

## 5G-tulosajurin realisoituminen voi olla lähellä

Toistamme piirilevy-yhtiö Aspocompille lisää-suosituksen 2,75 euron tavoitehinnalla. Arviomme mukaan yhtiö etenee yleisesti oikeaan suuntaan, minkä lisäksi voimme saada Q2-raportin yhteydessä konkreettisia todisteita 5G-kysynnän käynnistymisestä suuremmassa mittakaavassa. Tämä voi olla erittäin merkittävä kasvu- ja tulosajuri, jota on kuitenkin toistaiseksi hinnoiteltu varsin maltillisesti. Arvostustaso on kohtuullinen, ja osakkeen riski/tuotto-suhde onkin mielestämme tällä hetkellä selvästi positiivinen.

### Arvostustaso varsin houkutteleva huomioiden 5G:n mahdollinen lisävauhti

Aspocompin osake on laskenut hieman edellisestä päivityksestämme, ja arvostustaso on mielestämme kohtuullinen. Tämän vuoden ennusteilla P/E-luku on noin 11x ja EV/EBITDA alle 7x. Nämä ovat vain hieman alle normaalisti Aspocompille hyväksymämme tason, mutta tällä hetkellä pidämme osaketta kuitenkin varsin houkuttelevana. Tämä johtuu yhtiön lähivuosien poikkeuksellisen hyvistä ajureista, joista tärkein on 5G-investoinnit. Jos 5G olisi Aspocompille vastaava ajuri kuin 4G aikoinaan oli (yhtiö teki tämän tukemana huipputulokset 2010-2011), olisi omistajille edessä erinomaisia tuottoja. Q1:llä saadut ensimmäiset merkit olivat positiivisia, ja Q2:lla saamme mahdollisesti vahvistuksen 5G-investointien suuremman mittakaavan käynnistymisestä. Tätä potentiaalia on hinnoiteltu osakkeeseen vain rajallisesti, näemme osakkeen riski/tuotto-suhteen positiivisena kroonisesti heikosta näkyvyydestä huolimatta. Nykyisellä arvostustasolla ja arviomme mukaan maltillisilla ennusteillamme riskit painottuvat mielestämme positiiviselle puolelle.

### Q2 voi yllättää positiivisesti, mutta emme ole tehneet ennustemuutoksia

Aspocomp toisti Q1-raportissa koko vuoden 2018 ohjeistuksen eli arvioi liikevaihdon kasvavan noin 10 % ja liike tuloksen paranevan vuodesta 2017. Lisäksi yhtiö kertoi kysynnän voimistuneen merkittävästi kauden loppua kohden, ilmeisesti etenkin uuden sukupolven telekommunikaatioverkoissa sekä autoteollisuudessa. Käytännössä yhtiön kommentit vahvistivat sen, että 5G-kysyntä on alkanut vetää ja tukee yhtiön näkymiä. Osittain tämä näkyy jo 0,8 MEUR kasvaneessa tilauskannassa, jonka nousu on tullut erityisesti tietoliikenneverkoissa. Pidämme positiivista tulosyllätystä Q2:lla mahdollisena, jos 5G-investoinnit ovat kiihtyneet ja edenneet merkittävässä mittakaavassa. Arviomme mukaan Aspocompin suurimpiin asiakkaisiin kuuluu Nokia, joka on puhunut alkuvuonna 5G-aikatauluista rohkaisevaan sävyyn ja toimitukset vaikuttavat alkavan aikaisempia odotuksia aikaisemmin. Tämä voi heijastua Aspocompin hyväkanteisiin pikatoimituksiin, ja nostaa siten Q2-tulosta merkittävästi. Silloin myös vuoden 2018 ohjeistuksen nosto olisi mielestämme mahdollinen.

### Yhtiö etenee (muutenkin) oikeaan suuntaan

Isoa kuvaa katsottaessa Aspocomp etenee mielestämme oikeaan suuntaan. Strategisesti yhtiö on viime vuosina edennyt hyvin ja pystynyt laajentamaan asiakaskuntaansa merkittävästi. Yhtiön 10 MEUR:n investointiohjelman avulla yhtiön kyvykkyudet laajenevat edelleen, mikä mahdollistaa kasvun mm. puolijohdetestaus-sektorille. Käsityksemme mukaan myös Aasian volyymivalmistuspalvelut ovat edenneet hyvin, mikä avaa yhtiölle uusia mahdollisuuksia. Tuloskasvun realisoituessa odotetusti ja yhtiön riskiprofiilin hiljalleen laskiessa näemme osakkeessa selvästi enemmänkin nousuvaraa keskipitkällä aikavälillä, mutta toistaiseksi korkea riskiprofiili edellyttääkin merkittävän nousupotentiaalin.

### Analyttikko

Juha Kinnunen  
+358 40 778 1368  
juha.kinnunen@inderes.fi



### Suositus

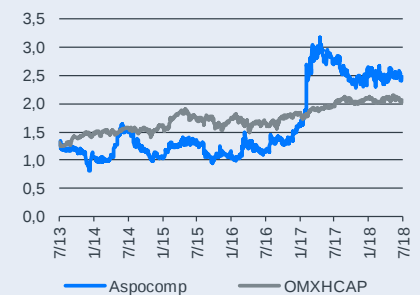
Lisää



Edellinen: Lisää

Tavoitehintaa 2,75 EUR

Edellinen: 2,75



Ei-lisen päätös 2,48 EUR

12 kk vaihteluväli 2,10-2,88 EUR

Potentiaali 10,9 %

### Ohjeistus

Vuonna 2018 liikevaihdon arvioidaan kasvavan noin 10 % ja liike tuloksen paranevan vuodesta 2017. Vuoden 2017 liikevaihto oli 23,9 MEUR ja liike tulos oli 0,8 MEUR.

