-Venäjä ja Kazakstan). Kaupasta tehtiin esisopimus 8,4 miljoonan euron hinnalla jo vuoden 2023 alussa, mutta myyntiprosessi on pitkittynyt, ja liiketoimeen liittyy paljon epävarmuutta. Tämän vuoksi Aspo totesi vuoden 2023 lopussa, että määräysvalta yhtiöihin ja niiden tuottoihin on menetetty, minkä johdosta päätettiin lopettaa niiden yhdistely Aspo-konserniin.

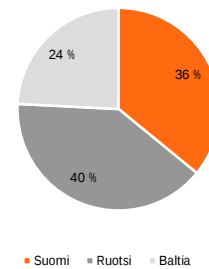
Idän markkinoilta vetäytymisen lisäksi merkittävä rakenteellinen muutos on ollut konevalmistaja Vulganuksen divestointi vuonna 2022, jonka vuosittainen liikevaihto oli noin 10 miljoonaa euroa. Vuonna 2023 Leipurin luopui myös leipomolaitteiden maahantuontiliiketoiminnastaan, jonka liikevaihto oli noin 2 miljoonaa euroa. Tämän myötä yhtiön fokus erilaisten raaka-aineiden ja asiantuntijapalveluiden tarjoajana kirkastui entisestään.

Leipurin liikevaihdon jakauma asiakassegmenteittäin, H1/24



Lähde: Aspo, OP Markets

Leipurin liikevaihdon maantieteellinen jakauma, H1/24



Lähde: Aspo, OP Markets

Lisäarvotuotteiden merkitys kasvaa

Leipurin aikoo keskittyä liiketoiminnassaan entistä enemmän lisäarvotuotteisiin, ja bulkkituotteiden merkitys tulee olemaan jatkossa strategisesti aiempaa pienemmässä roolissa. Tämän avulla yhtiö pyrkii parantamaan kannattavuuttaan sekä kasvattamaan omaa arvoaan toimitusketjussa asiakkaiden näkökulmasta. Jakeluliiketoiminnassa on haastavaa saavuttaa kestävästi merkittävää kilpailuetua, ja bulkkituotteita toimittava tukkuri on helppo korvata kilpailevalla palveluntarjoajalla. Odotamme lisäarvotuotteiden kasvun vaikuttavan näin ollen positiivisesti myös yhtiön asiakassuhteisiin.

Käsityksemme mukaan lisäarvotuotteet eivät ole staattisesti määriteltävissä oleva tuotekategoria, vaan Leipurin määrittelee tähän osa-alueeseen kuuluvat tuotteet itse tapauskohtaisesti, perustuen esimerkiksi tuotteiden ominaisuuksiin ja käyttötarkoituksiin sekä toisaalta hintapisteeseen ja siten kannattavuuteen. Tuotekategorioita luokiteltaessa tavalliset jauhot ja sokeri edustavat perinteisiä bulkkituotteita. Lisäarvotuotteesta konkreettinen esimerkki on elintarvikekoristeet – esimerkiksi suklaan hinta on noin 2 €/kg, kun suklaasta valmistettu koriste on hinnaltaan noin 10 kertaa arvokaampi. Muita esimerkkejä lisäarvotuotteista ovat muun muassa leivän tekstuuria parantavat aineet, valmisruokien apuaineet, kasviproteiinivalmisteet ja puolivalmisteet.

Lisäarvotuotteisiin panostamista tukee myös Leipurin oma tuotekehitystoiminta. Yhtiöllä on T&K -keskukset kaikissa toimintamaissa, joissa pyritään aktiivisesti luomaan uusia tuotteita ja tuotesovelluksia – jos tuote läpäisee testivaiheen, se viedään markkinaan. Sisäisten projektien lisäksi yhtiö tekee tuotekehitystä myös toimeksiantona asiakkailleen.

Esimerkkejä bulkkituotteista



Perusraaka-aineet



Jauhoseokset



Rasvat

Esimerkkejä lisäarvotuotteista



Konditoriatuotteet



Marja- ja hedelmäpakeet



Gluteenittomat



Koristeet



Massat



Makuaineet



Toppingit ja kastikkeet



Vohvelit ja tarvikkeet

Elintarviketeollisuudesta kasvua

Lisäarvotuotteiden merkityksen kasvattamisen lisäksi toinen strateginen kehityssuunta on panostaminen elintarviketeollisuuden segmentteihin leipomoteollisuuden ulkopuolella. Yhtiön arvion mukaan markkinan koko on noin 20-kertainen leipomomarkkinan verrattuna, mikä tarjoaa mielenkiintoisia kasvumahdollisuuksia.

Yhtiö on onnistunut viime aikoina kasvamaan elintarviketeollisuudessa, ja Keibelco-yritysosto tarjoaa vahvan alustan kasvuille Ruotsissa. Toimiala näyttyy houkuttelevalta – kehitys on hyvällä alulla ja kasvua pyritään vauhdittamaan. Leipurin on vielä toistaiseksi pieni toimija leipomoteollisuuden ulkopuolella. Yhtiö kykenee kuitenkin tarjoamaan elintarviketeollisuuden asiakkaille varsin laajan tuotevalikoiman saman katon alta, mikä tarjoaa hyvät mahdollisuudet hyödyntää eteen tulevat tilaisuudet ja voittaa markkinaosuutta vähitellen. Elintarviketeollisuuden kasvulla on vankat synergiat Leipurin leipomoliiketoiminnan kanssa, sillä tuotevalikoima on osittain päällekkäistä ja lisäksi on mahdollista hyödyntää esimerkiksi olemassa olevaa logistiikkaa sekä hankintakanavia. Käsityksemme mukaan Leipurin pyrkii kasvattamaan jalansijaa toimialalla erityisesti tuotekehitysprojektien kautta – tarkoituksena on osoittaa tuotteiden laatu ja yhteistyön toimivuus, jonka myötä voitetaan asiakkaan luottamus mahdollistaen kasvun markkinassa.

Defensiivinen, hitaasti kasvava markkina

Leipurin pääasiallinen markkina on leipomoraaka-aineiden jakelumarkkina. Se, kuten suurin osa elintarvikealasta, on hyvin pitkälti volyymiliiketoimintaa, jossa kannattavuus on varsin maltillinen. Katteiden ollessa toimialalla kohtuullisen alhaisia, vaikuttaa käyttöpääoman kiertonopeus oleellisesti pääoman tuottoon. Tämä tarkoittaa käytännössä tehokasta logistiikkaa, joka kuitenkin osin vaatii mielestämme myös liiketoiminnalta riittävän korkeaa volyymia. Tuotteiden välillä erot ovat hyvin pieniä, minkä vuoksi kilpailualueen saavuttaminen näissä on hyvin haastavaa – lisäarvotuotteet sekä esimerkiksi asiakkaille tarjottava tuotekehitys auttavat markkinalla erottautumista puhtaasti bulkkituotteita tarjoaviin toimijoihin nähden. Näkemyksemme mukaan elintarviketeollisuudessa sekä food service -markkinassa markkinadynamiikka on hyvin samankaltainen kuin leipomomarkkinassa.

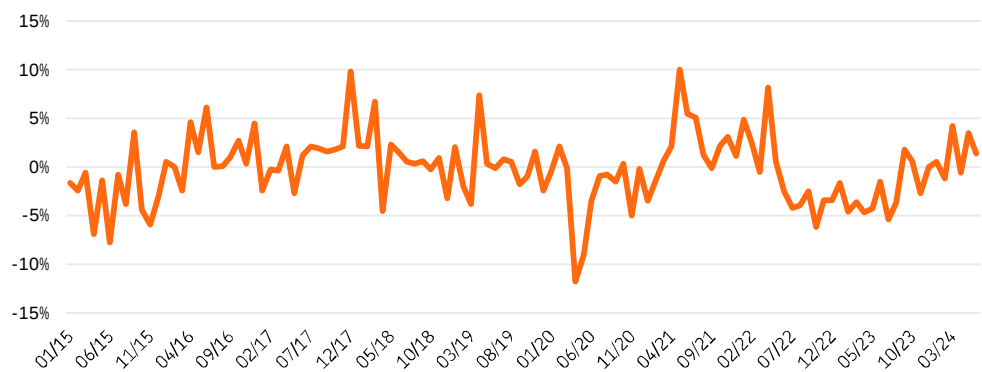
Elintarvikesektoria tarkasteltaessa suurempien toimijoiden kannattavuus on yleisesti ottaen pienempiä korkeampi. Tämä johtuu pitkälti liiketoiminnan luonteesta eli korkeammilla volyymeilla on saavutettavissa mittakaavaetuja. Leipurin on omissa toimintamaissaan ja relevanteilla markkinoilla merkittävä toimija. Leipomotuotteiden jakelumarkkina on arviomme mukaan kokonaisuutena kohtuullisen pirstaloitunut.

Suurempiakin toimijoita löytyy, ja Leipurin merkittävin kilpailija on kaikilla markkinoilla käsityksemme mukaan Orkla. Orkla myi vuonna 2023 Orkla Food Ingredients -liiketoiminnastaan (OFI) 40 prosentin vähemmistöosuuden pääomasijoittaja Rhonelle yli miljardin euron valuaatiolla. OFI:n liikevaihto on noin 1,5 miljardia euroa, ja se kilpailee samoilla markkinoilla Leipurin kanssa. OFI pystyy hyödyntämään sen muiden liiketoimintojen laajaa jakeluverkostoaan toimitusketjujen tehostamisessa. Suomessa pienempiä kilpailijoita ovat muun muassa Haarla (liikevaihto n. 60 milj. euroa) sekä Mauste-Sallinen (liikevaihto n. 30 milj. euroa).

Suomessa leipomoteollisuuden liikevaihto kokonaisuudessaan on kehittynyt viimeisten vuosien aikana melko vaisusti eikä toimiala muuallakaan Euroopassa ole kasvanut merkittävästi. Toisaalta elintarvikeala on varsin defensiivinen, mikä taas tuo mukanaan tasaisuutta ja ennustettavuutta. Kokonaisuutena emme odota markkinassa tapahtuvan mullistavia muutoksia lähivuosina vaan arvioimme maltillisen kasvun jatkuvan myös tulevaisuudessa. Pitkällä aikavälillä ihmisten kulutustottumukset tulevat varmasti jonkin verran muuttumaan (mm. kasvipohjaiset tuotteet), mikä voi aiheuttaa eroja kasvussa elintarvikesektorin sisällä. Tämä voi tarkoittaa esimerkiksi uusien tai erilaisten ainesosien suosion kasvua, mikä tarjoaa alan toimijoille mahdollisuuksia korkeamman kateakenteen tuotteissa. On kuitenkin hyvä huomioda, että historiallisesti elintarvikealalla muutokset kulutustottumuksissa ovat olleet hitaita.

Suomessa elintarviketeollisuuden volyymit ovat kehittyneet viime vuosina vaisusti.

Elintarviketeollisuuden volyyymi-indeksi, vuosimuutos % (2015=100)



Lähde: Tilastokeskus, OP Markets

Idästä länteen – Ruotsin merkitys kasvanut vauhdilla

Leipurin on kohdistanut katseensa itämarkkinoilta vetäytymisen jälkeen vahvasti länteen. Vuoden 2022 kesällä Leipurin laajentui Ruotsin markkinoille ostamalla leipomoteollisuuden jakeluyhtiö Kobia AB:n ruotsalaiselta Abdon-konserniltä. Kobian vuosittainen liikevaihto oli ostohetkellä noin 50 miljoonaa euroa ja liikevoittomarginaali noin 3 prosenttia. Kobian ostolla Leipurin pystyi paikkaamaan liikevaihdossa itämarkkinoiden ja Vulganuksen myynnin aiheuttaman loven. Kobian integrointi vaikuttaa sujuneen mainiosti, ja Leipurin kannattavuus onkin kääntynyt yritysoston jälkeen aiempaa paremmaksi. Kobia-osto on luonut yhtiölle mahdollisuuksia muun muassa toimitusketjun hallinnan ja tuotevalikoiman kehityksen osalta. Kobia on aiemmin toiminut varsin tiukasti artesaanileipomoiden markkinassa, mikä nähdäksemme tarjoaa yhä erinomaisia mahdollisuuksia kasvuun myös esimerkiksi teollisten leipomoiden ja elintarviketeollisuuden markkinoissa.

Leipurin liiketoiminta Ruotsissa laajeni tämän vuoden heinäkuussa teknisen raaka-ainejakelija Kebelco AB:n kautta, joka on Telkon hankkiman Swed Handlingin tytäryhtiö. Leipurin saa Kebelcosta näkemyksemme mukaan erinomaisen keinon kasvattaa markkinaosuuttaan Ruotsissa elintarviketeollisuuden ja lisäarvotuotteiden markkinoilla. Kebelco on Kobiaan verrattuna luonteeltaan selkeämmin täydentävä yritysosto. Kebelcon liikevaihto oli vuonna 2023 8,2 miljoonaa euroa, ja liikevoitto 0,6 miljoonaa euroa (n. 7 % marginaali).

