

Efore

Vuosipäivitys

12/2015

**inde
res.**

Muutosten vuosi 2016

Nostamme Eforen suosituksen vähennä-tasolle (aik. myy) sekä tavoitehintamme 0,75 euroon (aik. 0,67 EUR). Yhtiö on toteuttamassa mittavia muutoksia liiketoiminnoissaan vuoden 2016 aikana. Uuden strategian jalkauttamisen myötä luottamuksemme yhtiön käänteeseen on vahvistunut. Odotamme yhtiöltä kuitenkin näyttöjä kannattavuuden kohenemisesta sekä myyntiponnistusten onnistumisesta teollisuussektorilla, ennen kuin voimme ottaa positiivisemman näkemyksen osakkeessa. Koemme Nokia Alcatel-Lucent -yhteenliittymän haasteeksi Eforelle, joka voi tuoda mukanaan mittavia muutoksia vuosien 2016-2018 aikana.

Käänneyhtiön tie on pitkä, mutta edistysaskeleita on luvassa

Eforen strategian suuntana on pyrkiä luomaan perusta kannattavalle kasvulle tulevaisuudessa. Näkemyksemme mukaan uusi johto alkaa määrätietoisemmin tavoittelemaan pysyvää kannattavuustason nousua priorisoimalla sisäistä tehokkuutta sekä kasvua valikoiduilla teollisuussektorin alueilla. Eforella on edessään mittavien muutosten läpivienti aina kulukarsinnasta ja tuotannon tehostamisesta myynnin aktivoimiseen. Näemme myös, että Efore on samalla ajamassa vanhan ROAL-yrityskauppansa puolitiehen jäänyttä integraatiota läpi uudestaan. Uskomme, että kyseisillä muutoksilla yhtiö voi merkittävästi parantaa ansaintalogiikkaansa ja luoda pysyvyyttä liiketoimintojensa tuloksellisuudelle.

Nokia ja Alcatel-Lucent yhteenliittymä luo epävarmuutta

Eforelle on strategisesti tärkeää pystyä kasvattamaan telekommunikaation rinnalle vahva teollisuussektoria palveleva liiketoiminta sekä kasvattaa skaalautuvampien standardituotteiden osuutta liiketoiminnassaan. Uskomme telekommunikaatiosektorin olevan Eforelle hyvää liiketoimintaa, mikäli se toimii osana laajempaa ja hajautetumpaa teholähdeliiketoimintaa. Efore on edelleen liian riippuvainen syklisen telekommunikaatiosektorin kahdesta pääasiakkaasta, minkä johdosta kestävästi kannattavan liiketoiminnan rakentaminen on vaikeaa. Nokian ja Alcatel-Lucentin yhteenliittymä tuo varmasti muutoksia ja ensisijassa pelkäämme pienen Eforen kärsivän toimintoketjun tehostamisesta. Myös tuleva mobiiliverkkolaitteiden volyymin siirtyä pienempiin tukiasemiin aiheuttaa haasteita Eforelle, joka on toiminut pääosin suuremmissa makrotukiasemissa.

Ennustamme tulokäänteen jatkuvan

Efore ei onnistunut nostamaan kannattavuuttaan vanhan johdon aikana ja uudella johdolla on näytön paikka edessään. Arvioimme kannattavuuden kärsivän laaja-alaisista muutoksista lähiaikoina, mutta uskomme kannattavuuskäänteen mahdollisuuteen on kasvanut. Odotamme yhtiön tekevän lievästi positiivisen tuloksen vuodelle 2016, mitä tukee telekommunikaation tuoteportfolion uusiutuminen sekä teollisuussektorin kasvu. Mittavien muutosten jälkeen odotamme liikevoittomarginaalin yltävän 5 %:iin vuonna 2017.

Osake hinnoittelee kannattavuuskäänteen

Yhtiön osaketta hinnoitellaan käänneyhtiönä, mikä näkyy alhaisina liikevaihtokertoimina (P/S 0,5x). Osakekurssi kuitenkin hinnoittelee Eforelle tulokäännettä ja tulos pohjaiset kertoimet (P/E'16e 95x ja P/E'17e 13x) eivät nykyisellä kannattavuusnäkymällä tarjoa suurta nousuvaraa. Pirstaloitunut teholähdemarkkina tarjoaa pitkällä aikavälillä yritysostomahdollisuuksia Eforelle ja tekee myös Eforesta potentiaalisen yritysostokohteen.

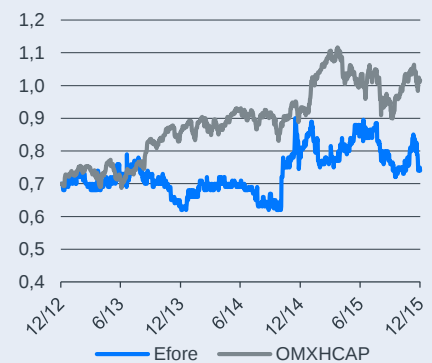
Analyytikko

Jari Honko
+358 50 554 0343
jari.honko@inderes.fi



Suositus Vähennä

Tavoitehintaa: 0,75 €



Eilisen päätös

0,74 EUR

12 kk vaihteluväli

0,72-0,90 EUR

Potentiaali

+1 %

Avainluvut

	2014	2015e	2016e
Liikevaihto	85,3	90,3	95,0
- kasvu-%	3 %	6 %	5 %
EBIT (oik.)	0,1	-1,2	1,8
- EBIT-% (oik.)	0,1 %	-1,3 %	1,9 %
Tulos ennen veroja	-3,1	-2,4	0,5
Nettotulos	-2,7	-2,3	0,4
EPS (oik.)	-0,01	-0,04	0,01
Osinko	0,00	0,00	0,00
- Osinkosuhde	0 %	0 %	0 %
P/E	neg.	neg.	94,9
P/B	2,1	2,2	2,1
P/S	0,5	0,5	0,4
EV/EBIT	392	-39	26
EV/EBITDA	12,0	19,0	8,0
EV/Liikevaihto	0,6	0,5	0,5
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

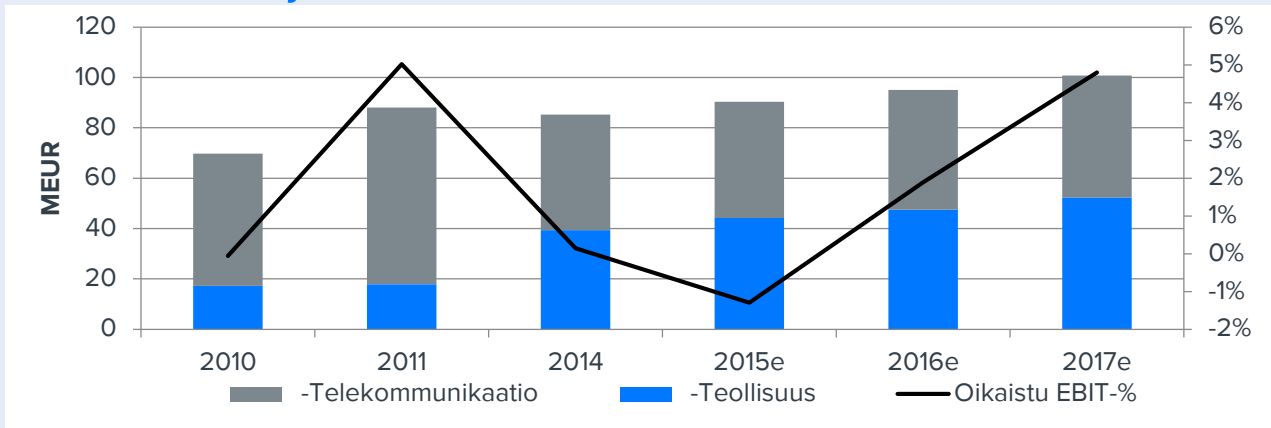
Lähde: Inderes

Efore yhteenveto

Sijoitusnäkemys

Arvoajurit	➤	- Kannattavuuskäännepohjautuu Eforen teollisuussektorin kasvuun - Toimialan konsolidoituminen voi tuoda mahdollisuuksia	➤	 Vähennä Tavoitehintaa: 0,75 €
Riskitekijät	➤	- Teollisuussektorin uusasiakashankinnassa epäonnistuminen - Nokia-Alcatel-Lucent kilpailuttaa toimitusketjustaan - Organisaatiomuutoksen tuloksellisuus - Telekommunikaatiossa fokuksen muututtava mikrotukiasemien myötä		
Arvostus	➤	- Eforea hinnoitellaan käännetyhtiönä - Volyympohjainen arvostus matala (EV/Sales 0,5x) - Arvostuksessa ei nousuvaraa ilman selvää tulosparannusta		

Liiketoiminnan kehitys



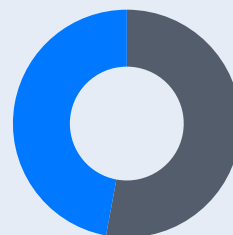
*FY13 = 14kk tilikausi. Lähde: Inderes

Liikevaihdon maantieteellinen jakauma Q1-Q3 2015e



Amerikka
Suomi
Aasia ja Tyynenmeren alue
Eurooppa, Lähi-itä ja Afrikka

Liikevaihdon jakauma toimialoittain Q1-Q3 2015e



Telekommunikaatio
Teollisuus

Lähde: Efore

Arvostus 2016e



Sisällysluettelo

Muutosten vuosi 2016	2
Efore yhteenveto.....	3
Sisällysluettelo	4
Yhtiökuvaus	5
Eforen liiketoiminta.....	10
Toimiala ja kilpailijat.....	11
Toimiala ja kilpailijat.....	16
Strategia ja tavoitteet.....	17
Strategia	21
Liiketoimintayksiköt.....	22
Liiketoimintamalli	25
Ennusteet ja arvostus	26
Tuloslaskelma, tase ja DCF-malli.....	31
Suositus historia	34
Vastuuvapauslauseke	35

Yhtiökuvaus

Efore on vuonna 1975 perustettu suomalainen elektroniikan tehosityöttöratkaisuja kehittävä ja valmistava yritys. Yhtiön kehittämät teholliset palvelut palvelevat pääasiassa telekommunikaatio- ja teollisuussektoreita. Heinäkuussa 2013 Efore osti italialaisen ROAL Electronicsin koko osakekannan, mikä kasvatti yhtiön kokoa huomattavasti teollisuussektorilla. Yhtiön vuonna 2015 lanseeraaman strategian mukaan Efore tulee myös jatkossa keskittymään kasvuun erityisesti teollisuussektorilla. Yhtiöllä on ollut suuria haasteita kannattavuutensa kanssa viime vuosina ja lyhyellä tähtäimellä yhtiön pyrkimyksenä on parantaa kannattavuutta. Tilikaudella 2015 yhtiön liikevaihto tulee ennustemme mukaan olemaan 90 miljoonaa euroa ja puhdistettu liikevoitto -1,2 miljoonaa euroa. Konserni työllisti syyskuun 2015 lopussa 856 henkilöä.