Ohjeistusmuutos: Ennallaan

### Avainluvut

|                         | Liikevaihto | Liikevoitto | Liikevoitto- | Tulos ennen                  | Tulos/ | Osinko/ | EV/         | EV/                      | EV/  | P/E  | Osinko- |
|-------------------------|-------------|-------------|--------------|------------------------------|--------|---------|-------------|--------------------------|------|------|---------|
|                         | MEUR        | (EBIT)      | marginaali   | veroja (PTP)                 | osake  | osake   | Liikevaihto | EBITDA                   | EBIT | (x)  | tuotto  |
|                         |             | MEUR        | %            | MEUR                         | EUR    | EUR     | (x)         | (x)                      | (x)  |      | %       |
| 2016                    | 21,6        | 0,7         | 3,2 %        | 0,6                          | 0,16   | 0,00    | 0,5         | 6,6                      | 16,7 | 9,9  | 0,0 %   |
| 2017                    | 23,9        | 0,8         | 3,5 %        | 0,8                          | 0,19   | 0,07    | 0,7         | 8,8                      | 20,0 | 12,5 | 3,0 %   |
| 2018e                   | 26,4        | 1,6         | 6,1 %        | 1,4                          | 0,22   | 0,08    | 0,8         | 6,8                      | 12,3 | 11,4 | 3,2 %   |
| 2019e                   | 29,1        | 1,9         | 6,4 %        | 1,6                          | 0,24   | 0,09    | 0,7         | 6,0                      | 11,6 | 10,3 | 3,6 %   |
| 2020e                   | 31,8        | 2,1         | 6,7 %        | 1,9                          | 0,29   | 0,10    | 0,7         | 5,5                      | 9,8  | 8,7  | 4,0 %   |
| Markkina-arvo, MEUR     |             |             | 16,5         | OPO / osake 2018e, EUR       |        |         | 1,95        | CAGR EPS, 2017-2020, %   |      |      | 15 %    |
| Nettovelka 2018e, MEUR  |             |             | 3,3          | P/B 2018e                    |        |         | 1,3         | CAGR kasvu, 2017-2020, % |      |      | 10 %    |
| Yritysarvo (EV), MEUR   |             |             | 19,9         | Nettovelkaisuusaste 2018e, % |        |         | 25,6 %      | ROE 2018e, %             |      |      | 11,6 %  |
| Taseen koko 2018e, MEUR |             |             | 21,2         | Omavaraisuusaste 2018e, %    |        |         | 61,2 %      | ROCE 2018e, %            |      |      | 10,7 %  |

## Ei ennustemuutoksia, mutta signaalit Q2:lle ovat positiiviset

Emme ole tehneet muutoksia ennusteisiimme, koska näkyvyyttä liikevaihdon kehitykseen ei yhtiön ulkopuolelta ole. Pidämme kuitenkin positiivista tulosyllätystä Q2:lla mahdollisena, jos 5G-investoinnit ovat käynnistyneet merkittävässä mittakaavassa. Arviomme mukaan Aspocompin suurimpiin asiakkaisiin kuuluu Nokia, joka on puhunut alkuvuonna 5G-aikatauluista rohkaisevaan sävyyn ja toimitukset vaikuttavat alkavan aikaisempia odotuksia aikaisemmin.

Tämä voi heijastua Aspocompin hyväkatteisiin pikatoimituksiin, ja nostaa Q2-tulosta merkittävästi. Korostamme, että 5G-tuotekehitysinvestointien aikataulua on vaikea arvioida, eikä Nokian panostukset automaattisesti tarkoita lisätöitä Aspocompille. Mielestämme merkit ovat kuitenkin positiiviset.

| Ennustemuutokset            | 2018e | 2018e | Muutos | 2019e | 2019e | Muutos | 2020e | 2020e | Muutos |
|-----------------------------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|
| MEUR / EUR                  | Vanha | Uusi  | %      | Vanha | Uusi  | %      | Vanha | Uusi  | %      |
| Liikevaihto                 | 26,4  | 26,4  | 0 %    | 29,1  | 29,1  | 0 %    | 31,8  | 31,8  | 0 %    |
| Käyttökate                  | 2,9   | 2,9   | 0 %    | 3,6   | 3,6   | 0 %    | 3,8   | 3,8   | 0 %    |
| Liikevoitto ilman kertaeriä | 1,6   | 1,6   | 0 %    | 1,9   | 1,9   | 0 %    | 2,1   | 2,1   | 0 %    |
| Liikevoitto                 | 1,6   | 1,6   | 0 %    | 1,9   | 1,9   | 0 %    | 2,1   | 2,1   | 0 %    |
| Tulos ennen veroja          | 1,4   | 1,4   | 0 %    | 1,6   | 1,6   | 0 %    | 1,9   | 1,9   | 0 %    |
| EPS (ilman kertaeriä)       | 0,22  | 0,22  | 0 %    | 0,24  | 0,24  | 0 %    | 0,29  | 0,29  | 0 %    |
| Osakekohtainen osinko       | 0,08  | 0,08  | 0 %    | 0,09  | 0,09  | 0 %    | 0,10  | 0,10  | 0 %    |

Lähde: Inderes

## Positiiviset näkymät tukevat tuotto-odotusta

Aspocompin arvostustaso on mielestämme kohtuullinen. Tämän vuoden ennusteilla P/E-luku on noin 11x ja EV/EBITDA alle 7x. Nämä ovat vain hieman alle normaalisti Aspocompille hyväksymämme tason, mutta tällä hetkellä pidämme osaketta kuitenkin varsin houkuttelevana. Tämä johtuu yhtiön lähivuosien poikkeuksellisen hyvistä ajureista, joista tärkein on 5G-investoinnit. Näemme osakkeessa jo turvamarginaalia tulosenusteiden suhteen ja mielestämme riskit ovat lähiaikojen vahvojen ajureiden suhteen painottuneet positiiviselle puolelle.