Näkemyksemme mukaan sekä Kobia- että Kebelco-yritysostot ovat hyvin linjassa Leipurin strategisten tavoitteiden kanssa, ja tukevat näin ollen yhtiön tavoitteita kasvun ja kannattavuuden edistämiseksi.

Leipurin omaa vahvan aseman Pohjoismaiden ja Baltian leipomo-markkinoilla.



Kuvan lähde: Aspo CMD 2024

Tavoitteena yli 200 miljoonan euron liikevaihto ja 5 % EBITA

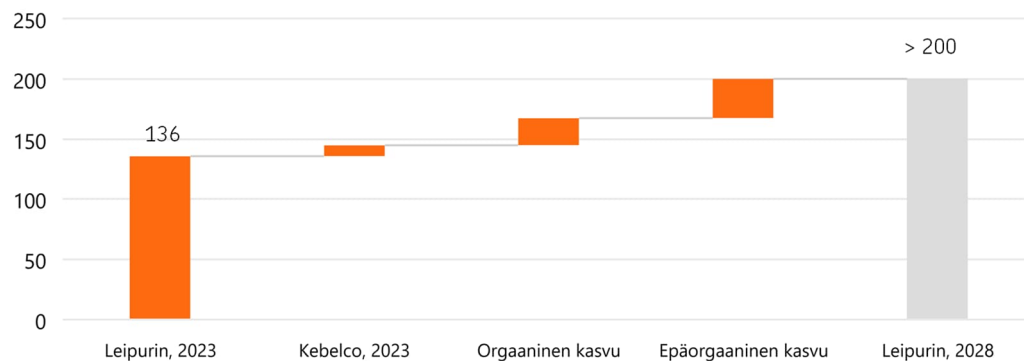
Leipurin julkaisi uudet tavoitteensa kevään pääomamarkkinapäivän yhteydessä. Yhtiö tavoittelee vähintään 200 miljoonan euron liikevaihtoa ja 5 prosentin EBITA-marginaalia vuoden 2028 loppuun mennessä.

Leipurin liikevaihdosta valtaosa muodostuu tällä hetkellä leipomoasiakkuuksista, ja yhtiön tavoitteena on jatkossa kasvattaa jalansijaa muussa elintarviketeollisuudessa. Tällä hetkellä muun elintarviketeollisuuden rooli on merkittävä ainoastaan Suomessa, mutta myös Ruotsissa elintarviketeollisuuden asiakkaiden määrä tulee kasvamaan Kebelco-yritystoston tukemana. Strategian keskiössä on edelleen siirtää myyntiä entisestään volyymituotteista korkeamman lisäarvon tuotteisiin, mikä on yhtiön näkemyksen mukaan helpompaa elintarviketeollisuudessa. Tämä johtuu paitsi markkinan suuremmasta kokoluokasta, myös pelkkää leipomoteollisuutta huomattavasti laajemmasta käytettävien tuotteiden ja artikkelien määrästä. Nämä tekijät mahdollistavat valikoivaa fokuoimista tiettyihin tuotekategorioihin ja tuotesovellusalueisiin. Lisäksi yhtiö kertoi pääomamarkkinapäivässä pyrkivänsä asiakkaiden johtavaksi kumppaniksi tuotekehityspalveluissa.

Yhtiö pyrkii vahvistamaan asemiaan nykyisillä markkinoilla, mutta tarkkailee mahdollisuuksia myös laajemmin Pohjois-Euroopassa. Lyhyellä aikavälillä uskomme yhtiön keskittyvän Ruotsista hankittujen liiketoimintojen integrointiin ja kehittämiseen. Jos kehitys on Ruotsissa odotusten mukaista, pidämme todennäköisenä, että yhtiö alkaa aktiivisemmin kartoittaa laajentumismahdollisuuksia esimerkiksi Norjan tai Tanskan markkinoille. Laajentumisstrategia tulisi arviomme mukaan olemaan samansuuntainen kuin Ruotsissa on nähty – Kobian kaltaisen, isomman liiketoiminnan hankinta, jota täydennettäisiin esimerkiksi Kebelcon kaltaisella esimerkiksi elintarviketeollisuuteen keskittyvällä täsmähankinnalla. Arviomme mukaan Pohjois-Euroopan markkinat laajemmin olisivat mahdollinen laajentumissuunta vasta pidemmällä tähtäimellä, alkuvaiheen laajentumisen painottuessa Skandinavian markkinoille.

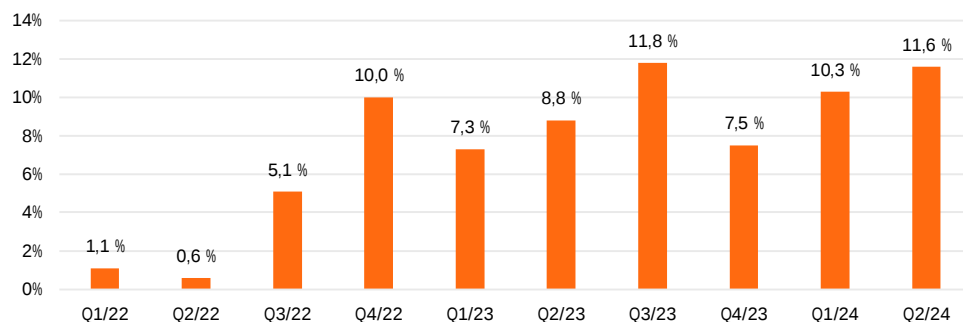
Yhtiö kertoi pääomamarkkinapäivässään tavoittelevansa yli 3 prosentin orgaanista kasvua, mikä tarkoittaa, että liikevaihtotavoitteen saavuttaminen vaatii tuekseen myös epäorgaanista kasvua yritysostojen muodossa. Jos nykyiseen liikevaihtoon huomioidaan Kebelco-yritysosto, vaatii tavoitteeseen pääsy noin 50 miljoonan euron liikevaihdon kasvua. Vaadittavasta 50 miljoonan euron kasvusta arvioimme noin 20 miljoonaa euroa tulevan orgaanisesta kasvusta, josta hieman yli puolet syntyy elintarviketeollisuudesta, ja vajaa puolet leipomomarkkinasta. Näin ollen loput 30 miljoonaa tulisi yritysostojen ja maantieteellisen laajentumisen kautta. Arvioimme mukaan epäorgaaninen kasvu tulisi vaatimaan 20-30 miljoonaa euroa pääomia.

Leipurin liikevaihtotavoitteen muodostuminen, milj. euroa



Lähde: OP Markets, Aspo

Leipurin - Vertailukelpoinen ROCE-%



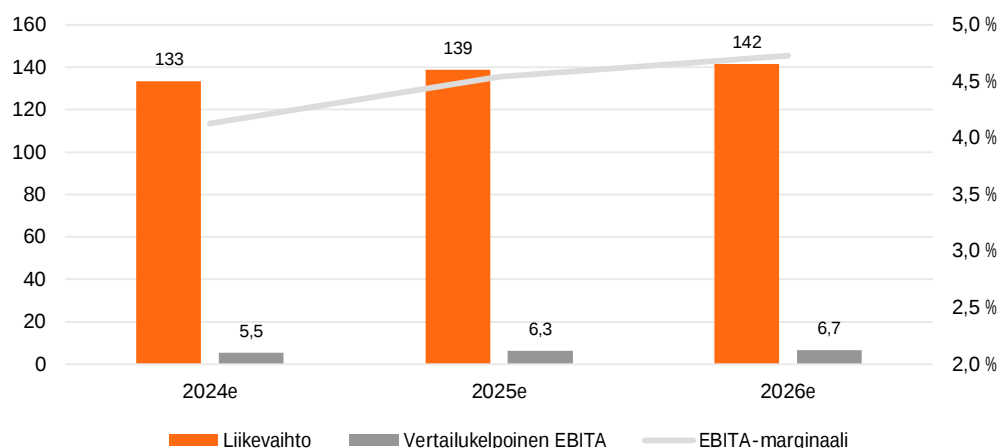
Lähde: Aspo, OP Markets

Ennusteet

Lähtöleveysuudessa arvioimme liikevaihdon kasvun olevan maltillista, mikä johtuu osittain myynnin siirtymisestä vahvemmin volyymituotteista lisäarvotuotteisiin. Kysyntäympäristö on myös muun talouden tapaan tällä hetkellä normaalia vaisumpi ja lisäksi hintakehitys on muuttunut paikoittain jopa deflatoriseksi. Toisaalta arvioimme positiivisen kannattavuuskehityksen jatkuvan myynnin rakenteen parantumisen seurauksena. Pidemmällä aikavälillä arvioimme yhtiöllä olevan mahdollisuudet noin 2-3 prosentin orgaaniseen vuosikasvuun. Kebelco-yritysosto tuo liikevaihtoon piristysruiskeen, ja luo pidemmällä aikavälillä yhtiölle kasvumahdollisuuksia erityisesti leipomoteollisuuden ulkopuolella Ruotsissa. Ennustamme kannattavuuden lähestyvän jo lähivuosina tavoiteltua 5 prosentin EBITA-marginaalia, myyntimixin parantumisen ja operatiivisen toiminnan tehostumisen seurauksena.

Pitkällä aikavälillä arvioimme kasvun jäävän toimialan luonteen vuoksi kohtuullisen alhaiseksi ja segmentin kehityksen ajurina onkin enemmän kannattavuuden parantuminen ja sitä kautta sille hyväksyttävän arvostustason kohoaminen. Tämän seurauksena pidämmekin tärkeimpänä tekijänä kannattavuuskäänteen kestävyyttä ja pysyvästi parempaa marginaalitasoa, mikä mahdollistaisi liiketoiminnan arvostuksen kohoamisen. Kuitenkin 5 prosentin marginaalitaso alkaa mielestämme lähennellä liiketoiminnalle huipputasoa pitkällä aikavälillä, jonka saavuttamisen jälkeen liikevaihdon kasvun rooli korostuu. Mikäli Leipurin ylittää tavoittelemalleen marginaalitasolle, voisi tämä olla mielestämme houkutteleva tilaisuus Aspolle irtautua liiketoiminnasta.

Leipurin liikevaihto- ja liikevoittoennusteet

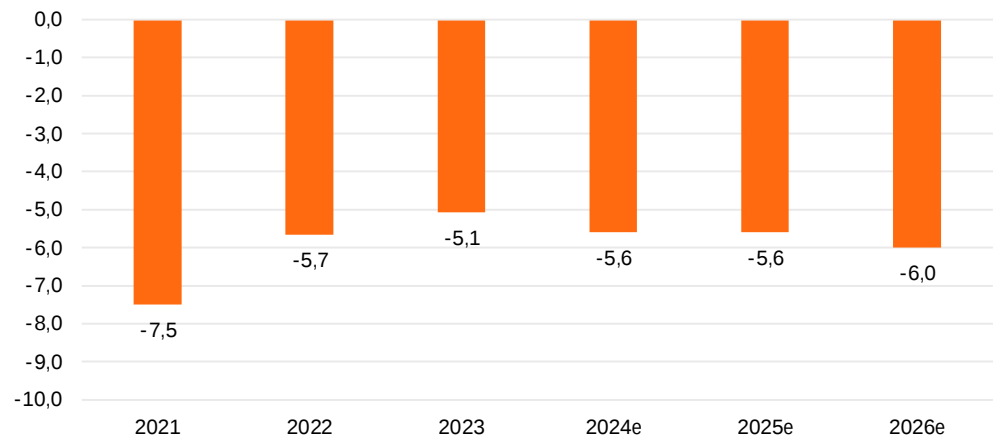


Lähde: OP Markets, Aspo

Muu toiminta

Muu toiminta tuottaa liiketoiminnoille olennaisia tukitoimintoja ja sisältää Aspo-konsernin hallinnon, taloushallinnon ja ICT-palvelukeskuksen kustannuksia. Muun toiminnan alaisuudessa työskenteli vuoden 2023 päätteeksi 40 henkilöä. Muun toiminnan negatiivinen vaikutus Aspon EBITAan on lähihistoriassa vaihdellut noin -5 miljoonan euron ja -7,5 miljoonan euron välillä. Kuluvan vuoden vertailukelpoinen EBITA oli H1:n päätteeksi -2,9 miljoonaa euroa. Arvioimme EBITAn olevan noin -6 miljoonan euron tasolla myös lähivuosina.