Yhtiökuvaus

Liikevaihdon jakautuminen ja asiakkaat

Eforen liikevaihdosta tammi-syyskuussa 2015 tuli 43 % Euroopan, Lähi-idän ja Afrikan markkina-alueilta, 13 % Amerikasta ja 31 % Aasiasta ja Tyynenmeren alueelta. Suomen osuus liikevaihdosta oli 14 %. Asiakassektoreittain liikevaihdosta 53 % tuli telekommunikaatiosektorilta ja 47 % teollisuussektorilta.

Telekommunikaatiossa yhtiön pääasiakkaita ovat Nokia Networks ja Ericsson. Lisäksi Alcatel-Lucent on ollut pieni asiakas telekommunikaatiolle. Eforen suuri riippuvuus etenkin Nokian sekä Ericssonin asiakkuuksista on ollut viime vuosina haaste näiden asiakkaiden kysynnän rajun heilahtelun takia. Eforen riskejä telekommunikaatiossa on kuitenkin pienentänyt viimeisen vuoden aikana Nokian tilanteen stabiloituminen sekä Ericssonin vakaa ja vahva asema verkkolaitemarkkinalla. Molemmat pääasiakkaat ovat selvinneen verkkolaitemarkkinan viimeisen vuosikymmenen aikana tapahtuneesta konsolidaatiosta ehjin nahoin ja voittajina, mikä tukee myös Eforea. Uutena haasteena Eforella on Nokian ja Alcatel-Lucentin fuusioituminen. Yhteenliittymän odotetaan tuovan muutoksia yhtiöiden toimintoketjuihin ja Eforen rooli tehollisdevalmistajana voi muuttua kilpailuttamisen myötä vuosina 2016-2018.

Teollisuussektorilla Eforen asiakaskunta on hyvin hajautunut ja yksittäisten asiakkaiden merkitys on pieni. Yhtiöllä on tuotteita lukuisessa teollisuuden markkinasegmentissä. Teollisuussektorin asiakkaita ovat esimerkiksi Neste Oil, ABB, Daktronics, iGuzzini, Planmeca, Indesit National Instruments, ja Suomen puolustusvoimat.

Eforen liiketoiminta-alueet ja tärkeimpiä asiakkaita

Teollisuuden DC järjestelmät	NESTE OIL Millog WARTSILA FINGRID ABB
Telekommunikaatio	ERICSSON NOKIA CISCO
Digitaaliset teholliset	DELTA ELECTRONICS NATIONAL INSTRUMENTS BARCO
Valaistus	iGuzzini TRIUMPH ERCO ROBE
Terveystenhuolto	PLANMECA PHILIPS
Kodin elektroniikka	elica INDESIT
Puolustusväline	AIRBUS

Kilpailijat

Kaiken kaikkiaan tehollisdevalmistajilla toimii yli tuhat yritystä, joten toimiala on varsin fragmentoitunut. Eforen keskeinen kilpailijaryhmä on suuret ja globaalit elektroniikkatuotteiden valmistajat, kuten Delta Electronics, Artesyn, Bell, Eaton ja Acbel. Lisäksi tehollisdevalmistajilla kilpailee suuri joukko Eforen kokoluokassa olevia keskusurina toimijoita sekä erittäin suuri joukko pieniä toimijoita, jotka ovat erikoistuneet tietyille tuotealueille tai asiakassektoreille.

Eforen kilpailuedut perustuvat näkemyksemme mukaan yhtiön tuotekehityksosaamiseen sekä vahvoihin asiakassuhteisiin, joita ROAL-yritysosto täydensi. Myös laatu, tuotteiden kestävyys vaativissa olosuhteissa ja luotettavuus kuuluvat yhtiön kilpailutekijöihin. Globaali kilpailu tehollisdevalmistajilla on kireää ja Eforelle on tärkeää välttää bulkkiruutuvat ja kilpailuimmat tuotealueet, joissa se ei pysty kilpailemaan aasialaisia jätettä vastaan. Yhtiön organisaatio ja tuotantokoneisto eivät ole olleet viime vuosina kustannuskilpailukykyisiä ja yhtiöllä on edessään mittava organisaationsa ja kannattavuutensa tehostamisohjelma.

Historiallinen kehitys ja rakennemuutos

Viimeisen kymmenen vuoden aikana Eforen tulokset kehitys on ollut epätydyttävää vuosien 2003-2004 positiivista sykliä lukuun ottamatta. Selvä taitekohta oli vuosi 2006, jolloin kilpailu Eforen telekommunikaatiosektorin asiakkaissa kiristyi merkittävästi. Liikevaihdon kasvusta huolimatta yhtiö painui 2005-2006 selvästi tappiolliseksi, kun tilikaudella 2004 liikevoitto oli vielä 10 % tasolla. Vuoden 2006 jälkeen Efore kärsi edelleen telekommunikaatiosektorin heikkoudesta, eikä yhtiön useisiin maihin hajautunut tuotantokoneisto sekä organisaatio olleet valmiita vastaamaan kiristyvään globaaliin kilpailuun.

Tuotannon painopisteen siirtäminen Kiinaan rasitti useiden vuosien tulokset kehitystä. Lisäksi markkinatilanne oli vaikea jo ennen finanssikriisiä. Yhtiön kannattavuus oli 2007-2010 nollan tuntumassa tai tappiollista. Tilikaudella 2011 markkinatilanne telekommunikaatiossa elpyi selvästi ja Efore ylsi 5 % liikevoittoon. Tilikaudella 2012 telekommunikaatio-sektorin markkina kuitenkin jälleen hiipui, kun operaattoreiden jarruttivat investointejaan talouden epävarmuudessa eikä maailmalla toteutettu suuren kokoluokan verkkoprojekteja. Myös pääasiakkaan Nokian fuusioituminen Siemensin verkkoyksikön kanssa sai aikaan DC/DC-teholähteiden tuotannon sisäistämisen. Tämä heijastui Eforeen voimakkaasti ja yhtiö painui jälleen tappiolliseksi käyttöasteiden laskiessa.

Heikko kysyntätilanne Eforen telekommunikaatiossa jatkui alkuvuoteen 2014 asti, minkä jälkeen tuoteportfolion uusiutuminen ja verkkolaitemarkkinan piristyminen alkoivat antaa toivoa kysynnän elpymisestä. Yhtiön kannattavuus kääntyi hetkellisesti voitolle Q3'14:lla. Tuoteportfolion uusiutuminen ei kuitenkaan nostanut Eforen tuotantovolyymin merkittävästi vuonna 2015, koska valittu tuotemix ei saanut tukea markkinan loppukysynnästä, ja vuosi jäänee arviomme mukaan selvästi tappiolliseksi.

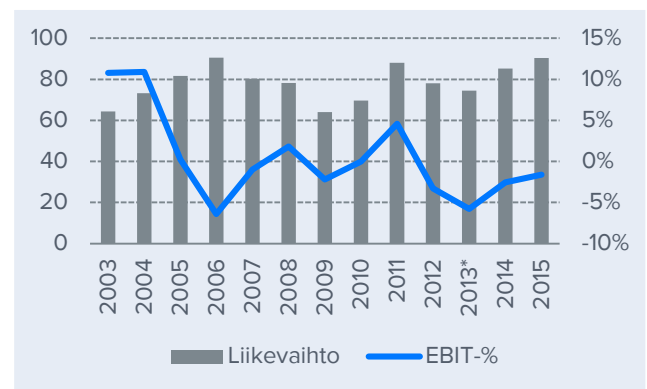
Teknologian jatkuva kehittyminen tietoliikenneverkoissa luo toimialasta haastavan. Näkemyksemme mukaan siirtyminen seuraavan sukupolven verkkoratkaisuihin tulee muuttamaan Eforen liiketoimintaa telecom-alueella tulevina vuosina. Näemme pääasiakkaiden Nokian sekä Ericssonin siirtävän liiketoimintaansa ohjelmisto-, palvelu- ja pilvipohjaisiin liiketoimintamalleihin ja odotamme Eforen joutuvan muokkaamaan fokusalueitaan teholähteistä korvaaviin tuotteisiin. Suurimpana muutoksena vuodelle 2016 tulee olemaan mikrotukiasemiin tarkoitetut sähkönsyöttöjärjestelmät joiden tulisi olla Eforella valmiita tuotantoon vuoden 2016 ensimmäisen puoliskon aikana.

Mielestämme on selvää, että Efore ei voi jättää strategiaansa alati muuttuvan, kilpaillun ja syklisen telekommunikaatiosektorin varaan vaan se tarvitsee

liiketoimintaansa kannattavuuden ja kasvun kohentamiseksi vetoapua eritoten teollisuussektorilta.

Teollisuussektorin puolella yhtiön kysyntä jäi yllättäen ROAL-yrityskaupan jälkeen vaisuksi vuonna 2014, mutta sektorin liikevaihto on alkanut kasvaa notkahduksen jälkeen vakaasti. Yhtiöllä on paljon hyviä tuoteaihoita, joiden varaan uskomme yhtiön rakentavan tulevaisuutensa kasvun. Tulevan mittavan rakennemuutoksen ja strategian jalkauttamisen myötä uskomme Eforeen käännetyhtiönä on jo hieman vahvistunut. Uskomme Eforen kannattavuuskäänteeseen ajoittuvan vuosille 2016-2017, mikäli telekommunikaatiosektorin liiketoimet saadaan säilytettyä nykyisellään.

Eforen liikevaihto ja EBIT-% 2003-2015e



Lähde: Efore / Inderes

*Poikkeava tilikausi

Laajentuminen teollisuussektorilla

Lukuisten vaikeiden vuosien jälkeen Efore lähti kesällä 2013 ROAL-yrityksoston kautta toteuttamaan strategiaansa, jonka tavoitteena on liiketoiminnan tasapainottaminen teollisuussektorin suhteellista osuutta kasvattamalla. Telekommunikaatiosektorin rajut heilahtelut sekä Eforen riippuvuus yksittäisistä asiakkaista sekä näiden asiakkaiden tuotteiden menestyksestä tekivät liiketoiminnasta erittäin haastavaa ja vaikeasti ennustettavaa. Sijoittajien kannalta sektorilta saatu sijoitetun pääoman tuotto on jäänyt jopa negatiiviseksi, joten liiketoiminnan rakentaminen toisten sektoreiden varaan on mielekästä.