Jos 5G olisi Aspocompille vastaava ajuri kuin 4G aikoinaan oli (yhtiö teki tämän tukemana huipputulokset 2010-2011), olisi omistajille edessä erinomaisia tuottoja. Nyt kun ensimmäiset merkit ovat positiivisia ja tätä potentiaalia on kuitenkin hinnoiteltu osakkeeseen vain rajallisesti, näemme osakkeen riski/tuotto -suhteen positiivisena liiketoiminnan kroonisesti heikosta näkyvyydestä huolimatta.

|                               | Osakekurssi | Markkina-arvo | Yritysarvo  | EV/EBIT      |             | EV/EBITDA   |             | P/E          |              | Osinkotuotto-% |             | P/B          |
|-------------------------------|-------------|---------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|----------------|-------------|--------------|
| Yhtiö                         |             | MEUR          | MEUR        | 2018e        | 2019e       | 2018e       | 2019e       | 2018e        | 2019e        | 2018e          | 2019e       | 2018e        |
| Aspocomp                      | 2,48        | 16,5          | 19,0        | 9,5          | 9,5         | 6,3         | 4,8         | 11,3         | 10,3         | 3,2            | 3,6         | 1,3          |
| Efore                         | 0,30        | 16,7          | 24,8        | 24,8         | 12,4        | 6,2         | 5,0         |              | 15,0         |                |             | 2,3          |
| Bittium                       | 4,87        | 174           | 112         | 55,9         | 14,0        | 14,0        | 9,3         | 97,4         | 19,9         | 6,2            | 6,2         | 1,5          |
| Scanfil                       | 4,72        | 302           | 349         | 8,7          | 8,6         | 7,0         | 6,8         | 9,7          | 9,8          | 3,4            | 3,4         | 2,0          |
| Austria Technologie & System  | 16,74       | 650           | 863         | 9,5          | 8,7         | 3,8         | 3,5         | 12,7         | 11,5         | 0,8            | 1,3         | 1,1          |
| Lagercrantz                   | 90,00       | 582           | 686         | 18,8         | 15,9        | 14,6        | 12,6        | 22,1         | 18,7         | 2,3            | 2,6         | 4,7          |
| Unimicron                     | 15,50       | 653           | 1178        | 115,5        | 26,8        | 3,8         | 4,0         | 39,9         | 31,5         | 5,4            | 5,6         | 0,5          |
| Compeq                        | 31,15       | 1039          | 1150        | 6,5          | 5,8         | 4,3         | 3,8         | 9,6          | 8,1          | 4,4            | 4,6         | 1,6          |
| TTM Technologies              | 18,44       | 1589          | 2132        | 9,3          | 7,9         | 5,8         | 5,3         | 10,6         | 9,0          |                |             | 1,9          |
| <b>Aspocomp (Inderes)</b>     | <b>2,48</b> | <b>16,5</b>   | <b>19,9</b> | <b>12,3</b>  | <b>11,6</b> | <b>6,8</b>  | <b>6,0</b>  | <b>11,4</b>  | <b>10,3</b>  | <b>3,2</b>     | <b>3,6</b>  | <b>1,3</b>   |
| <b>Keskiarvo</b>              |             |               |             | <b>31,1</b>  | <b>12,5</b> | <b>7,4</b>  | <b>6,3</b>  | <b>28,9</b>  | <b>15,4</b>  | <b>3,7</b>     | <b>3,9</b>  | <b>1,9</b>   |
| <b>Mediaani</b>               |             |               |             | <b>14,2</b>  | <b>10,6</b> | <b>6,0</b>  | <b>5,1</b>  | <b>12,7</b>  | <b>13,2</b>  | <b>3,9</b>     | <b>4,0</b>  | <b>1,7</b>   |
| <b>Erotus-% vrt. mediaani</b> |             |               |             | <b>-13 %</b> | <b>9 %</b>  | <b>13 %</b> | <b>17 %</b> | <b>-10 %</b> | <b>-23 %</b> | <b>-18 %</b>   | <b>-9 %</b> | <b>-26 %</b> |

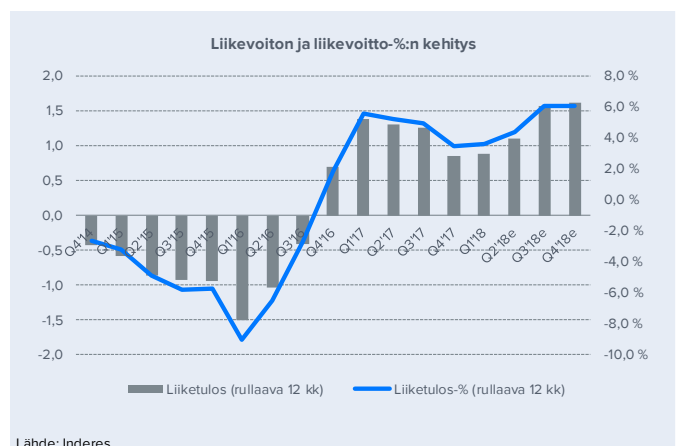
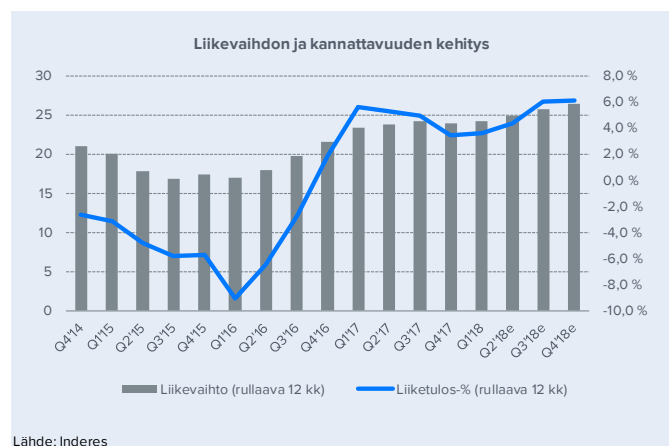
Lähde: Thomson Reuters / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

## Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

| Tuloskehitys kvartaalitasolla      | 2016        | Q1'17       | Q2'17       | Q3'17       | Q4'17       | 2017        | Q1'18       | Q2'18e      | Q3'18e      | Q4'18e      | 2018e       | 2019e       | 2020e       |
|------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Liikevaihto</b>                 | <b>21,6</b> | <b>5,9</b>  | <b>5,7</b>  | <b>6,0</b>  | <b>6,3</b>  | <b>23,9</b> | <b>6,1</b>  | <b>6,5</b>  | <b>6,8</b>  | <b>7,0</b>  | <b>26,4</b> | <b>29,1</b> | <b>31,8</b> |
| <i>Aspocomp</i>                    | <i>21,6</i> | <i>5,9</i>  | <i>5,7</i>  | <i>6,0</i>  | <i>6,3</i>  | <i>23,9</i> | <i>6,1</i>  | <i>6,5</i>  | <i>6,8</i>  | <i>7,0</i>  | <i>26,4</i> | <i>29,1</i> | <i>31,8</i> |
| <b>Käyttökate</b>                  | <b>1,8</b>  | <b>0,5</b>  | <b>0,4</b>  | <b>0,4</b>  | <b>0,7</b>  | <b>1,9</b>  | <b>0,6</b>  | <b>0,7</b>  | <b>0,9</b>  | <b>0,8</b>  | <b>2,9</b>  | <b>3,6</b>  | <b>3,8</b>  |
| Poistot ja arvonalennukset         | -1,1        | -0,3        | -0,3        | -0,3        | -0,3        | -1,1        | -0,3        | -0,4        | -0,4        | -0,4        | -1,3        | -1,7        | -1,7        |
| <b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b> | <b>0,7</b>  | <b>0,2</b>  | <b>0,1</b>  | <b>0,1</b>  | <b>0,4</b>  | <b>0,8</b>  | <b>0,3</b>  | <b>0,3</b>  | <b>0,6</b>  | <b>0,5</b>  | <b>1,6</b>  | <b>1,9</b>  | <b>2,1</b>  |
| <b>Liikevoitto</b>                 | <b>0,7</b>  | <b>0,2</b>  | <b>0,1</b>  | <b>0,1</b>  | <b>0,4</b>  | <b>0,8</b>  | <b>0,3</b>  | <b>0,3</b>  | <b>0,6</b>  | <b>0,5</b>  | <b>1,6</b>  | <b>1,9</b>  | <b>2,1</b>  |
| <i>Aspocomp</i>                    | <i>0,7</i>  | <i>0,2</i>  | <i>0,1</i>  | <i>0,1</i>  | <i>0,4</i>  | <i>0,8</i>  | <i>0,3</i>  | <i>0,3</i>  | <i>0,6</i>  | <i>0,5</i>  | <i>1,6</i>  | <i>1,9</i>  | <i>2,1</i>  |
| <i>Kertaluontoiset erät</i>        | <i>0,0</i>  | <i>0,0</i>  | <i>0,0</i>  | <i>0,0</i>  | <i>0,0</i>  | <i>0,0</i>  | <i>0,0</i>  | <i>0,0</i>  | <i>0,0</i>  | <i>0,0</i>  | <i>0,0</i>  | <i>0,0</i>  | <i>0,0</i>  |
| Nettorahoituskulut                 | -0,1        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | -0,1        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | -0,2        | -0,3        | -0,2        |
| <b>Tulos ennen veroja</b>          | <b>0,6</b>  | <b>0,2</b>  | <b>0,1</b>  | <b>0,1</b>  | <b>0,4</b>  | <b>0,8</b>  | <b>0,3</b>  | <b>0,3</b>  | <b>0,5</b>  | <b>0,4</b>  | <b>1,4</b>  | <b>1,6</b>  | <b>1,9</b>  |
| Verot                              | 0,4         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,5         | 0,5         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Vähemmistöosuudet                  | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Nettotulos</b>                  | <b>1,0</b>  | <b>0,2</b>  | <b>0,1</b>  | <b>0,1</b>  | <b>0,9</b>  | <b>1,3</b>  | <b>0,3</b>  | <b>0,3</b>  | <b>0,5</b>  | <b>0,4</b>  | <b>1,4</b>  | <b>1,6</b>  | <b>1,9</b>  |
| <b>EPS (oikaistu)</b>              | <b>0,16</b> | <b>0,04</b> | <b>0,01</b> | <b>0,01</b> | <b>0,13</b> | <b>0,19</b> | <b>0,04</b> | <b>0,04</b> | <b>0,08</b> | <b>0,06</b> | <b>0,22</b> | <b>0,24</b> | <b>0,29</b> |
| <b>EPS (raportoitu)</b>            | <b>0,16</b> | <b>0,04</b> | <b>0,01</b> | <b>0,01</b> | <b>0,14</b> | <b>0,20</b> | <b>0,04</b> | <b>0,04</b> | <b>0,08</b> | <b>0,06</b> | <b>0,23</b> | <b>0,24</b> | <b>0,29</b> |

