

Aspocomp

Yhtiöraportti

12/2018

inde
res.

Kurssitaso vaatii yhä enemmän

Vuosi 2018 on ollut Aspocompille erinomainen, kun yhtiön muutenkin vahva kehitys on saanut lisävauhtia vahvasta 5G-kysynnästä. Voimakkaasti noussut osakekurssi vaatii kuitenkin menestykselle jatkoa, ja nykytasolla riski/tuotto-suhde on mielestämme neutraali. Toistamme Aspocompille vähennä-suosituksen tavoitehinnalla 3,80 euroa.

Aspocomp on hyvin positioitunut pieni piirilevy-palveluyhtiö

Aspocomp tarjoaa korkealaatuista piirilevyjen suunnittelu- ja valmistuspalvelua. Yhtiö on toimialalla niche-toimija ja keskittyy strategisesti pikatoimituksiin sekä lyhyisiin tuotantosarjoihin, joissa yhtiön Oulussa sijaitseva tuotantolaitos on hyvin kilpailukykyinen. Oman tuotantonsa (noin 80 % liikevaihdosta) lisäksi yhtiö välittää yhteistyökumppaniensa volyymivalmistuspalveluita asiakkailleen, mikä antaa yhtiölle mahdollisuuden palvella asiakkaita tuotteen koko elinkaaren ajan. Volyymivälitys on kasvanut viime vuosina hyvin ja arvioimme sen tuovan nykyään noin 20 % yhtiön liikevaihdosta. Mielestämme yhtiön kilpailuedut perustuvat joustavuuteen, ketteryyteen ja näiden mahdollistaviin tuotannon lyhyisiin läpimenoaikoihin sekä asiantuntevaan kokonaispalveluun.

5G-kysyntä kiihdytti muutenkin hyvää kehitystä voimakkaasti vuonna 2018

Vuosi 2018 on ollut Aspocompille erittäin vahva. Samalla kun yhtiö on jatkanut omaa hyvää strategista ja operatiivista kehitystään, yhtiö on saanut myös merkittävää tukea 5G-tuotekehitys-investointien ajamasta kysynnästä piirilevyjen pikatoimituksille. Arviomme mukaan Nokia on tänä vuonna jälleen yhtiön suurin asiakas, ja arvioimme 5G:n vedon jatkuvan myös lähivuosina. Ennustamme yhtiön liikevaihdon kasvavan yli 15 % ja liikevoiton nousevan 2,1 MEUR:oon (2017: 0,8 MEUR) vuonna 2018. Tulos on Aspocompin selvästi paras sitten vuoden 2011, jolloin yhtiö sai tukea 4G-kysynnästä. Nykyään menestys on kuitenkin huomattavasti aiempaa laaja-alaisempaa ja liikevaihto on kasvanut voimakkaasti myös esimerkiksi autoteollisuudessa ja puolijohdetestauksessa. Aikaisemmin erittäin keskittynyt asiakaskunta on laajentunut merkittävästi, mutta viisi suurinta asiakasta tuo edelleen noin 50-55 % liikevaihdosta. Olemme nostaneet 2019-tulosennusteita noin 5 % ja tarkentaneet arvioitamme liittyen Aspocompin 10 MEUR:n investointiohjelman ajoitukseen ja vaikutuksiin, mutta iso kuva on mielestämme kuitenkin pitkälti ennallaan.

Mennyt menestys näkyy jo hinnassa, merkittävä nousuvara vaatisi odotuksien ylittämistä

Aspocompin arvostustaso on mielestämme kohtuullinen: 2018e P/E-luku on noin 12x ja EV/EBITDA 8-9x. Mielestämme nämä ovat yhtiölle neutraaleja, kun yhtiön strategia on edistynyt suunnitellusti ja samalla myös riskit ovat osittain madaltuneet. Toisaalta vuosi sitten yhtiön edessä ollut todella voimakas 5G:n mahdollistama tuloskasvunäkymä on nyt osittain korvaantunut huolella nykyisen hyvän kannattavuuden kestävydestä. Vuoden 2019e P/E on 11x, missä emme näe tällä hetkellä nousuvaraa huomioiden verrokkien huomattavasti alemmat arvostustasot sekä osakemarkkinoiden yleisesti paineessa olevat arvostustasot. Hyvästä strategisesta edistymisestä huolimatta yhtiön riskiprofiili on mielestämme edelleen erittäin korkea erityisesti heikon näkyvyyden ja voimakkaasti heiluvan kysynnän takia. Kokonaisuudessaan osakkeen riski/tuotto-suhde on mielestämme tällä hetkellä tasapainossa ja osake siten pitkälti oikein hinnoiteltu.

Analyytikko

Juha Kinnunen

+358 40 778 1368

Juha.kinnunen@inderes.fi



Suositus ja tavoitehinta

Vähennä

Edellinen: Vähennä

3,80 EUR

Edellinen: 3,80 euroa



Osakekurssi: 3,69 EUR

Potentiaali: 3,0 %

Avainluvut

	2016	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	21,6	23,9	27,6	30,4
- Kasvu-%	23,9 %	10,6 %	15,4 %	10,0 %
EBITDA (oikaistu)	1,8	1,9	3,3	4,2
- EBITDA-%	8,1 %	8,0 %	12,0 %	13,8 %
EBIT (oikaistu)	0,7	0,8	2,1	2,5
EPS (oikaistu)	0,16	0,19	0,30	0,34

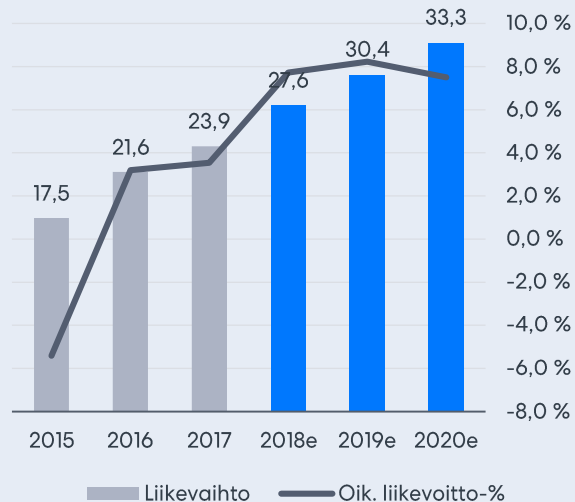
Osakekurssi	1,60 €	2,37 €	3,69 €	3,69 €
Markkina-arvo	10,3	15,8	24,6	24,6
P/E (oik.)	9,9	12,5	12,3	11,0
EV/EBITDA (oik.)	6,6	8,8	8,4	7,6
EV/EBIT (oik.)	16,7	20,0	13,0	12,8
P/B	1,0	1,3	1,8	1,6
Osinkotuotto-%	0,0 %	3,0 %	2,7 %	3,3 %

Kurssikehitys



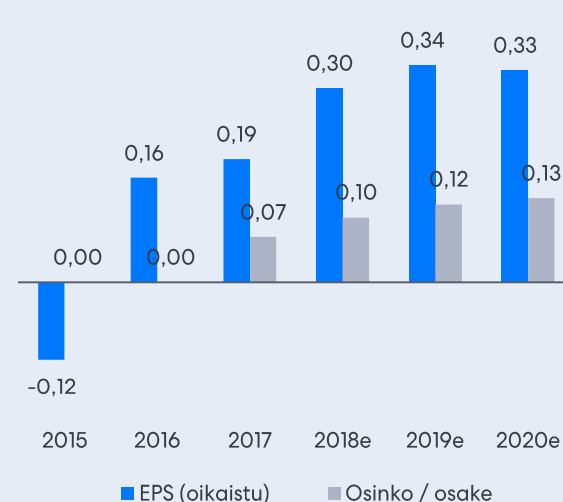
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto (M€) ja liikevoitto-%



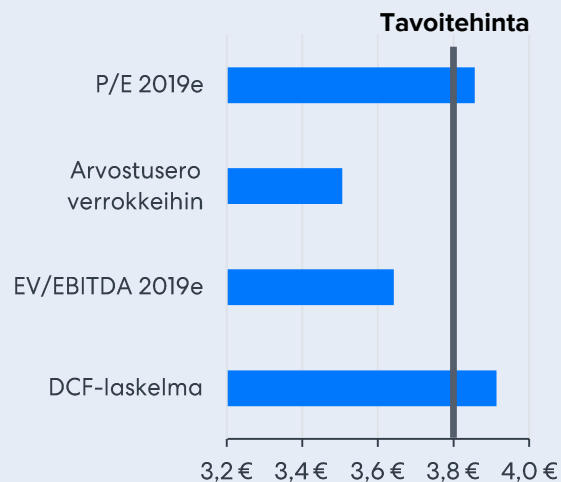
Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko (€)



Lähde: Inderes

Arvonmääritys ja tavoitehinta



Arvoajurit

- 5G:n jatkuva kehitys
- Asiakaskunnan laajentaminen ja vahvistus ennen 5G:n hyytymistä
- Strateginen laajentuminen kokonaistoimituksiin
- Hyväksyttävän arvostustason nousu riskiprofiilin pienentyessä



Riskitekijät

- Riippuvuus yksittäisistä asiakkaista ja asiakassektorista
- Voimakkaasti vaihteleva kysyntä ja heikko näkyvyys
- Nykyisen hyvän tulostason kestävyys
- Hyväksyttävän arvostustason laskeminen osakemarkkinoilla



Arvostus

- Arvostustaso noussut merkittävästi historian matalilta tasoilta
- 2019e arvostuskertoimet ovat suhteellisen korkeita, mutta perusteltavissa
- Hinnoiteltu preemiolla suhteessa verrokkeihin
- Tuloskasvun täytyy jatkua, jotta osakkeessa on nousuvaraa

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	s. 5-9
Sijoittaja- ja riskiprofiili	s. 10-12
Toimiala ja kilpailukenttä	s. 13-19
Strategia ja kilpailuetu	s. 20-22
Taloudellinen tilanne	s. 23-25
Ennusteet, arvonmääritys ja riskit	s. 26-34
Taulukot	s. 35-38
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	s. 39

Kilpailijat

Aspocompin kilpailijoihin eri alueilla kuuluvat:

AT&S

SCHWEIZER
ELECTRONIC

KSG LEITERPLATTEN

CISTELAIER
PCB leading technology

exception
PCB SOLUTIONS

PCB Connect

Strategia

Aspocompin strategia-
kauden 2017-2022
avainasioita ovat:

- Kyky palvella koko elinkaaren aikana
- Asiakaskunnan laajentaminen
- Laajeneminen uusille markkinoille
- Omien kyvykkyyksien vahvistaminen

ASPOCOMP

Aspocomp tarjoaa piirilevyjen suunnittelu- ja valmistuspalvelua. Yhtiö keskittyy haastaviin pikatoimituksiin ja lyhyisiin tuotantosarjoihin, joissa sen tuotantolaitos on kilpailukykyinen. Lisäksi yhtiö välittää yhteistyökumppaneiden palveluita asiakkailleen, mitä kautta se voi palvella asiakkaita tuotteen elinkaaren ajan.

Asiakkaat

Inderesin arvion mukaan
yhtiön asiakkaisiin kuuluvat:

NOKIA

Continental

DELPHI

SCANFIL

enics

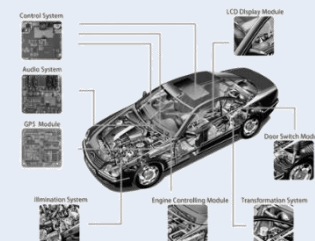
flex

QUALCOMM

ADVANTEST

intel

Käyttökohteet



Tavoitteet

Strategiakauden 2017-
2022 taloudelliset
tavoitteensa ovat:

- Liikevaihto kasvaa keskimäärin 10 % vuodessa
- Liikevoittomarginaali on yli 7 % viimeistään kauden lopussa

Oma valmistus

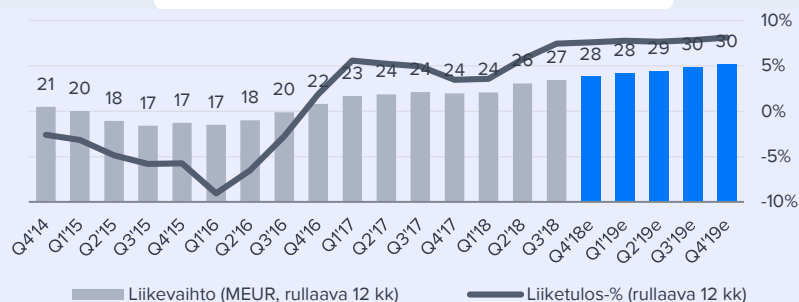
**Oma valmistus ~80 %
liikevaihdosta**

Oulun tehtaalla on korkea teknologinen kyvykkyys ja nopeat läpimenoajat



Lisäksi oma valmistus varmistaa teknologisen osaamisen ja antaa kilpailuedun pelkkiä piirilevyjen välittäjiä vastaan

Avainlukujen kehitys



Volyymivalmistus

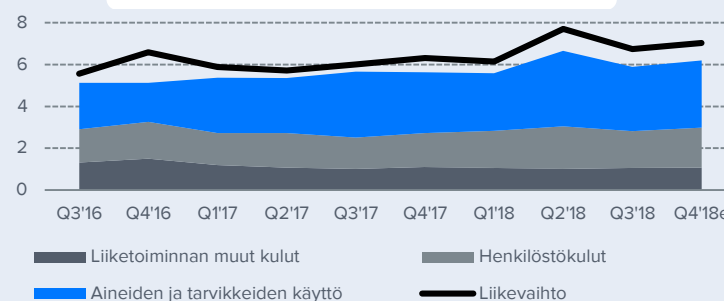
**Volyymivalmistus ~20 %
liikevaihdosta**



Aasian kumppanien kautta toteutettava volyymivalmistus on osa elinkaari palveluita, jotka ovat kasvaneet voimakkaasti

Lähde: Inderes

Kulurakenne (M€)



Aspocomp lyhyesti

Aspocomp on piirilevy-yhtiö, joka tarjoaa piirilevyjen suunnittelu- ja valmistuspalvelua. Yhtiö keskittyy haastaviin pikatoimituksiin ja lyhyisiin tuotantosarjoihin, joissa sen Oulun tuotantolaitos on kilpailukykyinen. Lisäksi yhtiö välittää yhteistyökumppaneiden palveluita asiakkailleen, mitä kautta se voi palvella asiakkaita tuotteen elinkaaren ajan.

16,5 %

CAGR KASVU-%
2015-2018e

2-5 %

MARKKINOIDEN
ENN. KASVU-%

58 MILJARDIA EUROA
Globaali piirilevymarkkina

~28 MEUR (+15 % vs. 2017)
LIKEVAIHTO 2018e

2,1 MEUR (7,7 % lv:sta)
LIKEVOITTO 2018e

MARKKINA-ARVO:
25 MEUR
(osakekurssi 3,69 €)

TASE Q3'18:
Gearing 14 %
Omavaraisuus 60 %

VAIKEA MURROSVAIHE

Merkittävä riski realisoituu, kun Aspocompin ylivoimaisesti suurimman asiakkaan liikevaihto laskee voimakkaasti. Yhtiö on juuri investoinut Teuvan tehtaaseen, joka painuu nopeasti tappiolle. Kannattavuus heikkenee nopeasti vuoteen 2013 asti.

KÄÄNNE

Yhtiö luopuu Teuvan tehtaasta ja määrittää uuden strategisen suunnan. Asiakskunnan laajentuminen alkaa tuottamaan hiljalleen ja liikevaihto kääntyy nousuun. Kannattavuus paranee.

ENNUSTE

5G:n vahva veto nostaa yhtiön tulostasoa edelleen ja yhtiö tekee 2018 vahvan tuloksen. Odotamme tulostason pysyvän hyvänä myös jatkossa, mutta näkyvyys on heikko. Sijoittajaprofiili paranee hiljalleen.



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/3

Lyhyt yhtiökuvaus

Aspocomp tarjoaa piirilevyjen suunnittelu- ja valmistuspalvelua. Pienenä ja ketteränä yhtiönä valtavalla toimialalla se keskittyy strategisesti pikatoimituksiin ja lyhyisiin tuotantosarjoihin, joissa sen Oulussa sijaitseva tuotantolaitos on kilpailukykyinen. Oman tuotantonsa lisäksi yhtiö välittää valittujen yhteistyökumppaneiden palveluita asiakkailleen, mikä antaa yhtiölle mahdollisuuden palvella asiakkaita koko tuotteen elinkaaren ajan. Tämä ns. elinkaarimalli on strategisesti tärkeä ja mahdollistaa myös jatkuvamman liiketoiminnan. Yhtiö onkin strategisesti siirtynyt tuotokeskeisestä yhtiöstä palveluyhtiöksi. Tuotantomäärien kasvaessa piirilevyjen tuotanto tehdään valtaosin Aasiassa, missä yksikkökustannukset saadaan painettua alas erittäin suurien volyymien ansiosta.

Lyhyiden ja haastavien sarjojen erikoisosaaja

Aspocomp keskittyy korkealaatuisten piirilevyjen suunnittelu- ja valmistuspalveluihin. Yhtiön tuotteita käytetään muun muassa tietoliikenneverkoissa ja -laitteissa (5G),

autoelektroniikassa, turvateknologian ja terveydenhuollon järjestelmissä, mikropiirien tuotekehityksessä sekä teollisuuden automaatiosovelluksissa. Yhtiö on erikoistunut omassa tuotannossaan lyhyiden ja haastavien piirilevyjen valmistamiseen, joissa yhtiön Oulun tehtaan tuotantolinja on kilpailukykyinen globaalissa kilpailussa. Yhtiö investoi tällä hetkellä voimakkaasti uusiin kyvykkyyksiin ja pystyy nopeisiin toimituksiin myös rakenteeltaan monimutkaisten piirilevyjen osalta. Yhtiön merkittävimpiä etuja ovat korkea teknologinen osaaminen ja tuotannon lyhyet läpimenoajat. Yhtiön läpimenoaika on Euroopan lyhimpiä, mikä on esimerkiksi tuotekehitykseen liittyvissä pienissä sarjoissa merkittävä kilpailuetu.

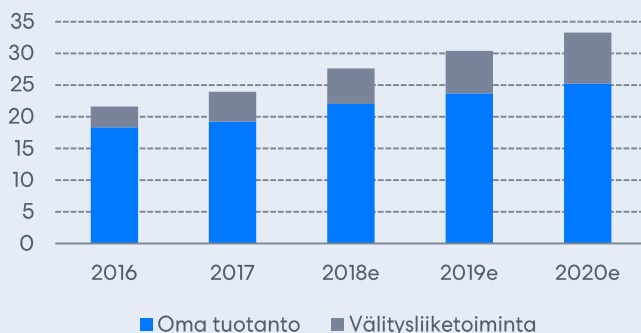
Tarjontaa laajentavat yhteistyökumppanit

Aspocomp ei ole resursseiltaan tai kapasiteetiltaan kilpailukykyinen aasialaisten massatuottajien rinnalla volyymituotannossa, minkä takia yhtiö on laajentanut tarjontaansa strategisien yhteistyökumppaneiden kautta. Näin yhtiö pystyy tarjoamaan teknologia-ratkaisuja ja kilpailukykyisempiä tuotteita

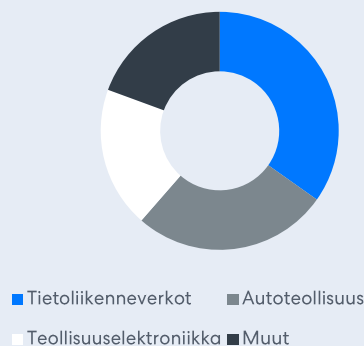
”yhdestä osoitteesta” teknologiasta ja määrästä riippumatta. Yhtiö on jo aikaisemmin tarjonnut oman valmistuksen lisäksi piirilevyjen välityspalveluja, mutta on viime vuosina panostanut huomattavasti enemmän tähän osa-alueeseen päästäkseen kiinni koko tuotteen elinkaareen Aasian yhteistyökumppaniverkoston kautta. Yhtiön strategiassa korostetaan tuotteen elinkaaren kattavaa palvelua.

Välityspalvelu sisältää sopivimman volyymivalmistajan valinnan, tuotteen teknisen tiedon välityksen, laadunvarmistuksen ja logistiset palvelut. Aspocompin asiakas voi halutessaan ostaa piirilevynsä koko tuotteen elinkaaren ajan yhdestä paikasta. Oman valmistuksen kautta jatkuvasti päivittyvä kokemus piirilevyteknologioista erottaa Aspocompin kilpailussa puhtaista välittäjistä, joilla ei ole omaa valmistusta. Välityspalvelun liikevaihto on kasvanut voimakkaasti ja sen osuus kokonaisuudesta on kasvanut. Lukuja ei ole julkistettu, mutta uskomme osuuden olevan vuonna 2018 noin 20 %. Odotamme kasvun jatkuvan lähivuosina muuta liiketoimintaa nopeampana ja osuuden hiljalleen kasvavan.