Tärkeänä osana teollisuussektorin kasvua Efore pyrkii perustamaan uusia markkinakanavia sekä hakee mahdollisuuksia hankkia uusia asiakkaita volyymin kasvattamiseksi. ROAL-yrityksoston jälkeen yhtiöllä on merkittävä määrä uusia kasvualustoja. Mielestämme Eforen kokoinen yhtiö joutuu tulevaisuudessa priorisoimaan kasvun lähteitä teollisuussektorilta. Yhtiön mukaan tärkeimpinä kasvualustoina tulevat jatkossa olemaan valikoidut niche-markkinat teollisuussektorilla kuten teollinen automaatio,

testaus- ja mittauslaitteet, digitaaliset teholähteet, sekä lääketieteen ja valaistuksen teholliset ja järjestelmämarkkinat. Emme usko yhtiön keskittyvän merkittävästi liikenteen tai puolustuksen markkinoihin vielä seuraavaan 2-3 vuoteen. Mielenkiintoista kasvun tavoittelussa tulee myös olemaan erillisen palveluliiketoiminnan perustaminen. Yhtiö tulee tavoittelemaan vakaampaa kasvua ja kannattavuutta myös mm. testaus-, huolto- ja varaosapalveluista.

Telekommunikaatiosektori ei vaikeudestaan huolimatta ole kuitenkaan liiketoimintaa, jossa Eforen ei kannattaisi olla mukana. Eforen teknologiakehityksen painopistealueena on kehittää teknologiaa ja tuotealustoja, joita voidaan hyödyntää laajasti eri asiakastoimialoilla. Käsityksemme mukaan telekommunikaatiosektorin liiketoiminnasta ja nykyisistä vahvoista asiakkuuksista on rakennettavissa Eforelle hyvin kannattavaa liiketoimintaa, mikäli se toimii osana useita sektoreita palvelevaa tehollisliiketoimintaa. Liiketoiminnan tasapainottamisen kautta yhtiöllä on nyt edellytykset kestävästi kannattavampaan liiketoimintaan, jossa telekommunikaatiosektori ei yksin ohjaa yksittäisen vuoden kannattavuutta aiheuttaen rajua volatiliiteettia yhtiön tuloskehitykseen.

Liiketoimintamalli

Tuotanto

Tuotanto on tärkeä ja keskeinen osa tehollisliiketoimintaa. Tehollisyhtiöllä on tyypillisesti valtaosa omaa tuotantoa ja sopimusvalmistusta käytetään vain täydentämään tuotantoa. Materiaalien ja palveluiden osuus tuotteen hinnasta on noin 65 %, mikä kuvastaa liiketoimintamallin olevan vahvasti ”rautamyyntiä”.

Efore on viimeisen kymmenen vuoden aikana keskittänyt tuotantoaan Kiinaan. Yhtiö on ollut tietyllä tavalla jatkuvassa muutosprosessissa, kun tuotantoa on ajettu alas länsimaissa ja samaan aikaan ajettu ylös Kiinassa. Yhtiön telekommunikaatiosektorin asiakkaat ovat siirtäneet toimintojaan Aasiaan, mikä on pakottanut myös Eforea kulkemaan mukana. Näkemyksemme mukaan yksi Eforen 2000-luvun pääasiassa heikon tuloskehityksen taustalla oleva tekijä on yhtiön hidas reagointi tuotannon siirtämisessä kilpailukykyisen kustannustason maihin sekä tuotannon hajanaisuus. Esimerkiksi 2006 yhtiöllä oli vielä tuotantoa Suomessa, Yhdysvalloissa, Virossa ja Kiinassa. Lisäksi yhtiöllä oli tuolloin vielä Saksassa yhteisyritys Power Innovation GmbH. Vuonna 2007 Efore alkoi keskittää tuotantoaan Viroon ja Kiinaan. Viron tehtaan toiminta lakkautettiin kuitenkin jo vuonna 2012, minkä jälkeen yhtiön tuotanto jäi Kiinan Suzhoun yhden tuotantolaitoksen varaan.

Samalla yhtiö oli kuitenkin investoinut Suzhoun tehtaan tuotantokapasiteetin laajennukseen.

Tällä hetkellä Eforella on tuotantoyksikkö Kiinan Suzhoussa sekä kesällä 2013 tehdyn ROAL-yrityskaupan myötä tuotantoa on myös Tunisiassa. Eforen tuotannon hajautuminen kahdelle tuotantolaitokselle ROAL-kaupan myötä on hyvä asia, sillä suurten asiakkaiden näkökulmasta yhden tehtaan varassa oleva tehollisdetoimittaja voi olla riskitekijä.

Eforen Suzhoun tehdas palvelee pääasiassa telekommunikaatiosektoria ja osaa teollisuussektorin asiakkaista. Tunisian tehdas keskittyy teollisuussektoriin, mutta yhtiö voi myös aloittaa telekommunikaatiotuotteiden valmistusta Tunisiassa, sillä läheisyys Euroopan markkinaan tarjoaa etumatkaa.

Eforen tuotanto toimii niin kutsutun hybridimallin mukaan, koska osa yhtiön tuotannosta on ulkoistettu sopimusvalmistajille. Vuonna 2014 yhtiö ulkoisti vielä piirilevyvalmistuksen Kiinassa ulkoiselle alihankkijalle. Ladonnan ulkoistaminen ei kuitenkaan tuonut Eforelle alkuperäisen laskelman mukaisia kustannussäästöjä.

Näkemyksemme mukaan Eforen tuotantolaitokset eivät ole riittävän kilpailukykyisiä ja yhtiö on aloittamassa tuotantonsa tehostamisohjelmaa. Haasteena on erityisesti kiinteiden kulujen karsiminen sekä varastonkierron tehostaminen. Yhtiö tulee samalla uudelleenarvioimaan tuotantostrategiansa vuoden 2016 loppuun mennessä. Näemme vaihtoehtoina, että Efore saa oman tuotantokoneistonsa tehokkaaksi tai sitten yhtiö voi päätyä ulkoistamaan merkittävän osan tuotannostaan sopimusvalmistajille. Kun yhtiöllä ei ole enää selkeitä tuotannosta johtuvia kilpailuhaittoja, pitäisi yhtiön uuden strategian toteutuksen olla huomattavasti aiempaa helpompaa.

Tuotekehitys

Eforen teknologiakehityksen painopistealueina on kehittää tuotteita korkeaa luotettavuutta ja toimintavarmuutta vaativille markkinoille sekä varmistaa, että kehitettyä teknologiaa ja tuotealustoja voidaan hyödyntää laajasti eri asiakastoimialoilla.

Tuotekehitys on tehollisliiketoiminnassa pääasiassa suoraan asiakkaalle tehtävää tuotekehitystä (räätälöidyt tuotteet), jossa teknologia kuitenkin jää tehollisvalmistajan omistukseen. Tyypillinen toimintamalli ei siis ole kehittää tuotteita ja sen jälkeen kokeilla olisiko markkinoilla niille kysyntää, vaan tuotekehitys lähtee normaalisti liikkeelle asiakkaan tarpeesta.

Asiaksräätälöityjen tuotteiden tuotekehityksessä Efore tyypillisesti jakaa tuotekehitysriskiä asiakkaan kanssa. Esimerkiksi telekommunikaation tuotteissa Efore saattaa laskuttaa tuotekehitykseen liittyvää työtä asiakkaalta

tiettyinä neljänneksinä saavutettujen etappien mukaan, mikä voi heijastua positiivisesti Eforen yksittäisten neljännesten kannattavuuteen. Tuotekehitysriskin jakaminen (tai jopa kokonaan ulkoistaminen) on järkevää räätälöidyissä tuotteissa, sillä Efore ei voi itse vaikuttaa asiakkaan lopputuotteen kysyntään. Tuotekehityshankkeissa on myös aina riskinä, että asiakas päättää sulkea tuotekehitysprojehtin siten, että kyseistä tuotetta ei koskaan tuoda markkinoille. Tällöin Efore voi joutua alaskirjaamaan osan tuotekehityspanoksestaan kyseiseen tuotteeseen. Alaskirjaukset voivat olla arviomme mukaan kokoluokaltaan enimmillään noin 0,5 MEUR:n tasolla Eforelle. Standardituotteissa Efore kantaa tuotekehitysriskin kokonaan itse.

Eforen tuotekehitysyksiköt toimivat Suomessa, Ruotsissa, Italiassa sekä Kiinan Suzhoussa. Yhtiön tuotekehityspanostukset tilikaudella 2014 olivat 10,5 % liikevaihdosta. Eforen tuotekehitys perustuu pääasiassa asiakasprojekteihin, minkä johdosta sijainti lähellä asiakasta on keskeistä. Vastaavasti standardituotteissa tuotekehitys lähtee markkinoiden ymmärryksestä ja tarpeista. ROAL-yrityskaupan jälkeen standardituotteiden osuus liiketoiminnasta on noussut.

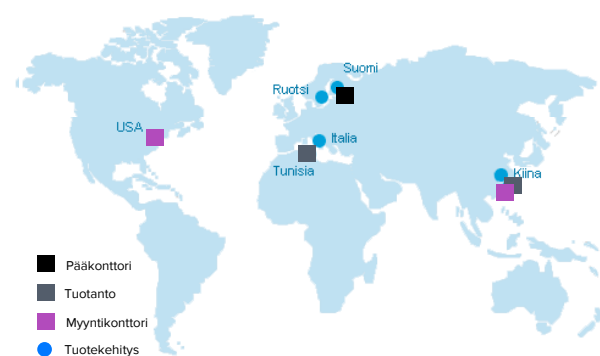
Jakelu

Asiaksräätälöidyissä tuotteissa Efore toimittaa tuotteet pääosin suoraan loppuasiakkaille ilman jakeluporrasta. Telekommunikaatiosektorilla yhtiö toimittaa teholähteitä eri puolilla maailmaa sijaitseviin hubeihin, mistä asiakkaat ottavat tuotteita tarpeensa mukaan. Vuonna 2015 Efore toimitti tuotteita telekommunikaatiosektorilla myös pääasiakkaidensa sopimusvalmistajaketjuihin (Foxcon Nokialla ja Flextronics Ericssonilla).