Konsernikulut (milj. euroa)



Lähde: Aspo, OP Markets

Uusien liiketoimintojen aika vasta myöhemmin

Emme odota Aspon nykyisen rakenteen muuttuvan merkittävästi lähitulevaisuudessa. Markkinaympäristön tuomien haasteiden myötä, arvioimme Aspon keskittävän investointinsa nykyisiin liiketoimintoihin ja mahdollisia uusia lisäyksiä portfolioon tullaan näkemään vasta myöhemmin. Toki myös divestoinnit ovat mahdollisia, mutta pidämme todennäköisenä, että Aspo ei tule kokonaan luopumaan nykyisistä liiketoiminnoista lyhyellä aikavälillä. Näkemyksemme mukaan todennäköisin divestoitava liiketoiminta on Leipurin, mutta arvioimme mahdollisen divestoinnin tapahtuvan vasta siinä vaiheessa, kun kannattavuus on noussut lähemmäs yhtiön tavoittelemaa 5 %:n EBITA-marginaalia. Pidemmällä aikavälillä pidämme kuitenkin hyvin todennäköisenä, että Aspoon tulee myös kokonaan uusia liiketoimintoja. Tällä hetkellä fokus on kuitenkin arviomme mukaan nykyisten liiketoimintojen arvojen ulosmittaamisessa ja portfoliovision toteuttamisessa.

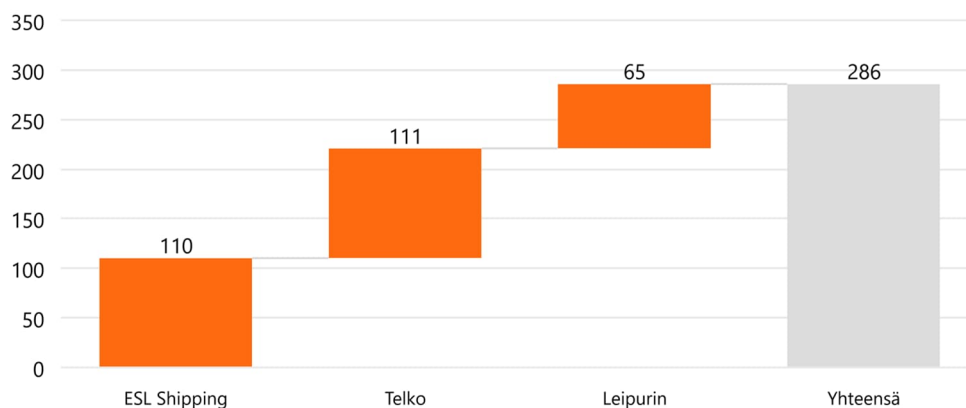
Vuoden 2024 kehitys ja lähivuosien näkymät

Vuoden 2024 ensimmäinen puolisko on ollut Aspolle haastava, sillä talven raskaat jääolosuhteet ja poliittiset lakot painoivat ESL:n tulosta, ja lisäksi Telkon tuloskehitystä on rajoittanut niin tehdyt yritysostot kuin epäsuotuisa hintakehitys. Leipurin kannattavuusparannus on edennyt tänä vuonna hyvin, vaikkei markkinaympäristö ole ollut kovin suotuisa. Odotamme tuloksen vahvistuvan selvästi vuoden jälkimmäisellä puoliskolla, kun merkittävä osa ESL:n ja Telkon ulkoisista haasteista väistyy ja arvioimme myös teollisuuden aktiviteetin hieman piristyvän.

Aspo ohjeistaa vertailukelpoisen EBITAn olevan tänä vuonna yli 32 miljoonaa euroa (2023: 27,9). H1:n jälkeen yhtiöllä on kasassa 12,4 miljoonaa euroa, joten tehtävää loppuvuodelle riittää. Nykyinen ennustemme kuluvan vuoden vertailukelpoiseksi EBITAksi on 33,5 miljoonaa euroa. ESL:ssä odotamme uusien alusten sekä markkinan asteittaisen piristymisen vahvistavan tulosta loppuvuonna. Telkossa keskeisessä osassa loppuvuoden tulosparannuksessa ovat aiemmin tänä vuonna toteutetut yritysostot sekä näihin kohdistuneiden kertaluonteisten kustannusten pienentyminen. Leipurin kohdalla kannattavuuden vahvistumista ennusteissamme ajaa myynnin rakenteen parantuminen lisäarvotuotteiden osuuden kasvun seurauksena.

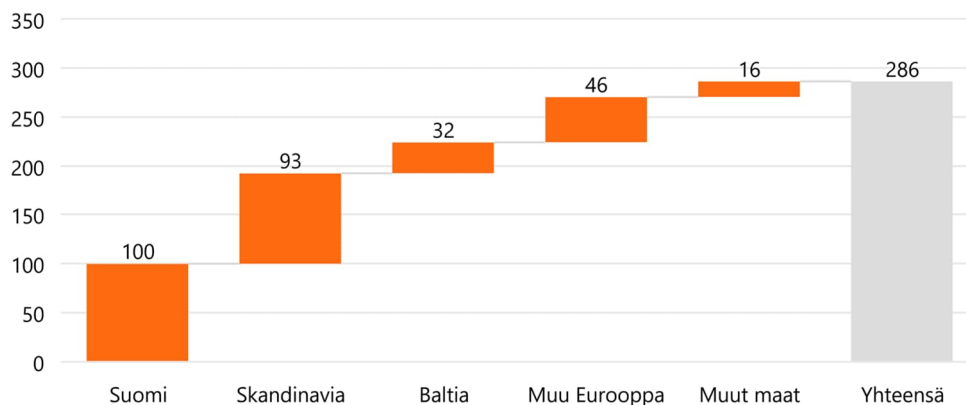
Yhtiön strategiset toimet alkuvuoden aikana ovat näkemyksemme mukaan olleet varsin onnistuneita. Strategian edistäminen on osittain syönyt lyhyen aikavälin tuloskehitystä, mutta pitkällä aikavälillä arvioimme toimenpiteiden vahvistavan yhtiön kannattavuutta. Näkyvyys erityisesti teollisten alojen lähivuosien kysyntään on varsin sumuinen, mutta arviomme mukaan edessä on kuitenkin lähihistoriaa positiivisemmat ajat. Odotamme Aspon viimeaikaisten investointien tuottavan tulosta asteittain ja ennustamme yhtiön EBITA-marginaalin kipuavan 7 prosentin tuntumaan vuoden 2026 päätteeksi.

Aspon liikevaihdon jakautuminen segmenteittäin (H1/24)



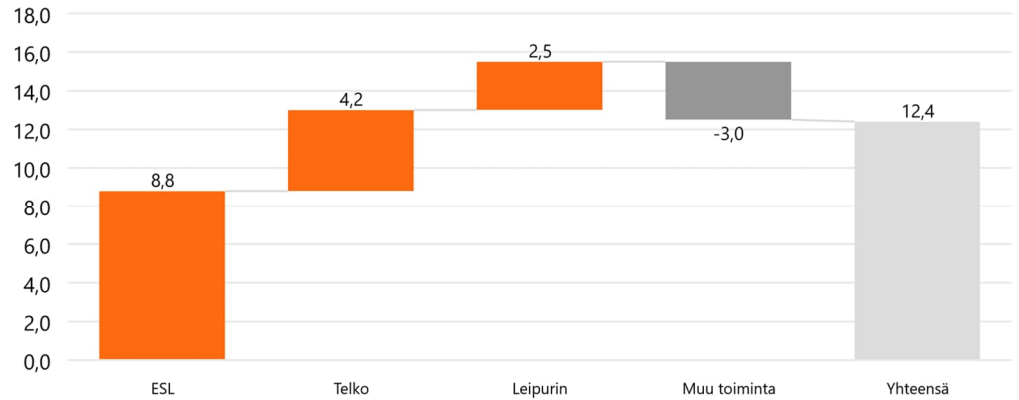
Lähde: Aspo, OP Markets

Aspon liikevaihdon jakautuminen maantieteellisesti (H1/24)



Lähde: Aspo, OP Markets

Aspon vertailukelpoisen EBITAn jakautuminen (milj. euroa, H1/24)



Lähde: Aspo, OP Markets

Ennustemuutokset

Ainoat ennustemuutoksemme kohdistuvat osinkoihin, jotka olemme päivittäneet yhtiön uuden osinkopolitiikan mukaiseksi.

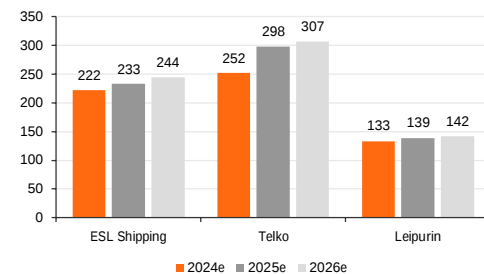
Aspo - Ennustemuutokset

Me	2024			2025			2026		
	Uusi	Vanha	Ero	Uusi	Vanha	Ero	Uusi	Vanha	Ero
Liikevaihto									
ESL Shipping	222,1	222,1	0 %	232,9	232,9	0 %	244,0	244,0	0 %
Telko	251,9	251,9	0 %	298,1	298,1	0 %	307,0	307,0	0 %
Leipurin	133,4	133,4	0 %	138,8	138,8	0 %	141,6	141,6	0 %
Liikevaihto	607,4	607,4	0 %	669,8	669,8	0 %	692,6	692,6	0 %
Oikaistu EBITA									
ESL Shipping	21,2	21,2	0 %	24,9	24,9	0 %	27,0	27,0	0 %
Telko	12,3	12,3	0 %	18,5	18,5	0 %	20,0	20,0	0 %
Leipurin	5,5	5,5	0 %	6,3	6,3	0 %	6,7	6,7	0 %
Muu toiminta	-5,6	-5,6	0 %	-5,6	-5,6	0 %	-6,0	-6,0	0 %
Oikaistu EBITA yhteensä	33,5	33,5	0 %	44,1	44,1	0 %	47,6	47,6	0 %
Oikaistu EBITA-%	5,5 %	5,5 %		6,6 %	6,6 %		6,9 %	6,9 %	
Liikevoitto									
ESL Shipping	23,1	23,1	0 %	41,7	41,7	0 %	45,2	45,2	0 %
Oikaistu liikevoitto	31,7	31,7	0 %	41,7	41,7	0 %	45,2	45,2	0 %
Oikaistu liikevoitto-%	5,2 %	5,2 %		6,2 %	6,2 %		6,5 %	6,5 %	
Rahoituserät (netto)									
Tulos ennen veroja	-9,3	-9,3	0 %	-9,0	-9,0	0 %	-9,6	-9,6	0 %
Tulos/osake - raportoitu	0,24	0,24	0 %	0,79	0,79	0 %	0,90	0,90	0 %
Tulos/osake - vertailukelpoinen	0,51	0,51	0 %	0,79	0,79	0 %	0,90	0,90	0 %
Osinko/osake	0,25	0,35	-29 %	0,35	0,40	-13 %	0,40	0,45	-11 %

Lähde: OP Markets

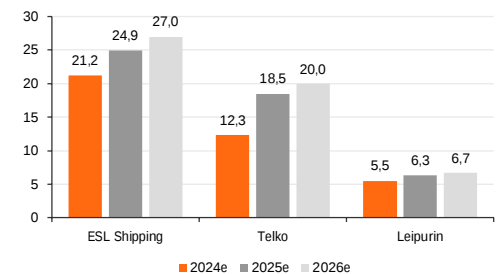
Segmentikohtaiset liikevaihto- ja EBITA-ennusteet vuosille 2024–2026

Liikevaihto segmenteittäin, milj. euroa



Lähde: Aspo, OP Markets

Vertailukelpoinen EBITA segmenteittäin, milj. euroa



Lähde: Aspo, OP Markets

OP vs. konsensus

Aspo: Vuosiennusteet

Milj. euroa	OP			Konsensus			OP vs. konsensus		
	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto									
ESL Shipping	222	233	244	218	237	245	2 %	-2 %	0 %
Telko	252	298	307	247	292	302	2 %	2 %	2 %
Leipurin	133	139	142	134	142	146	0 %	-2 %	-3 %
Liikevaihto yhteensä	607	670	693	598	671	693	2 %	0 %	0 %
Oikaistu EBITA									
ESL Shipping	21	25	27	-	-	-	-	-	-
Telko	12	18	20	-	-	-	-	-	-
Leipurin	6	6	7	-	-	-	-	-	-
Muu toiminta	-6	-6	-6	-	-	-	-	-	-
Oikaistu EBITA yhteensä	33,5	44,1	47,6	34,3	44,6	49,5	-2 %	-1 %	-4 %
Oikaistu EBITA-%	5,5 %	6,6 %	6,9 %	5,7 %	6,6 %	7,1 %	-4 %	-1 %	-4 %
Oikaistu EPS	0,51	0,79	0,90	0,48	0,79	0,91	6 %	0 %	-1 %
Osinko/osake	0,25	0,35	0,40	0,32	0,41	0,45	-22 %	-15 %	-11 %