Aspocompin liikevaihdon kehitys
(MEUR, Indersin arvio)



Liikevaihto sektoreittain 2017



Strategian kriittiset elementit

- Teknologiakyvykkyyksien ja kapasiteetin vahvistaminen 10 MEUR:n investoinneilla
- Kyky palvella asiakkaita kokonaisvaltaisesti yhteistyöverkoston kautta
- Asiakaskunnan laajentaminen
- Laajentuminen Yhdysvaltojen markkinoille

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/3

Asiakassektoreiden laajentaminen

Aspocompin ylivoimaisesti suurin asiakassektori on historiallisesti ollut tietoliikenneverkot (ja näitä ympäröivä teknologia), mikä on perua historiasta Nokian merkittävänä alihankkijana. Vielä vuonna 2011 sektorin osuus yhtiön liikevaihdosta oli 80 %, minkä jälkeen osuus on lähtenyt laskemaan. Vuonna 2017 tietoliikenneverkot oli 35 % yhtiön liikevaihdosta. Vaikka osuus on edelleen suuri, on murros ollut merkittävä ja mukaan on tullut uusia toimialoja. Vuonna 2017 autoteollisuuden osuus oli 27 % (2011: 12 %) ja teollisuuselektroniikka vastasi jo 19 %:n osuutta (2011: 4 %). Lisäksi turvallisuus- ja puolustuselektroniikka, joka on suhteellisen uusi alue, vastaa jo 13 % kokonaisuudesta. Liikevaihtojakauma on selvästi aiempaa tasaisempi ja kehittyy oikeaan suuntaan, vaikka lähivuosina 5G aiheuttanee kasvua erityisesti tietoliikenneverkoissa. Osuudet voivat yleensäkin heilua vuosittain voimakkaasti mm. isojen asiakkuuksien mukana.

Aspocomp on nyt vuosia pyrkinyt laajentamaan asiakaskuntaansa ja tämä pysyy keskiössä myös tulevaisuudessa. Kasvun lisäksi yhtiö haluaa

vähentää riippuvuutta yhdestä toimialasta tai asiakkaasta. Merkittävimmät kasvualueet ovat Saksan autoteollisuus, jossa Aspocomp on jo päässyt hyvään alkuun, sekä uusi merkittävä aluevaltaus puolijohdetestauksessa. Yhtiö tekee tällä hetkellä myös merkittäviä investointeja kyvykkyyksiin, jotka tukevat sekä uusia että vanhoja alueita. Aspocomp on pieni toimija erittäin suurella ja edelleen kasvavalla alalla, joten kasvupotentiaalia markkinoilla riittää.

Asiakaskunta on ollut erittäin keskittynyt

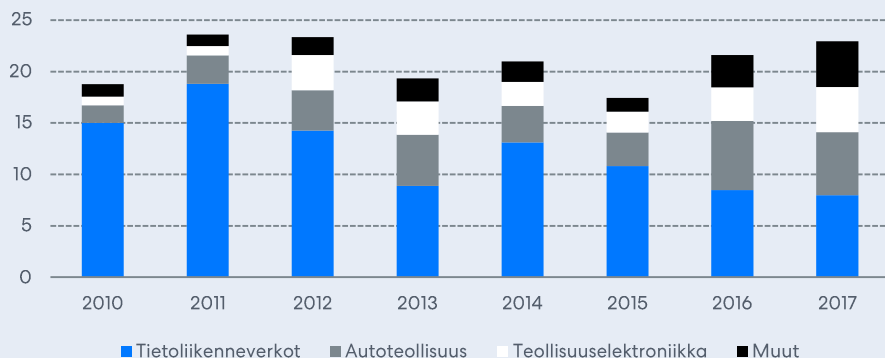
Aspocompin asiakaskunta on ollut historiallisesti erittäin keskittynyt. Vaikka yhtiö ei ole kertonut virallisesti suurimpien asiakkaidensa nimiä, on selvää, että yhtiön ylivoimaisesti suurin asiakas on ollut viime vuosiin asti Nokia. Historiassa osuus on ollut todella korkea ja heiluttanut Aspocompin kokonaisliikevaihtoa voimakkaasti. Nokia kuuluu arviomme mukaan edelleen ainakin suurimpien asiakkaiden joukkoon.

Vielä vuonna 2010 Nokia (Inderesin oletus) toi yli 50 % Aspocompin liikevaihdosta, mutta tämän jälkeen lasku oli todella suuri (kts. graafi) ja selittää Aspocompin vaikeuksia seuraavina

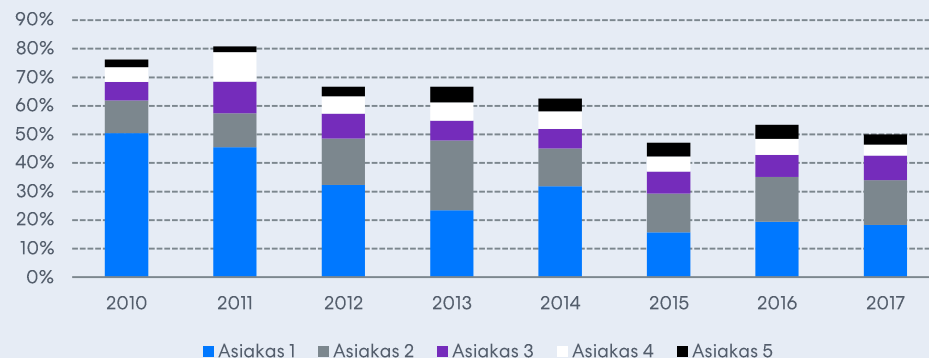
vuosina. Suurimman asiakkaan (arviomme mukaan Nokia) liikevaihto enemmän kuin puolittui vuodesta 2014 (osuus 32 %) vuoteen 2015, minkä uskomme johtuneen Alcatel Lucent-fuusiioon liittyvistä valmisteluista. Vuonna 2016 ja 2017 tilanne tasaantui, mutta 5G:n myötä uskomme Nokian olevan jälleen suurin asiakas vuonna 2018.

Toiseksi suurin asiakas toi 16 % Aspocompin liikevaihdosta vuonna 2017. Muut asiakkaat ovat selvästi näitä pienempiä, mutta viisi suurinta asiakasta toivat kuitenkin 50 % vuoden 2017 liikevaihdosta. Huomioiden että vuonna 2010 vastaava osuus oli 76 %, tilanne on parantunut selvästi. Aspocomp ei toki haakaan suurta määrää pieniä asiakkaita, vaan asiakasportfolio olisi ideaali, kun yhtiöllä olisi kohtuullisen suuri määrä merkittäviä asiakkaita. Tärkeintä olisi, ettei yksittäisen asiakkaan tai sektorin kysynnän heilahtelut enää vaikuttaisi merkittävästi Aspocompin liikevaihtoon. Uskomme yhtiön tavoittelevan suuria 1-3 MEUR:n (liikevaihto vuodessa) ja keskisuuria 0,5-1,0 MEUR:n asiakkaita. Näitä yhtiö on käsittääksemme myös viime vuosina saanut.

Liikevaihdon jakautuminen eri segmentteihin (MEUR)



Viiden suurimman asiakkaan osuus liikevaihdosta



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/3

Tulospotentiaali on teoriassa korkea

Aspocompilla on korkea kannattavuus- ja tulospotentiaali omassa tuotannossaan, koska tuotekatteen ovat erittäin korkeita (keskimäärin noin 40 %). Katteen kuitenkin vaihtelevat todella voimakkaasti ja voivat olla ääritapauksissa 10-60 % riippuen esimerkiksi toimitusaikataulusta ja tuotteiden vaativuudesta. Pikatoimitusten osuus heijastuu voimakkaasti myyntimixiin ja kannattavuuteen. Samalla yhtiön kulurakenne on merkittävin osin kiinteä.

Parhaat tuotekatteen ovat lyhyellä toimitusajalla tilatuissa tuotekehityssarjoissa, joissa yhtiö saa merkittävän kompensaation pikatoimituksesta eikä yksikkökustannuksella ole asiakkaalle suurta merkitystä. Kriittinen tekijä on silloin aika ja asiakkaan T&K-prosessin eteneminen, joten Aspocompin hinnoitteluvoima on nopean läpimenoajan takia huomattava. Vastakkaisessa ääripäässä ovat suuret sarjakoot, joissa vaihtoehtoiskustannus on tuotanto Aasiassa. Silloin katteen painuvat erittäin alhaisiksi, ja Aspocompin kilpailukyky heikkenee.

Kannattavuuspotentiaalia ajatellen täytyy muistaa, ettei Aspocompin tuotantokoneiston dynamiikka ole kuin prosessiteollisuudessa. Kapasiteetin käyttöaste heiluu koko ajan, koska yhtiön tuotanto on lähtökohtaisesti aina volyymiltaan pientä ja vaihtelevuudeltaan suurta (low volume / high mix). Kapasiteettia ei ole tarkoituksenmukaista myydä täyteen, sillä silloin yhtiö menettäisi joustavuutensa. Kannattavia pikatoimituksia ei voi tehdä, jos vapaata kapasiteettia ei ole. Yhtiölle suotuisa tasainen virta pikatoimituksia on erittäin harvinainen ilmiö. Yleensä yhtiö joutuu tekemään myös heikkokatteista volyymituotantoa jo senkin takia,

ettei tuotannon täysi alasajo ole teknisesti järkevää.

Pitkän tähtäimen kannattavuuspotentiaali

Pitkän tähtäimen arvostustason kannalta tulospotentiaalia oleellisempaa on yhtiön normalisoitu kannattavuus. Aikaisemmin oman tuotannon käyttöaste ja kannattavuus on heilunut voimakkaasti muutamien avainasiakkaiden kysynnän mukana. Tilanne on parantunut asiakaskunnan laajentuessa. Lisäksi asiakasmäärän kasvaessa pikatoimien kysyntä määrällisesti nousee ja pikatoimien kysynnän vaihtelut oletettavasti pienenevät. Samalla pikatoimien suhteellinen osuus omassa valmistuksessa kasvaa, mikä tukee kannattavuutta. Tämä on strategisesti tärkeää.

Pitkällä tähtäimellä yli 10 %:n liikevoittoprosentti on omassa tuotannossa mielestämme realistinen. Suotuisassa markkinatilanteessa tämä on matala taso, sillä yhtiö on pystynyt historiassa pitkälti nykyistä vastaavalla kokoonpanolla huomattavasti parempiinkin lukuihin (17,4 % vuonna 2010). Yhtiö ei kuitenkaan ole pystynyt saavuttamaan korkeaa tasoa minkäänlaisella toistuvuudella.

Välitysliiketoiminnan kasvun vaikutukset

Tulevaisuuden normaaliin kannattavuustasoon vaikuttaa oleellisesti volyymivalmistuksen osuuden kasvu. Tässä liiketoiminnassa katteen eivät lähtökohtaisesti ole niin korkeita kuin omassa tuotannossa. Omassa tuotannossa tuotekatteen ovat olleet keskimäärin noin 40 %:n tasolla ja on selvää, ettei Aspocompin lisäarvo välityspalvelussa ole näin korkea. Parhaat toimijat ovat pystyneet suhteellisen kestävästi välitysliiketoiminnassa 10 %:n liikevoittotasoon,

mutta ainakaan lähivuosina emme pidä tätä tasoa realistisena Aspocompille.

Välitysliiketoiminnassa tuotekatteen liikkuvat arviomme mukaan yleisesti 10-20 %:n välillä, minkä jälkeen yhtiön täytyy kattaa liiketoiminnan kiinteät kulut. Nämä ovat suhteellisen pienet (myynti ja markkinointi sekä asiantuntijoiden käyttö), joten kannattavuus nousee suhteellisen nopeasti tietyn liikevaihtotason jälkeen.

Pidämme toistaiseksi 4-5 %:n liikevoittotasoa realistisena tasona liiketoiminnalle. Tämä olisi jo hyvä taso, sillä partneriverkostoon perustuva liiketoiminta ei sido pääomia. Välityksen kasvu ei vähentäisi oman tuotannon liikevaihto- tai tulospotentiaalia, vaan paremminkin tukisi tätä. Yhtiö voisi myös hallita volyymivalmistuksen kautta paremmin myös oman kapasiteetin käyttöastetta ja vahvistaisi asiakassuhteita. Silti volyymivalmistuksen kasvu, mikä olisi mielestämme erittäin suotavaa, laskisi hieman konsernin suhteellisen kannattavuuden (liikevoittomarginaali) potentiaalia.

Pidämme yhtiön tavoitetasoa maltillisena

Jos yhtiö pystyisi nostamaan kannattavuutensa kestävästi tavoitteensa mukaiselle 7 %:n liikevoittotasolle, olisi se mielestämme jo hyvä saavutus. Vuonna 2018 ennustamme liikevoittomarginaalin olevan 7,7 %, mikä on yhtiölle erittäin hyvä. Sijoittajien kannalta oleellista on kuitenkin se, mikä on yhtiölle kestävä taso ja miten paljon tämän hetken vahva kysyntätilanne vaikuttaa kannattavuuteen. Arviomme mukaan kestävä taso on yli 7 %, jos yhtiö onnistuu strategian mukaisessa kehityksessä ja käynnissä olevissa investoinneissa. Pitkän tähtäimen kannattavuusennusteemme ovat tällä hetkellä noin 6,7-7,0 %:n tasolla.

Sijoitusprofiili

Korkean riskiprofiilin kasvuyhtiö

Aspocomp on viime vuosina todistanut olevansa kannattavan kasvun yhtiö, mutta sen riskiprofiili on mielestämme edelleen korkea. Tulostukäänne on varmistunut viimeistään vahvan vuoden 2018 aikana. Näkymät ovat hyvät myös ensi vuodelle, vaikka epävarmuus on edelleen varsin korkealla.

Nykyinen Aspocomp profiloituu mielestämme pieneksi kasvuyhtiöksi. Vuosien 2015-2018e liikevaihdon kasvu on ollut noin 16,5 % (CAGR-%) ja samalla yhtiö on rakentanut myös selvästi aikaisempaa vahvempaa pohjaa liiketoiminnalle. Yhtiö on saanut viime vuosina merkittävän määrän uusia asiakkaita, joiden osalta yhteistyö on vasta alkamassa merkittävää liikevaihtoa ajatellen. Tämä tasapainottaa asiakasjakaumaa ja laskee muuten korkeaa riskiprofiilia.

Osakkeen keskeisimmät arvoajurit ovat mielestämme vahva orgaaninen liikevaihdon ja tuloksen kasvu sekä riskiprofiilin pientyminen. Suurimpana haasteena koemme yhtiön aseman arvoketjussa, mikä asettaa hinnoittelulle ja toiminnan tehokkuudelle jatkuvia paineita. Lisäksi selkeä riski on edelleen keskittynyt asiakaskunta, sillä edelleen puolet liikevaihdosta tulee viideltä suurimmalta asiakkaalta.

Osakkeen arvostustaso on sektorin yleiseen tasoon nähden korkea ja mielestämme tuotto-odotus nojaa edelleen tulevaisuuden odotettuun tulokasvuun. Koska Aspocompin pikatoimituksiin nojaavassa liiketoimintamallissa näkyvyys on kroonisesti heikko, täytyy sijoittajilla lähtökohtaisesti olla korkea riskinsietokyky.

Käsitlemme seuraavassa vapaamuotoisesti yhtiön vahvuuksia, heikkouksia, uhkia ja mahdollisuuksia.

Vahvuudet

Kilpailukykyinen tuotanto (high mix/low volume). Aspocompin kilpailukyky on vahva omalla ydinalueellaan korkealaatuisen ja joustavan tuotannon takia. Yhtiön niche on korkealaatuiset pikatoimitukset, joissa volyymit ovat pieniä ja aikataulu yksikköhintoja tärkeämpää.

Strateginen kehitys laajentaa mahdollisuuksia. Aspocomp on nyt vuosia edennyt strategisesti oikeaan suuntaan, minkä ansiosta yhtiö on pystynyt pienentämään suurempia heikkouksiaan. Kumppaniverkoston kautta yhtiö voi tarjota asiakkailleen koko elinkaaren tuotannon ”yhdestä paikasta” kohtuulliseen kokonaiskustannukseen. Välitys on yhtiölle merkittävää (tulos)kasvuajuri. Lisäksi yhtiön asiakaskunta on kasvanut ja tasapainottunut, ja riippuvuus avainasiakkaista on pientynyt.

Heikkoudet

Asema arvoketjussa on tukala. Vaikka yhtiöllä on vahvuutensa omalla niche-alueellaan, on neuvotteluasema kokoluokkaa suurempien ja isoissa volyymeissä hintasensitiivisten asiakkaiden kanssa haastava. Preferred Supplier- asemastaan huolimatta Aspocompilla ei käytännössä ole hinnoitteluvoimaa kilpailutuksissa, vaan yhtiön täytyy optimoida omaa tuotantoaan ulkoisista tekijöistä riippuen.

Liiketoimintamalli sitoo käyttöpääomaa. Erityisesti suuremmat asiakkaat vaativat pitkiä maksuaikoja, mutta pienenä yhtiönä Aspocompilla ei ole mahdollisuuksia saada vastaavia etuja sen toimittajilta. Vuoden 2017 käyttöpääomaa oli taseessa 4,2 MEUR, mikä on noin 17,6 % liikevaihdosta. Nettokäyttöpääoman kertyminen vaikeuttaa yhtiön kasvua.

Mahdollisuudet

Kasvupohja on erittäin hyvä uusien asiakkaiden tuodessa koko ajan kasvavaa liikevaihtoa ja asiakaskunnan laajentuessa edelleen. Uuden asiakkaan voittamisen ja merkittävän liikevaihdon välillä on alalla yleensä merkittävä viive, joten asiakasmäärän kasvu heijastuu myöhemmin tuloslaskelmaan. Käsityksemme mukaan yhtiö on kuitenkin tehnyt hyvää pohjatytötä tulevaisuuden kasvua ajatellen.

Uuden liiketoimintamallin läpilyönti suuremmassa mittakaavassa antaisi yhtiölle uuden merkittävän kasvumahdollisuuden. Kumppaniverkoston kautta yhtiö voi tarjota volyymituotantoa Aasiasta ja näin olla mukana tuotteen koko elinkaaren ajan. Tämä vahvistaisi sekä yhtiön tuloskehitystä että asiakastytyväisyyttä. Kehitys on ollut lupaavaa.

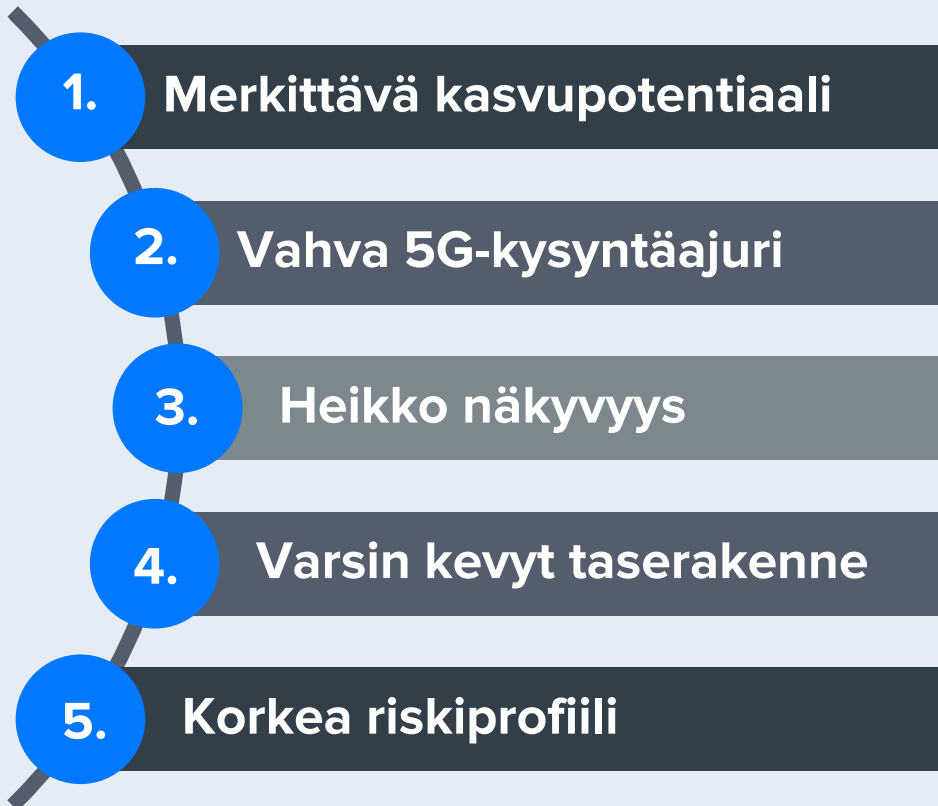
Laajentuminen Yhdysvalloissa. Yhtiön tavoitteena on saavuttaa 10-20 % liikevaihdostaan Yhdysvalloista vuoteen 2020 mennessä. Markkina tarjoaa yhtiölle lisää kasvumahdollisuuksia pitkällä aikavälillä.