Eforen liiketoiminnassa pienemmässä roolissa olevissa standardituotteissa jakelukumppanin ja myynnin rooli korostuu, koska tuotteiden kysyntä on löydettävä markkinoilta. Standardituotteissa tehölähdevalmistajien liiketoimintamallit voivat olla hyvin monipuolisia. Esimerkiksi tehölähdevalmistajat saattavat myydä toisen tehölähdevalmistajan tuotteita oman jakelukanavansa läpi siten, että jälleenmyyjänä toimiva tehölähdevalmistaja vastaa vain tuotteen laadunvarmistuksesta ja laittaa siihen oman leimansa. Teollisuussektorin standardituotteissa Eforen haasteena on saada myyntiä ja jakelua vahvistettua, mikä osin korjaisi nykyistä alhaisista volyymeista johtuvaa heikkoa kannattavuutta.

Myyntikonttoreita Eforella on Suomessa, Ruotsissa, Italiassa, Kiinassa ja Yhdysvalloissa. USA:ssa yhtiön lisäarvo-palveluja tuottavana jälleenmyyjänä toimii SCS Embedded Tech myynnin, teknologian, logistiikan ja varastoinnin tukipalveluiden tuottamisessa. Yhtiöllä on myös viimeaikaisten uusien sopimusten myötä myyntiedustussopimuksia mm. Sierra Salesin, North Coast Salesin sekä La Salesin kanssa USA:ssa.

Efore maailmalla



Teholähde tuotteena

Sähköverkosta tulevaa sähkövirtaa ei pystytä sellaisenaan käyttämään elektroniikkalaitteiden toimintaan. Teholähteen tehtävänä on muuttaa tämä sähkövirta elektroniikkalaitteelle sopivaan muotoon, mikä mahdollistaa laitteen toiminnan. Teholähdeyrityksen asiakkaita ovat tyypillisesti alkuperäiset laitevalmistajat (OEM), joiden lopputuotteessa teholähde on kriittinen ja korvaamaton osa laitetta. Teholähdemarkkina voidaan jakaa kahteen osaan: asiakkaalle (OEM) räätälöidyt tuotteet ja standardituotteet.

Lopputuotteessa teholähde on tyypillisesti elektroniikkalaitteen huomaamaton osa, jonka toimintaa loppukäyttäjän on vaikea arvioida. Lopputuotteen valmistavan eli OEM:n näkökulmasta teholähde ei kuitenkaan ole ns. bulkkituote, jonka toimittajalla ei ole merkitystä ja jonka hankinnassa vain hinta olisi ratkaisevaa. Tähän on kaksi keskeistä perustetta. Ensiksi, teholähde kehitetään tyypillisesti tiiviissä yhteistyössä OEM:n kanssa (räätälöidyt tuotteet), jolloin asiakkaan kanssa tehtävän tutkimus- ja tuotekehitystyön merkitys on keskeisessä roolissa liiketoimintamallissa. Teholähdemarkkinasta suurin osa (noin 80 %) on tämän kaltaisia räätälöityjä tuotteita. Toiseksi, teholähteiden laaduissa on eroja asiakkaan näkökulmasta. Valmistajien differoituminen tapahtuu esimerkiksi hyötysuhteen ja fyysisen koon (tehotiheys) ja toimintaolosuhteiden kautta. Teholähteet ovat usein käytössä useita vuosia ympäri vuorokauden, jolloin teholähteen energiatehokkuus muodostuu keskeiseksi tekijäksi laitteen elinkaaren kustannuksessa. Parhaaseen energiatehokkuuteen pääseville valmistajilla on kilpailuetu.

Eforen kehittämien ja valmistamien teholähteiden loppukäyttökohteita ovat muun muassa matkapuhelinverkon tukiasemat, teollisuusrobotit, terveydenhuollon laitteet, LED-mainostaulut ja valaistusratkaisut. Efore on valikoitujen segmenttien lisäksi keskittynyt tietyn tehoalueen tehölähteisiin. Yhtiö on määritellyt sen ydinasiamiseen kuuluviksi 50W-7kW tehoalueet sisältäen AC/DC ja DC/DC -teholähteet. ROAL-yrityskauppa laajensi tehoaluetta vielä

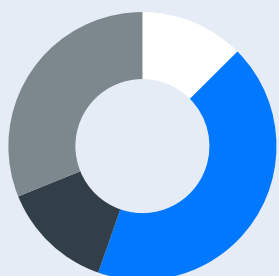
alempiin luokkiin, minkä ansiosta yhtiön tehoalueet kattavat hyvin laajasti teollisuussektorin tarpeet. Kaikkein pienimmät tehoalueet, kuten 5W teholuokassa olevat matkapuhelinlaturit, eivät kuulu Eforen ydinalueelle.

Teholähde tuotteena

Efore muutti raportointikäytäntöään 1.12.2015 voimaan tulleiden Pörssin uusien säännösten seurauksena ja luopui vastaisuudessa kolmen ja yhdeksän kuukauden osavuosikatsausten julkistamisesta. Kyseinen muutos on mielestämme sijoittajille epäsuotuisa ja se tulee nostamaan Eforen osakkeen riskiprofiilia sekä käyttämäämme omanpääoman kustannusta yhtiön arvoa määrittäessä.

Eforen liiketoiminta

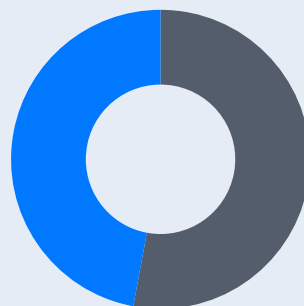
Liikevaihto markkina-alueittain, 1-9/2015



■ Amerikka
 ■ Eurooppa, Lähi-itä ja Afrikka
 ■ Suomi
 ■ Aasia ja Tyynenmeren alue

Lähde: Efore

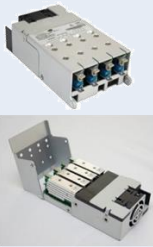
Liikevaihto segmenteittäin, 1-9/2015



■ Telekommunikaatio ■ Teollisuus

Lähde: Efore

Eforen tuotteita eri sektoreille

	Telekommuni- kaatio	Tietoliikenne	Teollisuus	Terveydenhuolto	Kodinkoneet	Valaistus
Teholähde						
Sovellukset						

Lähde: Efore

Toimiala ja kilpailijat

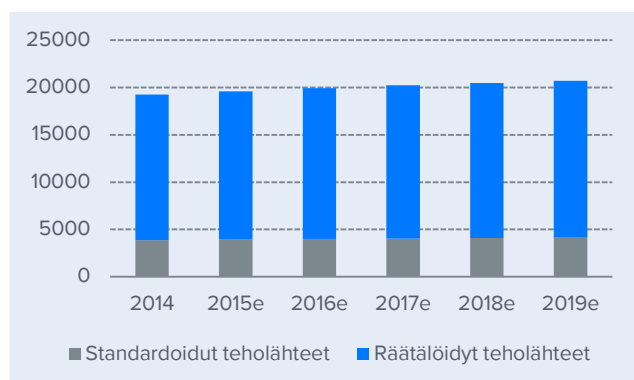
Globaali tehölähdemarkkina on kooltaan noin 30 miljardia dollaria vuonna 2014. Tästä markkinasta noin kolmasosa on elektroniikkayhtiöiden itse valmistamia tehölähteitä (in-house) ja kaksi kolmasosaa (noin 19,3 miljardia dollaria) kaupallista markkinaa (lähde: Global Switching Power Supply Industry, Micro-Tech Consultants). Eforen arvion mukaan sille relevanttia markkinaa koko tehölähdemarkkinasta on noin kolmasosa. Asiakasräätelöityjen tuotteiden osuus tehölähdemarkkinasta on 80 %, kun taas standardituotteiden osuus on noin 20 %. Global Switching Power Supply Industry on arvioinut kaupallisen tehölähdemarkkinan kasvavan 20,5 miljardiin dollariin vuonna 2018, kun se oli vuonna 2014 19,3 miljardia dollaria.

Toimiala

Teholähteiden kysynnän muodostuminen

Teholähteillä sellaisenaan ei ole kysyntää, vaan niiden kysyntä on aina lopputuotteiden, kuten matkapuhelinverkon tukiaseman tai teollisuusrobotin, kysynnästä johdettua. Teholähdevalmistajat hallitsevat omia tuotteitaan, mutta ne eivät pysty vaikuttamaan lopputuotteiden kysyntään. Tuotteet myydään tyypillisesti suoraan OEM-valmistajalle tai ne menevät jakelijan kautta OEM:lle lopputuotteeseen. On tärkeää huomioda, että tehölähdevalmistajalle teknologinen ylivoima ei tarkoita välttämättä menestystä ja suurta kysyntää, vaan tehölähdetuotteiden vahva kysyntä edellyttää aina myös lopputuotteen vahvaa kysyntää. Siten tehölähdevalmistaja ei voi menestyä, ellei asiakkaan lopputuote menesty. Toisaalta hyvien tuotteiden ja teknologian omistaminen on edellytyksenä, että tehölähdevalmistaja voi ylipäänsä päästä kiinni suuren potentiaalin asiakkuuksiin.

Kaupallisen tehölähdemarkkinan koko 2014-2019e



Lähde: Global Power Supply Industry, Micro-Tech Consultants

Tehölähdemarkkinan kasvu on pitkällä aikavälillä sidoksissa elektroniikkalaitteiden määrän kasvuun. Nämä voivat kuitenkin myös poiketa toisistaan, mikäli tehölähteen suhteellinen osuus lopputuotteiden (elektroniikkalaitteiden) kustannuksesta nousee tai laskee. Keskimäärin kokonaismarkkinan on arvioitu kasvavan noin 1,5 % tulevien vuosien aikana (Micro-Tech Consultants), mutta eri tuotesegmenteissä kasvuvauhtien erot voivat olla huomattavia.

Markkinasegmentit

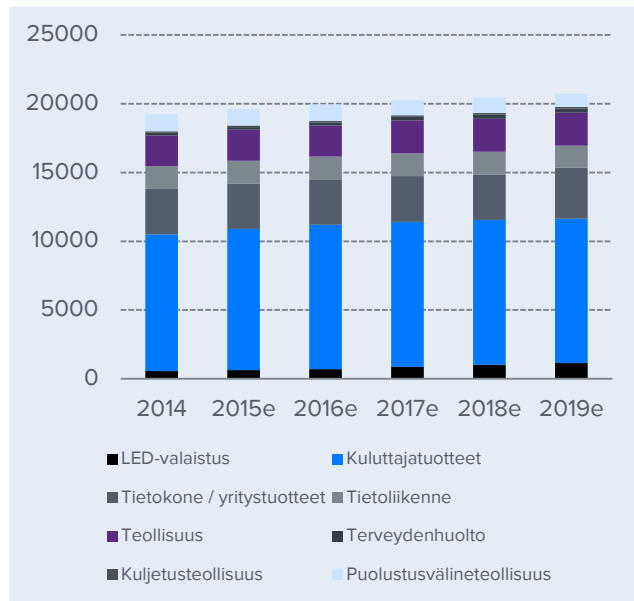
Tehölähdemarkkina voidaan yleisellä tasolla jakaa seuraaviin kahdeksaan segmenttiin:

- LED-valaistus
- Kuluttajatuotteet
- Tietokone/yritystuotteet (Computer/Office)
- Tietoliikenne
- Teollisuus
- Terveystieteiden laitteet
- Kuljetusteollisuus
- Puolustusvälineeteollisuus

Efore toimii näistä segmenteistä pääasiassa LED-valaistuksessa (ROAL-yrityskaupan myötä), tietoliikenteessä (telekommunikaatio-segmentti), teollisuudessa, terveydenhuollon laitteissa sekä puolustusvälineeteollisuudessa.