Lähde: OP Markets, Factset

Ennusteet

Aspo - Segmentit kvartaaleittain

Me	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24e	4Q24e
Liikevaihto								
ESL Shipping	53	44	43	49	50	60	47	65
Telko	54	54	54	49	50	61	71	70
Leipurin	35	34	33	34	33	32	34	35
Liikevaihto	142	133	130	132	133	154	152	169
Liikevaihdon kasvu (v/v)	10 %	-3 %	-9 %	-14 %	-6 %	16 %	17 %	28 %
Oikaistu EBITA								
ESL Shipping	6,0	3,3	4,1	5,0	2,7	6,1	5,6	6,8
Telko	3,1	1,1	3,2	2,6	2,3	1,8	3,9	4,3
Leipurin	1,0	1,1	1,4	0,9	1,2	1,3	1,5	1,5
Muu toiminta	-1,2	-1,6	-1,0	-1,2	-1,2	-1,8	-1,3	-1,3
Oikaistu EBITA	9,0	3,9	7,6	7,2	5,0	7,4	9,7	11,4
Oikaistu EBITA-%	6,3 %	2,9 %	5,9 %	5,5 %	3,8 %	4,8 %	6,4 %	6,7 %
Liikevoitto	8,6	2,8	8,1	6,4	-3,2	6,5	9,1	10,8
Oikaistu liikevoitto	8,4	3,6	7,4	6,8	4,8	7,1	9,1	10,8
Oikaistu liikevoitto-%	5,9 %	2,7 %	5,7 %	5,1 %	3,6 %	4,6 %	6,0 %	6,4 %
Rahoituserät (netto)	-1,9	-2,2	-2,5	-2,7	-2,2	-2,1	-2,5	-2,5
Tulos ennen veroja	6,7	0,6	5,6	3,7	-5,4	4,3	6,6	8,3
Verot	-0,3	0,9	-0,3	-0,7	-0,6	-0,4	-0,7	-0,8
Nettotulos	6,4	1,5	5,3	3,0	-4,6	2,8	5,0	6,3
Tulos/osake - raportoitu	0,19	0,03	0,15	0,08	-0,16	0,07	0,14	0,18

Lähde: OP Markets

Aspo - Segmentit vuosittain

Me	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto					
ESL Shipping	245	189	222	233	244
Telko	209	211	252	298	307
Leipurin	106	136	133	139	142
Liikevaihto	561	536	607	670	693
Liikevaihdon kasvu (v/v)	-2 %	-4 %	13 %	10 %	3 %
Oikaistu EBITA					
ESL Shipping	37,6	18,5	21,2	24,9	27,0
Telko	12,0	9,9	12,3	18,5	20,0
Leipurin	2,3	4,5	5,5	6,3	6,7
Muu toiminta + eliminoinnit	-5,7	-5,1	-5,6	-5,6	-6,0
Oikaistu EBITA	46,2	27,7	33,5	44,1	47,6
Marginaali					
ESL Shipping	15,3 %	9,8 %	9,6 %	10,7 %	11,1 %
Telko	5,7 %	4,7 %	4,9 %	6,2 %	6,5 %
Leipurin	2,2 %	3,3 %	4,1 %	4,5 %	4,7 %
Oikaistu EBITA-%	8,2 %	5,2 %	5,5 %	6,6 %	6,9 %
Liikevoitto	38,2	25,9	23,1	41,7	45,2
Oikaistu liikevoitto	43,8	26,2	31,7	41,7	45,2
Oikaistu liikevoitto-%	7,8 %	4,9 %	5,2 %	6,2 %	6,5 %
Rahoituserät (netto)	-6	-9	-9	-9	-10
Tulos ennen veroja	38	17	14	33	36
Verot	-2	0	-2	-3	-4
Vähemmistöosuus	0	0	-2	-4	-4
Nettotulos	36	16	10	26	28
Tulos/osake - raportoitu	1,08	0,46	0,24	0,79	0,90

Lähde: OP Markets

Arvonmääritys – tavoitehinta 7,00 euroa

Aspon liiketoiminnot poikkeavat toisistaan huomattavasti, minkä johdosta arvonmäärityksemme perustuu osien summa -laskelmaan. Määrittelemme jokaiselle liiketoiminnolle EV/EBITA-kertoimen perustuen muun muassa niiden kasvu- ja kannattavuusprofiileihin. Olemme keränneet jokaiselle segmentille oman verrokkiryhmän, joihin peilaamme hyväksymiämme arvostuskertoimia. Tavoitehintamme perustuu vuoden 2025 ennusteisiimme.

ESL:lle hyväksymämme EV/EBITA-kerroin on 11x, mikä on selvästi vertailuryhmän mediaanitasoa korkeampi. Tämä on pitkälti seurausta yhtiön pitkistä asiakassopimuksista, mitkä jo nyt tasoittavat suhdanteiden aiheuttamaa heiluntaa. Supramax-alusten myyntien jälkeen volatiliiteetin tulisi vähentyä entisestään. Tämän lisäksi varustamon kalusto uudistuu ja vahvistuu meneillään olevien hybridialusinvestointien myötä. Kaikkiaan pidämme ESL:n asemaa Pohjois-Euroopan markkinassa vahvana, mikä oikeuttaa pääosin spot-markkinassa toimivia verrokkeja korkeampaan arvostukseen. ESL:lle hyväksymässämme arvostuskertoimessa on mielestämme nousuvaraa tulevaisuudessa, mikäli yhtiö pystyy vakiinnuttamaan EBITA-marginaalin noin 11 prosentin tasolle.

Telkolle käytämme EV/EBITA-kerrointa 10x, joka on hieman alle verrokkiryhmän keskimääräisen tason. Telkolle keräämämme vertailuryhmän yhtiöt ovat yhtiötä suurempia ja kannattavampia, minkä johdosta alhaisempi arvostustaso on mielestämme perusteltu. Tunnistamme kuitenkin Telkon arvostuksessa nousuvaraa, mikäli yhtiö onnistuu nostamaan kannattavuutensa selvästi 6 prosentin päälle ja samalla jatkamaan vahvalla kasvu-uralla. Lisäksi yhtiön strateginen keskittyminen korkeamman lisäarvon tuotteisiin on arvostusta tukeva elementti. Odotamme kuitenkin yhtiöltä vielä lisää näyttöjä kasvusta, onnistuneista yritysostoista sekä kannattavuuden vahvistumisesta ennen kuin nostamme hyväksymämme arvostuksen vertailuryhmän tasolle.

Leipurin kasvuprofiili on näkemyksemme mukaan maltillinen, mutta pidämme kuitenkin toimialaa melko vakaana ja kohtuullisen ennustettavana. Leipurin kannattavuus on kääntynyt parempaan suuntaan, mutta mielestämme se ei oikeuta vielä oikeuta kovinkaan korkeaan arvostukseen. Olemme käyttäneet Leipurin kohdalla EV/EBITA-kerrointa 9x, mikä on alle selvästi suurempien verrokkien keskitason. Matala arvostuksemme johtuu Leipurin ja koko toimialan maltillisesta kasvuprofiilista sekä kannattavuudesta. Yhtiön pystyessä parantamaan kannattavuuttaan vielä jatkossakin, on mielestämme noin 10x EV/EBITA-kerroin hyväksyttävissä.

Osien summa -arvostuksemme päättyy 7,00 euron osakekohtaiseen arvoon ja siten koko Aspon EV/EBITA-kertoimeksi muodostuu vuoden 2025 ennusteillamme laskettuna noin 10x. Tämä on noin 10–15 prosenttia yhtiön viimeisen 10 vuoden keskimääräistä arvostusta alhaisempi. Alhaisempi arvostus suhteessa historiaan johtuu korkojen noususta sekä viimeaikaisesta tulosvolatiliiteetista. Suhtaudumme yhä lyhyen aikavälin näkymiin varauksella, mutta tunnistamme kuitenkin Aspon strategisten toimien potentiaalin pidemmällä aikavälillä ja arvioimme yhtiöllä olevan merkittävää potentiaalia erityisesti varustamon ESG-strategiassa sekä Telkon yritysostovetoisessa kasvussa. Lisäksi Aspon portfoliovisio tuo toteutuessaan paremmin esiin liiketoimintojen väliset eroavaisuudet ja voi tulevaisuudessa osaltaan edesauttaa piilevän arvon purkautumista.

ASPO - OSIEN SUMMA								
Vuosien painot								
2025	Aspo		Liiketoiminnan arvo, Me					
100 %	Liikevaihto	EBITA (oik.)	EV/EBITA					
	Me	Me	8x	9x	10x	11x	12x	13x
ESL Shipping	233	25	199	224	249	276	299	324
Telko	298	18	148	166	186	203	222	240
Leipurin	139	6	50	57	63	69	76	82
Kohdistamattomat	0	-6	-45	-50	-56	-62	-67	-73
Yhteensä	670	44						
EV			353	397	442	487	529	573
Nettovelat (sis. hybridilaina)			185	185	185	185	185	185
Vähemmistöosuus (ESL Shipping)			43	48	53	59	64	69
Markkina-arvo			125	164	204	243	280	319
Osakkeen arvo			OSAKKEEN ARVO, euroa					
valituilla EV/EBITA-kertoimilla	7,0		4,0	5,2	6,5	7,7	8,9	10,2

Lähde: OP Markets

Verrokkiryhmät

ESL:lle sallimamme arvostus on selvästi verrokkiryhmää korkeampi pitkien asiakassopimusten ja paremman ennustettavuuden johdosta.

ESL Shipping - Verrokkiryhmä	MCAP	EV / Sales		EV / EBITDA		EV / EBIT		P/E	
	EURm	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025
Algoma Central	394	1,4x	1,4x	5,4x	4,9x	--	--	8,4x	7,4x
Safe Bulkers	488	3,2x	3,2x	5,2x	5,1x	7,2x	7,4x	5,7x	5,8x
Seanergy Maritime Hldgs	209	2,7x	2,8x	4,6x	4,7x	7,3x	7,7x	4,8x	5,4x
Navios Maritime Partners	1 432	2,5x	2,2x	4,0x	3,3x	5,6x	4,5x	3,6x	2,6x
Diana Shipping	264	3,2x	2,5x	6,1x	3,9x	9,5x	5,0x	9,0x	2,7x
Euronav	3 239	5,7x	4,9x	8,9x	7,6x	12,1x	11,1x	10,8x	9,3x
Golden Ocean Group	2 259	4,6x	4,4x	7,2x	6,5x	9,7x	8,6x	8,4x	7,0x
Star Bulk Carriers	2 245	3,4x	3,1x	5,6x	4,8x	7,6x	6,5x	5,8x	5,1x
Genco Shipping & Trading	672	2,6x	2,8x	5,0x	5,0x	8,3x	9,9x	9,0x	9,2x
Mediaani		3,2x	2,8x	5,4x	4,9x	7,9x	7,6x	8,4x	5,8x
Keskiarvo		3,3x	3,0x	5,8x	5,1x	8,4x	7,6x	7,3x	6,0x

Lähde: Factset, OP Markets

Verrokkiyhtiöt ovat Telkoa suurempia ja kannattavampia, mikä selittää eroa sallimaamme arvostukseen.

Telko - Verrokkiryhmä	MCAP	EV / Sales		EV / EBITDA		EV / EBIT		P/E	
	EURm	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025
Brenntag	9 570	0,8x	0,8x	9,3x	8,6x	12,5x	11,2x	14,1x	12,6x
Azelis Group	4 586	1,4x	1,3x	11,6x	10,9x	13,6x	12,9x	18,4x	16,5x
Rexel SA	6 792	0,5x	0,5x	6,7x	6,3x	8,8x	8,0x	9,2x	8,3x
IMCD	8 175	2,0x	1,8x	16,6x	15,1x	20,7x	18,5x	22,9x	21,0x
Chemtrade Logisticsm	775	1,2x	1,2x	4,7x	4,8x	8,4x	8,7x	9,5x	10,1x
Superior Plus	1 261	1,3x	1,2x	7,1x	6,7x	18,0x	15,8x	35,4x	14,2x
DKSH Holding	4 665	0,4x	0,4x	10,0x	9,4x	13,7x	12,7x	19,9x	18,4x
Mediaani		1,2x	1,2x	9,3x	8,6x	13,6x	12,7x	18,4x	14,2x
Keskiarvo		1,1x	1,0x	9,4x	8,8x	13,7x	12,5x	18,5x	14,5x

Lähde: Factset, OP Markets

Leipurin on kooltaan merkittävästi verrokkiyhtiöitä pienempi ja kannattavuus on heikompi, minkä vuoksi sallimamme arvostus on alle verrokkien tason.