Riski

Keskittynyt asiakaskunta on edelleen merkittävä riski, vaikka Aspocompin asiakaskunta on laajentumassa sekä määrässä että sektoreissa. Q3'18:lla viiden suurimman asiakkaan osuus liikevaihdosta oli 54 %.

Heikko näkyvyys kysyntään ja suuret kysynnän vaihtelut aiheuttavat tuloskehitykseen suuria heilahduksia. Tämä on luonnollista merkittävän osan tuloksesta kertyessä pikatoimituksista, jotka jo luonteensa vuoksi tulevat lyhyellä varoitusajalla. Heikko näkyvyys on sijoittajien kannalta pitkälti krooninen ongelma.

Sijoitusprofiili



Potentiaali

- Aspocomp on niche-toimija valtavalla markkinalla
- Elinkaaristrategia on käynnistynyt hyvin ja tarjoaa kasvua
- Yhtiöllä on uskottava kasvustrategia ja se on voittanut uusia asiakkaita
- Kannattavuudessa on edelleen nousuvaraa

Riskit

- Arvostus vaatii tulosparannuksia
- Näkyvyys heikko pikatoimituksien suuren roolin takia
- Yhtiön pidemmän aikavälin track-record ei ole vakuuttava
- Kasvu ja suuret investoinnit vaativat merkittävästi pääomia

Riskiprofiili

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Toimiala ja kilpailukenttä 1/4

Tiivistelmä

Piirilevy on pääasiallinen liitäntämenetelmä elektronisissa laitteissa: useimmissa elektronisissa laitteissa piirilevy toteuttaa komponenttien välisen kytkennän sekä toimii komponenttien asennusalueena. Globaali piirilevymarkkina on noin 58 miljardin dollari vuosittain (lähde: Data4PCB). Aspocompille relevantin Euroopan osuus kokonaismarkkinasta on arviolta noin 10 %. Euroopassa tehdään tyypillisesti pieniä tuotekehityssarjoja ja mahdollisesti aloitetaan sarjatuotantoa, mutta volyymivaiheessa tuotanto siirtyy Aasiaan. Erityisesti kuluttajatuotteiden massatuotanto on keskittynyt Aasiaan, missä yksikkökustannukset ovat alhaisia.

Piirilevymarkkina on valtava ja kasvava

Piirilevymarkkinan koon on arvioitu olevan noin 58 miljardia dollaria vuosittain. Kyseessä on valtava markkina erityisesti, kun ajatellaan Aspocompin liikevaihdon olevan tänä vuonna noin 27-28 MEUR. Markkinat kasvavat edelleen erilaisten elektronisten laitteiden vaatiessa koko ajan lisää piirilevyjä ja piirilevyjen suhteellisen merkityksen kasvaessa elektroniikka-teollisuudessa. Viime vuosina piirilevymarkkinan kasvu on hidastunut selvästi, ja lähivuosien kasvun odotetaan olevan noin 2 % vuodessa.

Aspocomp on marginaalinen toimija kokonaismarkkinalla, mutta markkinan kehitys vaikuttaa myös sen liiketoimintaympäristöön. Välillä markkinoille tulee uusia merkittäviä volyymituotteita (esimerkiksi uusi iPhone), jotka voivat väliaikaisesti täyttää volyymivalmistajien kapasiteetin. Häiriötilanteen taustalla voi olla ongelma piirilevyjen volyymitoimituksissa

ylikäynnän, onnettomuuden tai piirilevylle ladottavan komponentin toimituksissa.

Elektroniikan toimitusketjuissa nousevan äkillisen tarpeen tyydyttäminen on hankalaa ja kustannustehotonta pitkiä sarjoja valmistavalle volyymitoimittajalle, jolloin Aspocompin tehdas pystyy väliaikaisesti paikkaamaan äkillisesti syntynyttä volyymitarvetta. Silloin Aspocomp näkee piikin omassa kysynnässään, vaikka tätä kapasiteettia ei yleensä käytetä volyymituotannossa. Näin tapahtui esimerkiksi keväällä 2014, kun suuret verkkoinvestoinnit täyttivät väliaikaisesti volyymivalmistajien kapasiteetin ja verkkoyhtiöt halusivat varmistaa oman saatavuutensa. Aspocomp sai silloin tietoliikennesektorilta (oletuksemme mukaan Nokia) merkittävän volyymitilauksen, joka olisi normaalisti valmistettu Aasiassa. Toisaalta alalla voi muodostua välillä ylikapasiteettitilanteita, jotka heijastuvat koko toimialaan.

Aspocompin kasvunäkymät eivät ole sidoksissa kokonaismarkkinan kasvuun. Paljon oleellisempaa on se, että yhtiö pystyy kasvattamaan markkinaosuuttaan olemassa olevien asiakkaiden keskuudessa ja toisaalta saamaan uusia merkittäviä asiakkaita. Kokonaismarkkinan kasvu antaa kuitenkin paremmat mahdollisuudet myös Aspocompin kasvulle, sillä se pitää suurempien toimijoiden fokuksen pois pienemmiltä niche-markkinoilta.

Aasia ja toimialan jätit dominoivat volyymituotantoa

Aasia on ylivoimaisesti suurin piirilevymarkkina noin 65 %:n osuudella. Suurimpia tuotantomaita ovat Taiwan, Japani, Etelä-Korea ja Kiina. Nämä maat käytännössä dominoivat piirilevyjen

massamarkkinaa. Aasia on ylivoimainen silloin, kun tuotantomäärät ovat suuria ja yksikkökustannukset täytyy painaa alas. Tuotantolaitokset ovat jalkapallokenttien kokoisia ja keskittyvät erityisesti kuluttajasektorille, jossa volyymit ovat erittäin suuria. Esimerkiksi älypuheliin ja tabletteihin tulevat piirilevyt tehdään perinteisesti Aasiassa. Alan suurilla yhtiöillä on teknologisesti erittäin hyvät resurssit, mutta suurin etu perustuu kuitenkin skaalaan.

On selvää, ettei Aspocompin kokoinen yhtiö voi kilpailla Aasian jättiläisten kanssa. Aasian markkinoilla kilpaileminen vaatisi käytännössä paikallisia tehtaita ja Aspocompin mittakaavassa mahdollittoman suuria investointeja. Näin ollen Aspocomp pyrkii saamaan marginaalisen osuutensa Aasian massamarkkinoista paikallisten yhteistyökumppanien kautta. Pidämme strategiaa järkevänä, sillä se avaa Aspocompille mahdollisuuden palvella sen asiakkaita koko tuotteen elinkaaren ajan, muttei vaadi yhtiöltä merkittäviä investointeja.

Euroopassa keskitytään pieniin sarjoihin ja tuotekehitykseen

Eurooppa on Aspocompin kotimarkkina ja sen osuus globaalista markkinasta on eri arvioiden perusteella noin 10-12 %. Euroopan markkina on kooltaan noin 6,4-7,0 miljardia dollaria. Euroopassa on siis merkittävä piirilevymarkkina ja pienet nichet tälläkin alueella ovat Aspocompille erittäin mielenkiintoisia. Näitä yhtiö on pyrkinyt valloittamaan viime vuosina. Euroopassa piirilevymarkkinat ovat keskittyneet pienempiin eriiin ja yleensä ne ovat sidoksissa tuotekehitysprosessiin, mikä on Aspocompin kannalta suotuisa yhdistelmä.

Toimiala ja kilpailukenttä 2/4

Euroopan vahvoin alueisiin kuuluu autoteollisuus. Saksassa, missä autoteollisuus on erityisen vahva, arviolta 35-40 % piirilevyistä menee autoteollisuudelle. Teknologian ja sitä kautta piirilevyjen käyttö autoissa nousee koko ajan, eikä trendille ole näkyvissä loppua. Autojen tuotantomäärät ovat suuria, mutta ne eivät ole läheskään samassa kokoluokassa kuluttajaelektroniikan kanssa.

Toisaalta autojen kustannuksista piirilevyillä on suhteellisesti pienempi rooli, joten yksikkökustannuksissa ei olla aivan niin kriittisiä. Lisäksi autoissa laatuviikojen vaikutukset ovat suurempia ja käyttöikä on huomattavasti pidempi. Näin ollen laatu on kriittistä, ja siihen panostetaan. Autoteollisuus on vain yksi esimerkki, mutta edellä mainitut peruseräajotteet heijastavat tilannetta mielestämme myös laajemmin.

Yhdysvaltojen markkinat tarjoavat lisämahdollisuuksia

Yhdysvaltalaiset suuryritykset ovat vuosien varrella siirtäneet piirilevyhankintansa Aasiaan vielä voimakkaammin kuin verrokki Euroopassa. Tämän takia Yhdysvaltojen piirilevymarkkinat ovat arviolta hieman Eurooppaa pienempiä. Erityisesti kuluttajasektorin massatuotanto on siirtynyt Aasiaan ja samalla myös alan osaaminen on merkittävin osin karannut sinne.

Yhdysvaltojen markkinat ovat kuitenkin edelleen isot tietoliikenne-, auto- ja teollisuus-elektroniikka-sektoreilla. Lisäksi Yhdysvalloissa on yksi erittäin suuri ala, joka ei ole lähtenyt Aasiaan: puolustusvoimateollisuus on ymmärrettävistä syistä halunnut pitää tuotteidensa valmistusprosessit maan rajojen

sisäpuolella. Puolustusvoimien teknologiset salaisuudet on haluttu pitää omien kansalaisten hallussa mahdollisiin tietovuotoihin ja turvallisuusuhkiin vedoten.

Samalla suuri osa piirilevyvalmistuksesta on ulkoistettu Aasiaan, on paikallisen osaamisen yleinen taso laskenut. Paikallisen kilpailukentän taso ei siis ole erityisen vakuuttava, mikä antaa Aspocompin kaltaisille korkean teknologian valmistajille mahdollisuuden päästä markkinoille. Lisäksi yhtiötä tässä auttavat tuotannon tehokkuus ja lyhyet läpimenoajat, minkä ansiosta logistiikkaan kuluvan ajan ei pitäisi olla kohtuuton (kilpailukykyinen paikallisten kanssa).

Aspocomp aikoo pyrkiä Yhdysvaltain markkinoille ja uskoo pystyvänsä palvelemaan kilpailukykyisesti asiakkaita ilman paikallista valmistusta. Kyseisen strategian vaatimat panostukset (ja sitä kautta riskit) ovat kohtuullisen pienet ja potentiaali positiivisessa skenaariossa merkittävä. Jos strategia toimii, yhtiö voi kasvaa Yhdysvalloissa asteittain hallitulla riskillä. Samalla markkinat antavat yhtiölle merkittävän kasvupotentiaalin.

Aspocomp on Yhdysvalloissa selvästi haastajan roolissa, eikä markkinoille ole helppo päästä sisälle. Mahdollisuudet ovat olemassa, mutta yhtiöllä on Yhdysvalloissa paljon todistettavaa. Tällä hetkellä emme odota merkittävää kasvua Yhdysvalloista ainakaan lähiaikoina.

Kilpailuttaminen on toimialalla raakaa

Piirilevymarkkinoilla toimii perinteinen alihankkijamalli, jossa potentiaaliset toimittajat jaetaan eri kategorioihin ja tilaukset kilpailutetaan näiden kesken. Lisäksi alalla

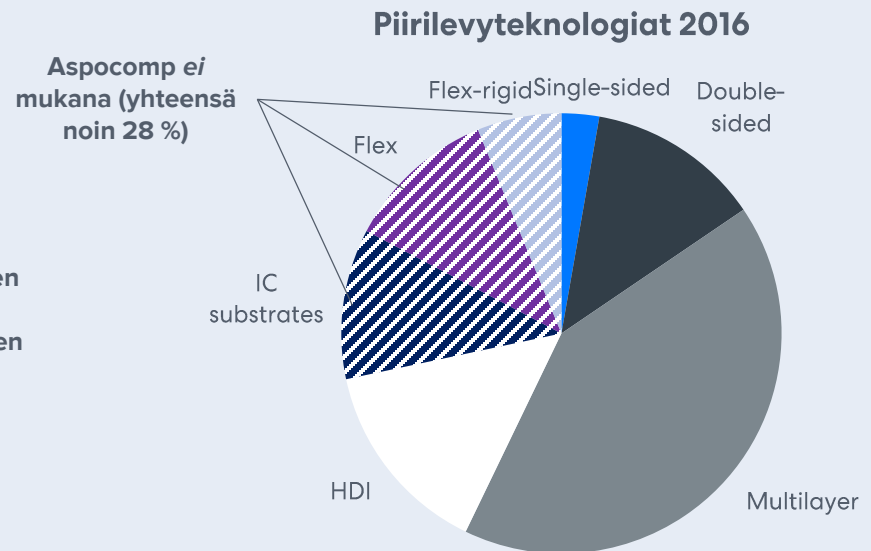
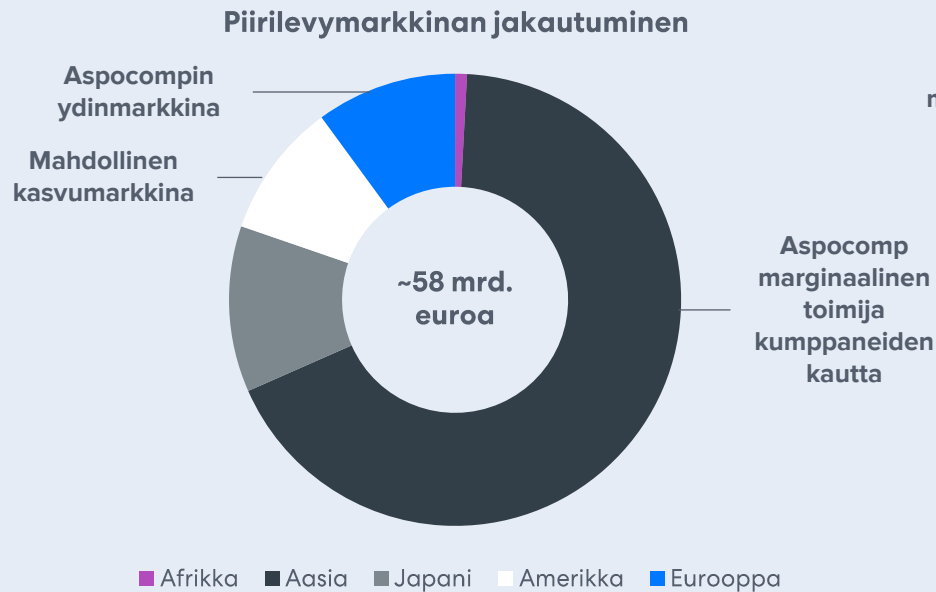
käytetään yleisesti raamisopimuksia. Suuremmilla toimijoilla on perinteisesti ”Preferred supplier” asema, mikä myös Aspocompilla on monien asiakkaidensa kanssa. Tämä tarkoittaa, että yhtiö on mukana asiakkaan kilpailutuksissa ja voi tehdä tarjouksia. Se ei takaa vielä yhtään tilausta tai liikevaihtoa, vaan tilaus annetaan kilpailutuksen voittajalle. Täytyy kuitenkin huomioda, että valikoituja toimittajia on aina rajallinen määrä (esimerkiksi 5-10) eikä kilpailutus siis tarkoita kaikille avointa huutokauppaa, mikä johtaisi helposti polkuhintoihin.

Toisaalta alalla ja myös Aspocompilla käytetään lisäksi raamisopimuksia, joissa toimitusehdot on määriteltä ennen varsinaista tilausta. Silloin tilausmäärät ovat perinteisesti varsin vahvasti sidoksissa asiakkaan omien tuotteiden myynnin kanssa ja tilausprosessi on hyvin suoraviivainen. Tässä mallissa näkyvyys on parempi, mutta edelleen hyvin rajallinen, sillä kehystilaukset eivät yleensä velvoita asiakasta tilausmääriin. Raamisopimukset neuvotellaan perinteisesti vuosittain avainasiakkaiden kanssa. Hintojen ylläpitäminen vaatii jatkuvaa kehittymistä, sillä muuten toimialalla vallitsee hintaeroosio.

Markkinoiden jakautuminen

Markkinatietoja	Koko (Mrd. €)	Kasvuenn. (%)	Liikevaihto (M€)	Aspocompin kasvupotentiaali
Autoteollisuus	~5	5,0 %	6,1	Korkea
Tietoliikenneverkot	~6	1,5 %	8,0	Korkea
Turvallisuus ja puolustus	> 3	3,6 %	3,1	Kohtuullinen
Puolijohdetestaus	< 1	2,5 %	1,3	Korkea
Teollisuuselektroniikka	< 3	4,0 %	4,4	Kohtuullinen
Piirilevymarkkinat yht.	~58	2,2 %	23,0	

Lähde: Inderes, taustalla Aspocompin ja Prismarkin näkemykset. Liikevaihto viittaa vuoteen 2017.



Toimiala ja kilpailukenttä 3/4

Kilpailukentän jakautuminen

Piirilevytoimiala on jakautunut selvästi volyymitoimittajiin (pääasiassa Aasiassa) ja pieniin toimijoihin (kuten Aspocomp), jotka ovat löytäneet oman markkinarakonsa. Maailmassa on yli 2000 aktiivista piirilevyvalmistajaa, mutta käsityksemme mukaan sata suurinta valmistajaa kontrolloi kuitenkin volyymimarkkinaa. Arviolta kolmannes koko markkinasta on kymmenen suurimman yhtiön hallussa.

Alan suurimmat toimijat omaavat erittäin suuren tuotantokapasiteetin ja saavat näin skaalaetuja massatuotannossa. Kun tuotantovolyymit ovat suuria ja teknologinen osaaminen on kunnossa, pystyvät yhtiöt painamaan yksikkökustannukset niin alas, ettei pienillä yhtiöillä ole realistisia mahdollisuuksia kilpailla niiden kanssa. Lisäksi suurilla on isot resurssit tuotekehitykseen panostamiseen ja merkittävien investointien tekemiseen, minkä takia johtavilla valmistajilla on myös erittäin hyvä teknologinen kyvykkyys. Nämä kilpailuedut kuitenkin heikkenevät, kun eräkoot pienenevät. Lisäksi monilla suurilla yhtiöillä on välillä laatuongelmia paikallisten toimintatapojen ollessa välillä puutteellisia.

Suurien lisäksi alalla on ollut suuri määrä pieniä yhtiöitä, joiden kokoluokka jää monesti murto-osaan esimerkiksi Aspocompista. Todella pienien piirilevyvalmistajien määrä on edelleen suuri, mutta näkemyksemme mukaan se on ollut voimakkaassa laskussa viime vuosina. Esimerkiksi Euroopassa oli Aspocompin mukaan vielä 2007 yhteensä 319 piirilevyvalmistajaa, mutta vuonna 2017 vastaava määrä oli enää 223 (-30 %). Pienten valmistajien suurin ongelma on monesti suuret investoinnit, joita tuotantokoneiston ajan tasalla pitäminen vaatii

teknologioiden kehittyessä koko ajan. Esimerkiksi Aspocomp on investoinut pelkästään tuotantonsa ylläpitoon keskimäärin yli miljoona euroa vuosittain, mikä on paljon yhtiön kokoluokassa. Pienempiä yhtiöitä tulee edelleen poistumaan markkinoilta merkittävässä määrin, kun rahat eivät enää riitä kilpailukykyisen tuotantokoneiston ylläpitämiseen.

Pienemmät toimijat joutuvat etsimään omat vahvuusalueensa, jotka perustuvat yleensä joustavuuteen, ketteryyteen, läpimeno-nopeuteen tai erityiseen teknologiseen osaamiseen tietyllä toimialalla. Lisäksi yhtiöt ovat monesti enemmän mukana tuotekehitysprosessissa ja tarjoavat osaamistaan tällä tavalla. Edut ovat selkeitä ”massavalmistajia” vastaan silloin, kun tuotantomäärät ovat pieniä tai vaativat tiettyä erityisosaamista.