| Tunnusluvut                          | 2016            | Q1'17           | Q2'17          | Q3'17          | Q4'17          | 2017          | Q1'18         | Q2'18e         | Q3'18e         | Q4'18e        | 2018e         | 2019e         | 2020e         |
|--------------------------------------|-----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|---------------|----------------|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Liikevaihdon kasvu-%</b>          | <b>23,9 %</b>   | <b>42,3 %</b>   | <b>7,3 %</b>   | <b>8,1 %</b>   | <b>-4,3 %</b>  | <b>10,6 %</b> | <b>4,3 %</b>  | <b>13,3 %</b>  | <b>13,0 %</b>  | <b>11,0 %</b> | <b>10,4 %</b> | <b>10,0 %</b> | <b>9,5 %</b>  |
| <b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b> | <b>-173,0 %</b> | <b>-156,5 %</b> | <b>-42,3 %</b> | <b>-37,9 %</b> | <b>-50,1 %</b> | <b>22,5 %</b> | <b>14,9 %</b> | <b>237,0 %</b> | <b>490,1 %</b> | <b>12,2 %</b> | <b>91,7 %</b> | <b>15,0 %</b> | <b>14,4 %</b> |
| <b>Käyttökate-%</b>                  | <b>8,1 %</b>    | <b>9,0 %</b>    | <b>6,4 %</b>   | <b>5,9 %</b>   | <b>10,7 %</b>  | <b>8,0 %</b>  | <b>9,0 %</b>  | <b>10,3 %</b>  | <b>13,4 %</b>  | <b>11,5 %</b> | <b>11,1 %</b> | <b>12,3 %</b> | <b>12,1 %</b> |
| <b>Oikaistu liikevoitto-%</b>        | <b>3,2 %</b>    | <b>4,2 %</b>    | <b>1,6 %</b>   | <b>1,6 %</b>   | <b>6,5 %</b>   | <b>3,5 %</b>  | <b>4,7 %</b>  | <b>4,9 %</b>   | <b>8,3 %</b>   | <b>6,5 %</b>  | <b>6,1 %</b>  | <b>6,4 %</b>  | <b>6,7 %</b>  |
| <b>Nettotulos-%</b>                  | <b>4,8 %</b>    | <b>4,0 %</b>    | <b>1,4 %</b>   | <b>1,3 %</b>   | <b>13,9 %</b>  | <b>5,3 %</b>  | <b>4,1 %</b>  | <b>4,2 %</b>   | <b>7,6 %</b>   | <b>5,9 %</b>  | <b>5,5 %</b>  | <b>5,6 %</b>  | <b>6,0 %</b>  |

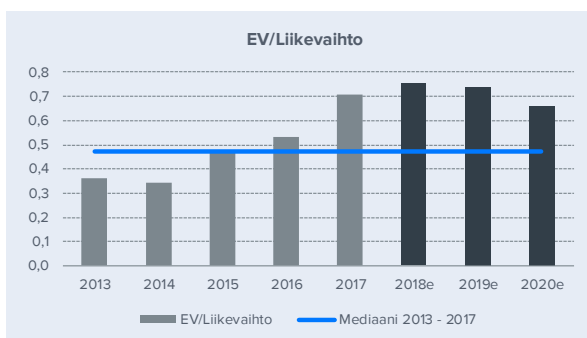
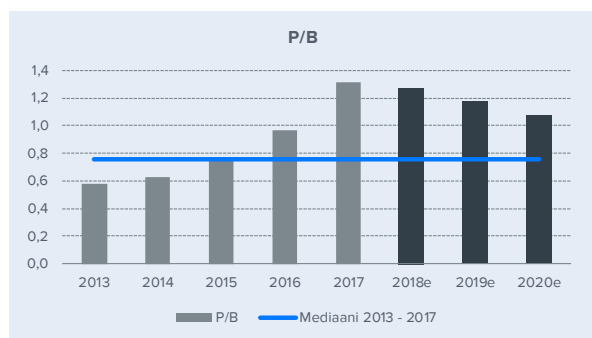
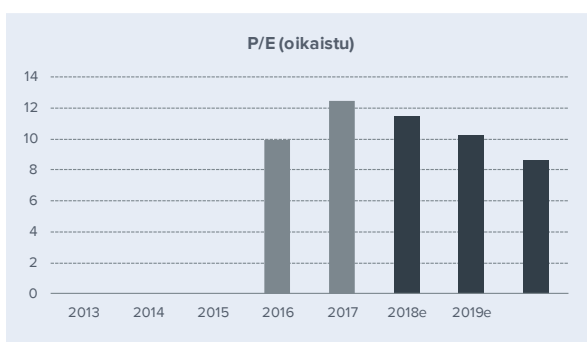
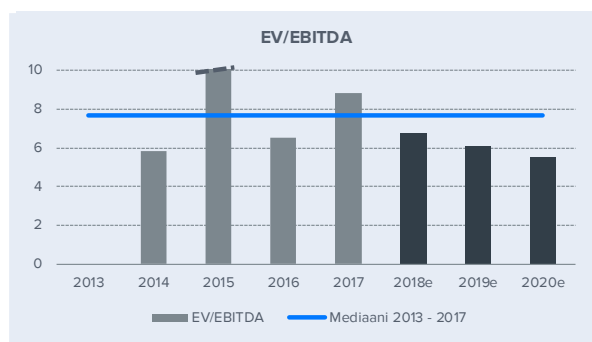
Lähde: Inderes