Markkinasegmenteistä LED-valaistus on ylivoimaisesti nopeiten kasvava, mutta myös rajusti kilpailtu segmentti. Micro-Tech Consultants on arvioinut LED-valaistuksessa tehölähdemarkkinan kasvavan 13,8 prosenttia vuodesta 2014-2019. Muissa markkinasegmenteissä kasvu on selvästi hitaampaa, muutaman prosentin luokkaa, joskin telekommunikaatiossa tehölähdemarkkinan ei odoteta enää kasvavan. Segmenttien jako on hyvin yleisluonteinen ja laaja. Eri segmenttien sisällä on lukuisia eri sovellusalueita, joissa kasvu voi olla muuta markkinaa nopeampaa, sillä kysyntä on aina lopputuotteiden vetämaa.

Kaupallinen tehölähdemarkkina sektoreittain 2014-2019e



Lähde: Global Power Supply Industry, Micro-Tech Consultants

Markkina-alueet

Tehölähdemarkkina jakautuu maantieteellisesti käytännössä kolmeen osaan: Pohjois-Amerikka (noin kolmasosa), Aasia (hieman alle puolet) ja Eurooppa (viidesosa). Muun maailman osuus markkinasta on hyvin pieni. Pitkän aikavälin suuntauksena on ollut markkinan painopisteen siirtymä Aasiaan.

Monet globaalit teknologiajätit ovat Pohjois-Amerikasta, mikä korostaa tämän markkina-alueen merkitystä. Tämän johdosta tehölähdeyhtiöille läsnäolo Pohjois-Amerikassa on tärkeää. Pohjois-Amerikan markkinan houkuttelevuutta lisää se, että tämä markkina painottuu Aasiaa enemmän korkeamman lisäarvon ja korkeampien marginaalien tuotteisiin sekä teknologian kehitykseen.

Euroopan rooli tehölähdemarkkinassa on kutistunut etenkin Aasian kustannuksella ja tämän alueen näkymä on euroalueen taloustilanteesta johtuen edelleen heikko. Markkinan tärkeyttä nostaa kuitenkin se, että monet suuret tehölähteiden ostajat kuten Nokia, Ericsson ja Siemens ovat eurooppalaisia. Heikosta näkymästä huolimatta Euroopan markkinalla on sen fragmentoituneisuuden johdosta tarjolla hyviä mahdollisuuksia pienille ja keskisuurille tehölähdevalmistajille, jotka onnistuvat löytämään oikeat niche-segmentit. Tehölähdevalmistajille Euroopan markkina voi tarjota tietyissä segmenteissä hyviä marginaaleja, vaikka volyymit ovat vain kohtalaisia ja kasvu hidasta.

Aasia on tehölähdemarkkinan suurin ja nopeimmin kasvava markkina-alue. Käytännössä kaikilla merkittävillä

teholähdevalmistajilla on läsnäoloa erityisesti Kiinan markkinalla tuotannon tai myynnin muodossa.

Tehölähdevalmistajille Aasian markkina tarjoaa korkeita volyymi- ja kasvumahdollisuuksia, mutta vaakakupissa painavat alemmat marginaalit.

Verkkolaitemarkkina Eforen näkökulmasta

Globaali verkkolaitemarkkina on keskeinen liiketoiminnan ajuri Eforelle, sillä yhtiön liikevaihdosta yli puolet tulee Ericssonin ja Nokian asiakkuuksista. Käytännössä Efore toimittaa tehölähteitä matkapuhelinverkon tukiasemiin näille yhtiöille. Tällöin yksittäiset verkkojen rakennushankkeet voivat vaikuttaa merkittävästi Eforen liikevaihtoon ja myynti kulkee voimakkaissa sykleissä riippuen verkkoprojekteista, yksittäisten tuotteiden kysynnästä ja verkkolaitemarkkinan yleisestä aktiviteetista.

Verkkolaitemarkkinan on arvioitu kasvavan 1-3 % vuosittain vuosina 2014-2018 (Ericsson). Tällä hetkellä markkinatilanne on suotuisa johtuen muun muassa Kiinan 4G-rakennushankkeista sekä Euroopan markkinan piristymisestä. Markkinatutkimusyhtiö Dell'Oro on kuitenkin arvioinut operaattoreiden laiteinvestointien laskevan 2 % vuonna 2015, kun 2014 kasvuennuste oli 3 %. Nokia on ennakoinut sen verkkoyksikön liikevaihdon kasvavan vuonna 2015.

Verkkolaitemarkkinan rakenteelliset ongelmat ovat olleet yksi haaste Eforelle jo vuosia. Kun yhtiön asiakkailla on ongelmia ja markkinoilla on ollut ylikapasiteettia, on myös alihankkijan ollut vaikea menestyä. Verkkolaitemarkkinan rakenteellisiin ongelmiin liittyvät riskit ovat kuitenkin mielestämme jossain määrin pienentyneet Eforen näkökulmasta. Ensiksi, Nokian tilanne verkkoyksikön osalta oli vielä muutama vuosi sitten hyvin epävarma. Nyt verkkolaiteliiketoiminnasta on tullut Nokian ydinliiketoimintaa ja Nokia on fuusioitumassa Alcatel-Lucentin kanssa. Tällä hetkellä näyttää varmalta, että Nokia ja Ericsson selviävät molemmat voittajina verkkolaitemarkkinaa yli vuosikymmenen ajan myllertäneestä konsolidaatiosta, minkä takia Eforen pääasiakkaiden tulevaisuuteen liittyvät riskit ovat pienentyneet oleellisesti. Toiseksi, Ericsson ja Nokia ovat terveellä pohjalla ja kohtuullisen hyvin kannattavia, mikä luo luonnollisesti paremmat liiketoimintaedellytykset myös alihankkijoille.

Langattoman verkkolaitemarkkinan toimijoiden lukumäärä on pudonnut rajusti viimeisen reilun kymmenen vuoden aikana. Ericssonin havainnollistamassa esimerkissä (sivu 18) markkinalla oli vielä 1999 noin 15 toimijaa, vuonna 2008 noin 10 toimijaa ja nykyään enää noin 5 (globaalilla tasolla merkittävää) toimijaa. Markkina on siten konsolidoitunut voimakkaasti ja se tulee todennäköisesti edelleen keskittymään kolmen johtavan toimijan käsiin, joita ovat Ericsson, Huawei ja Nokia. Efore hyötyy siitä, että markkinan kaksi johtavaa toimijaa ovat sen asiakkaita.

Toisaalta verkkolaiteliiketoiminnan dynamiikka on siirtynyt laitemyynnistä vahvasti palveluihin ja ohjelmistoihin. Verkkoinfra toimittajat kohtaavat nyt uutta kilpailua ICT-toimijoista ja samaan aikaan ohjelmistojen ja palveluiden osuus liiketoiminnasta on reilun kymmenen vuoden aikana yli kaksinkertaistunut. Laitemyynnin rooli näiden yhtiöiden liiketoiminnassa pienenee langattomien verkkojen älykkyyden ja innovaation siirtyessä laitteista ohjelmistoihin, mikä vastaavasti pitkän ajan trendinä voi olla Eforelle negatiivinen. Tietoliikenneverkkojen muuntuminen pilvipohjaisiksi lähitulevaisuudessa tulee esimerkiksi luomaan Eforelle muospaineen. Perinteisempien teholahteiden sijaan yhtiö voi mikrotukiasemissa olla toimittamassa niihin sähköisyyttä järjestelmiä.

Siirtymä perinteisistä makrotukiasemista pienempiin mikrotukiasemiin on jo rasittanut Eforen kasvua yhtiön vasta alkaessa toimittaa mikrotukiasemia asiakkailleen vuoden 2016 alussa. Siirtymä verkkopeiton laajentamisesta haja-asutusalueilta taajamiin on ollut jo käynnissä dataliikenteen merkittävän kasvun ansiosta. On selvää, että investoinnit tulevat tulevaisuudessa keskittymään entistä enemmän mikro- ja nanotukiasemiin, joten Eforen on onnistuttava markkinoille tulollaan tuossa markkinasegmentissä.

Toimialan menestystekijät

Yhtä oikeaa strategiaa ei ole olemassa

Teholähdemarkkinalla ei ole yhtä oikeaa toimintamallia tai reseptiä hyvään kannattavuuteen. Toimijoiden on arvioitava strategiaa hyvin monesta näkökulmasta ja löydettävä sitä kautta yritykselle optimaalinen toimintamalli. Yritysten on tarkasteltava strategiaansa muun muassa volyymin (korkea volyymi vs. korkea marginaali), maantieteellisen jakauman (paikallinen vs. globaali), tuotteiden (standardi vs. räätälöidyt tuotteet), tuoteportfolion (niche vs. laajat markkinat) sekä jakelukanavan (suora vs. jakelijat) näkökulmasta.

Olemme määritelleet teholahtevalmistajan keskeisiksi menestystekijöiksi seuraavat viisi kohtaa: hyvä tuote ja teknologia, kilpailukykyinen hinta, markkinaymmärrys, menestyvä asiakas ja menestyvä lopputuote.

Tuote ja teknologia

Teholahtevalmistajan kilpailuetu lähtee liikkeelle hyvästä tuotteesta ja teknologiasta, tai tarkemmin määriteltynä teholahtevalmistajan kilpailukykyisistä teknologia-alustoista, joiden päälle uusia tuotteita rakennetaan. Vaikka differoitus voi tietyillä tuotealueilla olla vaikeaa, ovat keskeisimpiä tuotteiden kilpailutekijöitä teholahteen energiatehokkuus sekä teholahteen fyysinen koko suhteessa sen tehoon. Digitalisaation myötä teholahtekomponentista on myös muodostumassa älykkäämpi järjestelmä, joka pystyy analysoimaan ja

mukautumaan toimintojaan vallitsevaan toimintaympäristöön sopivaksi.