Oma tuotanto vs. ”välittäjät”

Toimialan pienempiä toimijoita voidaan jakaa myös sen perusteella, onko yhtiöllä omaa piirilevyvalmistusta. Markkinoilla on välittäjien (”traders / brokers”) ryhmä, joiden liiketoiminta perustuu piirilevyjen ostamiseen ja myymiseen. Liiketoiminnan pohjan luo yksinkertaistettuna piirilevyjen hintaero Euroopan ja Aasian välillä sekä skaalan tuomat edut: välittäjät voivat ostaa piirilevyjä Aasiasta ja myydä niitä Euroopassa korkeammalla hinnalla. Lisäksi monien asiakkaiden ostojen keskittämisen jälkeen välittäjästä voi tulla merkittävä asiakas volyymivalmistajalle. Kun asiakasorganisaatio on sen verran pieni, ettei sillä ole omaa hankintaosastoa Aasiassa ja muutenkin rajalliset resurssit, strategia voi olla hyvin toimiva.

Mallilla saavutettavissa olevat katetasot ovat

kohtuullisen matalia, mutta yhtiöt voivat saavuttaa 10 %:n liikevoittoprosentin hyvänä vuonna ja parhaat tekevät tämän toistuvasti.

Aspocomp kilpailee välittäjiä vastaan omassa volyymivalmistusvälityspalvelussaan, mutta yhtiöllä on myös omaa valmistusta. Tämä antaa yhtiölle edun teknologisessa osaamisessa ja lisää mielestämme selvästi yhtiön uskottavuutta toiminnassa. Aspocomp voi tarjota välittämilleen tuotteille täyden teknisen tuen ja osallistua tuotekehitykseen, mitä harvat välittäjät voivat tehdä. Tämän pitäisi olla merkittävä kilpailuetu ja parantaa yhtiön hinnoittelumahdollisuuksia.

Aspocompin hinnoittelumahdollisuuksia välittäjäpalvelussa rajoittaa se, että markkinoilla toimii tähän erikoistunut ryhmä. Hinnoittelun täytyy olla sellainen, että yhtiön osaamisen tarjoama lisäarvo kompensoi asiakkaalle palvelun korkeamman hinnan. Pelkästään hinnalla kilpaileminen tässä liiketoiminnassa ei johtaisi hyvään lopputulokseen volyymien ollessa edelleen matalia, vaikka rajakustannus onkin alhainen kiinteiden kulujen ollessa pieniä.

Aspocomp on Euroopassa merkittävä toimija

Aspocompin kotimarkkina on nykyään Eurooppa, jonka kilpailukenttä eroaa selvästi Aasian vastaavasta. Euroopassa on muutamia yli 100 MEUR:n liikevaihtoluokassa toimivaa valmistajaa ja markkinoilla on paljon todella pieniä toimijoita. Euroopassa alalla on toimijoita yhteensä noin 220 ja Aspocomp on suunnilleen sijalla 20-25 Euroopan mittakaavassa. Kun tähän lisätään Aspocompin varsin vakuuttavat asiakasreferenssit, yhtiö on Euroopan markkinoilla uskottava ja merkittävä toimija, vaikka se onkin pieni yhtiö.

Toimiala ja kilpailukenttä 4/4

Kilpailutilanne on tiukka, mutta terve

Piirilevymarkkinoilla vallitsee tiukka kilpailu, mutta se on kuitenkin pääsääntöisesti tervettä. Alalla on paljon kapasiteettia, mutta kapasiteetin on uudistuttava teknologian kehittyessä nopeasti tai se vanhenee. Tämän ja yleensä kasvavan kysynnän takia alalle ei ole päässyt syntymään suurta ylikapasiteettia. Valtaosalla kilpailijoista kannattavuus on ollut viime vuosina hyvällä tasolla ja parhaat ovat yltäneet enemmän tai vähemmän säännöllisesti yli 10 %:n käyttökatemarginaaleihin, mitä pidämme hyvänä lukemana. Näihin suhteutettuna Aspocompin oma kannattavuus on ollut heikko, mutta on nyt nousemassa lähelle mediaanitasoa (noin 10 %).

Mielestämme kilpailutilanne ei yleisesti anna mitään ilmaiseksi, muttei toisaalta myöskään estä menestystä. Emme näe Aspocompilla sellaisia kilpailuhaittoja, joiden takia yhtiön kannattavuuden pitäisi jäädä pitkällä tähtäimellä merkittävästi sektorin yleistä tasoa alemmaksi. Aspocompilla on mielestämme edellytykset pärjätä kilpailussa Euroopassa ja mahdollisesti myös Yhdysvaltojen markkinoilla, mutta jälkimmäiseltä yhtiöllä ei juuri ole näyttöjä.

Yhteistyömalli muuttaa kokonais kuvaa

Aspocomp ei kilpaile massatuotannossa aasialaisten suuryhtiöiden kanssa, vaan pyrkii tekemään niiden kanssa yhteistyötä. Aspocomp tulee keskittymään keskisuurin asiakkuuksiin Euroopassa, joihin yhteistyökumppaneilla ei ole suoraa yhteyttä. Silloin ristiriitoja osapuolien välillä ei pitäisi syntyä.

Aspocomp pyrkii toimimaan välikätenä asiakkaan ja valittujen yhteistyökumppaneiden

välillä, mikä tarkoittaa suoraa kilpailua eurooppalaisen välittäjäkentän kanssa. Yhtiön on pystyttävä tarjoamaan asiakkaalle omalla osaamisellaan lisäarvoa ja pystyttävä luomaan kumppaneihinsa sellaiset suhteet, että yhteistyö ulottuu pelkkää ”myynnintuomista” pidemmälle.

Mitä suuremmaksi liiketoiminta kasvaa, sitä merkittävämpi asiakas Aspocomp on Aasian yhteistyökumppaneilleen. Suurilla asiakkailla on enemmän neuvotteluvoimaa niin hinnassa kuin muissa ehdoissa, joten kasvu parantaa Aspocompin edellytyksiä tarjota myös lisäarvoa.

Ala konsolidoituu, mutta yritysostoilla on vaikea saada synergioita

Piirilevytoimiala konsolidoituu koko ajan, mutta kehitys on hidasta ajatellen alalla edelleen toimivien pienien yhtiöiden suurta määrää. Pienimmät valmistajat ovat vaikeuksissa, sillä tuotantokoneiston kilpailukykyisenä pitäminen vaatii jatkuvia ja varsin merkittäviä investointeja. Näin ollen ne jäävät helposti kehityksessä jälkeen, minkä jälkeen yhtiöt jäävät helposti täysin muun ketjun armoille ja lopulta toimivat vain ruuhkapuskureina.

Toimialan dynamiikan perusteella käynnissä voisi olla voimakkaampikin konsolidaatio. Yritysostoilla on kuitenkin vaikea saada merkittäviä synergiaetuja, mikä hidastaa prosessia. Tuotantokapasiteetin takia yritysostoja ei kannata tehdä, ellei ostokohteen tuotannossa ole jotain erityistä. Aspocompin kohdalla nopea läpimenoaika voisi olla tällainen.

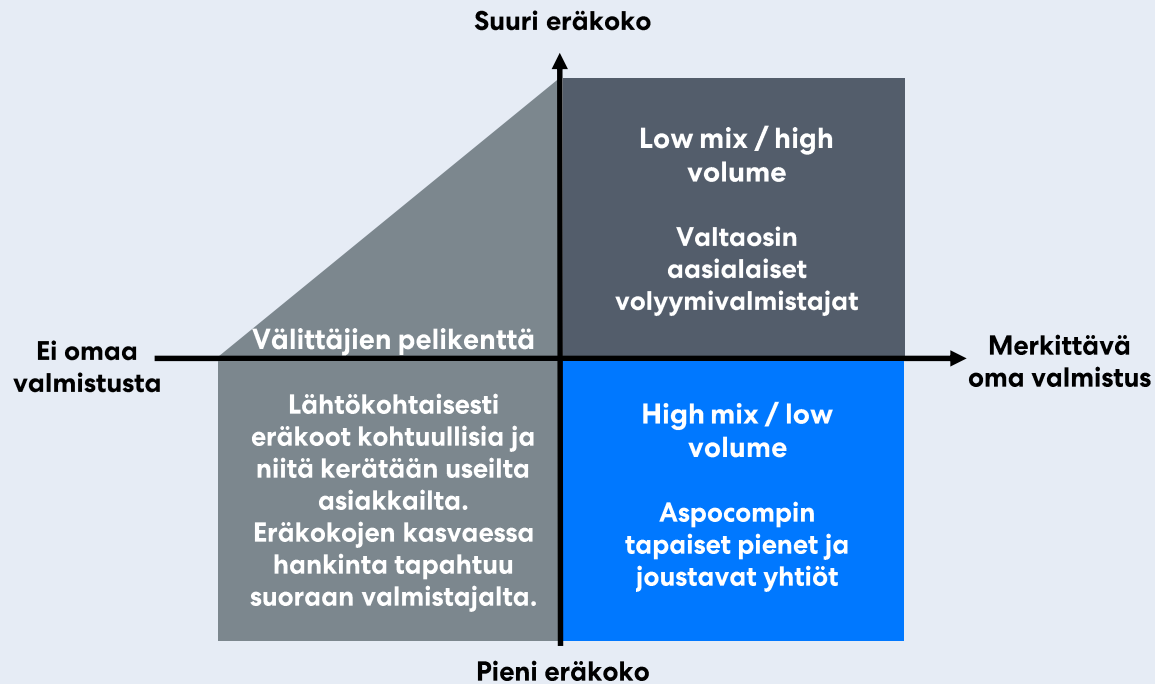
Selkein syy yritysostolle olisi asiakasportfolion vahvistaminen uusilla asiakkuuksilla sekä laajentaminen tietyille toimialalle. Tähän liittyy

myös riskejä kuten asiakkuuksien jatkuminen. Asiakkailla on tapana kilpailuttaa toimijoita usein eikä nykyinen tilanne ole tae tulevastakaan, vaikka yleensä asiakassuhteet ovat toimialalla pitkiä (tilausmäärät sitä vastoin vaihtelevat koko ajan).

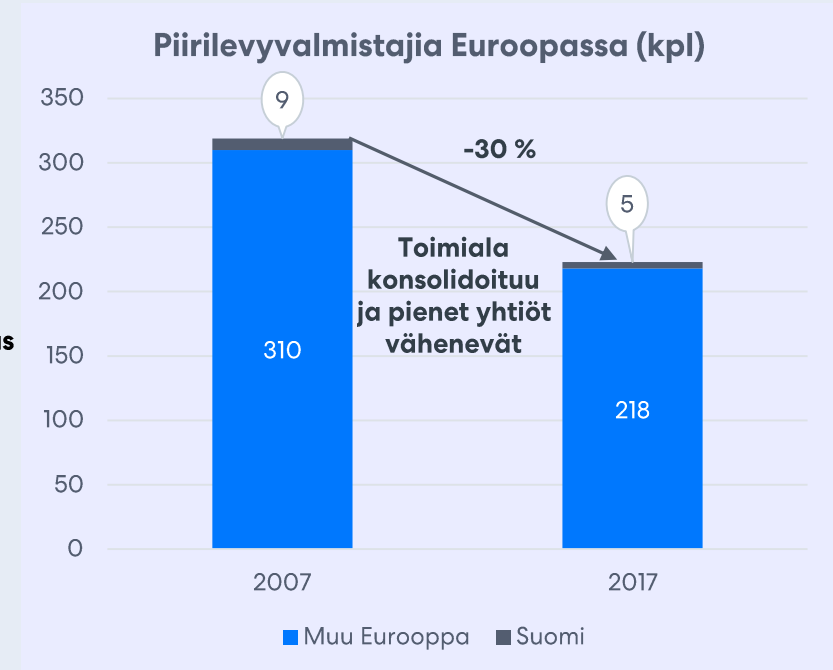
Emme odota Aspocompilta yritysostoja ainakaan lyhyellä aikavälillä. Seuraavat vuodet yhtiö tulee arviomme mukaan keskittymään omien kyvykkyyksien parantamiseen, kapasiteetin asteittaiseen lisäämiseen, kasvupohjan vahvistamiseen ja asiakaspohjan laajentamiseen.

Emme myöskään usko, että Aspocomp olisi erityisen potentiaalinen yritysostokohde teolliselle ostajalle. Yhtiöllä on monia kiinnostava asiakasportfolio ja Oulun tehtaan tuotantokoneisto on moderni, mutta todennäköinen tarjonta- ja tuotantosynergioiden puuttuminen ovat suuri miinus yritysostotilanteessa. Myös yhtiön arvostus on noussut voimakkaasti pörssissä, mikä voi olla sijoituksen tuottovaatimuksien kautta ongelma. Yleisesti uskomme, että yhtiö haluaa ensin parantaa tulokuntoaan ja edetä uudessa strategiassaan ennen kuin yritysjärjestelyt voisivat olla mielenkiintoisia.

Markkinoiden kilpailukenttä



Aspocomp kuuluu kuviossa selvästi korkean vaihtuvuuden ja pienien eräkokojen valmistajaksi. Lisäksi yhtiöllä on oma välitystoimintaa, joka tukee omaa valmistusta.



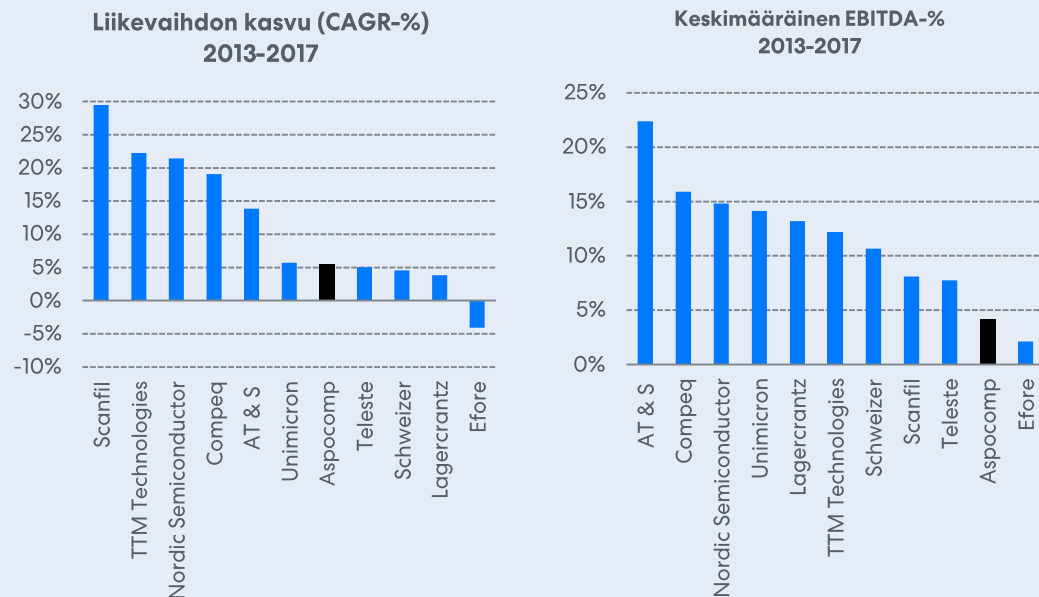
Katsaus kilpailukenttään

Muutamia Aspocompin kilpailijoita



Aspocompin pääkilpailijoita ovat sen tapaiset eurooppalaiset toimijat, jotka pystyvät tarjoamaan asiakkaille teknologisesti vaativia tuotteita lyhyillä toimitusajoilla. Lisäksi yhtiö kilpailee erityisesti pohjoismaalaisten välittäjien kanssa.

Valittujen listattujen yhtiöiden taloudellinen kehitys



Valikoituja listattuja yhtiötä toimialalta

Yhtiö	Lyhyt kuvaus	Markkina-arvo	Liikevaihto (2017)	EBITDA (2017)	EBITDA-%	Henkilöstö
Aspocomp	Pikatoimituksiin erikoistunut piirilevyvalmistaja ja pieni välittäjä	24	24	1,9	8,0 %	116
AT & S	Merkittävä itävaltalainen piirilevy-yhtiö, parhaita verrokkeja	677	815	128,8	15,8 %	9989
Schweizer	Saksalainen piirilevy-yhtiö, parhaita verrokkeja	54	121	9,1	7,5 %	801
Scanfil	Elektroniikkateollisuuden sopimusvalmistaja ja järjestelmätoimittaja	243	530	38,0	7,2 %	3369
Teleste	Kehittää ja tarjoaa video- ja laajakaistateknologioita sekä palveluita	110	235	7,9	3,4 %	1353
Unimicron	Merkittävä volyymivalmistaja pääosin Aasiassa	987	1827	227,2	12,4 %	27889
TTM Technologies	Kansainvälinen piirilevy-yhtiö, jonka pääkonttori on Yhdysvalloissa	1024	2214	323,4	14,6 %	29000
Compeq	Merkittävä volyymivalmistaja, jonka pääkonttori on Taiwanissa	744	1517	251,6	16,6 %	15432

Lähde: Thomson Reuters, kuvaukset Inderes. Luvut ovat miljoonia euroja.

Strategia ja kilpailuetu 1/2

Kohti kokonaisvaltaisempaa palvelua

Aspocompin pyrkimys palvella asiakkaitaan kokonaisvaltaisemmin - yhtiö pyrkii tarjoamaan teknologiaratkaisuja sekä kilpailukykyisempiä tuotteita palveluliiketoiminnan keinoin. Strategiassaan yhtiö pyrkii vastaamaan asiakkaiden kysyntään tuotteiden elinkaaren kaikissa vaiheissa. Omalla tuotannollaan yhtiö ei pysty kilpailukykyiseen tuotantoon mittavassa sarjatuotannossa, joten yhtiö on rakentanut yhteistyökumppaniverkoston Aasiaan. Yhtiön mukaan tuotteita valmistetaan jatkossa enemmän valituilla ja kustannustehokkailla partnereiden tuotantolinjoilla Aasiassa.

Aikaisemmin Aspocomp on näkemyksemme mukaan toiminut ”oma tuotanto edellä”. Tämän lähestymistavan johtava ajatus oli lähinnä tuoda tasaisempaa kuormaa omille tehtaille (Oulu, aikaisemmin myös Teuva), mutta strategia epäonnistui mielestämme asiakaskunnan suppeuden takia. Lisäksi yhtiö saattoi olla ristiriitaisessa tilanteessa silloin, kun asiakkaan tuotanto olisi periaatteessa voitu tehdä omalla tuotannolla (kohtuullisen sopiva profiili) ja yhtiö oli suorassa kilpailussa esimerkiksi aasialaisen toimijan kanssa. Nyt lähtökohtana pitäisi olla kumppaniverkoston luomisen jälkeen aina asiakkaan etu ja Aspocomp saa kuitenkin korvauksen kumppanin tekemästä tuotannosta, minkä takia eturistiriita on ainakin pienempi.

Aspocompin suurin vahvuus on mielestämme nopea läpimenoaika lyhyillä sarjoilla - silloin asiakas saa suurimman hyödyn ja yhtiö itse parhaat katteet. Strategiassaan yhtiö täydentää tätä vahvuutta tarjoamalla volyymituotantovaiheen kumppanin kautta.

Kumppanimallin peruseriaatteen

Aspocomp on jo pitkään tarjonnut välityspalveluita, joten liiketoimintamalli ei ole uusi. Yhtiö alkoi lisätä välitysmallin painoarvoa vuonna 2011 ja nyt yhtiöllä on ilmeisesti yhdeksän toimittajaa kumppaniverkostossaan Aasiassa. Kaikilla kumppaneilla on vaadittavat sertifikaatit ja niille on tehty asianmukaiset auditoinnit. Myös laatu- ja teknologiatasoa seurataan. Aspocomp tarjoaa ja vakuuttaa välityspalvelussa:

- Tuotesuunnittelun optimointia valmistuksen näkökulmasta
- Sulavan tuotannon siirron
- Laadun varmistuksen ja kontrolloinnin
- Logistiikkapalvelut

Kumppanimallissa asiakassuhde pysyy Aspocompilla ja yhtiö määrittää, miten he käyttävät omaa tuotantoaan ja kumppanien tuotantoa. Aspocomp on siis mallissa yhteistyökumppanin asiakas. Loppuasiakkaan kannalta oleellista on kokonaiskustannus, jonka minimointi on kriittistä Aspocompille sen kilpailukyvyyn ja katteiden varmistamiseksi. Samalla Aspocomp myös vastaa kokonaistoimituksesta, joten yhteistyökumppanien laatu ja toimitusvarmuus ovat kriittisiä.

Välitysliiketoiminnassa yksittäiset toimitukset ovat käsityksemme mukaan suhteellisen pieniä, keskimäärin noin 10 000- 20 000 euroa (vaihtelu suurta). Yksittäisten tuotteiden vuosivolyymit voivat toki olla 100-300 TEUR:n kokoluokassa, ja jatkossa mahdollisesti parhaimmillaan ylittää myös miljoonan euron vuositasen. Varsinkin alkuvaiheessa prosessin

sujuvuus on kuitenkin liiketoiminnan kannattavuuden ja skaalautuvuuden kannalta kriittistä. Oleellista on onnistua saamaan ns. nousevia asiakkaita, joiden tilausmäärät kasvavat tulevaisuudessa.