## Arvostus

| Arvostustaso     | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  | 2017   | 2018e  | 2019e  | 2020e  |
|------------------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| Osakekurssi      | 1,14  | 1,04  | 1,12  | 1,60  | 2,37   | 2,48   | 2,48   | 2,48   |
| Markkina-arvo    | 7,3   | 6,7   | 7,2   | 10,3  | 15,8   | 16,5   | 16,5   | 16,5   |
| Yritysarvo (EV)  | 6,9   | 7,2   | 8,2   | 11,5  | 16,9   | 19,9   | 21,5   | 21,0   |
| P/E (oik.)       | neg.  | neg.  | neg.  | 9,9   | 12,5   | 11,4   | 10,3   | 8,7    |
| P/E              | neg.  | neg.  | neg.  | 9,9   | 12,5   | 11,4   | 10,3   | 8,7    |
| P/Kassavirta     | -6,2  | -7,8  | -25,5 | -34,3 | 91,5   | -10,6  | -18,7  | 12,1   |
| P/B              | 0,6   | 0,6   | 0,8   | 1,0   | 1,3    | 1,3    | 1,2    | 1,1    |
| P/S              | 0,4   | 0,3   | 0,4   | 0,5   | 0,7    | 0,6    | 0,6    | 0,5    |
| EV/Liikevaihto   | 0,4   | 0,3   | 0,5   | 0,5   | 0,7    | 0,8    | 0,7    | 0,7    |
| EV/EBITDA        | neg.  | 5,8   | 36,8  | 6,6   | 8,8    | 6,8    | 6,0    | 5,5    |
| EV/EBIT          | neg.  | neg.  | neg.  | 16,7  | 20,0   | 12,3   | 11,6   | 9,8    |
| Osinko/tulos (%) | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 36,8 % | 36,9 % | 37,2 % | 34,9 % |
| Osinkotuotto-%   | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 3,0 %  | 3,2 %  | 3,6 %  | 4,0 %  |

Lähde: Inderes

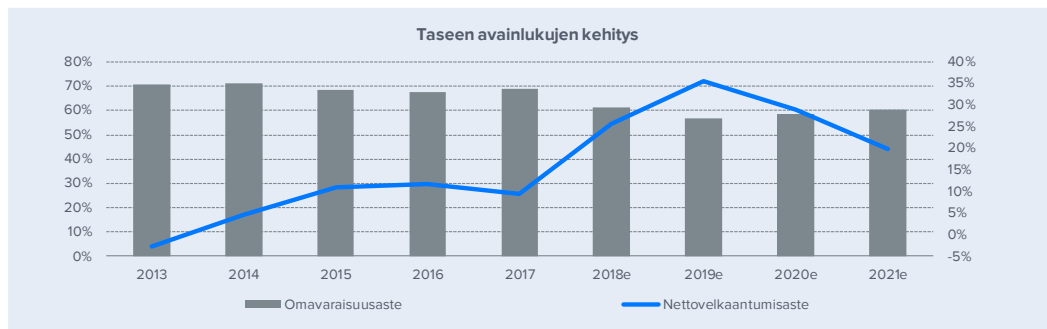


## Tase ja kassavirtalaskelma

### Tase

| Vastaavaa (MEUR)               | 2015        | 2016        | 2017        | 2018e       | 2019e       |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Pysyvät vastaavat</b>       | <b>7,8</b>  | <b>8,7</b>  | <b>9,4</b>  | <b>12,2</b> | <b>14,5</b> |
| Liikearvo                      | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Aineettomat oikeudet           | 3,1         | 3,2         | 3,3         | 3,3         | 3,3         |
| Käyttöomaisuus                 | 2,2         | 2,5         | 2,6         | 5,5         | 7,8         |
| Sijoitukset osakkuusyrityksiin | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Muut sijoitukset               | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Muut pitkäaikaiset varat       | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Laskennalliset verosaamiset    | 2,6         | 3,0         | 3,5         | 3,5         | 3,5         |
| <b>Vaihtuvat vastaavat</b>     | <b>6,0</b>  | <b>7,0</b>  | <b>8,1</b>  | <b>9,0</b>  | <b>10,2</b> |
| Varastot                       | 2,4         | 2,6         | 2,8         | 3,2         | 3,5         |
| Muut lyhytaikaiset varat       | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Myyntisaamiset                 | 3,3         | 4,1         | 4,9         | 5,3         | 5,8         |
| Likvidit varat                 | 0,3         | 0,3         | 0,4         | 0,5         | 0,9         |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>13,8</b> | <b>15,7</b> | <b>17,4</b> | <b>21,2</b> | <b>24,7</b> |

| Vastattavaa (MEUR)             | 2015        | 2016        | 2017        | 2018e       | 2019e       |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Oma pääoma</b>              | <b>9,5</b>  | <b>10,6</b> | <b>12,0</b> | <b>13,0</b> | <b>14,1</b> |
| Osakepääoma                    | 1,0         | 1,0         | 1,0         | 1,0         | 1,0         |
| Kertyneet voittovarot          | 4,3         | 5,4         | 6,6         | 7,6         | 8,6         |
| Omat osakkeet                  | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Uudelleenarvostusrahasto       | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Muu oma pääoma                 | 4,1         | 4,3         | 4,4         | 4,4         | 4,4         |
| Vähemmistöosuus                | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Pitkäaikaiset velat</b>     | <b>0,5</b>  | <b>1,2</b>  | <b>1,4</b>  | <b>3,0</b>  | <b>4,3</b>  |
| Laskennalliset verovelat       | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Varaukset                      | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Lainat rahoituslaitoksilta     | 0,1         | 0,8         | 1,0         | 2,6         | 3,9         |
| Vaihtovelkakirjalainat         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Muut pitkäaikaiset velat       | 0,4         | 0,4         | 0,4         | 0,4         | 0,4         |
| <b>Lyhytaikaiset velat</b>     | <b>3,8</b>  | <b>3,9</b>  | <b>4,0</b>  | <b>5,3</b>  | <b>6,3</b>  |
| Lainat rahoituslaitoksilta     | 1,2         | 0,7         | 0,5         | 1,3         | 2,0         |
| Lyhytaikaiset korottomat velat | 2,7         | 3,2         | 3,5         | 4,0         | 4,4         |
| Muut lyhytaikaiset velat       | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>13,8</b> | <b>15,7</b> | <b>17,4</b> | <b>21,2</b> | <b>24,7</b> |