Hinta ja kustannuskilpailukyky

Teholahteen hinnan merkitystä kilpailutekijänä ei voida väheksyä. Globaalisti ja pitkällä aikavälillä elektroniikkalaitteista tulee jatkuvasti enemmän ns. bulkkituotteita, jossa lopputuotteiden differoitus on rajallista lisäarvon syntyessä enemmän ohjelmistoista ja palveluista. Tällöin lopputuotteissa hinta toimii yhä enemmän ratkaisevana tekijänä asiakkaalle, mikä pakottaa teholahtevalmistajien asiakkaita (OEM) puristamaan komponenttien kustannuksia. Tämä heijastuu vastaavasti hintapaineina teholahteisiin ja edellyttää niiden valmistajilta kustannustehokkuutta. Teholahteiden hintapaineet ja siten myös niiden valmistajien pitkän aikavälin marginaalipaineet ovat suurimpia sellaisilla alueilla, missä lopputuotteen volyymit ovat suuria, differoitus on rajallista ja teholahteen osuus lopputuotteen hinnasta on suhteellisesti suuri (kuten PC). Vastaavasti tuotealueilla, joilla teholahteen suhteellinen osuus lopputuotteen hinnasta on pieni (kuten terveydenhuollon laitteet), on asiakkaiden hintasensitiivisyys selvästi pienempää ja teholahtevalmistajien laatu ja luotettavuus korostuvat. Teholahteiden vuotuinen hintaeroosio vaihtelee suuresti niiden kohdemarkkinan mukaan. Keskimääräinen vuotuinen hintaeroosio teholahteissa on arviomme mukaan noin 5 %:in luokkaa. LED-valaisimissa hintaeroosio on ollut jopa kymmeniä prosentteja vuodessa.

Markkinaymmärrys

Teholähdemarkkinan fragmentaatio tarjoaa ketterille yrityksille hyviä mahdollisuuksia markkinoille murtautumiseen. Fragmentaation johdosta yhdeksi keskeiseksi menestystekijäksi nousee toimijoiden kyky löytää hyviä niche-alueita, joissa on parhaat marginaalit ja korkea entry-barrier uudelle kilpailulle. Alalla menestyäkseen yrityksen ei tarvitse olla suuri ja saavuttaa mittakaavaetuja, jos se onnistuu löytämään oikeanlaisen liiketoimintamallin, oikeat asiakkaat ja oikeat tuotealueet. Koska teholahtemarkkinalla ei tyypillisesti ole selkeitä viranomaisten asettamia standardeja, ovat menestyvät yritykset tyypillisesti niitä, jotka onnistuvat luomaan sellaisia tuotteita, jotka asettavat toimialalle uusia ”epävirallisia” standardeja.

Micro-Tech Consultants on arvioinut maailmassa olevan noin 1000 teholahtevalmistajaa, mutta tarkkaa lukumäärä ei tiedetä. Suuri osa valmistajista on paikallisia tai pieniä yhtiöitä ja noin 10 %:lla valmistajista on globaalilla tasolla merkittävä asema. Teholähdetoimittajille potentiaalisia asiakkaita arvioidaan olevan maailmassa yli 50 000 kappaletta. Siten yhtiöiden markkinaymmärrys, eli niiden kyky jakelukanavien, kumppanien ja omien

asiakassuhteiden kautta saavuttaa nämä asiakkaat nousee myös keskeiseksi menestystekijäksi. Etenkin standardituotteiden markkinalla menestyminen edellyttää etupainotteisia investointeja tuotekehitykseen sekä vahvoja panostuksia myyntistrategiaan.

Menestyvä asiakas ja tuote

Viimeisenä ja ehkä tärkeimpänä menestystekijänä on syytä muistaa, että tehölähteen kysyntä on aina lopputuotteen kysynnästä johdettua. Siten parhaan ja edullisimman tuotteen ja teknologian omistaminen ei vielä tarkoita myyntimenestystä. Vasta menestyvän asiakkaan ja menestyvän lopputuotteen löytäminen tarkoittaa todennäköisimmin menestystä myös tehölähdevalmistajalle.

Toimialan konsolidoituminen

Fragmentoitunut markkina keskittyy vähitellen

Tehölähdemarkkina on fragmentoituneisuutensa johdosta konsolidoitunut jo useita vuosia. Yritykset hakevat kasvua ja uusia markkinasegmenttejä pääasiassa yritysostoin, sillä markkinalla on vaikeaa saavuttaa orgaanista kasvua. Viimeisen 30 vuoden aikana markkinalla arvioidaan tapahtuneen yli 200 yritysostoa. Näkemyksemme mukaan yritysostot avaavat Eforen kaltaisille keskisuurille toimijoille tehölähdemarkkinassa hyviä mahdollisuuksia, jos yhtiö onnistuu löytämään sen liiketoimintaan hyvin yhteensopivan ja houkuttelevassa markkinasegmentissä toimivan ostokohteen. Toisaalta Eforen kaltaiset pienet ja keskisuuret yritykset ovat potentiaalisia yritysostokohteita markkinalla.

Micro-Tech Consultantsin arvion mukaan tehölähdemarkkinan TOP10-yhtiöt hallitsivat markkinasta 57 prosenttia vuonna 2012. Toimiala on hyvin vahvasti Aasiaan keskittynyt suurimpien yhtiöiden osalta. TOP10-valmistajista käytännössä ainoat länsimaiset toimijat ovat Yhdysvaltalainen Emerson sekä suomalainen Salcomp, joka on keskittynyt pienimpiin teholuokkiin (matkapuhelinlaturit).

Yritysostoin kasvaminen ei ole kuitenkaan tuonut alan suurimmille yhtiöille menestystä. Esimerkiksi alan johtavista toimijoista Emerson ja Delta Electronics ovat laajentuneet paljon yritysostoilla, mutta mittakaavojen ja suuremman koon haaliminen ei ole tuonut selkeää kilpailuetua näille toimijoille. Markkinalla on suurimpien toimijoiden mittakaavaedusta huolimatta edelleen menestyviä pieniä ja keskisuuria toimijoita, jota ovat löytäneet oikeat niche-alueet. Markkinan fragmentoituneisuuden ja standardien puutteen johdosta mittakaavoilla saavutettavat kilpailuedut ovat rajallisia. Mikäli tehölähdemarkkinalle alkaisi syntyä uusia vahvempia toimialan laajuisia standardeja, avaisi tämä

luonnollisesti edellytyksiä markkinan nopeammalle konsolidoitumiselle.

Viimeaikaisia yrityskauppoja

Toimialan merkittävin ja myös Eforea koskettava viimeaikainen yksittäinen yritysjärjestely oli Emersonin ilmoitus myydä Embedded Power -divisioonastaan määräysvallan pääomasijoittajalle 2013. Emerson oli läpi 2000-luvun laajentunut etenkin yritysostoilla. Eforen kanssa erityisesti telekommunikaatiosektorilla kilpailevan yksikön kannattavuus ei kuitenkaan ilmeisesti vastannut Emersonin odotuksia, mikä johti yksikön osittaiseen myyntiin. Uuden yksikön nimi muutettiin Artesyn Embedded Technologiesiksi 2014 alussa.

Toisena esimerkkinä konsolidaatiosta joulukuussa 2014 maailman suurin tehölähdevalmistaja Delta Electronics osti Norjalaisen Eltekin. Eltek toimii Eforen kanssa samalla toimialalla, mutta yhtiöiden palveleamat tuotealueet eivät suoraan kilpaile keskenään. Sen sijaan Delta on yksi Eforen suurista kilpailijoista.

Eforen kilpailijat ja vertailuryhmä

Hajanainen kilpailijakenttä

Tehölähdemarkkinan suurin toimija on Delta Electronics, jonka liikevaihto tällä alueella on noin 3,7 miljardia dollaria. Delta Electronicsia seuraavat Lite-On sekä Artesyn ovat noin miljardin dollarin liikevaihtoluokassa. Chicony Power, Salcomp, Flextronics ja AcBel ovat kokoluokassa seuraavana 700-900 MUSD kokoluokassa tehölähdemarkkinalla. Kyseisten yhtiöiden fokusalueet eroavat hyvin suuresti. Flextronics kuuluu esimerkiksi yksiin maailman suurimpiin elektroniikan sopimusvalmistajiin, joka omaa pitkälle vertikaalisesti integroidun toimintamallin asiakkaidensa toimintaketjussa. Vastakkaisella strategialla toimii esimerkiksi Salcomp, joka on erikoistunut matkapuhelimien ja kulutuselektroniikkalaitteiden latureiden sekä adaptoreiden ja LED-vakiovirtaohjaimien valmistukseen.

Teholähdevalmistajien 10-kärki maailmassa 2014

Yritys	Liikevaihto (MUSD)	Markkinaosuus
1 Delta Electronics	3741	17,1 %
2 Lite On Technology	1610	7,3 %
3 Artesyn Embedded Tech	1000	4,6 %
4 Chicony Power	880	4,0 %
5 Salcomp	762	3,5 %
6 Flextronics	750	3,4 %
7 AcBel Polytech	728	3,3 %
8 Mean Well	656	3,0 %
9 FSP Group	567	2,6 %
10 TDK-Lambda	525	2,4 %
Yhteensä		51,2 %

Lähde: Efore CMD 2015

Toimialan kymmen suurinta toimijaa hallitsivat noin 51,2 % teholähdemarkkinasta vuonna 2014. Muutokset alan suurimpien toimijoiden markkinaosuuksissa vuodesta 2011 ovat olleet maltillisia. Yhtiöt ovat kuitenkin menettäneet osuuksiaan alan nuoremmille toimijoille. Kymmenen suurimman toimijan yhteenlaskettu markkinaosuus on laskenut 5,2 prosenttiyksikköä vuodesta 2011.

Efore kilpailee suoraan useiden alan suurimpien toimijoiden kanssa telekommunikaatiosektorilla. Keskeisiä kilpailijoita ovat muun muassa Delta Electronics ja Artesyn.

Teollisuussektorilla kilpailukenttä on huomattavasti hajanaisempi ja yksittäisten kilpailijoiden nimeäminen on vaikeaa.

Verrokkit yltävät pääosin hyvin kannattavuuksiin

Eforen vertailuryhmään olemme valinneet muutaman alan suurimman toimijan sekä keskisuuria pörssilistattuja toimijoita kuten Singaporelainen erittäin menestyksekkäs XP-Power sekä Japanilainen COSEL. Vertailuyhtiöt yltävät pääosin yli 10 % liikevoittotasolle ja parhaimmat pääsevät jopa 20 % tasolle, mitä voidaan pitää elektroniikkatuotteiden valmistajalle erinomaisena kannattavuustasona. Vaikka teholähdemarkkina on toimialana erittäin haastava, on siellä myös lukuisia menestyviä keskisuuria yrityksiä, jotka ovat löytäneet kannattavia niche-alueita.