Laajempi asiakaskunta ja tasaisempi kysyntä

Aspocomp hakee aktiivisesti uusia asiakasryhmiä tietoliikenne-segmentin rinnalle. Kasvua haetaan erityisesti autoteollisuudesta, turvallisuus- ja puolustusteollisuudesta, teollisuuselektronikasta sekä puolijohde testauksesta. Yhtiö on viime vuosina jo pystynyt laajentamaan asiakassektoriaan merkittävästi ja uskomme yhtiöllä olevan hyvät mahdollisuudet jatkaa kehitystä. Aspocompilla on vahvoja referenssejä ja omat selkeät vahvuutensa, joita hyödyntämällä yhtiöllä on hyvät mahdollisuudet voittaa uusia asiakkuuksia. Lisäksi kumppaniverkosto antaa mahdollisuuden tarjota laajempaa kokonaisuutta profiloitua sopiville asiakkaille. Aspocomp onkin saanut uusia asiakkaita hyvällä vauhdilla viime vuosina.

Asiakaskunnan laajentaminen ja erityisesti sieltä saatavan liikevaihdon kasvattaminen vaatii aikaa. Perinteisesti asiakkaat aloittavat uuden kumppanin kanssa varovaisesti pienillä tilauksilla. Testijakson jälkeen tilaukset kasvavat hiljalleen Aspocompin onnistuessa, mutta merkittävään liikevaihtoon pääseminen vaatii aikaa. Alkuvaiheessa myös kilpailu on tiukempaa, sillä Aspocompin täytyy pystyä todistamaan itsensä jo olemassa olevien toimittajien joukossa. Joka tapauksessa uusien asiakkuuksien pitäisi alkaa tuottaa yhtiölle merkittävää liikevaihtoa lähivuosina, mikä on tärkeää sekä tuloksen että strategian toimivuuden kannalta.

Strategia ja kilpailuetu 2/2

Yhdysvalloista haetaan kasvua

Aspocomp hakee ydinmarkkinoidensa ulkopuolelta kasvua erityisesti Yhdysvalloista. Yhtiö kertoi vuoden 2017 strategiapäivityksen yhteydessä tavoittelevansa 10-20 %:n liikevaihtoa Yhdysvalloista 2017-2020 strategiakaudella. Yhtiö ei kuitenkaan ole tekemässä merkittäviä investointeja, vaan lähtee liikkeelle myyntijohtajalla tai pienellä tiimillä. Riskit ovat siten hyvin rajalliset ja positiivisessa skenaariossa markkinapotentiaali on merkittävä.

Mielenkiintoisin alue on puolijohdepiiri-yhtiöt, jotka joutuvat tuotekehityksessä tekemään merkittäviä panostuksia testipiirilevyihin. Aspocompin osaaminen soveltuu hyvin tuotekehitykseen ja lyhyisiin testisarjoihin. Lisäksi yhtiöllä on kokemusta yhteistyöstä merkittävien puolijohdevalmistajien kanssa, joten pidämme tätä mahdollisuutta mielenkiintoisena. Toistaiseksi Yhdysvaltojen liikevaihto on ilmeisesti jäänyt alhaiseksi (liikevaihdon jakauma ei välttämättä kerro koko totuutta, koska perustuu laskutusosoitteeseen).

Kilpailuedut

Koska Aspocomp on pieni yhtiö, sen pitää hakea kilpailuetu nopeudesta ja ketteryudesta. Vahvimpia Aspocompin kilpailuedut ovat tuotekehitykseen liittyvissä pikatoimituksissa, sillä tuotekehityksessä etenemisen syklit ovat todella nopeita. Lyhyissä sarjoissa isot toimijat eivät pysty vastaamaan Aspocompin toimitusaikoihin. Lisäksi yhtiöllä on hyvä teknologinen kyvykkyys, johon yhtiö panostaa lähivuosina merkittävästi lisää. Mielestämme Aspocompin merkittävimmät kilpailuedut voidaan tiivistää seuraavasti:

- Oulun tuotantolinjan erittäin nopea läpimenoaika pienissä sarjoissa
- Tuotannon kyvykkyys, laatu, joustavuus ja organisaation ketteryys
- Oman tuotannon tuoma teknologinen osaaminen (välittäjäkilpailussa)
- Korkea automaatiotaso ja kilpailukykyinen kokonaistarjonta (eurooppalaisia kilpailijoita vastaan)

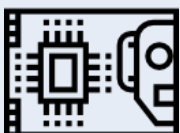
Lisäksi Aspocompin eduksi voidaan sanoa, että

yhtiö on toiminut alalla pitkään ja sillä on luotettavan sekä laadukkaan toimittajan maine. Yhtiöllä on vuosien varrella kumuloitunut vahva osaamis pohja sekä paljon merkittäviä referenssejä. Pohjoismaissa yhtiöllä on myös vahva asema markkinoilla.

Aspocompilla on myös heikkouksia. Yhtiöllä ei ole mahdollisuuksia kilpailla volyymituotannossa aasialaisten kilpailijoiden kanssa, mutta nykyisessä strategissa yhteistyökumppanit hoitavat tämän. Ilman aikarajoitteita tehtävissä tilauksissa yhtiön hinnoitteluvoima on tiukan kilpailutilanteen vallitessa lähes olematon. Lisäksi yhtiöllä on pienenä yhtiönä yleisesti rajalliset resurssit. Toistaiseksi yhtiö on pystynyt tekemään riittävät investoinnit pitääkseen tuotannollisen kilpailukykyvyn hyvällä tasolla, mutta erittäin huonossa skenaariossa tämä vaarantuisi. Käytännössä silloin liikevaihdon ja kannattavuuden pitäisi pysyvästi laskea, mitä pidämme erittäin epätodennäköisenä. Suuri ja jatkuva haaste on kysynnän voimakas heilunta ja heikko ennustettavuus, mikä johtuu pääosin liiketoiminnan luonteesta ja osittain myös keskittyneestä asiakaskunnasta.

Aspocompin kilpailuedun ydin (Inderesin näkemys)

Tuotannon nopeus ja joustavuus



Aspocompin Oulun tehtaalla läpimenoaika on erittäin lyhyt joustavan ja pitkälle automatisoidun tuotannon ansiosta. Tämä on merkittävä vahvuus pikatoimituksissa erityisesti eurooppalaisille asiakkaille.

Teknologinen kyvykkyys



Aspocomp on investoinut merkittävästi Oulun teknologiseen kyvykkyysen sekä osaamiseen, minkä ansiosta yhtiö pystyy tarjoamaan myös teknologisesti vaikeampia piirilevyratkaisuja.

Yhteistyöverkosto ja maine



Yhtiö on pystynyt luomaan toimivan kumppaniverkoston ja saanut liiketoiminnan merkittävään kokoluokkaan. Tässä yhtiötä on auttanut oma tuotanto, hyvä ja luotettava maine sekä vahvat asiakasreferenssit.

Aspocompin strategia 2017-2022

Aspocompista tulee strategian mukaan asiakaslähtöinen palveluyritys



Taloudellinen tilanne 1/2

Historiallinen tulostaso on vaihdellut paljon

Aspocompin taloudellinen kehitys on ollut 2000-luvulla todella heikkoa, mutta tilanne on parantunut viime vuosina merkittävästi. 2010-luvulla Aspocompin kannattavuus on heilunut rajusti. Vuonna 2011 yhtiö teki 23,6 MEUR:n liikevaihdolla 4,1 MEUR:n liikevoiton.

Liikevoittoprosentti oli siis peräti 17,4 %, mikä kertoo liiketoiminnan kannattavuuspotentiaalista hyvänä vuonna. Toisaalta paljon heikosta näkyvyydestä ja kysynnän syklisyydestä kertoo se, että jo seuraavana vuonna liikevoitto tippui 0,6 MEUR:oon ja liikevoittoprosentti oli 2,6 %.

Vuoden 2011 lopussa yhtiö hankki Teuvan tehtaan. Tämän jälkeen yhtiön kannattavuus on ollut koko ajan huomattavasti alhaisempi, sillä yhtiön silloin odottama liikevaihdon kasvu ei toteutunut. Markkinatilanteessa tapahtui käänne samoihin aikoihin, joten Teuvan tehtaan hankinta tapahtui todella huonoon aikaan: yhtiö lisäsi tuotantokapasiteettiä ja kiinteitä kuluja juuri ennen markkinoiden käännettä. Teuvan tehdas on nykyään lakkautettu (päätös 2014 lopussa).

Aspocompin keskimääräinen käyttökate-% on ollut 8 %:n pinnassa 2011-2018e ja vastaava liikevoitto-% noin 3 % heiluen kuitenkin voimakkaasti. Näitä heikentävät mielestämme selvästi yhtiön strategiset virheet (kuten Teuva) ja Nokian liikevaihdon voimakas lasku. Silti hyvänä vuonna korkealla kapasiteetin käyttöasteella yhtiö voi tehdä vahvan tuloksen erinomaisella kannattavuudella. Kannattavuus riippuu myös kuorman tasaisuudesta sekä erityisesti siitä, miten suuri osa liikevaihdosta tulee pikatoimituksista. Näissä yhtiön kilpailuetu- ja hinnoitteluvoima on ylivoimaisesti suurin, mikä heijastuu myös katteisiin.

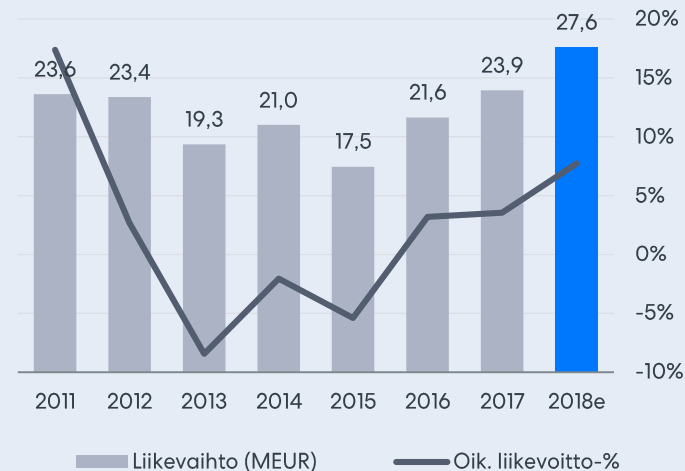
Arvioimme että normaalisti yli puolet Oulun tehtaan toimituksista voidaan luokitella pikatoimituksiksi. Osuus on arviomme mukaan kasvanut, kun asiakaskunta on laajentunut ja 5G täydessä vauhdissa. Volyymitoimituksista sen sijaan saadaan liikevaihtoa, mutta kannattavuus jää helposti todella alhaiseksi. Ideaalitulanteessa pikatoimituksia tulisi koko ajan sopivasti pitäen kapasiteetin käyttöasteen koko ajan hyvällä tasolla, jolloin yhtiö pystyisi näkemyksemme mukaan erinomaiseen kannattavuuteen.

Tase on nykyään hyvässä kunnossa

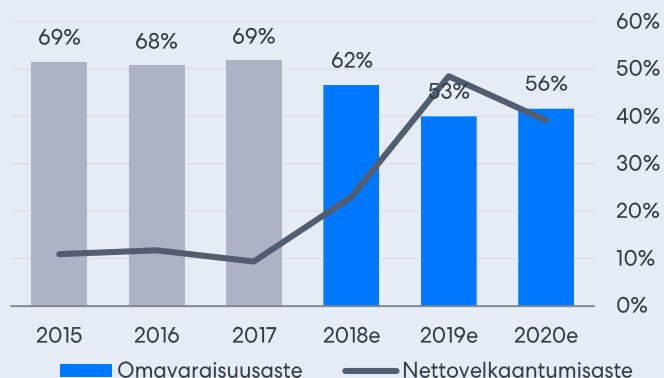
Aspocompin tase oli vielä vuonna 2010 todella heikko ja tunnusluvut hälyttäviä. Konsernin omavaraisuusaste 2010 lopussa oli vain 10,6 %. Yhtiö pystyi korjaamaan todella vaikean rahoitustilanteensa laajalla rakenne- ja velkajärjestelyllä, joka tehtiin vuoden 2011 kesällä. Järjestely loi aikoinaan pohjan Aspocompin käännteelle ja siinä yhtiö pääsi eroon vaikeina vuosina kasaantuneesta velkavuoresta. Sen sijaan velkojat menettivät järjestelyssä pääomia sekä korkoja.

Tällä hetkellä Aspocompin tase on hyvässä kunnossa. Q3'18-lopussa omavaraisuusaste oli 60 % ja nettovelkaantuneisuus 14 %. Yhtiöllä on ollut myös viime vuosina tiettyjä haasteita likviditeetin kanssa, mutta tällä hetkellä pidämme tilannetta kokonaisuutena terveenä. Liiketoiminnan kassavirta on ollut viime aikoina vahvaa, kassassa oli Q3:n lopussa yli 2,5 MEUR minkä lisäksi yhtiöllä on käyttämätön 1,0 MEUR:n luottolimiitti sekä käyttämätön factoring-sopimus. Tällä hetkellä pidämmekin yhtiön maksuvalmiutta hyvänä, mikä onkin erittäin tärkeää edessä olevan suuren investointiohjelman takia.

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Taseen avainlukujen kehitys



Taloudellinen tilanne 2/2

10 MEUR:n investointiohjelma

Aspocomp kertoi vuoden 2017 lopussa investoivansa noin 10 MEUR uuteen teknologiaan Oulun tehtaassaan. Vuosille 2018 ja 2019 ajoittuvilla investoinneilla parannetaan tehtaan teknologisia valmiuksia ja kasvatetaan kapasiteettia kasvua ajatellen. Yhtiö kertoi asiaan liittyvistä suunnitelmista alun perin pääomamarkkinapäivillä keväällä 2017.

Investoinneilla on yhtiön mukaan kaksi päätavoitetta: 1) kasvattaa uutta puolijohdekomponenttien testaus - asiakassegmenttiä tuottamalla korkean teknologian piirilevyjä asiakkaiden testaus- ja tuotekehitystarpeisiin, sekä 2) kasvattaa tuotantokapasiteettia etenkin 5G- ja autoteollisuuden nopeasti nousevaan kysyntään. Investointien jälkeen Aspocomp pystyy paremmin tarjoamaan teknologialtaan erittäin kehittyneitä piirilevyjä, jotka mahdollistavat vaativien puolijohdekomponenttien testaamisen.

Käsityksemme mukaan noin puolet investoinneista kohdistuu uusiin kyvykkyyksiin ja puolet kapasiteetin kasvattamiseen. Ohjelma on nyt ollut käynnissä vajaan vuoden, mutta toistaiseksi investoinnit ovat olleet suhteellisen matalia. Kassavirroissa investoinnit näkyvät lähtökohtaisesti silloin, kun laitteet toimitetaan. Ohjelma on kuitenkin käsityksemme mukaan käynnistynyt suunnitellusti ja laitehankinnoista merkittävä osa on tehty, mutta vuoden 2018 puolella investoinneista ehtii realisoitua mahdollisesti noin 3 MEUR. Tämä ei sisällä Oulun tehdaskiinteistön ostoa, mikä oli yhtiölle erittäin edullinen noin 1,2 MEUR:n investointi.

Vuosi 2019 tulee näkemyksemme mukaan

olemaan ohjelman kassavirtojen kannalta selvästi merkittävin. Odotamme yhtiön investointien nousevan noin 7 MEUR:n tasolle vuonna 2019, mikä tarkoittaa myös väliaikaista taseen heikentymistä. Tämän jälkeen suurimmat investoinnit on kuitenkin tehty, ja kassavirta alkaa arviomme mukaan liikkua yhtiöön päin.

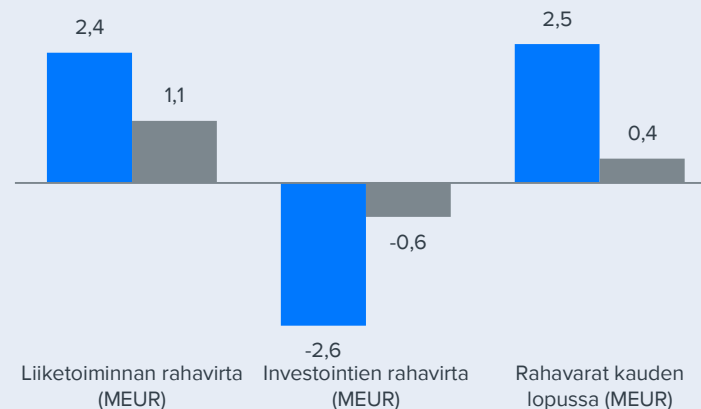
Aspocomp on ohjelmaan liittyen saanut noin 1,3 MEUR:n kehitysavustuksen Euroopan Unionin aluekehitysrahaston Vipuvoimaa EU:lta 2014-2020. Tuet maksetaan toteutuneiden kustannusten mukaisesti, oletettavasti vasta kun investoinnit otetaan tuotantokäyttöön. Odotamme tuen kassavirran jakautuvan tasaisesti vuosien 2019 ja 2020 välille.

Osinkotuotto jää maltillisiksi lähivuosina

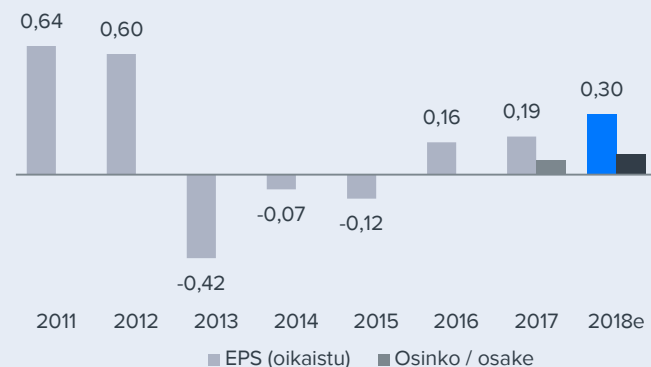
Aspocomp palasi viime vuonna osingonmaksajaksi pitkän kuivan kauden jälkeen. Yhtiö maksoi 0,07 euron tilikaudelta 2017 osakekohtaisen osingon, ja odotamme tämän kasvavan 0,10 euroon vuodelta 2018. Tämä tarkoittaa 33,3 %:n tulos/osinko-suhdetta, kun yhtiön tavoitteena on jakaa konsernin tilikauden tuloksesta vähintään 1/3 osinkoina osakkeenomistajille. Mielestämme nykyisessä kasvuvaiheessa osingot on perusteltua pitää maltillisina, mutta odotamme osingonjakosuhteen nousevan hiljalleen lähivuosina ja osinkojen pysyvän nousussa.

Uskomme Aspocompin tavoittelevan pidemmällä aikavälillä nettovelatonta tasetta, mikä olisi mielestämme perusteltua toimialan luonne huomioiden. Lisäksi täytyy huomioda, että yhtiön odottama kasvu sitoo käyttöpääomaa ja vahva tase antaa yhtiölle yleensäkin liikkumavaraa.