Leipurin - Verrokkiryhmä	MCAP	EV / Sales		EV / EBITDA		EV / EBIT		P/E	
	EURm	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025
Marr	753	0,5x	0,5x	7,6x	7,0x	11,0x	10,0x	14,8x	12,6x
Sligro Food Group NV	571	0,4x	0,4x	7,0x	5,7x	18,9x	11,4x	15,5x	8,7x
Orkla	7 964	1,7x	1,6x	11,3x	11,0x	15,3x	14,8x	14,7x	14,1x
Chefs' Warehouse	1 469	0,7x	0,6x	11,7x	10,5x	19,0x	16,6x	29,9x	23,7x
United Natural Foods	764	0,1x	0,1x	8,5x	7,8x	27,4x	22,6x	55,2x	n.a.
US Foods Holding	12 834	0,5x	0,5x	10,9x	10,0x	14,3x	12,7x	18,9x	15,8x
Kitwave Group	274	0,5x	0,4x	6,9x	6,5x	9,2x	8,8x	10,9x	10,2x
Mediaani		0,5x	0,5x	8,5x	7,8x	15,3x	12,7x	15,5x	13,4x
Keskiarvo		0,6x	0,6x	9,1x	8,4x	16,4x	13,8x	22,8x	14,2x

Lähde: Factset, OP Markets

Arvon jakautuminen – Infra ja Compounder

Aspon uutta portfoliovisiota mukaillen, olemme hahmotelleet osakkeen arvon jakautumista Aspo Infra ja Aspo Compounderin välillä vuoden 2025 liiketoimintokohtaisiin ennusteisiimme perustuen. Näkemyksemme arvojen jakautumisesta kohdistuu siis pitkälti nykytilanteeseen ja voi muuttua merkittävästi ennen kuin jakautuminen todellisuudessa tapahtuu.

Alla oleva laskelmamme on suuntaa antava hahmotelma arvon tämänhetkisestä jakautumisesta, sillä olemme allokoineet konsernikulut ja korolliset nettovelat liiketoiminnoille liikevaihtojen suhteessa. Vaikka laskelma sisältää melko karkeita oletuksia, antaa se näkemyksemme mukaan kohtuullisen hyvän arvion arvon jakautumisesta tällä hetkellä. Aspo Infran yritysarvoksi muodostuu laskelmiemme perusteella 253 miljoonaa euroa (EV/EBITA 11x), ja Aspo Compounderin 206 miljoonaa euroa (EV/EBITA 10x). Näin ollen nykyrakenteella Infran osuus kokonaisuuden arvosta on 61 prosenttia ja Compounderin 39 prosenttia.

ASPO - INFRA JA COMPOUNDER

	Aspo Infra	Aspo Compounder
	ESL Shipping	Telko ja Leipurin
2025e		
Liikevaihto	233	437
EBITA*	23	21
EV/EBITA-kerroin	11x	10x
EV	253	206
Nettovelat*	64	121
Vähemmistöosuudet	54	-
Markkina-arvo	134	86
Euroa/osake	4,3	2,7
Osuus arvosta	61 %	39 %

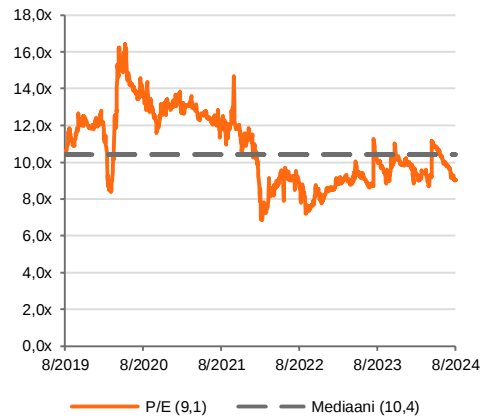
Lähde: Aspo, OP Markets

*Konsernikulut ja nettovelat allokoitu liiketoiminnoille liikevaihtojen suhteessa

Historialliset arvostuskertoimet

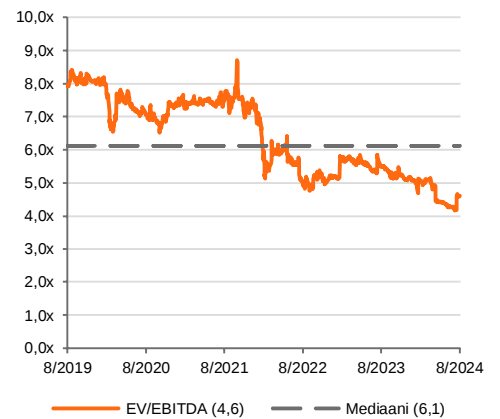
Historialliset arvostuskertoimet (12kk eteenpäin katsova)

ASPO - P/E



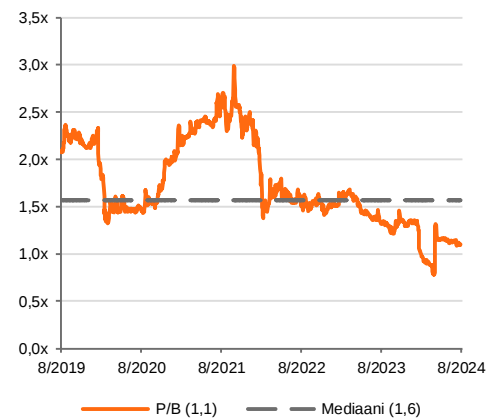
Lähde: Factset, OP Markets

ASPO - EV/EBITDA



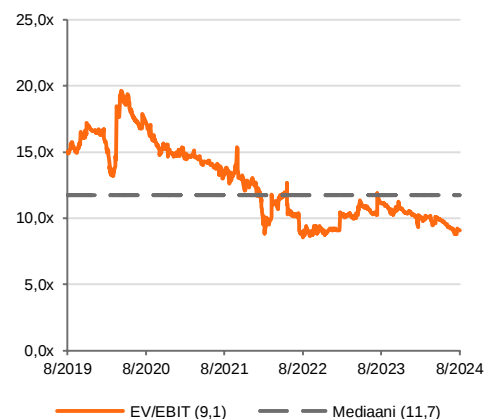
Lähde: Factset, OP Markets

ASPO - P/B



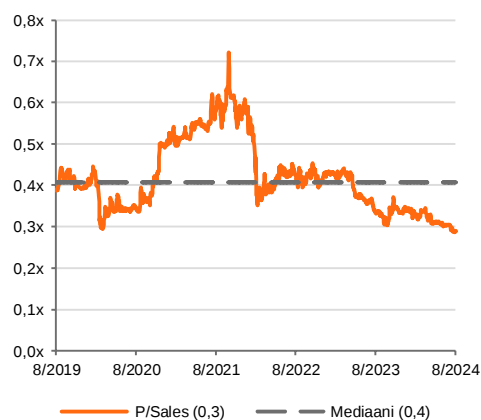
Lähde: Factset, OP Markets

ASPO - EV/EBIT



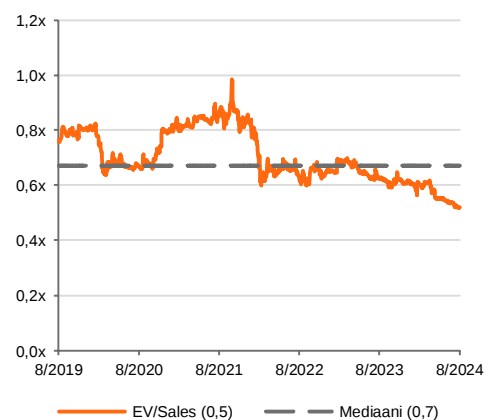
Lähde: Factset, OP Markets

ASPO - P/S



Lähde: Factset, OP Markets

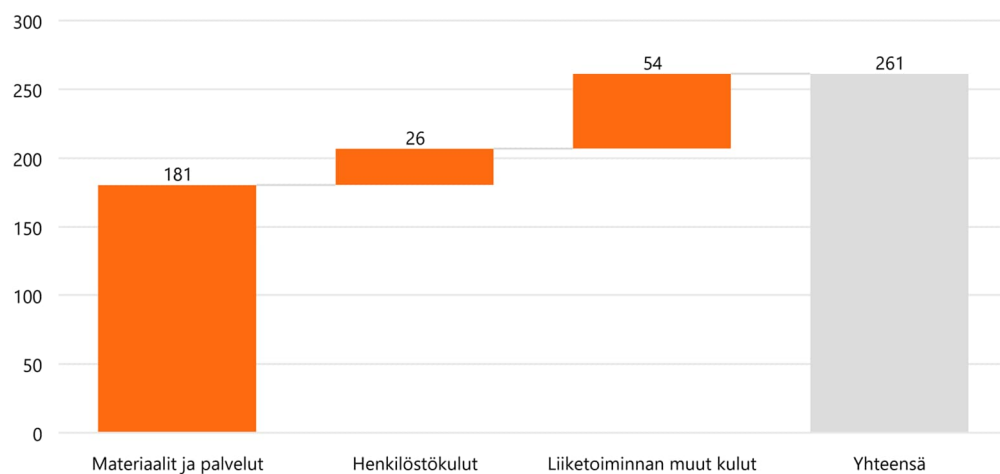
ASPO - EV/Sales



Lähde: Factset, OP Markets

Operatiiviset kustannukset

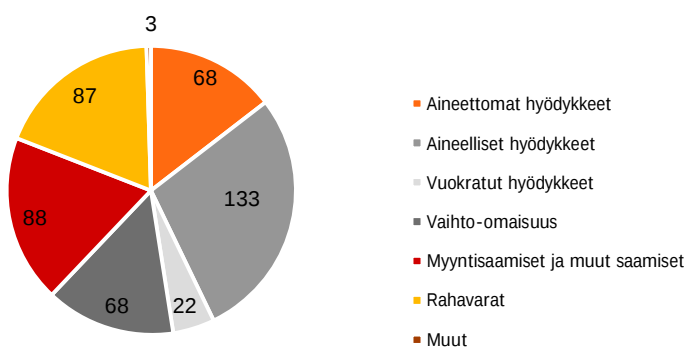
Aspon operatiiviset kustannukset (H1/2024)



Lähde: Aspo, OP Markets

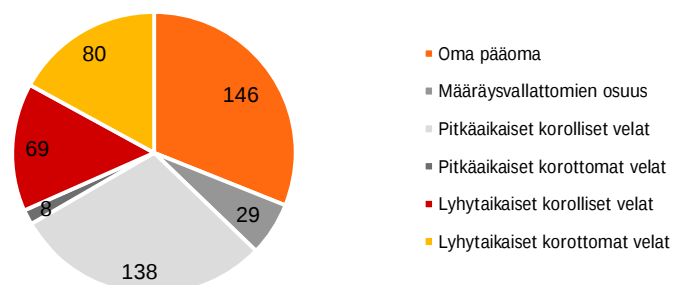
Tase

Vastaavaa (06/2024)



Lähde: Aspo, OP Markets

Vastattavaa (06/2024)



Lähde: Aspo, OP Markets

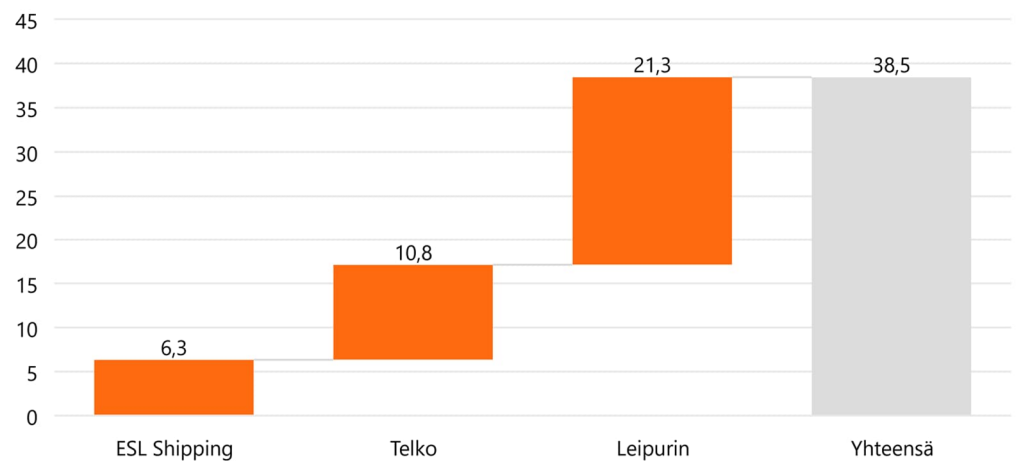
Aineellisista hyödykkeistä (noin 133 milj. euroa) sekä vuokratuista hyödykkeistä (noin 22 milj. euroa) valtaosa liittyy ESL Shippingin kalustoon. Vaihto-omaisuudesta (noin 68 milj. euroa) yli puolet tulee Telkosta. Historiallisesti ESL:n osuus vaihto-omaisuudesta on ollut vähäinen, mutta lähihistoriassa osuutta on nostanut myytäväksi tarkoitettujen sähköhybridialusten ennakkomaksut. Ennakkomaksujen osuus oli vuoden 2023 päätteeksi vaihto-omaisuudesta 15,1 miljoonaa euroa.