Eforen verrokkiryhmää selvästi heikompi kannattavuus johtuu todennäköisesti etenkin siitä, että Efore on kärsinyt voimakkaasti telekommunikaatiosektorin heikkoudesta sekä alati jatkuvasta kilpailuttamisesta. Eforen oma pitkän aikavälin kannattavuustavoite on 10 %:n liikevoitto, mikä on mielestämme vertailuryhmän kannattavuustasot huomioiden täysin realistinen tavoite.

Vertailuyhtiöiden kannattavuuksia

	2010	2011	2012	2013	2014
Delta Electronics (Taiwan)	10,1 %	6,0 %	10,3 %	11,5 %	12,0 %
Eltek (Norja)	4,4 %	6,8 %	7,5 %	8,5 %	4,6 %
Acbel Polytech Inc. (Taiwan)	3,9 %	1,6 %	4,4 %	4,7 %	3,8 %
XP Power (Singapore)	21,5 %	24,4 %	22,4 %	23,0 %	24,1 %
Emersson (Power-yksikkö)* (USA)	13,7 %	11,1 %	9,8 %	-	-
COSEL (Japani)	14,4 %	22,4 %	16,0 %	13,9 %	16,4 %
Power-One Inc. (USA)	28,1 %	17,1 %	10,6 %	-	-
Keskiarvo-%	14,3 %	13,9 %	11,8 %	12,5 %	12,2 %

* nettotulos-%

Lähde: Capital IQ, Bloomberg

Toimiala ja kilpailijat

Eforen teholähteiden kohdemarkkinat

Eforen kohdemarkkina	Markkinakoko (MUSD)	Keskimääräinen kasvu vuodessa	Käyttösovellus
Teollisuus	1170 MUSD	1,1 %	Automaatio, testaus ja mittaus
LED-mainostaulut	100 MUSD	11,6 %	Mainonta, urheilu, kauppa ja kuljetus
Prosessiteollisuus ja sähköntuotanto ja jakelu	800 MUSD	1,1 %	Hyödykkeet, voimalaitokset
Terveydenhuolto	530 MUSD	2,8 %	Näytöt, varavoimanlähteet
Tietoliikenne	1900 MUSD	0,0 %	Verkkoinfra, energianmittaus
Valaistus	870 MUSD	13,8 %	Valaistus kaikkialla

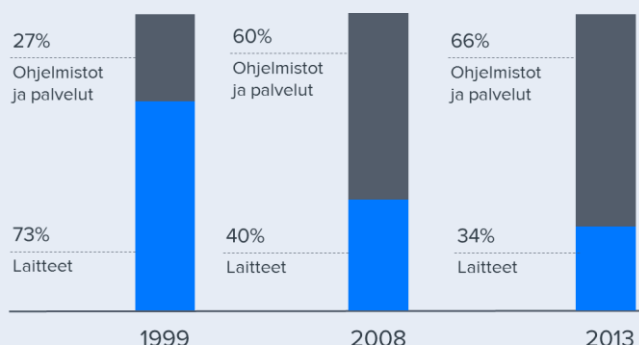
Lähde: Efore CMD 2015

Teholähdevalmistajan menestystekijöitä

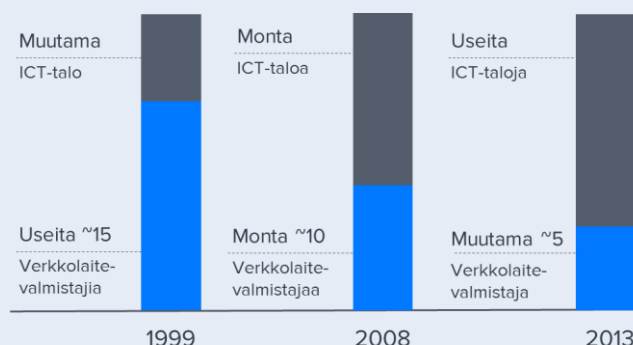


Lähde: Inderes

Ericssonin liiketoimintadynamiikan muutos



Verkkolaittevalmistajien kilpailukentän muutos



Verkkolaitemarkkinan liiketoimintadynamiikka on viimeisen 15 vuoden aikana muuttunut perinteisestä laitevalmistuksesta voimakkaammin kohti ohjelmistojä ja palveluita. Laitevalmistuksen roolin pienentyminen voi olla teholähdevalmistajan näkökulmasta negatiivinen kehityssuunta, mutta se on myös johtanut konsolidaatioon laitevalmistajien keskuudessa. Eforen pääasiakkaat Nokia ja Ericsson ovat selvinneet voittajina tässä kehityksessä.

Lähde: Ericsson

Strategia ja tavoitteet

Efore nimesi uudeksi toimitusjohtajakseen Heikki Viikan alkuvuonna 2015, jolloin yhtiö aloitti organisaation ja strategian arvioinnin sekä uudistamisen. Näkemyksemme mukaan Eforen uuden strategian suuntana on pyrkiä luomaan perusta kannattavalle kasvulle tulevaisuudessa. Uskomme, että uusi johto alkaa määrätietoisemmin tavoittelemaan pysyvämpää kannattavuustason nousua priorisoimalla sisäistä tehokkuutta sekä kasvua valikoiduilla teollisuussektorin alueilla. Eforella on edessään mittavien muutosten läpivienti aina kulukarsinnasta ja tuotannon tehostamisesta myynnin aktivoimiseen. Näemme myös, että Efore on samalla ajamassa vanhan ROAL-yrityskauppansa puolitiehen jäänyttä integraatiota läpi uudestaan. Uskomme, että kyseisillä muutoksilla yhtiö voi merkittävästi parantaa tehokkuuttaan ja luoda pysyvyyttä liiketoimintojensa tuloksellisuudelle noin 2-3 vuoden aikajänteellä. Yhtiön pitkän aikavälin tavoitteena on kasvattaa vuotuista liikevaihtoa 5-10 % ja saavuttaa keskimäärin 10 %:in liikevoittomarginaali (EBIT- %).

Strategia

Eforen uudessa strategiassa on paljon viitteitä aiemmasta strategiasta, mutta täytäntöönpanossa pyritään olemaan nyt aktiivisempia. Mielestämme strateginen suunta säilyy pääpiirteissään entisellään, mutta strategiaan painopistealueisiin sekä strategian jalkauttamiseen on luvassa selkeä muutos. Edellisen toimitusjohtajan aikana strategian läpivientiä ei toteutettu riittävän aktiivisesti ja nopeasti tai siinä epäonnistuttiin. Alustavien merkkien mukaan Eforen uusi toimitusjohtaja on kuitenkin ottanut käännetyhtiön haasteet hyvin vastaan. Odotamme uuden strategian jalkautuksen jatkuvan aktiivisesti, mistä hyvänä esimerkkinä on myyntiresurssien ja jakelukanavien merkittävä lisääminen USA:ssa heti uuden strategian astuttua voimaan.

Yhtiön mukaan sen strategisina kulmakivinä tulevaisuudessa ovat tehokas kustannusrakenne, henkilöstön osaamisen varmistaminen, käänteentekevä teknologia sekä kasvu valikoiduilla markkinoilla. Näkemyksemme mukaan strategian keskeisimmät tekijät voidaan jakaa kahteen osaan: 1) sisäisen tehokkuuden parantamiseen sekä 2) kasvun tavoitteluun valikoiduilla teollisuussektorin markkinoilla. Lopputuloksena on pyrkiä luomaan vakaampi pohja tuloksenteolle sekä kasvulle jatkossa.

Käsityksemme mukaan Eforella on edessään mittavien muutosten läpivienti organisaatiossaan aina kulukarsinnasta ja tuotannon tehostamisesta myynnin aktivoimiseen. Yhtiö tulee myös ajamaan läpi tuotemerkkiensä ja brändiensä integraation vuoden 2015 loppuun mennessä. Myös tuotekehitysinvestointien tehokkaampi hyödyntäminen on keskeinen tekijä kannattavuuden parantamisessa.

Siinä missä yhtiön johdolla riittää tekemistä ainakin vuosiksi 2016 - 2017 uskomme, että laaja-alaisella muutoksilla yhtiö pystyy muokkaamaan perustansa kannattavaa kasvua tukevaksi. Odotamme yhtiön hakevan kasvua erityisesti teollisuussektorin valikoiduista niche-markkinoista.

Eforen vahvuudet

Eforen strategiaa tukevia vahvuuksia ovat muun muassa yhtiön tekninen osaaminen, laaja tuotetarjonta tietyillä sektoreilla, korkea palvelutaso ja kyky ymmärtää asiakkaiden tarpeet. Vaikka Efore on perinteisesti mielletty etenkin Nokian verkkoliiketoimintaan sidoksissa olevana alihankkijana, on sen tehölähdeosaaminen hyvin geneeristä ja siten laajennettavissa useille sektoreille myös telekommunikaation ulkopuolella. Tämä edellyttää yhtiöltä vahvaa markkinatuntemusta. Mikäli tehölähdevalmistaja kohdistaa osaamistaan väärille markkinoille, kohtaa yhtiö nopeasti rajua kilpailua ja heikompia marginaaleja.

Asiakassektoreiden tasapainottaminen

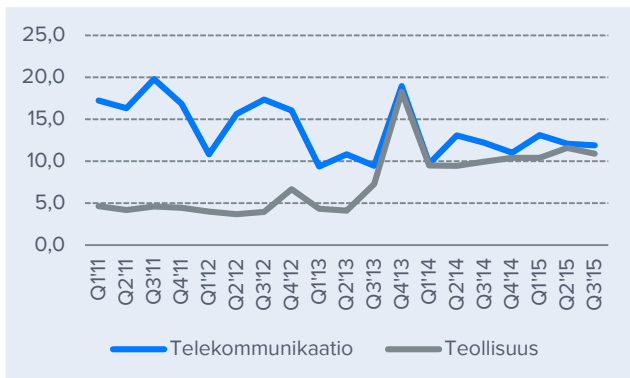
Telekommunikaatiosektori on yksinään puhtaalle (pure-play) tehölähdevalmistajalle liian kapea ja vaikea sektori toimia. Menestyminen toimialalla vaatisi merkittävää skaalaa sekä asiakkaiden toimintoketjun vertikaalista integraatiota toimintoketjukumppanin puolelta. Yhtiöt kuten Flextronics International ja Foxconn menestyvät myös tehölähteissä ollen laajalti elektroniikan sopimusvalmistajia usealla eri toimialalla.