Rahavirtavertailu

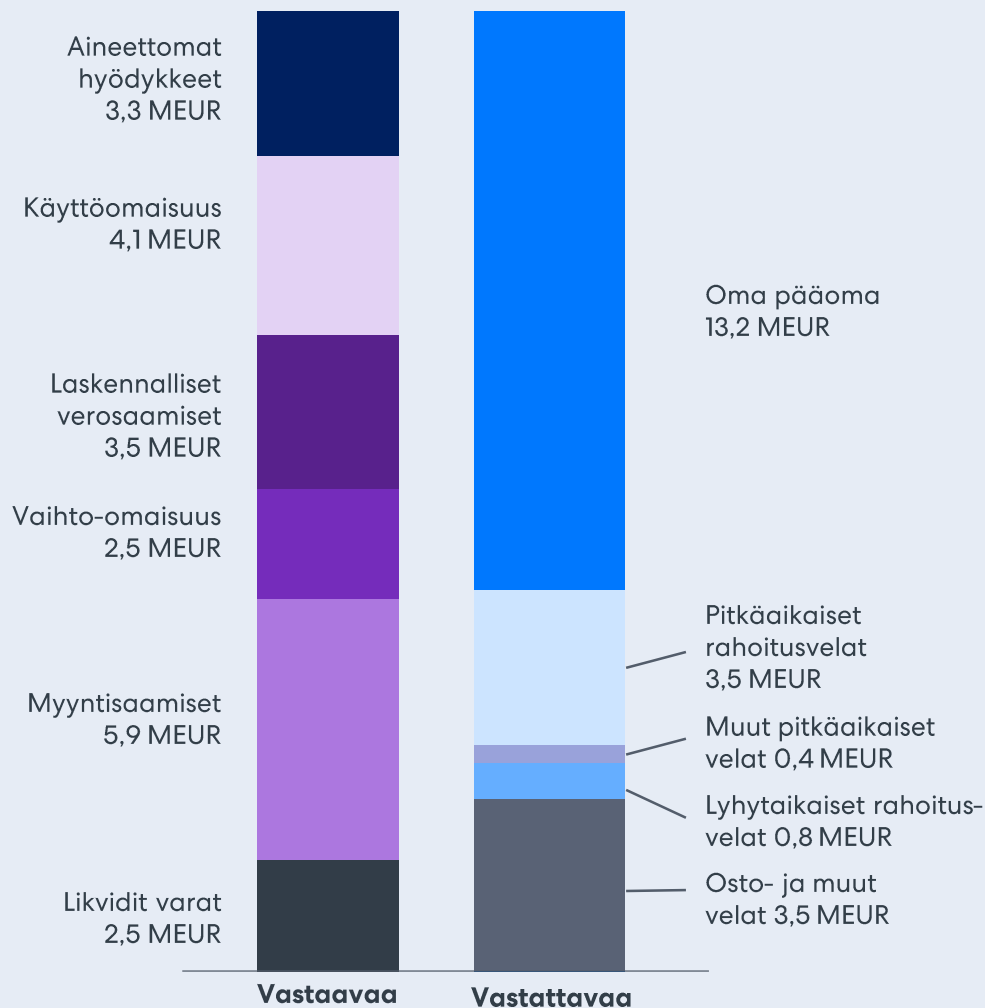


Osakekohtainen tulos ja osinko

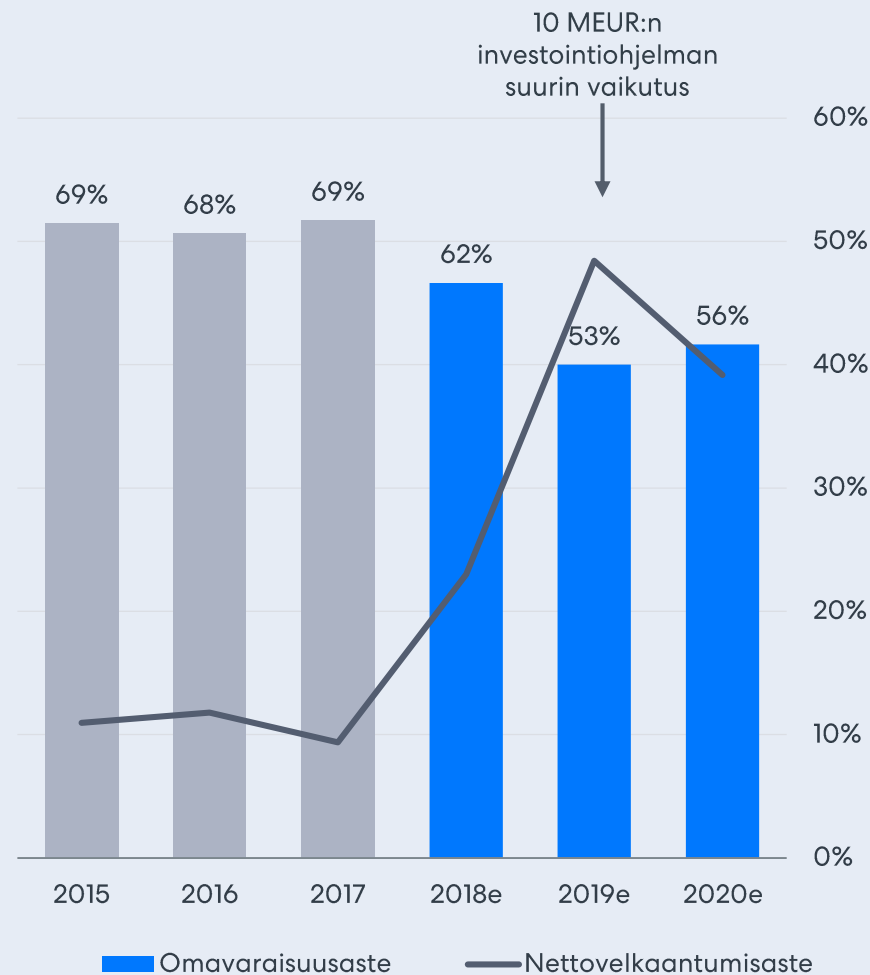


Taloudellinen tilanne ja taserakenne

Taserakenne Q3'18 (MEUR)



Taseen avainlukujen kehitys



Ennusteet ja arvionmääritys 1/6

Näkyvyys kvartaalituloksiin on heikko

Aspocompin liiketoiminta nojaa paljon pikatoimituksiin, joissa ei luonteenmukaisesti ole oleellista tilauskantaa tai näkyvyyttä. Näin ollen liikevaihtotason arvioimiseen liittyy merkittävää epävarmuutta. Toisaalta yhtiön kulurakenne on selkeä. Aineet ja tarvikkeet muuttuvat liikevaihdon mukana ja ne voidaan mallintaa kohtuullisen hyvin osuutena liikevaihdosta. Sen sijaan henkilöstökulujen ja muiden kulujen pitäisi olla varsin stabiileja lähivuosina.

Ongelmana mallinnuksessa on, että tuote- ja toimitusprofiilit ja -määrät vaihtelevat voimakkaasti, eikä tuotemix ole ennustettavissa. Tämä tarkoittaa, että keskimääräiset tuotekatteen voitavat vaihdella merkittävästi kvartaalista toiseen, minkä takia Aspocompin tuloskehityksen ennustaminen on todella vaikeaa erityisesti kvartaalitasolla.

Odotamme hyvää päätöstä vuodelle 2018

Vuosi 2018 on ollut Aspocompille erinomainen. Tulos on moninkertaistunut ja liikevaihdon kasvu ollut vahvaa, kun 5G on tarjonnut yhtiölle poikkeuksellisen vahvan ajurin. Vaikka 5G on ollut selvästi vahvin ajuri, yhtiön positiivinen kehitys on ollut laaja-alaisempaa. Muista asiakassegmenteistä erityisesti autoteollisuus ja puolijohdekomponenttien testaus-segmentit ovat kasvaneet vakaasti. Tarkempia tietoja eri sektoreiden kehityksestä saamme jälleen tilinpäätöksen yhteydessä.

Aspocomp toisti Q3-raportissa vuoden 2018 ohjeistuksensa, jonka mukaan liikevaihto kasvaa noin 15 % vuodesta 2017 ja liiketulos on noin 2 MEUR (2017: 0,8 MEUR). Tilauskanta oli Q3:n

lopussa 2,8 MEUR eli noin 0,5 MEUR vertailukautta korkeampi. Jos kysyntä pysyy vahvana läpi Q4:n ja erityisesti epävarmassa joulukuussa, ohjeistus on edelleen suhteellisen varovainen. Tässä vaiheessa vuotta näkyvyys alkaa olla jo kohtuullisen hyvä. Pidämme positiivista tulosvaroitusta edelleen hyvin mahdollisena, mutta suuri ohjeistuksen ylitys oli jo selkeä yllätys. Epävarmuus kohdistuu joulukuuhun, jonka lomakaudet (myös asiakkaiden T&K) voivat heiluttaa kysyntää.

Olemme pitäneet oman liikevoittoennusteen 2,1 MEUR:n tasolla, joten ennusteen on linjassa ohjeistuksen kanssa. Tämä tarkoittaa Q4:lle hyvää noin 0,5 MEUR:n liikevoittoa, minkä odotamme toteutuvan noin 7 MEUR:n liikevaihdolla. Tämä tarkoittaisi vahvaa 7,0 %:n liikevoittomarginaalia. Emme kuitenkaan odota suurta parannusta Q4'17-vertailukaudesta, joka oli viime vuoden selvästi paras neljännes.

Odotamme tuloskasvun jatkuvan vuonna 2019

Vaikka suurin korjausliike tuloksen osalta nähtiin todennäköisesti jo vuonna 2018, uskomme Aspocompilla olevan hyvät edellytykset kannattavaan kasvuun myös lähivuosina. 5G:n huippuvuosi voi olla vielä edessä, kun teknologia kehittyy edelleen ja ensimmäiset versiot saadaan myös kaupallistettua. 5G:n taajuusalue on todella paljon laajempi kuin 4G:lle, minkä takia erilaisia tuotevariantteja tulee todennäköisesti huomattavasti enemmän ja kyseessä on enemmänkin pidemmän aikavälin evoluutio. Vuoden 2019 kannalta 5G-näkymä on mielestämme vahva, minkä jälkeen kehitystä on vaikeampi arvioida. Todennäköistä kuitenkin on, että kysyntää riittää myös pidemmälle aikavälillä

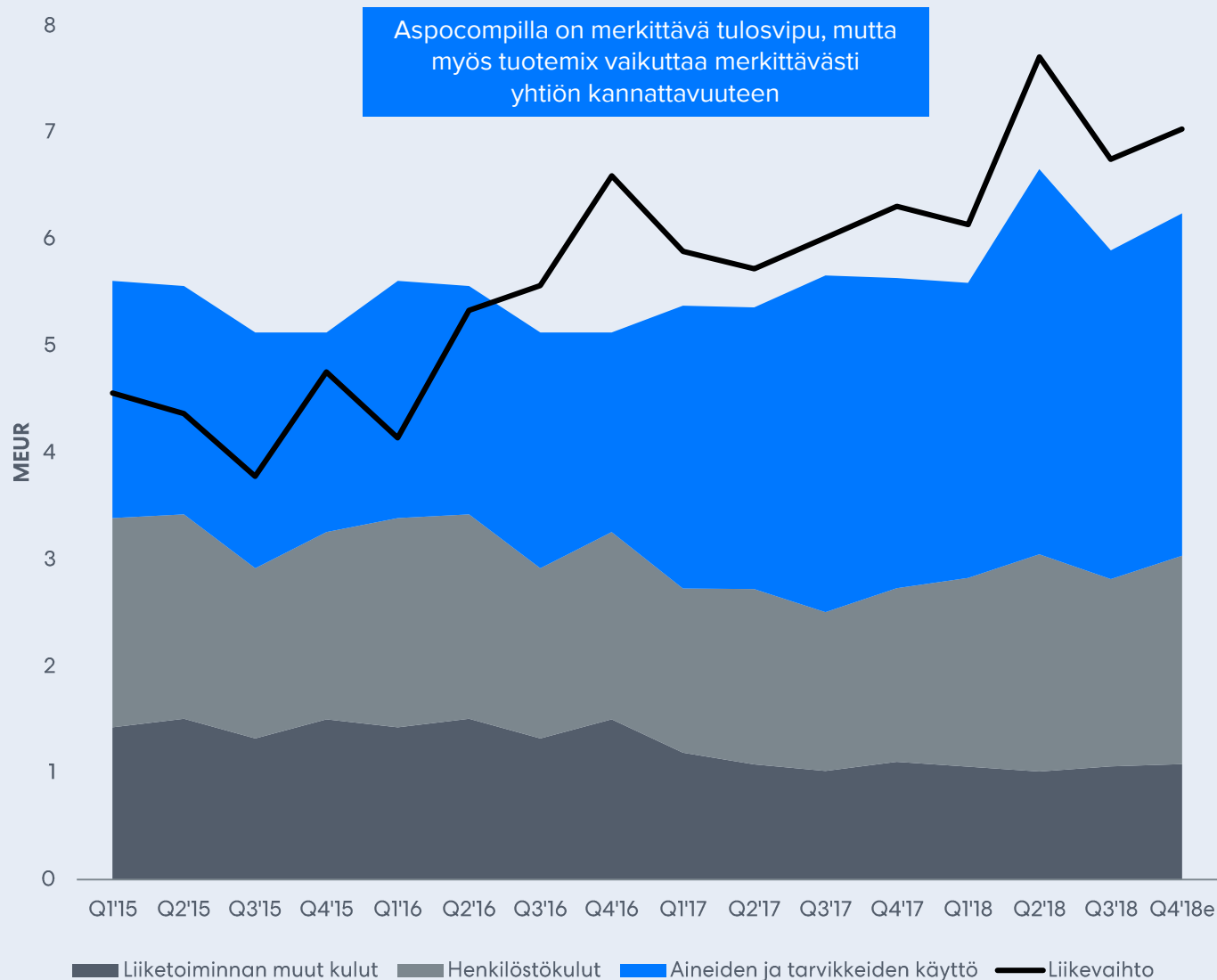
5G:n sovelluskohteiden ollessa todella monimuotoisia. On mielestämme selvää, että eri kehityssyörien välillä tulee olemaan heikompia neljänneksiä, joita on hankala ennakoita.

Aspocompin tuoreiden investointien voidaan odottaa tuovan kasvua erityisesti puolijohdekomponenttien testaus-sektorilta. Käsityksemme mukaan yhtiö on päässyt markkinalle hyvin sisään, ja kysyntää on paljon. Muuten kasvu perustuu erityisesti yhtiön laajentuvaan asiakaskuntaan, sillä nyt avattujen uusien asiakkuuksien pitäisi alkaa tuottamaan merkittävämpää liikevaihtoa.

Odotamme Aspocompin liikevaihdon kasvavan ensi vuonna noin 10 % yhteensä 30,4 MEUR:oon. Tämä on myös kasvutaso, mitä odotamme yhtiön ohjeistuksesta tilinpäätöksen yhteydessä. Ajurit kasvulle ovat vahvat, mutta markkinakysynnän kehitykseen liittyy huomattavaa epävarmuutta.

Arviomme mukaan yhtiön kannattavuus tulee paranemaan vuonna 2019 edelleen liikevaihdon kasvaessa, minkä lisäksi asiakaskunnan monipuolistuminen sekä kysynnän tasaantuminen parantavat arviomme mukaan suhteellista kannattavuutta. Näkyvyyttä vuoden 2019 myyntimixiin ei tässä vaiheessa ole, mutta kulurakenteessa ei mielestämme näy merkittäviä paineita. Odotamme liikevoittomarginaalin paranevan kasvun mukana 8,2 %:iin jo hyvältä tasolta (2018e: 7,7 %), mikä veisi liikevoiton 2,4 MEUR:n tasolle. On hyvä huomata, että suurien investointien takia myös poistot alkavat nousta suhteellisen tasaisesti lähivuosina. Vuoden 2019 Käyttökateprosentin odotamme olevan 13,8 %, missä parannus on merkittävä (2018e: 12,0 %).

Kulurakenne ja sen merkittävät erät



Aineiden ja tarvikkeiden käyttö on liikevaihdon mukana muuttuva kulu. Kyseessä on yhtiön suhteellisesti suurin kuluerä, joka on viime vuosina ollut noin 52 % kulurakenteesta. Raaka-ainekustannukset eivät ole suuria eivätkä kannattavuuden kannalta kovin relevantteja, sillä yhtiö pystyy siirtämään ne asiakashintoihin.

Henkilöstökulut ovat noin 30 % kaikista kuluista. Henkilöstökuluissa on joustoa tuotantohenkilöstön osalta, sillä työtunneissa on liukumaa ja heikossa tilanteessa yhtiö voi turvautua lomautuksiin. Toisaalta myös mahdolliset ylityökustannukset ovat merkittäviä. Kulut liikkuvat henkilöstömäärän mukana. Pääsääntöisistä henkilöstökulut ovat kuitenkin pääosin kiinteitä.

Liiketoiminnan muut kulut (noin 19 % kuluista) ovat valtaosin kiinteitä. Viime vuosina kiinteiden kulujen osuus liikevaihdosta on pienentynyt selvästi kasvun mukana, mikä on tukenut yhtiön kannattavuutta.

Ennusteet ja arvionmääritys 2/6

Vuoteen 2020 näkyvyys on heikko

Näkyvyys vuoteen 2020 on erittäin heikko, joten ennusteisiin liittyy merkittävää epävarmuutta. Suurin avoin kysymys liittyy mielestämme 5G-kysyntään, joka voi heikentyä merkittävästi jo vuonna 2020. Tällä hetkellä odotamme 5G-kysynnän hidastuvan ja Aspocompin toisaalta kasvavan muilla alueilla, mikä enemmän kuin kompensoivan tämän. Lähtökohtaisesti odotamme 5G:n siirtyvän volyymituotanto-vaiheeseen vuonna 2021, mikä tarkoittaa tuotekehitysvaiheen loppumista. On kuitenkin tärkeää huomata, että 5G on moniulotteinen kokonaisuus ja vaikuttaa moniin muihinkin toimialoihin kuin tietoliikenneverkkoihin. Aspocompin kannalta merkittävin veto on kuitenkin arviomme mukaan 2021 ohi, minkä takia yhtiön täytyy pystyä kasvamaan muilla alueilla. Muuten esimerkiksi vuoden 2019 ennustettu liikevaihtotaso ei ole näkemyksemme mukaan kestävä.

Ennustamme tällä hetkellä vuoden 2020 liikevaihdon kasvavan edelleen noin 9-10 % ja liikevoittoprosentin laskevan 7,5 %:iin (palaavan lähelle 2018e tasoa). Tässä oleellista on poistojen merkittävä kasvu, ja odotamme yhtiön käyttökatemarginaalin (2020e: 13,4 %) pysyvän suunnilleen 2019e tasolla (13,8 %). Poistot kasvavat luonnollisesti yhtiön 10 MEUR:n investointiohjelman ollessa tässä vaiheessa kokonaan tuotannossa, mikä vaikuttaa myös suhteellisen kovaan kasvuennusteeseemme. Odotamme merkittävää kasvua erityisesti puolijohdetestauksessa, jossa yhtiön kyvykkyydet paranevat investointien ansiosta. Ennakoimme myös autoteollisuuden kasvun pysyvän hyvällä tasolla.

Pidemmän aikavälin ennusteet

Pidemmän aikavälin ennusteet olemme tehneet oletuksella, että yhtiön strategia etenee pääosin suunnitellusti, markkina kasvaa kohtuullisesti, kilpailutilanne pysyy neutraalina ja yhtiö pystyy voittamaan uusia asiakkuuksia viime vuosien tapaan. Pidemmällä aikavälillä välitysluoketoiminnan merkitys korostuu kasvuajurina, koska tämä liiketoiminta ei ole sidottu esimerkiksi Oulun kapasiteettiin. Odotamme myös välityksen osuuden liikevaihdosta kasvavan koko ajan, minkä takia siitä tulee tärkeämpi koko konsernin kannalta. Potentiaali on merkittävä ja pidämme mahdollisena, että tulevaisuudessa Aspocompin liikevaihto jakautuu tasaisesti (50/50) oman tuotannon ja volyymivälityksen kesken (nyt välitys noin 20 % kokonaisuudesta). Tähän on kuitenkin vielä todella pitkä matka, eikä meillä ole näkyvyyttä ennustaa näin suurta muutosta.

Pidemmän aikavälin ennusteemme löytyvät DCF-laskelmasta, mikä antaa mielestämme kohtuullisen neutraalin tulevaisuuden skenaarion Aspocompin kehitykselle.

Aspocomp ei joudu maksamaan veroja lähivuosina

Aspocompin veroprosentti tulee lähtökohtaisesti olemaan nolla lähivuosien aikana, sillä yhtiöllä on yli 53 MEUR käyttämättömiä vahvistettuja tappioita (2017 tilinpäätös). Tappiot ovat Suomessa vahvistettuja ja yhtiön organisaatio on yksinkertainen (ei oleellisia ulkomaisia tytäryhtiöitä merkittävillä verotaakoilla), joten tuloverojen pitäisi jäädä lähelle nollaan. Ainoa ongelma vahvistetuissa tappioissa on se, että ne ovat vanhenemassa eikä yhtiö ehdi millään

saamaan niistä kokonaan verohyötyä irti. Lähtökohtaisesti uskomme, ettei yhtiö joudu maksamaan merkittäviä veroja ainakaan ennen vuotta 2020.

Sijoittajien on hyvä huomata, että Aspocomp voi tehdä jälleen positiivisen verokirjauksen Q4-tulokseen. Tällä ei ole kassavirtavaikutusta, minkä takia emme huomioi sitä ennusteissa.

Näkyvyys heikko ja ennusteisiin liittyvä epävarmuus on korkea

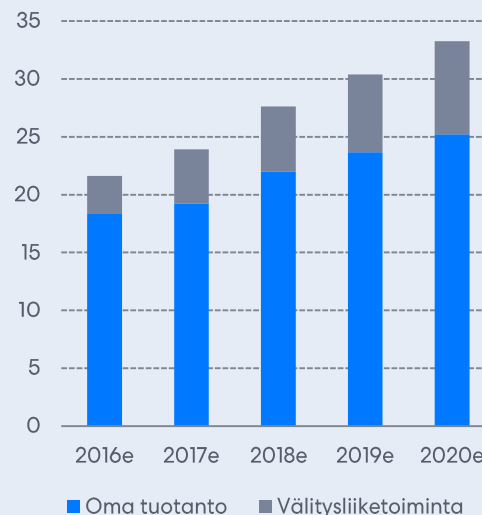
Tulosennusteita tarkastellessa täytyy todeta, että näkyvyys on heikko. Aspocompin tuloskehitys on suurilta osin prototyyppien ja pikatoimitusten varassa, joiden suhteen tilauskanta on olematon. Tämän vuoksi liiketoiminnan kehitys on vaikeasti ennustettavissa ja tulevaisuuden näkymiin liittyy merkittävästi epävarmuustekijöitä. Yleisesti yhtiöllä on jonkin verran näkyvyyttä siihen, mitä asiakkaat ovat ennakoon tuotteiden mahdollisista tilausmääristä kertoneet, mutta nämä keskustelut eivät ole asiakkaita sitovia.