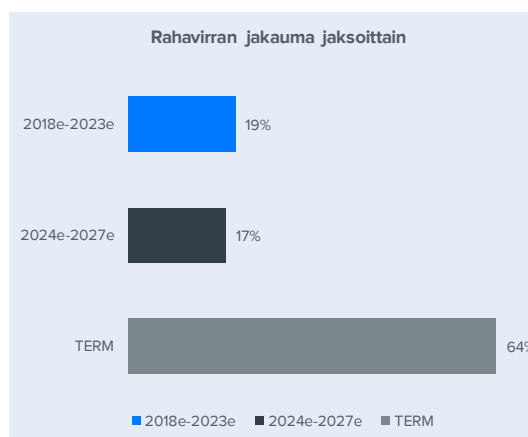


### DCF-laskelma

| Kassavirtalaskelma (MEUR)                      | 2017        | 2018e       | 2019e       | 2020e       | 2021e       | 2022e       | 2023e       | 2024e       | 2025e       | 2026e       | 2027e       | TERM |
|------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------|
| <b>Liikevoitto</b>                             | <b>0,8</b>  | <b>1,6</b>  | <b>1,9</b>  | <b>2,1</b>  | <b>2,4</b>  | <b>2,6</b>  | <b>2,7</b>  | <b>2,7</b>  | <b>2,8</b>  | <b>2,8</b>  | <b>2,9</b>  |      |
| + Kokonaispoistot                              | 1,1         | 1,3         | 1,7         | 1,7         | 1,9         | 1,9         | 1,7         | 1,6         | 1,7         | 1,7         | 1,7         |      |
| - Maksetut verot                               | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | -0,3        | -0,4        | -0,4        | -0,4        |      |
| - verot rahoituskuluista                       | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |      |
| + verot rahoitustuotoista                      | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |      |
| - Käyttöpääoman muutos                         | -0,7        | -0,3        | -0,4        | -0,5        | -0,1        | -0,1        | -0,4        | -0,4        | -0,3        | -0,3        | -0,2        |      |
| <b>Operatiivinen kassavirta</b>                | <b>1,2</b>  | <b>2,6</b>  | <b>3,1</b>  | <b>3,4</b>  | <b>4,1</b>  | <b>4,5</b>  | <b>4,1</b>  | <b>3,7</b>  | <b>3,8</b>  | <b>3,8</b>  | <b>3,9</b>  |      |
| + Korottomien pitkä aik. velk. lis.            | 0,1         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |      |
| - Bruttoinvestoinnit                           | -1,2        | -4,2        | -4,0        | -2,0        | -2,2        | -1,3        | -1,6        | -2,3        | -1,9        | -1,7        | -2,0        |      |
| <b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>          | <b>0,1</b>  | <b>-1,6</b> | <b>-0,9</b> | <b>1,4</b>  | <b>2,0</b>  | <b>3,2</b>  | <b>2,4</b>  | <b>1,4</b>  | <b>1,9</b>  | <b>2,1</b>  | <b>1,8</b>  |      |
| +/- Muut                                       | 0,1         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |      |
| Vapaa kassavirta                               | 0,2         | -1,6        | -0,9        | 1,4         | 2,0         | 3,2         | 2,4         | 1,4         | 1,9         | 2,1         | 1,8         | 31,2 |
| Diskontattu vapaa kassavirta                   | -1,5        | -0,8        | 1,1         | 1,4         | 2,2         | 1,5         | 0,8         | 1,0         | 1,0         | 0,8         | 13,4        |      |
| <b>Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta</b> | <b>20,9</b> | <b>22,4</b> | <b>23,2</b> | <b>22,1</b> | <b>20,6</b> | <b>18,5</b> | <b>17,0</b> | <b>16,2</b> | <b>15,2</b> | <b>14,2</b> | <b>13,4</b> |      |
| <b>Velaton arvo DCF</b>                        | <b>20,9</b> |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |      |
| - Korolliset velat                             | -1,5        |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |      |
| + Rahavarat                                    | 0,4         |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |      |
| - Vähemmistöosuus                              | 0,0         |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |      |
| - Osinko/pääomapalautus                        | -0,5        |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |      |
| <b>Oman pääoman arvo DCF</b>                   | <b>19,3</b> |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |      |
| <b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>         | <b>2,89</b> |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |      |

| Pääoman kustannus (WACC)            |        |
|-------------------------------------|--------|
| Vero-% (WACC)                       | 15,0 % |
| Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E) | 10,0 % |
| Vieraan pääoman kustannus           | 4,5 %  |
| Yrityksen Beta                      | 1,30   |
| Markkinoiden riski-premio           | 4,75 % |
| Likvideittipremio                   | 0,75 % |
| Riskiton korko                      | 3,0 %  |
| Oman pääoman kustannus              | 9,9 %  |
| Pääoman keskim. kustannus (WACC)    | 9,3 %  |