Oman pääoman määrä taseessa oli noin 174 miljoonaa euroa, sisältäen 30 miljoonan euron hybridilainan. Omasta pääomasta noin 29 miljoonaa euroa kuuluu määräysvallattomille omistajille, jonka taustalla on ESL Shippingin vähemmistöosuuden myynti OP Infralle ja Varmalle. Omissa velkaantumisen tunnuslukujen ennusteissamme olemme huomioineet hybridilainan vieraan pääoman eränä. Aspon korollinen velka oli H1:n päätteeksi noin 207 miljoonaa euroa (2023: 196) ja nettovelka noin 120 miljoonaa euroa (2023: 165). Joukkovelkakirjalainan (15 milj. euroa) eräpäivä on tämän vuoden syyskuussa. Aspo allekirjoitti viime vuoden syyskuussa sopimuksen uudesta 30 miljoonan euron lainasta, mikä pidensi yhtiön lainasalkun keskimaturiteettia. Korollisten velkojen (ilman vuokrasopimusvelkoja) keskimarkkinakorko oli H1:n lopussa 5,4 prosenttia (H1/23: 4,7 %). Näiden lisäksi Aspolla on myös kesäkuussa 2022 liikkeeseen laskettu 30 miljoonan euron hybridilaina, jonka kuponkikorko on kiinteä 8,75 prosenttia vuodessa kesäkuulle 2025 asti. Hybridilainalla ei ole eräpäivää, ja Aspo voi lunastaa sen takaisin aikaisintaan kesäkuussa 2025 ja sen jälkeen kunakin koronmaksupäivänä. Odotamme yhtiön lunastavan hybridilainan vuonna 2025. Rahavaroja Aspolla oli H1:n päätteeksi noin 87 miljoonaa euroa. Tämän lisäksi yhtiöllä on kokonaan käyttämättä 40 miljoonan euron sitovat valmiusluottolimiitit sekä 80 miljoonan euron yrittäjäohjelma.

Aspon taseessa oli vuoden 2023 päätteeksi liikearvoa yhteensä noin 38 miljoonaa euroa ja se on pääosin peräisin Kauko-Telko-kaupasta. Merkittävin osa liikearvosta kohdistuu Leipurin-segmenttiin (noin 21 milj. euroa).

Kokonaisuutena Aspon tase ja velkaantuneisuus on mielestämme kohtuullisen hyvässä kunnossa. Toki tilanne voi muuttua haastavammaksi, etenkin jos tulokset jäävät odotuksiamme heikommaksi. Yhtiö on joutunut viime vuosina alaskirjaamaan liikearvoaan lähes 10 miljoonaa euroa. Huomattavin riski tulevaisuuden alaskirjauksille on mielestämme Leipurin-segmentissä, sillä sinne kohdistuu huomattava osa liikearvosta. Leipurin tulos on kuitenkin kääntynyt parempaan suuntaan, joten kovinkaan suuriin alaskirjauksiin ei liene tarvetta ja näin ollen riski on mielestämme maltillinen.

Liikearvon jakautuminen, milj. euroa (2023)

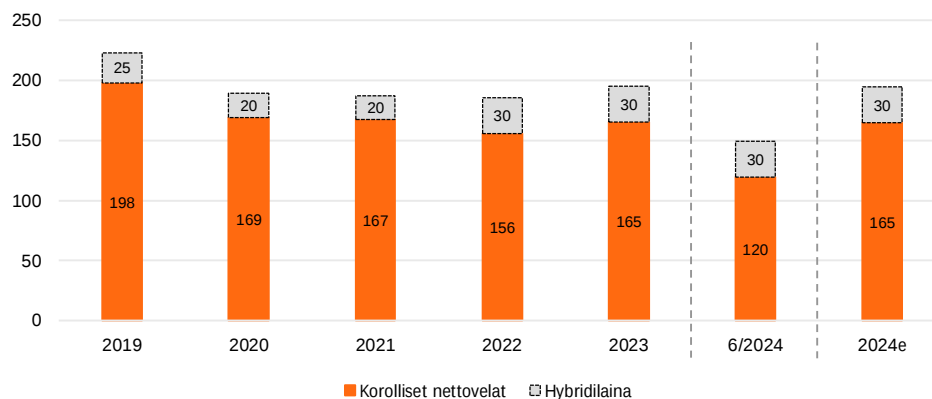


Lähde: Aspo, OP Markets

Nettovelan kehitys

Aspon nettovelat ovat kehittyneet melko vakaasti viimeisten vuosien aikana, vaihdellen 2020-luvulla 186-195 miljoonan euron (ml. hybridilaina) välillä. Viime vuoden lopussa Aspolla oli noin 195 miljoonaa euroa korollista nettovelkaa. H1:n lopussa nettovelka oli huomattavasti vuodenvaihdetta matalammalla tasolla noin 150 miljoonassa eurossa, mitä selittää pääasiassa ESL:n vähemmistöosuuden myynnistä sekä supramax-alusten divestoinnista saadut varat. Odotamme nettovelan olevan kuluven vuoden lopussa hyvin lähellä vertailuajankohdan tasoa, muun muassa Swed Handling -yrityksoston myötä.

Korolliset nettovelat (milj. euroa)



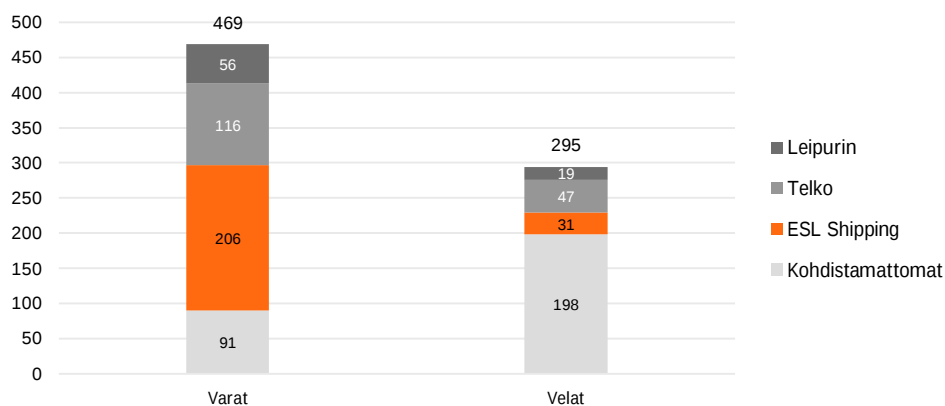
Lähde: Aspo, OP Markets

Segmenttien varat ja velat

Aspon taseen varat olivat kuluven vuoden kesäkuun lopussa yhteensä 469 miljoonaa euroa ja velat noin 295 miljoonaa euroa. Segmenteittäin tarkasteltuna ESL muodostaa merkittävimmän osan varoista (44 %), mitä selittää yhtiön omistama kalusto. Telkon osuus varoista on 25 prosenttia, ja Leipurin 12 prosenttia. Segmenteille kohdistamattomia varoja Aspolla oli H1:n lopussa kaikkiaan noin 91 miljoonaa euroa (19 %).

Veloista merkittävin osa allokoituu liiketoimintojen kohdalla Telkolle (16 %). ESL:n osuus konsernin veloista on 10 prosenttia, ja Leipurin 6 prosenttia. Koko konsernin veloista merkittävin osa on liiketoiminnoille allokoimatonta velkaa, kaikkiaan noin 198 miljoonaa euroa (67 %), mikä kuvastaa osaltaan Aspon merkittävää roolia rahoitusratkaisujen osalta.

Varat ja velat (6/2024, milj. euroa)



Lähde: Aspo, OP Markets

Aspo - Tase

Me	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Vastaavaa:					
Liikearvo	37	37	67	67	67
Muut aineettomat	10	15	16	16	16
Aineelliset hyödykkeet	208	194	184	189	192
Sijoitukset	0	0	0	0	0
Vaihto-omaisuus	70	59	68	70	73
Saamiset	69	74	81	88	91
Lyhytaikaiset sijoitukset	0	0	0	0	0
Raha- ja pankkisaamiset	22	31	34	24	35
Yhteensä	416	410	449	454	474
Vastattavaa:					
Osakepääoma	18	18	18	18	18
Muu sidottu	3	3	3	3	3
Vapaa pääoma	97	90	92	110	127
Vähemmistöosuus	0	0	28	28	28
Oma pääoma yhteensä	118	111	140	159	176
Varaukset	0	0	0	0	0
Pitk. korollinen vpo	189	177	177	148	143
Pitk. koroton vpo	8	6	6	6	6
Muu pitkäaikainen vpo	0	0	0	0	0
Lyh. korollinen vpo	30	49	52	61	66
Lyh. koroton vpo	72	67	74	80	83
Yhteensä	416	410	449	454	474

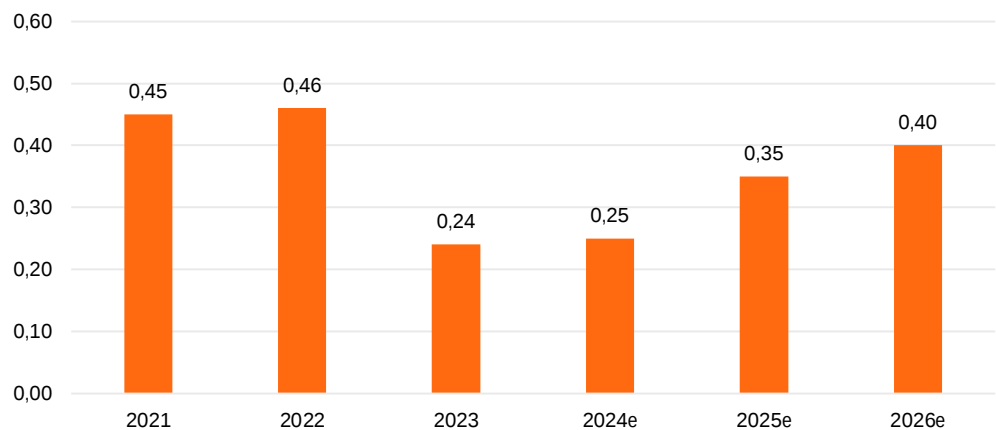
Lähde: OP Markets

*Hybridilaina vieraassa pääomassa

Osinkoennusteet

Aspo on maksanut historiassa varsin hyvää osinkoa. Vuonna 2023 osinko laski 0,24 euroon, mutta tämän päälle on vielä mahdollista tulla enintään 0,23 euron pääomanpalautus osaketta kohden, josta Aspon hallitus on valtuutettu päättämään. Valtuutus on voimassa seuraavaan varsinaiseen yhtiökokoukseen saakka. Pääomanpalautuksen toteutuminen riippuu hallituksen näkemyksestä siihen, onko se yhtiön kasvustrategian ja osakkeenomistajien pitkän aikavälin edun mukaista. Jos enimmäismäärä maksettaisiin, jaettaisiin osinkona ja pääomanpalautuksena vuodelta 2023 yhteensä 0,47 euroa osaketta kohden.

Aspo päivitti osinkopolitiikkansa toukokuussa pääomamarkkinapäivän yhteydessä. Aspo pyrkii edelleen maksamaan kasvavaa osinkoa, kuitenkin siten, että jaettava osinko vastaisi vuosittain enintään 50 prosenttia nettotuloksesta. Näin ollen fokus pääomien allokoinnissa on vahvemmin kasvuinvestointien ja strategian toteuttamisessa, mikä on mielestämme loogista. Tämän johdosta lähivuosien osinkoennusteemme ovat hieman historiassa nähtyjä tasoja alhaisempia. Nykyiseen osakekurssiin peilattuna osinkotuotto on kuitenkin lähivuosien ennusteillamme kohtuullinen (noin 4,0–6,5 %).