Näin ollen sijoittajien täytyy hyväksyä se, että liikevaihto- ja tuloskehitys tulee olemaan (erityisesti) neljännestrasolla kuoppaista ja tulosyllätyksiä on luvassa sekä ylös- että alaspäin. Yleisen markkinakehityksen kautta pystymme arvioimaan suunnilleen kokonaismarkkina-kehityksen, mutta Aspocompin voittamista yksittäisistä tilauksista emme voi tietää. Pitkällä tähtäimellä yhtiön menestyksen ratkaisee kuitenkin yhtiön kilpailukyky ja strategian onnistuminen. Tilanne tulee parantumaan edelleen lähivuosien aikana, jos yhtiö pystyy suunnitelmiensa mukaisesti laajentamaan asiakaspohjaansa.

Avainlukujen ennustettu kehitys

Avainlukuja	2017e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	23,9	27,6	30,4	33,3
Oma tuotanto (arvio)	19,2	22,0	23,7	25,2
Volyymituotanto (arvio)	4,7	5,6	6,7	8,1
Volyymituotannon osuus (%)	20 %	20 %	22 %	24 %
Liikevaihdon kasvu-%	11 %	15 %	10 %	10 %
Käyttökate-%	8,0 %	12,0 %	13,8 %	13,4 %
Oma tuotanto (arvio)	9,1 %	14,0 %	16,2 %	16,0 %
Volyymituotanto (arvio)	3,5 %	4,0 %	5,2 %	5,4 %
Käyttökate	1,9	3,3	4,2	4,5
Poistot	1,1	1,2	1,7	2,0
Liikevoitto (MEUR)	0,8	2,1	2,5	2,5
Liikevoitto-%	3,5 %	7,7 %	8,2 %	7,5 %

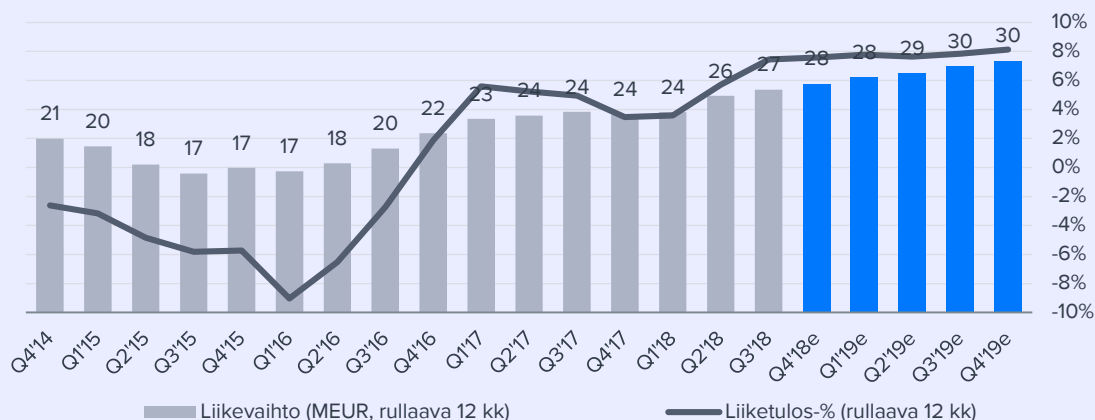
Aspocompin liikevaihdon kehitys
(MEUR, Inderesin arvio)



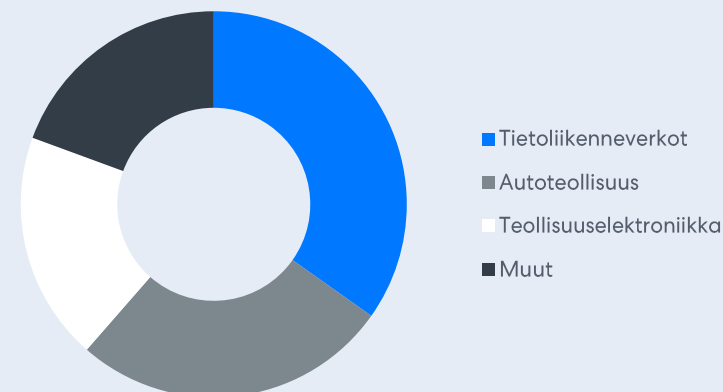
Aspocompin käyttökateen kehitys (MEUR, Inderesin arvio)



Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Liikevaihto sektoreittain 2017



Ennusteet ja arvonmääritys 3/6

Arvostuksen perustekijät

Aspocompin arvostustasoa tulee mielestämme tarkastella korkean teknologiatason alihankkijana, jonka kysyntä heiluu voimakkaasti ja näkyvyys on heikko. Yhtiöllä on mielestämme selkeä kilpailuetu, korkea kannattavuus-potentiaali ja hyvät edellytykset merkittävälle tuloskasvulle. Sijoitusprofiililtaan yhtiö on mielestämme korkeariskinen kasvuyhtiö.

Näkemyksemme mukaan yhtiön arvostusta tukevat yhtiön hyvin edistynyt strategia. Asiakaskunnan laajentuminen laskee yhtiön suurimpia riskejä, joita ovat riippuvuus yksittäisestä asiakkaasta sekä kysynnän heikko ennakoitavuus. Tämä heijastuu arviomme mukaan pitkällä aikavälillä myös Aspocompin hyväksyttävään arvostustasoon. Mielestämme yhtiöllä on kilpailuetu ja uudistetun strategian ansiosta vahvistunut kokonaistarjonta. Lisäksi Aspocompin välitysliiketoiminnan potentiaali on vielä pääosin piilossa, mikä antaa omistajille hyvän potentiaalisen tuottoajurin tulevaisuudessa.

Toisaalta hyväksyttävää arvostustasoa painaa tuloksen heikko ennakoitavuus, mikä on historiassa aiheuttanut negatiivisia tulosvaroituksia ja korostanut riskejä. Hieman ristiriitaisesti vuoden 2018 suuren tulosparannuksen jälkeen myös yhtiön kestävä tuloskasvupotentiaali on mielestämme selvästi pienentynyt, mikä rajoittaa nousuvaraa. Päinvastoin nykyisen erittäin hyvän kannattavuustason kestävyyyteen liittyy nyt epävarmuutta. Lisäksi yhtiön arvostustasoa painaa nyt ja tulevaisuudessa sen heikko asema arvoketjussa. Yhtiö pystyy parantamaan

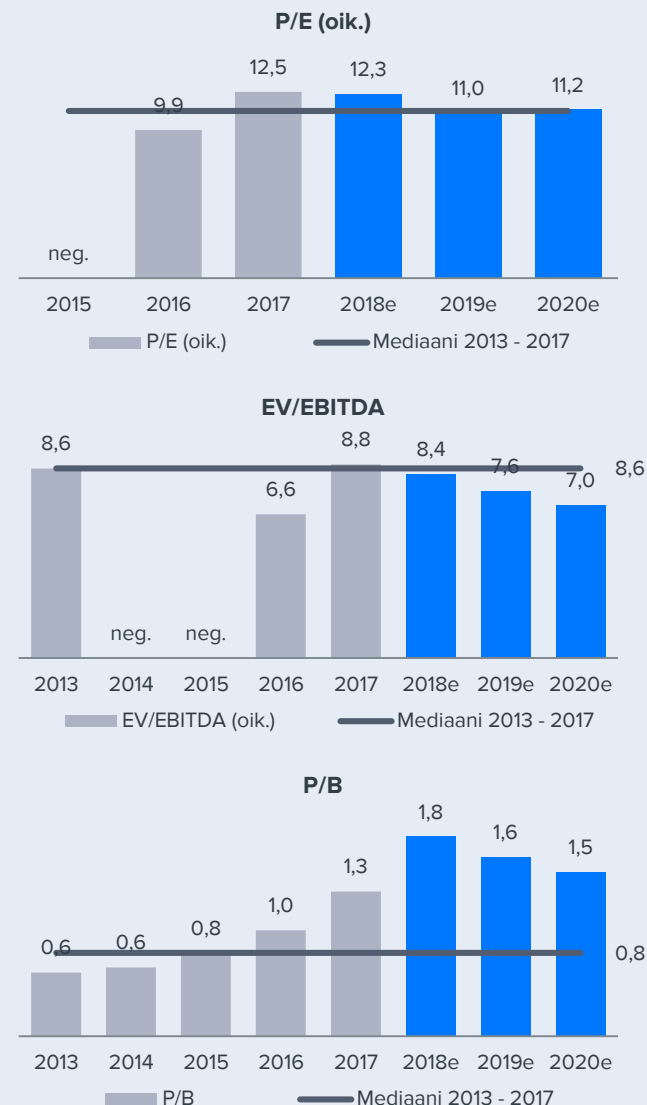
asemaansa laajentaessaan asiakaskuntaansa, mutta lopulta sen hinnoitteluvoima on aina rajallinen suhteessa suuriin asiakkaisiin.

Emme näe arvostuskertoimissa nousuvaraa

Aspocompin arvostustaso on kohtuullinen vuoden 2018 ennusteilla: P/E-luku on noin 12x ja EV/EBITDA 8-9x. Kertoimet eivät ole erityisen korkeita, mutta samalla vuoden 2018 erittäin vahvasta tuloksesta voi olla vaikeaa parantaa kestävästi, erityisesti jos 5G-ajuri heikentyisi merkittävästi. Yhtiön P/E-luvut ovat yleisesti houkuttelevampia kuin muut kertoimet, koska yhtiö ei joudu maksamaan historiallisen tappioiden takia veroja. Mielestämme 12x P/E on yhtiölle neutraali normaalitilanteessa.

Ensi vuoden näkymät ovat erittäin hyvät, mutta niihin liittyy kuitenkin merkittävää epävarmuutta. Vuoden 2019 ennusteilla P/E laskee 11x-tasolle, mutta EV/EBITDA on edelleen lähellä 8x-tasoa. Tämä johtuu siitä, että ensi vuonna yhtiön velkaantuminen tulee arviomme mukaan kasvamaan merkittävästi suurien investointien takia. Tämä mahdollistaa liikevaihdon pitkän aikavälin kasvun, mutta on myös riski lyhyellä aikavälillä.

Aspocompin P/B-luku (1,8x) on noussut kurssiralleissa voimakkaasti, eikä anna enää osakkeelle mitään tukea mahdollisessa negatiivisessa skenaariossa. Osinkotuotto on arviomme mukaan noin 2,7 %, mikä ei myöskään tarjoa tukea. Nykyisellä kurssitasolla arvostus nojaakin mielestämme voimakkaasti tuloskasvuun ja tulosennusteidemme ylittämiseen. Jos yhtiö pystyy tähän ensi vuonna, tämä avaa lisää nousupotentiaalia.



Ennusteet ja arvonmääritys 4/6

Hyvää verrokkiryhmää ei saatavilla

Aspocompille ei ole saatavilla hyvää verrokkiryhmää, koska sen merkittävistä kilpailijoista suurin osa ei ole listattuja tai niillä ei ole analytiikkoseurantaa (Note AB, Cofidur SA). Parhaita verrokkeja ovat mielestämme eurooppalaiset piirilevy-yhtiöt AT&S (Austria Technologie & System) ja Schweizer Electronic. Alan suurista volyymivalmistajista olemme ottaneet mukaan taiwanilaiset Unimicronin ja Compeqin sekä yhdysvaltalaisen TTM Technologiesin. Volyymivalmistajien liikevaihdot lasketaan kuitenkin miljardeissa dollareissa, mikä heikentää niiden vertailukelpoisuutta Aspocompiin merkittävästi.

Lisäksi olemme ottaneet verrokkiryhmäämme myös sijoitusprofiililtaan vastaavia yhtiöitä Helsingin pörssistä. Helsingistä paras verrokki

on mielestämme Scanfil, joka on elektroniikka-teollisuuden kansainvälinen sopimusvalmistaja ja järjestelmätoimittaja. Lisäksi mukana ovat Efore ja Teleste, joiden profiilit ovat suhteellisen lähellä Aspocompia, mutta joista Efore on nyt rahoitusongelmissa. Kokonaisuudessaan verrokkiryhmän hinnoittelua indikoiva arvo on mielestämme heikko, minkä takia emme anna verrokkiryhmälle suurta painoarvoa analyysissä.

Suhteellinen arvostus on todella korkea

Vuoden 2019 P/E-kertoimilla laskettuna verrokkiryhmän arvostustaso on keskimäärin noin 28 % matalampi kuin Aspocompin, mutta vuoden 2018 ennusteilla eroa ei käytännössä ole. P/E-kertoimien vertailussa on hyvä huomioida Aspocompin nollaveroaste, mikä on kuitenkin ainakin lähivuosina turvattu. Silti pelkän P/E:n katsominen voi olla

harhaanjohtavaa.

Vuosien 2018e ja 2019e EV/EBIT- ja EV/EBITDA-luvuilla Aspocomp on lähes 50 % kalliimpi kuin ryhmän mediaani, joten ryhmän arvostus indikoisi Aspocompin olevan voimakkaasti yliarvostettu. Jälleen vertailuun vaikuttaa verottomuus ja toisaalta erot taserakenteissa. Verrokkiryhmän perusteella Aspocompin osake olisi kuitenkin kallis.

Vertailu parhaisiin verrokkeihin

Aspocomp on yliarvostettu suhteessa AT&S-yhtiöön (2019e P/E 9x), merkittävästi yliarvostettu suhteessa Scanfiliin (2019e P/E 8x) ja ilmeisesti aliarvostettu suhteessa Schweizeriin, jonka arvostuskertoimet ovat toisaalta poikkeavia. Suuria johtopäätöksiä ryhmästä ei mielestämme kuitenkaan voi tehdä.

Verrokkiryhmän arvostus	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
Efore	0,04	18	33		16,5	32,9	6,6					0,2
Teleste	5,74	109	117	10,6	7,9	6,7	5,1	13,7	10,2	3,2	5,0	1,4
Scanfil	3,79	243	282	7,3	7,2	5,9	5,7	8,5	8,2	3,7	4,0	1,6
Austria Technologie & System	15,34	625	823	9,1	7,2	3,6	3,2	12,2	9,0	0,8	1,6	1,1
Schweizer	13,95	53	51	16,4	28,2	4,7	4,6	44,2				
Unimicron	21,25	915	1455	130,5	24,8	5,1	4,6	25,3	20,3	2,6	3,1	0,8
Compeq	20,35	694	913	5,9	6,1	3,5	3,4	7,6	7,3	5,6	5,8	1,0
TTM Technologies	11,20	1024	2222	9,8	8,6	5,9	5,4	6,6	6,0			1,0
Aspocomp (Inderes)	3,69	25	28	13,0	12,8	8,4	7,6	12,3	11,0	2,7	3,3	1,8
Keskiarvo				27,1	13,3	8,6	4,8	16,9	10,2	3,2	3,9	1,0
Mediaani				9,8	8,3	5,5	4,8	12,2	8,6	3,2	4,0	1,0
Erotus-% vrt. mediaani				33 %	55 %	52 %	57 %	1 %	28 %	-15 %	-20 %	80 %

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

Ennusteet ja arvonmääritys 5/6

Suhteutamme arvoa myös Helsingin pörssin yleiseen tasoon

Järkevän verrokkiryhmän puuttuessa painotamme normaalia enemmän Helsingin pörssin pienten yhtiöiden yleistä arvostustasoa, mihin hyväksymämme arvostus on mielestämme myös kohtuullisen hyvin linjassa. Pörssikurssien merkittävän laskun jälkeen Helsingin pörssistä löytyy kuitenkin mielestämme riski/tuotto-profiililtaan selvästi houkuttelevampia kohteita kuin Aspocomp, mikä tukee näkemystämme.

DCF-arvonmääritys

DCF-mallimme antama arvo osakkeelle on nykyisillä oletuksilla noin 3,9 euroa. Oletamme yhtiön kasvavan keskipitkällä aikavälillä noin 7-9 %:n vauhtia ja terminaalissa kasvun hidastuvan 3,3 %:n tasolle. Lisäksi odotamme yhtiön saavuttavan parhaimmillaan 8,2 %:n liikevoitto-marginaalin ensi vuonna, minkä jälkeen ennustamme kannattavuuden heikentyvän hiljalleen kohti terminaalijakson 6,5 %:n tasoa. Yhtiön oma tavoite vähintään 7 % vuoteen 2022 mennessä, mihin suhteutettuna terminaalitaso on mielestämme korkea huomioiden yhtiön heikko historiallinen track-record.

DCF-mallia rasittaa merkittävästi lähivuosien suuret investoinnit, joiden takia lähivuosien vapaat kassavirrat ovat heikkoja. Terminaalijakson painoarvo mallissa onkin erittäin korkea 72 %, mikä kertoo kauas tulevaisuuteen kohdistuvien epävarmojen oletuksien vastaavan suuresta osasta osakkeen nykyarvoa.

Käyttämämme pääoman keskimääräinen kustannus (WACC) 9,2 % on mielestämme kohtuullisen korkea huomioiden nykyinen

alhainen korkotaso. Oman pääoman tuottovaatimus on 9,9 %, mitä pidämme kohtuullisena suhteessa Aspocompin korkeisiin riskeihin. Oletukset perustuvat yhtiön profiiliin pienenä kasvuyhtiönä, jonka taloudellinen tilanne ja rahoitusasema ovat vakaita.

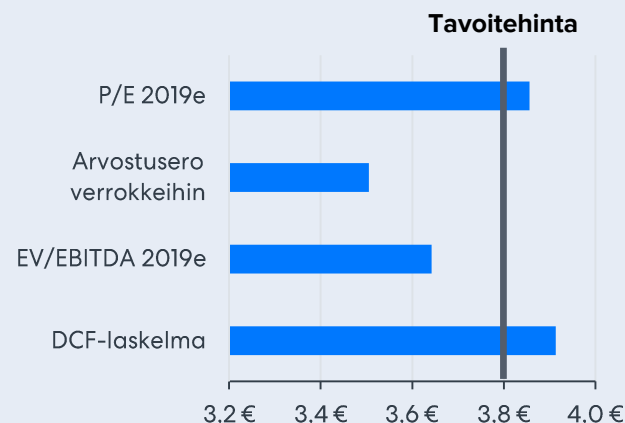
DCF-laskelman indikoima arvo on erittäin herkkä muutoksille avainoletuksissa ja pidämme laskelmaa lähinnä varmistuksena siitä, että asettamamme tavoitehintaa voidaan perustella järkevillä oletuksilla tulevista kassavirroista. Tarkempi kassavirta-analyysi sekä kassavirtojen jakautuminen löytyvät liitetiedoista.

Suositus ja tavoitehintaa

Toistamme Aspocompille tavoitehintamme 3,80 euroa. Eri arvonmääritysmenetelmillä laskien osakkeen arvo on tällä hetkellä noin 3,5-3,9 euroa, mutta mielestämme nykyinen tavoitehintamme kuvaa hyvin nykyisin neutraalia riski/tuotto-profiilia nykyisillä ennusteillamme. Emme näe osakkeessa tällä hetkellä merkittävää nousuvaraa, minkä takia toistamme vähennä-suosituksemme. Osake on mielestämme tällä hetkellä järkevästi hinnoiteltu, kun pohdimme sijoittajien kantamaa riskiä ja tuottopotentiaalia.

Lähivuosien tulossennusteiden kehitys, yhtiön strategian edistyminen sekä 5G:n kehitys tulevat arviomme mukaan olemaan merkittävimpiä arvoon vaikuttavia tekijöitä lähiaikoina. Lisäksi yhtiön investointiohjelman eteneminen on merkittävä tekijä. Strategian pitäisi näkyä asiakaskunnan laajentumisena ja liikevaihdon kasvuna erityisesti tietoliikenneverkkojen ulkopuolelta. Tämä tukee liikevaihdon kasvua ja toisaalta laskee yhtiön tulokseen liittyvää volatiliiteettia ja sitä kautta riskiprofiilia.