Lähde: Inderes



## Tiivistelmä

| Tuloslaskelma         | 2015 | 2016 | 2017 | 2018e | 2019e |
|-----------------------|------|------|------|-------|-------|
| Liikevaihto           | 17,5 | 21,6 | 23,9 | 26,4  | 29,1  |
| EBITDA                | 0,0  | 1,8  | 1,9  | 2,9   | 3,6   |
| EBITDA-marginaali (%) | -0,1 | 8,1  | 8,0  | 11,1  | 12,3  |
| EBIT                  | -1,2 | 0,7  | 0,8  | 1,6   | 1,9   |
| Voitto ennen veroja   | -1,3 | 0,6  | 0,8  | 1,4   | 1,6   |
| Nettovoitto           | -1,0 | 1,0  | 1,3  | 1,4   | 1,6   |
| Kertaluontoiset erät  | -0,2 | 0,0  | 0,0  | 0,0   | 0,0   |

| Tase              | 2015 | 2016 | 2017 | 2018e | 2019e |
|-------------------|------|------|------|-------|-------|
| Taseen loppusumma | 13,8 | 15,7 | 17,4 | 21,2  | 24,7  |
| Oma pääoma        | 9,5  | 10,6 | 12,0 | 13,0  | 14,1  |
| Liikearvo         | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0   | 0,0   |
| Korolliset velat  | 1,3  | 1,5  | 1,5  | 3,8   | 5,9   |

| Kassavirta                | 2015 | 2016 | 2017 | 2018e | 2019e |
|---------------------------|------|------|------|-------|-------|
| EBITDA                    | 0,0  | 1,8  | 1,9  | 2,9   | 3,6   |
| Nettokäyttöpääoman muutos | 0,0  | -0,5 | -0,7 | -0,3  | -0,4  |
| Operatiivinen kassavirta  | -0,1 | 1,3  | 1,2  | 2,6   | 3,1   |
| Vapaa kassavirta          | -0,3 | -0,3 | 0,2  | -1,6  | -0,9  |

| Yhtiökuvaus                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Aspocomp on piirilevy-yhtiö, joka tarjoaa korkealaatuista piirilevyjen suunnittelu- ja valmistuspalvelua. Aspocompin valmistamia piirilevyjä käytetään muun muassa tietoliikenneverkoissa ja -laitteissa, autoelektronikassa, turvateknologian ja terveydenhuollon järjestelmissä, mikropiirien tuotekehityksessä sekä teollisuuden automaatiosovelluksissa. |

| Osakekohtaiset luvut         | 2015  | 2016 | 2017 | 2018e | 2019e |
|------------------------------|-------|------|------|-------|-------|
| EPS                          | -0,16 | 0,16 | 0,19 | 0,22  | 0,24  |
| EPS oikaistu                 | -0,12 | 0,16 | 0,19 | 0,22  | 0,24  |
| Operat. kassavirta per osake | -0,01 | 0,20 | 0,18 | 0,40  | 0,47  |
| Tasearvo per osake           | 1,48  | 1,66 | 1,80 | 1,95  | 2,11  |
| Osinko per osake             | 0,00  | 0,00 | 0,07 | 0,08  | 0,09  |
| Voitonjako, %                | 0     | 0    | 37   | 37    | 37    |
| Osinkotuotto, %              | 0,0   | 0,0  | 3,0  | 3,2   | 3,6   |

| Tunnusluvut    | 2015 | 2016 | 2017 | 2018e | 2019e |
|----------------|------|------|------|-------|-------|
| P/E            | neg. | 9,9  | 12,5 | 11,4  | 10,3  |
| P/B            | 0,8  | 1,0  | 1,3  | 1,3   | 1,2   |
| P/Liikevaihto  | 0,4  | 0,5  | 0,7  | 0,6   | 0,6   |
| P/CF           | neg. | 8,1  | 13,1 | 6,2   | 5,3   |
| EV/Liikevaihto | 0,5  | 0,5  | 0,7  | 0,8   | 0,7   |
| EV/EBITDA      | neg. | 6,6  | 8,8  | 6,8   | 6,0   |
| EV/EBIT        | neg. | 16,7 | 20,0 | 12,3  | 11,6  |

| Suurimmat omistajat        | 30.6.2018 | %-osakkeista |
|----------------------------|-----------|--------------|
| Tiiviste-Group Oy          |           | 15,0 %       |
| Joensuun Kauppa ja Kone Oy |           | 11,2 %       |
| Mandatum Life              |           | 4,6 %        |
| Etola Erkki Olavi          |           | 4,4 %        |
| Montonen Mikko             |           | 3,9 %        |
| K22 Finance Oy             |           | 3,5 %        |

## Suositus historia

| Päivämäärä | Suositus | Tavoite | Osakekurssi |
|------------|----------|---------|-------------|
| 5.8.2016   | Vähennä  | 1,35 €  | 1,44 €      |
| 29.10.2016 | Lisää    | 1,40 €  | 1,29 €      |
| 21.12.2016 | Lisää    | 1,65 €  | 1,50 €      |
| 15.2.2017  | Lisää    | 2,90 €  | 2,70 €      |
| 15.3.2017  | Vähennä  | 2,90 €  | 3,05 €      |
| 28.4.2017  | Vähennä  | 2,90 €  | 2,97 €      |
| 14.8.2017  | Vähennä  | 2,50 €  | 2,64 €      |
| 27.10.2017 | Lisää    | 2,50 €  | 2,36 €      |
| 6.11.2017  | Lisää    | 2,50 €  | 2,27 €      |
| 17.1.2018  | Vähennä  | 2,50 €  | 2,58 €      |
| 16.2.2018  | Lisää    | 2,60 €  | 2,44 €      |
| 5.4.2018   | Lisää    | 2,60 €  | 2,35 €      |
| 30.4.2018  | Lisää    | 2,75 €  | 2,51 €      |
| 10.7.2018  | Lisää    | 2,75 €  | 2,48 €      |

## Vastuuvapauslauseke

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

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi.

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

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

| Suositus  | Nousuvara 12-kk tavoitehintaan |
|-----------|--------------------------------|
| Osta      | >15 %                          |
| Lisää     | 5-15 %                         |
| Vähennä - | 5-5 %                          |
| Myy       | < -5 %                         |

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

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen. Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>