Aspon osinkokehitys ja -ennusteet

Lähde: Aspo, OP Markets

Investoinnit

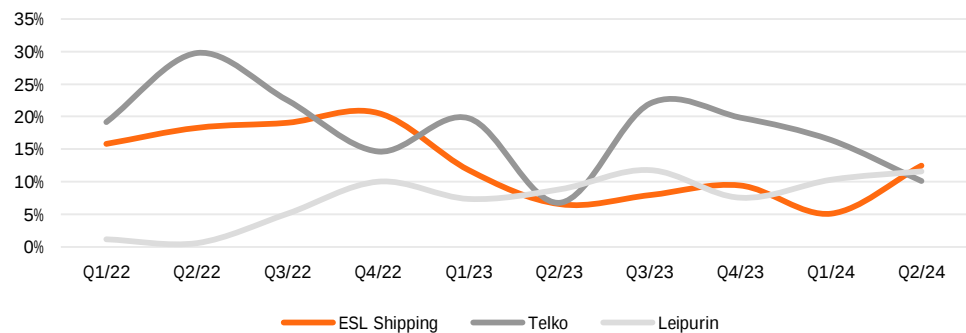
Aspon merkittävimmät käyttöomaisuusinvestoinnit kohdistuvat yleisesti ottaen ESL Shippingiin. Investointimäärät vaihtelevat huomattavasti eri vuosina, riippuen pitkälti kalustoinvestointien tarpeesta. Esimerkiksi ESL:n kuuteen omaan sähköhybridialukseen (coaster) kohdistuvat investoinnit ovat kokonaisuudessaan noin 70 milj. euroa ja tulevaisuuden handysize-alusten investoinnit noin 150–200 miljoonaa euroa. Telkon ja Leipurin investointitarpeet ovat hyvin maltillisia. On toki keskeistä huomioida, että yritysostojen vaikutusta ei ole huomioitu käyttöomaisuusinvestoinneissa, minkä takia Telkon ja Leipurin osuudet näyttävät erittäin alhaisilta. Jatkossakin arvioimme Telkon ja Leipurin kohdalla merkittävimpien investointien kohdistuvan nimenomaan yritysostoihin, mutta emme ole huomioineet näitä ennusteissamme.

Käyttöomaisuusinvestoinnit (milj. euroa)



Lähde: Aspo, OP Markets

Vertailukelpoinen ROCE-% segmenteittäin



Lähde: Aspo, OP Markets

Aspo - Kassavirta

Me	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevoitto	38	26	23	42	45
-Verot	4	0	-2	-3	-4
-Korkojen verosuoja	1	-2	-2	-1	-1
+/- Muut oikaisut	0	0	-25	0	0
NOPLAT*	43	24	-6	38	41
+Poistot	37	33	41	37	37
Operatiivinen kassavirta	80	58	34	74	77
+Saamiset	69	74	81	88	91
+Vaihto-omaisuus	70	59	68	70	73
-Lyh. koroton vpo	-72	-67	-74	-80	-83
Nettokäyttöpääoma	67	66	75	78	81
NKP muutos ed.v.	10	-1	9	3	3
-Bruttoinvestoinnit	18	22	25	25	40
Vapaa kassavirta	52	37	1	46	34

Lähde: OP Markets

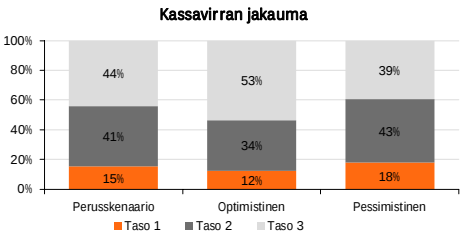
Kassavirtamalli

Kassavirtamallimme indikoi Aspon osakekohtaiseksi arvoksi 8,20 euroa.

Aspo

KASSAVIRTAENNUSTEET MEUR	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Liikevaihto	607	670	693	716	740	763	787	811	832	852	869
Liikevaihdon kasvu	13,2 %	10,3 %	3,4 %	3,3 %	3,3 %	3,2 %	3,2 %	3,0 %	2,6 %	2,4 %	2,0 %
Liikevoitto	23	42	45	48	50	52	51	51	50	50	48
Liikevoitto %	3,8 %	6,2 %	6,5 %	6,7 %	6,7 %	6,8 %	6,5 %	6,3 %	6,1 %	5,8 %	5,5 %
Bruttoinvestoinnit	25	25	40	43	41	42	39	41	42	43	43
Bruttoinvestoinnit/poistot	0,6	0,7	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Vapaa kassavirta	1	46	34	37	42	44	43	43	43	42	41

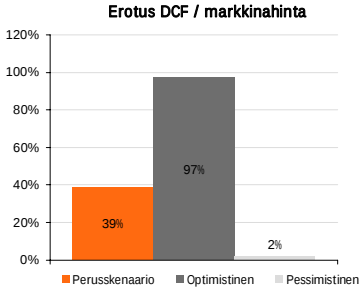
FCF	Perusskenaario		Optimistinen		Pessimistinen	
	kasvu	% na*	kasvu	% na	kasvu	% na
Taso 1 2024						
2026	-2 %	15 %	-2 %	12 %	-2 %	18 %
Taso 2 2027						
2034	2,4 %	41 %	5,4 %	34 %	0,4 %	43 %
Taso 3 2035	1,5 %	44 %	2,5 %	53 %	0,0 %	39 %
Nyk.arv.yht.	453	100 %	560	100 %	384	100 %



* Tason osuus kassavirtojen nykyarvosta

KASSAVIRTAPERUSTEINEN HINTA vs MARKKINAHINTA

Aspo	Perusskenaario	Optimistinen	Pessimistinen
FCF nykyarvo	453	560	384
- velat (korollinen)	237	237	237
- vähemmistisuus	28	28	28
+ myytävät sijoitukset	0	0	0
+ rahavarat	68	68	68
OPO:n nykyarvo	256	364	188
Osakelkm (mkpl)	31,4	31,4	31,4
Kassavirta-perusteinen hinta	8,2	11,6	6,0
Markkinahinta	6,0	6,0	6,0
Erotus (EUR)	2,3	5,7	0,1
Erotus %	39 %	97,5 %	1,9 %



HERKKYYSANALYYSI

Korkoherkkyys	Osakkeen kassavirtaperusteinen hinta				
	Perusskenaario	Optimistinen	Pessimistinen		
riskitön korko	2,00 %	9,1	13,1	6,7	
WACC	2,50 %	8,2	11,6	6,0	
	3,00 %	7,3	10,3	5,3	

Kasvuherkkyys	Osakkeen kassavirtaperusteinen hinta				
	Perusskenaario	8,2 %	8,7 %	9,2 %	9,7 %
Jatkuvan	0,50 %	9,2	8,2	7,4	6,6
WACC	1,00 %	9,7	8,7	7,7	6,9
kassavirran kasvu	1,50 %	10,3	9,2	8,2	7,3
	2,00 %	11,0	9,7	8,6	7,7
	2,50 %	11,9	10,4	9,2	8,1

WACC vs riskitön korko

Riskitön k.	2,00 %	2,50 %	3,00 %
CAPM	7,22 %	7,72 %	8,22 %
WACC	8,67 %	9,16 %	9,64 %
	WACC ₂	WACC ₁	WACC ₃

WACC

Oman pääoman kustannus:

CAPM:	
Riskitön korko	2,50 %
Markkinoiden riskipreemio	5,50 %
Yrityksen beta	0,9
Oman pääoman kustannus	7,7 %

Vieraan pääoman kustannus:

Riskitön korko	2,50 %
Riskipreemio	4,00 %
Veroprosentti	10,0 %
Korkojen verosuoja	0,65 %
Vieraan pääoman kustannus	5,9 %

WACC:

Oman pääoman kustannus	7,72 %
Vieraan pääoman kustannus	5,85 %
Vieraan po:n osuus (target)	30,0 %
Oman po:n osuus (target)	70,0 %
Likviditeettipreemio	2,00 %
WACC	9,2 %

Lisätietoja OP Yrityspankki Oyj:stä ja sen tuottamista sijoitustutkimuksista:

Tämän tutkimusraportin on laatinut OP Yrityspankki Oyj:n Markets-liiketoiminta-alueen (OP Markets) Analyysi-tiimi (OP Analyysi). OP Yrityspankki Oyj on luottolaitostoinnasta annetun lain mukainen toimiluvan omaava luottolaitos, jonka toimintaa valvoo Euroopan Keskuspankki ja Finanssivalvonta.

Tutkimusraportin ensimmäisellä sivulla näytetään tutkimuksen ensimmäinen julkaisuajankohta ja tutkimusraportin kirjoittaneen analyytikon nimi. Ensimmäinen julkaisuajankohta tarkoittaa tutkimusraportin arvioitua ensimmäistä julkaisuajankohtaa. Valmistumisajankohta on sama kuin tutkimusraportin ensimmäinen julkaisuajankohta. Tutkimusraportti julkaistaan viipymättä sen jälkeen kun tutkimus on valmistunut.

Tutkimusraporttia koskevia tietoja ei ole lähetetty analyysin kohteena olevan arvopaperin liikkeeseenlaskijalle tarkistusta varten ennen raportin julkistamista.

Tämä OP Yrityspankki Oyj:n tuottama materiaali on puolueetonta ja riippumatonta sijoitustutkimusta. Materiaali on tarkoitettu vain yksityiseen käyttöön eikä sen levittäminen ilman OP Yrityspankki Oyj:n kirjallista lupaa ole sallittua. Tämän tutkimusraportin sisältämää tietoa ei tule pitää sijoitusneuvona, tarjouksena eikä kehotuksena ostaa arvopapereita, optioita, futuureja tai muita tällaisiin arvopapereihin liittyviä johdannaisia. OP Yrityspankki Oyj on laatinut tämän julkaisun tai raportin tarkoituksenaan tarjota tietoa yksityisille sijoittajille, joille julkaisu tai raportti on jaeltu, mutta sitä ei tule pitää henkilökohtaisena suosituksena hankkia tiettyjä rahoitusvälineitä tai soveltaa tiettyjä strategioita eikä sitä tule siksi pitää henkilökohtaisesti räätälöitynä sijoitusneuvontana eikä siinä oteta huomioon kunkin sijoittajan taloudellista tilannetta, nykyisiä omistuksia tai vastuita, sijoitustietämystä ja -kokemusta, sijoitustavoitetta ja -aikaa tai riskiprofiilia ja mieltymyksiä.

Tämä raportti voi perustua informaatioon tai sisältää informaatiota, kuten mielipiteitä, suosituksia, arvioita, tavoitehintoja ja arvostuksia, joka perustuu julkisesti saatavilla olevaan informaatioon tai muihin nimettyihin lähteisiin, joita OP Yrityspankki Oyj pitää luotettavina. Tämä ei kuitenkaan takaa, että esitetyt tiedot olisivat kaikilta osin täydellisiä ja virheettömiä. OP Yrityspankki Oyj tai sen palveluksessa oleva henkilökunta ei vastaa raporteista ja näiltä sivuilta saatavan muun informaation perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista, joita OP Yrityspankki Oyj:stä saadun informaation käytöstä mahdollisesti aiheutuu. OP Yrityspankki Oyj ei ole missään tapauksessa vastuussa suorista, epäsuorista, satunnaisista, erityisistä tai välillisistä vahingoista, joita tämän julkaisun tai raportin sisältämän informaation käytöstä mahdollisesti aiheutuu. Asiakas vastaa aina itse omien sijoituspäätöksensä taloudellisesta tuloksesta.

OP Yrityspankki Oyj antaa sijoitustutkimuksen kohteena kulloinkin oleville osakkeille tavoitehinnan. OP Yrityspankki Oyj ei anna suosituksia tai tavoitehintoja joukkovelkakirjalainoille. Osakkeen tavoitehintaa kuvaa analyytikon näkemystä siitä, paljonko analyytikko odottaa osakkeen kurssin olevan 12 kuukauden kuluttua tavoitehinnan asettamisesta. Tavoitehinnan perusteet ovat yhtiökohtaisia, ja eri arvonmääritysmenetelmien käyttökelpoisuudessa voi esiintyä merkittäviä yhtiökohtaisia eroja.

OP Yrityspankki Oyj voi määrittää sijoitustutkimuksen kohteena kulloinkin olevien omaisuusluokkien (osakeindeksit, korot, valuutta ja raaka-aineet) kohde-etuuksina oleville sijoituskohteille tavoitetason. Tavoitetaso kuvaa analyytikon näkemystä siitä, miten analyytikko odottaa sijoituskohteen arvon muuttuvan annetulla aikahorisontilla tavoitetason asettamisesta. Tavoitetason perusteet ovat sijoituskohdeperusteisia, ja peruseräperusteet perustuvat kansantaloustieteen ja rahoituksen teorioihin. Laskelmat ja menetelmät perustuvat vakioituihin ekonometrisiin työkaluihin ja menetelmiin sekä julkisesti eri sijoituskohteista saatavilla olevaan informaatioon ja tilastoihin.

OP Yrityspankki Oyj käyttää tavoitehinnan arvioinnissa pääasiassa seuraavia menetelmiä: kassavirta-analyysi (DCF = Discounted Cash Flow), vertailuryhmään perustuva analyysi, absoluuttiseen arvostukseen perustuva analyysi, historiallisiin arvostuskertoimiin perustuva analyysi, osien arvon summa, liiketoiminnan ja markkinoiden näkymiin perustuva analyysi, uutisvirtaan perustuva analyysi.