Pääarvostusmenetelmien antama arvo



Hyväksytty arvostus	Nyt	Aik.	Muutos
P/E (2019e, oik.)	11,5	12	-4 %
P/B (2018e)	1,8	1,7	6 %
EV/EBITDA (2019e)	7,5	7,4	1 %
Arvostusero verrokkeihin	25 %		-
DCF-laskelma	3,9 €	3,9 €	1 %

Arvostusmenetelmä	Arvo	Ero. Vrt. Tavoite
P/E 2019e	3,9 €	1 %
EV/EBITDA 2019e	3,6 €	-4 %
Arvostusero verrokkeihin	3,5 €	-8 %
DCF-laskelma	3,9 €	3 %
Keskiarvo/ Tavoitehintaa	3,7 €	3,8 €

Ennusteet ja arvonnääritys 6/6

Merkitävimmät riskit

Aspocompin suurimmat riskit liittyvät mielestämme keskittyneeseen asiakaskuntaan, kysynnän suureen vaihteluun, heikkoon näkyvyyteen ja toisaalta pitkällä tähtäimellä markkinoiden yleiseen kehitykseen. Lisäksi sijoitustarinaa liittyy riskejä, kuten nykyisen hyvän kannattavuustason kestävyys ja markkinoiden luottamuksen mahdolliset vaihtelut. Lisäksi osakkeeseen liittyy likviditeettiriski, vaikka osakkeen vaihtovolyymit ovat kohtuullisia suhteessa markkina-arvoon.

Tulostason kestävyys

Aspocompin taloudellinen track-record 2000-luvulta ja näkyvyys tuloskehitykseen ovat heikkoja. Vuosi 2018 on ollut yhtiöltä erinomainen, mikä on nostanut merkittävästi markkinoiden odotuksia lähivuosilta. Pidämme nykyisiä tulosenusteita realistisina ja joiltain osin varovaisina, mutta tulospettymykset ovat kuitenkin hyvin mahdollisia. Osakemarkkinat ovat tällä hetkellä yleisesti riskejä välttävissä tilassa, minkä takia reaktiot mahdollisiin tulospettymyksiin voisivat olla voimakkaita.

Jos vuoden 2018 tulostaso ei osoittautuisi kestäväksi, olisi osakekurssissa mielestämme merkittävästi laskuvaraa. Osakkeen tukitaset ovat negatiivisessa skenaariossa kaukana.

Riippuvuus avainasiakkaista

Aspocompin asiakaskunta on keskittynyt ja merkittävä osa liikevaihdosta muodostuu muutamalta avainasiakkaalta. Vuonna 2017 yhtiön liikevaihdosta 35 % tuli tietoliikenneverkoista ja 50 % viideltä

suurimmalta asiakkaalta. Vuonna 2018 erityisesti tietoliikennesektorin osuus tulee arviomme mukaan nousemaan selvästi 5G-ajurin takia, mikä kasvattaa edelleen Aspocompin riippuvuutta yksittäisestä sektorista. Strategian hyvästä edistymisestä huolimatta yhtiöllä ei ole vielä riittävästi keskisuuria asiakkaita, minkä takia merkittävät muutokset suurissa asiakkuuksissa heijastuvat Aspocompin tuloskehitykseen. Viime aikoina tämä muutos on ollut arviomme mukaan selvästi positiivinen, mutta tilanne voi kääntyä lähivuosina.

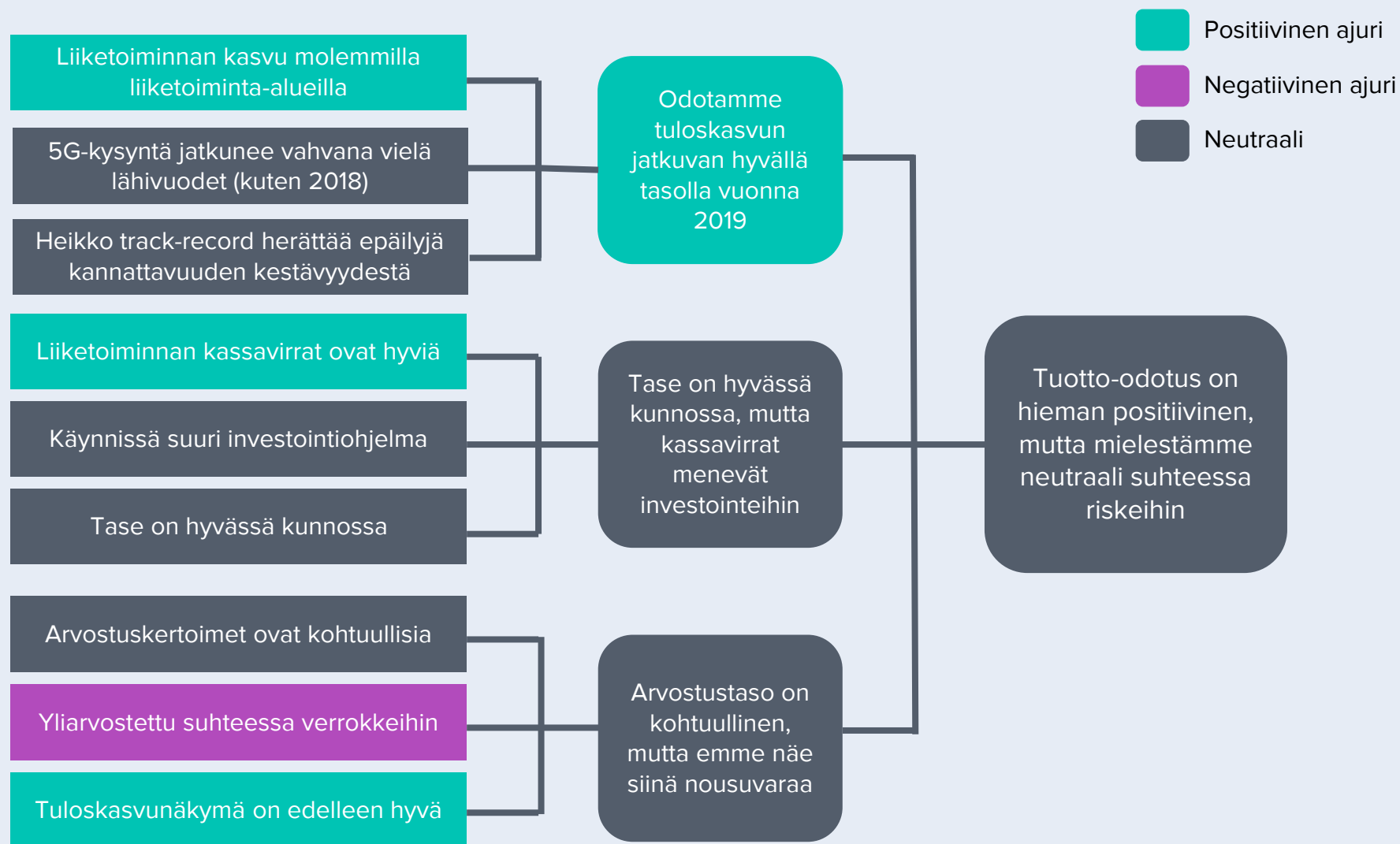
Markkinoiden kehitys

Vaikka Aspocomp on marginaalinen toimija globaalissa elektroniikkamarkkinassa, muutokset globaalissa piirilevykysynnässä vaikuttavat myös yhtiön liiketoimintaan. Pitkittynyt laskusuhdanne voisi edelleen lisätä kilpailua pikatoimituksien ja lyhyiden valmistussarjojen osalta. Tämä vaikuttaisi negatiivisesti sekä kysyntään että hintoihin.

Investointien tai niiden ajoituksessa epäonnistuminen

Aspocompin tase on mielestämme tällä hetkellä hyvässä kunnossa, mutta yhtiölle ison 10 MEUR:n investointiohjelman takia negatiivisessa skenaariossa tase voisi heiketä merkittävästi ja yhtiöllä voisi olla normaalia hankalampaa saada velkarahoitusta. Merkittävien investointien ajoittaminen väärin tai muu epäonnistuminen niissä voisi näkemyksemme mukaan pahentaa selvästi esimerkiksi markkinatilanteen merkittävän heikentymisen tai avainasiakkaan menettämisen negatiivista vaikutusta.

Aspocompin arvoajurit



Kvartaaliennusteet

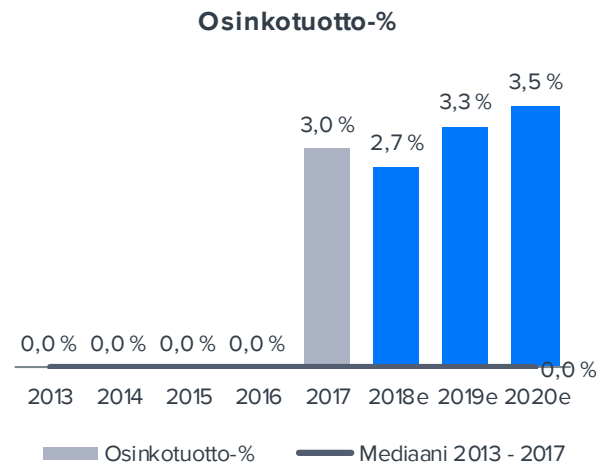
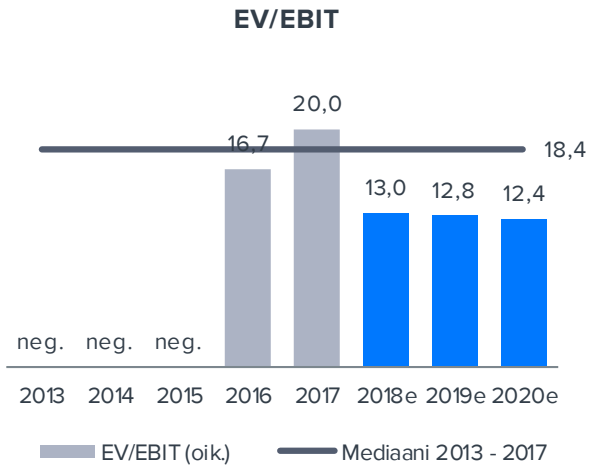
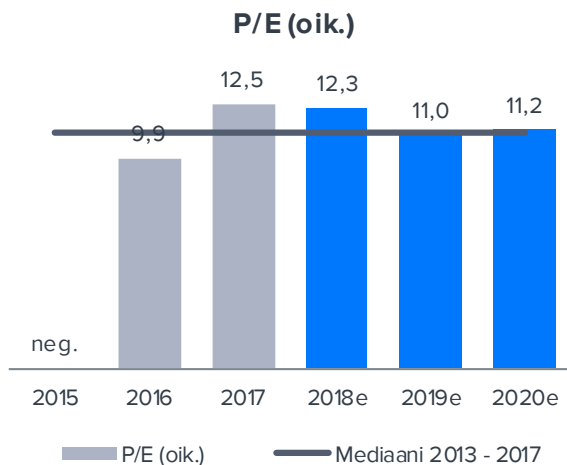
Tuloslaskelma	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18e	2018e	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	21,6	5,9	5,7	6,0	6,3	23,9	6,1	7,7	6,7	7,0	27,6	30,4	33,3	36,3
Aspocomp	21,6	5,9	5,7	6,0	6,3	23,9	6,1	7,7	6,7	7,0	27,6	30,4	33,3	36,3
Käyttökate	1,8	0,5	0,4	0,4	0,7	1,9	0,6	1,1	0,9	0,8	3,3	4,2	4,5	4,7
Poistot ja arvonalennukset	-1,1	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-1,1	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-1,2	-1,7	-2,0	-2,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	0,7	0,2	0,1	0,1	0,4	0,8	0,3	0,8	0,6	0,5	2,1	2,5	2,5	2,7
Liikevoitto	0,7	0,2	0,1	0,1	0,4	0,8	0,3	0,8	0,6	0,5	2,1	2,5	2,5	2,7
Aspocomp	0,7	0,2	0,1	0,1	0,4	0,8	0,3	0,8	0,6	0,5	2,1	2,5	2,5	2,7
Nettorahoituskulut	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,3	-0,3
Tulos ennen veroja	0,6	0,2	0,1	0,1	0,4	0,8	0,3	0,8	0,5	0,4	2,0	2,2	2,2	2,4
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	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	0,0
Nettotulos	1,0	0,2	0,1	0,1	0,9	1,3	0,3	0,8	0,5	0,4	2,0	2,2	2,2	2,4
EPS (oikaistu)	0,16	0,04	0,01	0,01	0,13	0,19	0,04	0,12	0,08	0,07	0,30	0,34	0,33	0,36
EPS (raportoitu)	0,16	0,04	0,01	0,01	0,13	0,19	0,04	0,12	0,08	0,07	0,30	0,34	0,33	0,36

Tunnusluvut	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18e	2018e	2019e	2020e	2021e
Liikevaihdon kasvu-%	23,9 %	42,3 %	7,3 %	8,1 %	-4,3 %	10,6 %	4,3 %	34,7 %	12,2 %	11,5 %	15,4 %	10,0 %	9,5 %	9,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-173,0 %	-156,5 %	-42,3 %	-37,9 %	-50,1 %	22,5 %	14,9 %	733,0 %	506,3 %	20,2 %	152,6 %	17,2 %	-0,2 %	7,5 %
Käyttökate-%	8,1 %	9,0 %	6,4 %	5,9 %	10,7 %	8,0 %	9,0 %	13,8 %	12,6 %	11,9 %	12,0 %	13,8 %	13,4 %	12,8 %
Oikaistu liikevoitto-%	3,2 %	4,2 %	1,6 %	1,6 %	6,5 %	3,5 %	4,7 %	10,2 %	8,5 %	7,0 %	7,7 %	8,2 %	7,5 %	7,4 %
Nettotulos-%	4,8 %	4,0 %	1,4 %	1,3 %	13,9 %	5,3 %	4,1 %	10,0 %	8,0 %	6,3 %	7,2 %	7,4 %	6,6 %	6,6 %

Arvostus

Arvostustaso	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Osakekurssi	1,14	1,04	1,12	1,60	2,37	3,69	3,69	3,69	3,69
Osakemäärä, milj. kpl	6,41	6,41	6,41	6,41	6,67	6,67	6,67	6,67	6,67
Markkina-arvo	7,3	6,7	7,2	10	16	25	25	25	25
Yritysarvo (EV)	6,9	7,2	8,2	12	17	28	32	31	30
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	9,9	12,5	12,3	11,0	11,2	10,3
P/E	neg.	neg.	neg.	9,9	12,5	12,3	11,0	11,2	10,3
P/Kassavirta	neg.	neg.	neg.	neg.	91,5	neg.	neg.	9,4	11,5
P/B	0,6	0,6	0,8	1,0	1,3	1,8	1,6	1,5	1,4
P/S	0,4	0,3	0,4	0,5	0,7	0,9	0,8	0,7	0,7
EV/Liikevaihto	0,4	0,3	0,5	0,5	0,7	1,0	1,1	0,9	0,8
EV/EBITDA (oik.)	8,6	neg.	neg.	6,6	8,8	8,4	7,6	7,0	6,5
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.	16,7	20,0	13,0	12,8	12,4	11,2
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	36,8 %	33,3 %	35,8 %	39,6 %	40,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	3,0 %	2,7 %	3,3 %	3,5 %	3,9 %

Lähde: Inderes

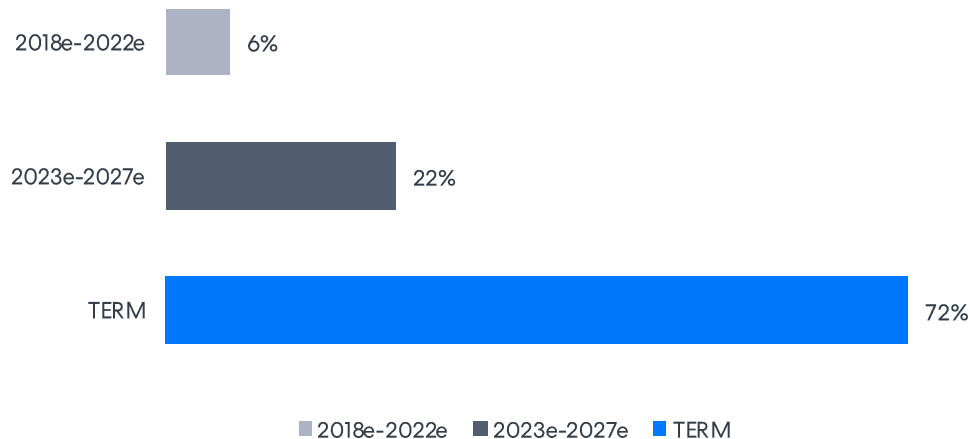


Lähde: Inderes

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
Liikevoitto	0,8	2,1	2,5	2,5	2,7	2,8	3,0	3,1	3,2	3,3	3,4	
+ Kokonaispoistot	1,1	1,2	1,7	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	1,9	
- Maksetut verot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,5	-0,5	-0,5	
- 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	-0,5	-0,5	-0,5	-0,1	-0,1	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	
Operatiivinen kassavirta	1,2	2,8	3,7	4,0	4,5	4,7	4,5	4,3	4,3	4,4	4,6	
+ 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	
- Bruttonoinvestoinnit	-1,2	-4,2	-7,0	-2,0	-2,4	-2,3	-2,3	-2,3	-2,3	-1,7	-2,0	
Vapaa operatiivinen kassavirta	0,1	-1,4	-3,3	2,0	2,1	2,4	2,2	2,0	2,1	2,7	2,5	
+/- Muut	0,1	0,0	0,7	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	0,2	-1,4	-2,6	2,6	2,1	2,4	2,2	2,0	2,1	2,7	2,5	44,2
Diskontattu vapaa kassavirta		-1,4	-2,4	2,2	1,6	1,7	1,4	1,2	1,1	1,3	1,1	19,8
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		27,7	29,1	31,5	29,3	27,6	26,0	24,6	23,4	22,3	21,0	19,8
Velaton arvo DCF		27,7										
- Korolliset velat		-1,5										
+ Rahavarat		0,4										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-0,5										
Oman pääoman arvo DCF		26,1										
Oman pääoman arvo DCF per osake		3,9										

Rahavirran jakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)	
Vero-% (WACC)	15,0 %
Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,5 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,75 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	9,9 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,2 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Pysyvät vastaavat	8,7	9,4	12,4	17,7	17,7
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	3,2	3,3	3,3	3,3	3,3
Käyttöomaisuus	2,5	2,6	5,6	10,9	10,9
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	3,0	3,5	3,5	3,5	3,5
Vaihtuvat vastaavat	7,0	8,1	9,4	10,6	12,0
Vaihto-omaisuus	2,6	2,8	3,3	3,6	4,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	4,1	4,9	5,5	6,1	6,7
Likvidit varat	0,3	0,4	0,6	0,9	1,3
Taseen loppusumma	15,7	17,4	21,8	28,3	29,7

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Oma pääoma	10,6	12,0	13,5	15,1	16,5
Osakepääoma	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Kertyneet voittovarot	5,4	6,6	8,1	9,7	11,1
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	4,3	4,4	4,4	4,4	4,4
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	1,2	1,4	2,9	5,9	5,6
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	0,8	1,0	2,4	5,5	5,2
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Lyhytaikaiset velat	3,9	4,0	5,4	7,3	7,6
Lainat rahoituslaitoksilta	0,7	0,5	1,2	2,8	2,6
Lyhytaikaiset korottomat velat	3,2	3,5	4,1	4,6	5,0
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	15,7	17,4	21,8	28,3	29,7

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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 esittäjien 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 (välttämättä 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 esittäjien 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 (välttämättä 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 kehoitukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen

kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa - analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. 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/>

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
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 €
31.7.2018	Lisää	3,25 €	3,05 €
10.8.2018	Lisää	3,80 €	3,50 €
17.10.2018	Vähennä	4,20 €	4,15 €
26.10.2018	Vähennä	3,80 €	3,83 €
7.12.2018	Vähennä	3,80 €	3,69 €

Inderes Oy

Pohjoismaiden 2. palkituin tiimi vuosina 2017 ja 2018



2015, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017
Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018
Suositustarkkuus



2012, 2016, 2017, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2018
Ennustetarkkuus

Inderes on kaikille osakesijoittajille avoin analyysipalvelu ja yhteisö. Toimintaamme ohjaavat viisi periaatetta: riippumattomuus, laadukas analyysi, intohimo osakemarkkinoita kohtaan, pääomamarkkinoiden avoimuuden parantaminen sekä toiminta yhteisönä yhteisen hyvän edistämiseksi. Tavoitteemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja kansankapitalismia. Yhteisöömme kuuluvat sijoittajat oppivat tuntemaan kohdeyhtiöt paremmin, ymmärtävät omistajuuden merkityksen ja voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi. Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyhtiötä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 20 työntekijän tiimillä intohimosta osakesijoittamiseen.

Inderes Oy

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/inderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

**Analyysi kuuluu
kaikille.**