OP Analyysi käyttää neliportaista suositusjärjestelmää: OSTA, LISÄÄ, VÄHENNÄ ja MYY. Suosituksessa arvioidaan osakkeen tuottoa seuraavan 12 kuukauden aikana. Jos osakkeen odotetaan tuottavan yli 15% seuraavan 12 kuukauden aikana, osakkeen suositus on OSTA. Jos osakkeen odotetaan tuottavan 5–15% seuraavan 12 kuukauden aikana, suositus on LISÄÄ. Jos osakkeen odotetaan tuottavan (-5)–5% seuraavan 12 kuukauden aikana, suositus on VÄHENNÄ. Jos osakkeen odotetaan tuottavan alle (-5%), suositus on MYY. Osakkeen odotettu tuotto on tavoitehinnan ja nykyisen osakekurssin välinen ero (%), sisältäen osingot. Poikkeustapauksessa, jossa seurannassa olevan yhtiön osakkeista on tehty julkinen ostotarjous, voi OP Analyysi osoittaa kantansa ostotarjoukseen käyttämällä suosituksia: HYVÄKSY OSTOTARJOUS tai HYLKÄÄ OSTOTARJOUS. Näissä tapauksissa OP Analyysin arvio perustuu käytössä olevien tietojen perusteella tehtyyn analyysiin ostotarjouksen mielekkyydestä osakkeenomistajalle.

OP Yrityspankki Oyj:n tuottamia sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja osakkeille tarkastellaan pääsääntöisesti neljä kertaa vuodessa yhtiöiden neljännesvuositulosten yhteydessä. Suosituksia ja tavoitehintoja on aina mahdollista muuttaa myös muina aikoina, jos siihen ilmenee aihetta. Suositusten ja tavoitehintojen päivittämistiheyttä ei ole rajoitettu.

Annetut suositukset tai tavoitehinnat perustuvat oletuksiin, jotka eivät välttämättä toteudu eivätkä ne takaa, että arvopaperin kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Arvopaperimarkkinoiden luonteen mukaisesti maltillisetkin yhtiön toiminnan tai toimintaympäristön muutokset tai arvopaperimarkkinoiden yleiset vaihtelut voivat aiheuttaa tuntuja arvonmuutoksia. Arvopaperin aiempi arvonkehitys ei myöskään takaa sen tulevaa arvonkehitystä. Kassavirtamallien yhteydessä esitetään numeerisesti tulosten herkkyyden keskeisten oletusten muutoksille (herkkyyshanalyysi). Sijoittaessaan yksittäisiin osakkeisiin sijoittaja voi menettää sijoituksensa osittain tai kokonaan.

OP Yrityspankki Oyj:n Pankki- ja Sijoitustoimintaan kuuluvilla liiketoiminta-alueilla voidaan käydä omaan lukuun arvopaperikauppaa ja laskea liikkeeseen rahoitusvälineitä. Lisäksi liiketoiminta-alueilla voidaan tarjota liikkeeseenlaskuun ja emission takaamiseen liittyviä palveluja ja rahoitusvälineitä koskevaa sijoitusneuvontaa sekä harjoittaa toisen lukuun arvopaperien myyntiä, ostoa ja välitystä. Asiakastoimeksiantoihin

perustuvat rahoitusvälineiden liikkeeseenlaskuun liittyvät Corporate Finance -toiminnot on eriytetty sijoitustutkimukseen ja välitystoimintaan liittyvistä toiminnoista OP Ryhmän eturistiriitojen hallintaa koskevan ohjeen mukaisesti sekä fyysisesti että operatiivisessa toiminnassa. Lisäksi eturistiriitatilanteena on tunnistettu, että OP Yrityspankki Oyj:n hallituksen puheenjohtaja on Kesko Oyj:n hallituksen jäsen ja OP Yrityspankki Oyj:n hallituksen jäsen on Raisio Oyj:n hallitustalon jäsen. Näiden eturistiriitatilanteiden ei arvioida vaarantavan OP Yrityspankki Oyj:n Analyysitiimin Kesko Oyj:tä ja Raisio Oyj:tä koskevan sijoitustutkimuksen puolueettomuutta ja riippumattomuutta.

OP Analyysin analytiikot ja heidän lähipiirinsä voivat omistaa OP Analyysin analysoimien yhtiöiden liikkeeseen laskemia arvopapereita. OP Yrityspankki Oyj:n analytiikot voivat saada tulospalkkioita, jotka perustuvat OP Yrityspankki Oyj:n tai jonkin sen yksikön tai liiketoiminta-alueen yhteenlaskettuun tulokseen. Analytiikoiden palkka ei ole suoraan riippuvainen yksittäisistä OP Yrityspankki Oyj:n tai sen kanssa samaan konserniin kuuluvien yritysten hoitamista investointipankkitoimintaan liittyvistä toimeksiannoista.

OP Yrityspankki Oyj:n ja muiden OP Ryhmän keskusyhteisökonserniin kuuluvien yritysten omistusosuus ylittää 5 %:n rajan Terveystalo Oyj:ssä ja SRV Yhtiöt Oyj:ssä Pohjola Vakuutus Oyj:n ja OP-Henkivakuutus Oyj:n osakeomistusten kautta. Muissa analyysin kohteena olevissa yhtiöissä OP Yrityspankki Oyj:llä tai muulla OP Ryhmän keskusyhteisökonserniin kuuluvalla yrityksellä ei ole yli 5 %:n omistusosuutta. OP Ryhmän liputussääntelyä koskevan poikkeuksen soveltamisen perusteella OP-Rahastoyhtiö Oyj:n hallinnoimien sijoitusrahastojen omistamia suomalaisten yhtiöiden arvopapereita ja niiden tuottamia ääniä ei lueta mukaan laskettaessa OP Ryhmän keskusyhteisökonsernin kanssa samaan konserniin kuuluvien yritysten omistusosuutta analyysin kohteena olevissa yhtiöissä.

OP Yrityspankki Oyj tai sen kanssa samaan OP Ryhmän keskusyhteisökonserniin kuuluva yritys ei toimi markkinatakaajana tai muuna likviditeetin tarjoajana analyysin kohteena olevien liikkeeseenlaskijoiden osakkeissa. OP Yrityspankki Oyj tai sen kanssa samaan OP Ryhmän keskusyhteisökonserniin kuuluva yritys voi kuitenkin toimia markkinatakaajana tai muuna likviditeetin tarjoajana analyysin kohteena olevien liikkeeseenlaskijoiden velkainstrumenteille. OP Yrityspankki Oyj voi omistaa position tässä tutkimusraportissa mainitussa rahoitusvälineessä.

OP Yrityspankki Oyj:n eri liiketoiminnot pyrkivät aktiivisesti luomaan erilaisia toimeksiantosuhteita eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa tarjotakseen OP Yrityspankki Oyj:n palveluja. OP Yrityspankki Oyj tai sen kanssa samaan OP Ryhmän keskusyhteisökonserniin kuuluva yritys on toiminut pääjärjestäjänä tai järjestäjänä seuraavissa analyysin kohteena olevan liikkeeseenlaskijan arvopapereita koskeneissa julkistetuissa liikkeeseenlaskuissa tai tarjouksissa tai osapuolena muussa liikkeeseenlaskijan kanssa tehdyssä investointipankkipalvelujen tarjoamiseen liittyvässä sopimuksessa analyysin julkaisuhetkellä tai viimeisen 12 kuukauden aikana*: Boreo, CapMan, Cibus, Citycon, Finnair, Fiskars, HKFoods, Kojamo, Metso, Neste, Nokian Renkaat, Pohjolan Voima, Rapala, Säästöpankki, Tornator ja YIT.

Tiettyjen seurannassa olevien yhtiöiden osalta OP Yrityspankki Oyj harjoittaa ns. komissiopohjaista osaketutkimusta, jossa tutkimus on tuotettu maksua vastaan seuranta-kohteen kanssa solmitun sopimuksen nojalla. Tutkimuksesta perittävä maksu ei ole OP Yrityspankki Oyj:n kannalta merkittävä, eikä se OP Yrityspankki Oyj:n arvion mukaan vaaranna OP Analyysin riippumattomuutta. Tämän raportin julkaisuhetkellä OP Yrityspankki Oyj:llä oli komissiopohjaista tutkimusta koskeva sopimus seuraavien yhtiöiden kanssa: Aspo, Asuntosalkku, Atria, Exel Composites, Fodelia, HKFoods, KH Group, Koskisen, Modulight, NoHo Partners, Nurminen Logistics, Rapala ja Wetteri.

Suositukset ja tavoitehinnat		Aspo		
Suositus	Tavoitehintaa (€)	Kurssi (€)	Päivämäärä	
OSTA	7,00	5,88	15.8.2024	Suositus- ja tavoitehinnann muutos
LISÄÄ	6,30	5,90	8.5.2024	Suositus- ja tavoitehinnann muutos
VÄHENNÄ	6,20	6,04	19.2.2024	Tavoitehinnann muutos
VÄHENNÄ	6,30	6,18	1.12.2023	Tavoitehinnann muutos
VÄHENNÄ	6,20	5,94	13.10.2023	Tavoitehinnann muutos
VÄHENNÄ	6,50	6,68	11.8.2023	Tavoitehinnann muutos
VÄHENNÄ	7,00	6,82	25.7.2023	Tavoitehinnann muutos
VÄHENNÄ	7,80	7,49	19.5.2023	Suositus- ja tavoitehinnann muutos
LISÄÄ	9,20	8,35	16.2.2023	Tavoitehinnann muutos
LISÄÄ	9,40	8,35	8.2.2023	Tavoitehinnann muutos
LISÄÄ	9,00	8,18	4.11.2022	Suositus- ja tavoitehinnann muutos
VÄHENNÄ	8,00	7,60	20.6.2022	Suositusmuutos
OSTA	8,00	6,70	7.3.2022	Suositus- ja tavoitehinnann muutos
LISÄÄ	11,50	10,34	17.2.2022	Tavoitehinnann muutos
LISÄÄ	12,20	10,80	3.12.2021	Suositusmuutos

OP Yrityspankki Oyj:n suositusten jakauma kaikissa analysoiduissa osakkeissa ja niissä osakkeissa, joita koskevissa yllä mainituissa* investointipankkitoimintaan liittyvissä sopimuksissa OP Yrityspankki Oyj tai sen kanssa samaan konserniin kuuluva yritys on ollut osapuolena:

Osakesuosittelun jakauma (13.6.2024)				
Suositus	Kaikki yhtiöt		Investointipankkisuhteissa*	
	Kpl	%	Kpl	%
OSTA	26	37	4	40
LISÄÄ	22	31	1	10
VÄHENNÄ	18	26	4	40
MYY	4	6	1	10
	70	100	10	100

Lisätietoja OP Yrityspankki Oyj:n analyyseista ja raporteista löytyy OP-verkkopalvelusta osaketutkimuksen sivuilta (Henkilöasiakkaat -> Säästöt ja sijoitukset -> Kurssit ja markkinat -> Tutkimus)

Yhteystiedot

Analyyysi

Antti Saari	Pääanalyytikko, strategia, finanssi	010 252 4359
Ilkka Saksa	Senioristrategi, korko, valuutta	010 252 4457
Jari Hännikäinen	Seniorimarkkinaekonomisti	010 252 2792
Joonas Häyhä	Seniorianalyytikko, kauppa, kulutustavarat	010 252 4504
Jussi Mikkonen	Seniorianalyytikko, investointitavarat, yrityslainat	010 252 8780
Henri Parkkinen	Seniorianalyytikko, metsä, energia, kemia	010 252 4409
Kimmo Stenvall	Seniorianalyytikko, operaattorit, teknologia	010 252 4561
Carlo Gylling	Metalli, kiinteistöt, yrityslainat, strategia	010 252 4392
Joona Harjama	Liikenne, rakentaminen, media, Small Caps	010 252 4351
Juho Saarinen	Elintarvikkeet, terveydenhuolto	010 252 4408
Osku Kumpulainen	Analyyttikoharjoittelija	010 252 4604
Auli Valtanen-Huopaniemi	Assistentti	050 413 1362

OP Yrityspankki Oyj

Gebhardinaukio 1
00013 OP
010 252 011
etunimi.sukunimi@op.fi

Asiakkuudet ja myynti

Tuomas Leisti Johtaja 010 252 2058

Instituutiomyynti

Tuomas Kaasalainen 010 252 2534
Henrik Helppi 010 252 3252
Kasper Hietanen 010 252 4479
Tomi Kallio 010 252 2993
Terhi Ollikainen 010 252 3148
Wilhelm Stjernvall 010 252 4436

Execution

Mikael Ahovuo 010 252 1706
Ville Orava 010 252 2672
Ari Triumf 010 252 4349
Ville Viertola 010 252 3870