Tehölähteisiin fokusoituneelle yhtiölle telekommunikaatiosektori on tarjonnut jo pitkään ankaraa kilpailua, syklisyyttä, kurinalaisuutta sekä mahdollisuutta olla mukana kehityksen kärjessä. Sektorin rajun heilunnan johdosta esimerkiksi Eforen tuotannon käyttöasteet ovat heiluneet jopa 40-80 % haarukassa ennen ROAL-yritystostoa. Näissä olosuhteissa on kannattavan liiketoiminnan tekeminen äärimmäisen vaikeaa. Lisäksi telekommunikaatiossa tuotteiden elinkaaret ovat huomattavasti lyhempiä kuin teollisuussektorilla. Telekommunikaatiossa suuntaus on ollut yhä lyhempiin elinkaariin, mikä heikentää entisestään liiketoiminnan näkyvyyttä. Kantavana voimana toimialalla on ollut myös telekommunikaatioverkkojen energia pihvi, joka on omalta osaltaan madaltanut kysyntää tehölähteille. Eforen strategian yhtenä päätavoitteena onkin ollut pitkään

telekommunikaatiosektorin riippuvuuden vähentäminen laajentamalla uusille alueille.

Teollisuussektori toi pitkään Eforen liiketoimintaan vakautta rajusti heiluvan telekommunikaation rinnalle, mutta Eforen oman teollisuussektoriliiketoiminnan suhteellisen pienen osuuden ja hitaan kasvun takia se ei riittänyt vakauttamaan yhtiön liiketoimintaa. Kesällä 2013 Efore otti merkittävän askeleen strategiassaan ja kasvatti huomattavasti teollisuussektorin osuutta liiketoiminnastaan ROAL-yritystostolla. Kaupan myötä teollisuussektorin osuus liikevaihdosta nousi lähes puoleen. Oheinen graafi havainnollistaa telekommunikaation rajua heiluntaa.

Asiakassektoreiden liikevaihdot, MEUR



Lähde: Efore (Q4'13: 5kk neljännes)

Yritystostot

Teollisuussektorin kasvattaminen ROAL-yritystostolla oli Eforelta odotettu siirto, sillä orgaaninen kasvu tehölähdemarkkinassa uudelle toimialalle on hyvin haastavaa. Orgaanisen kasvun vaikeus johtuu muun muassa siitä, että räätälöidyissä tuotteissa asiakassuhteet ovat usein vahvoja ja vakiintuneita. Standardituotteissa orgaaninen kasvu vastaavasti on hyvin haastavaa ilman vahvaa brändiä, asiakkuuksia ja jakelukumppaneita.

Pidämme hyvin todennäköisenä, että Efore tulee jatkamaan potentiaalisten yritysostokohteiden kartoittamista tulevaisuudessa. Pidämme tarkkaan harkittua epäorgaanista laajentumista järkevänä strategiana, sillä tehölähdemarkkinalla on sen fragmentaation johdosta todennäköisesti hyviä mahdollisuuksia laajentua uusille alueille yritysostoihin. On kuitenkin selvää, että yritysostosta ei kannata tehdä ennen kuin kotipesä on saatu putsattua kuntoon.

Ristiinmyyntimahdollisuus on usein merkittävä peruste yritysostolle, sillä yritysostoilla tehölähdevalmistaja voi saada uusia jakelukanavia omille tuotteilleen ja vastaavasti uusia tuotteita ja teknologioita tarjottavaksi omille asiakkailleen tai jakelukanaville.

ROAL-yrityskauppa

Eforen osti kesällä 2013 Roal Electronicsin. Yhtiön pääkonttori ja tuotekehitys sijaitsevat Castelfidardossa, Italiassa ja sen tuotantolaitos sijaitsee Tunisiassa. Myynti- ja markkinointitoiminnot sijaitsevat Euroopassa, Yhdysvalloissa ja Kiinassa. Yhtiö suunnittelee ja valmistaa standardi- ja räätälöityjä tehölähteitä teollisuussektorille ja yhtiön osaamisalueet ovat etenkin LED-valaisimissa, mittalaitteissa ja videotauluissa. Tunisian tuotantolaitosta voidaan pitää yhtenä ROALin vahvuutena alueen poliittisista riskeistä huolimatta. Toisen tuotantolaitoksen myötä myös Eforen riippuvuus yhdestä tuotantolaitoksesta poistui. Tunisian etuna on Kiinaa selvästi alempi palkkataso ja palkkainflaatio sekä logistinen etumatka Euroopan markkinalle.

ROAL-yrityskaupan keskeinen strateginen peruste Eforelle oli teollisuussektorin kasvattaminen ja liiketoiminnan tasapainottaminen. Liiketoiminnan tasapainon lisäksi yhtiöiden liiketoiminnan maantieteellinen yhteensopivuus on hyvä Eforen Aasian markkinan ja ROALin Yhdysvaltojen markkinan täydentäessä toisiaan. ROALin kautta Efore on saanut kasvatettua myös standardituotteiden liiketoimintaa, mikä on keskeinen osa yhtiön strategiaa.

ROALista maksettu kauppahinta oli 9,7 MEUR ja velaton kauppahinta 13,9 MEUR. Kauppahinta oli suhteellisen matala (EV/Sales -kerroin 0,35x), mutta toisaalta yrityskaupan hyötyjen realisoitumista on jouduttu odottamaan hyvin pitkään. Eforen kehitys teollisuussektorilla on jäänyt heikoksi viime aikoja lukuunottamatta. Esimerkiksi ROALin liikevaihto vuonna 2012 oli noin 40 MEUR:n tasolla ja Eforen teollisuussektorin liikevaihto noin 18 MEUR:n. Eforen teollisuussektorin ja ROALin yhteenlaskettu liikevaihto jäi 39,3 MEUR:oon vuonna 2014, mikä oli selkeä pettymys. Syyt liikevaihdon voimakkaalle heikentymiselle ovat edelleen epäselviä, mutta käsityksemme mukaan syynä ovat merkittävien asiakkuuksien projektien päättymiset sekä tilausten pienentymiset.

Käsityksemme mukaan ROALin integrointi osaksi Eforea jäi puolittiehen, eikä tavoiteltuja synergiaetuja olla saavutettu. Yhtiö onkin toteuttamassa integraatiota uudelleen läpi vuoden 2015 ja 2016 vuosien aikana.

Tuotekehityspanosten skaalaaminen

Eforen julkilausutussa strategiassa yhtiö painottaa vahvasti teollisuussektorin kasvua, missä hyvin keskeisenä elementtinä on markkinaymmärryksen vahvistaminen ja sen tehokkaampi hyödyntäminen. Käsityksemme mukaan Eforen yhtenä ongelmana historiassa on ollut tietynlaisen putkikatseen muodostuminen telekommunikaatiosektorin ja sen avainasiakkuuksien ympärille. Tämä johdosta yhtiön tuotekehityspanostuksista ei todennäköisesti ole saatu kaikkea irti, sillä tuotekehitys on keskittynyt palvelemaan tiettyjä asiakkaita ja Eforen menestys on ollut näiden

asiakkaiden lopputuotteiden menestyksestä vahvasti riippuvainen. Yhtiö on esimerkiksi panostanut tuotekehitykseen vuoden 2008 jälkeen huomattavan paljon (joka vuosi noin 9-10 % liikevaihdosta), mutta kannattavuus on ollut epätydyttävää.

Tuotekehityspanostusten tehokkaampi hyödyntäminen on siis näkemyksemme mukaan keskeinen tekijä, millä Efore voi nostaa kannattavuutensa kestävästi hyvälle tasolle pitkällä aikavälillä. Tämä tarkoittaa valmiiden tuotealustojen tehokasta hyödyntämistä sekä etenkin standardituotteiden (ns. katalogi- /hyllystä myytävien tuotteiden) suhteellisen osuuden kasvattamista liiketoiminnassa pitkällä aikavälillä.

Tuotekehityksen tehostaminen



Asiakasräätälöidyistä tuotteista ja kehityksestä Efore voi saada hyötyjä standarditeholahteiden kehitykseen. Näin yhtiö pystyy hyödyntämään T&K -tietotaitoansa eri tuotetyyppien välillä. Yhtiön mukaan T&K:n yhteensopivuus räätälöityjen ja standardituotteiden välillä voi olla jopa 65 %:n luokkaa. Aktiivinen T&K -panosten jakaminen voi mielestämme luoda merkittävää tehokkuutta Eforen T&K investointeihin ja se voi mahdollistaa T&K-kulujen alentamisen nykyiseltä 9-10 %:in liikevaihtotasolta lähemmäksi 6-7 %:in tasoa tulevaisuudessa.

Vaikka standardituotteet saattavat kuulostaa enemmän ”bulkkituotteilta”, ne voivat olla tehollisliiketoiminnassa hyvin kannattavia. Standardituotteissa hinnoittelu ja tuotekehitys ovat esimerkiksi kokonaan tehölähdevalmistajan omassa hallinnassa. Lisäksi standardituotteet ovat skaalautuvampia, koska niitä voidaan myydä useille asiakkaille ja eri hinnoilla eri markkina-alueille. Yksittäisen asiakkaan hinnoitteluvoima on tällöin paljon rajallisempi. Ennen ROAL-yrittäiskauppa Eforen liikevaihdosta vain 5 % tuli standardituotteista (OPUS-tuoteperhe). ROALilla tämä osuus oli lähes puolet.

Taloudelliset tavoitteet

Skaalautuvuus odottaa liikevaihdon kasvua

Efore julkisti pääomamarkkinapäivänsä yhteydessä 4.11.2015 pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteensa. Yhtiön tavoitteena on 10 % liikevoittotason saavuttaminen ja 5-10 % liikevaihdon keskimääräinen vuosittainen kasvu. Lyhyen aikavälin tavoitteena on parantaa liiketoimien kannattavuutta. Merkittävimpiä tehostamisen kohteita ovat kiinteiden kustannusten leikkaus sekä varastonhallinta. Vuoden 2015 jälkeen Efore lähtee tavoittelemaan 10 % liikevoittotavoitettaan noin -1 %:n kannattavuustasolta.

Yhtiön mukaan marginaaliparannuksesta noin 4 prosenttiyksikköä tulisi kulukarsinnan, T&K:n tehostamisen sekä paranevan käyttöasteen myötä. Toisin sanoen markkinalähtöiset tuotealustat ja tehokas tuotekehitysinvestointien hyödyntäminen ovat keskeisiä tekijöitä kannattavuuden parantamisessa tulevaisuudessa.

Yhtiön mukaan onnistuneella liiketoiminnan kasvun painopisteen muutoksella marginaaliin saataisiin puolestaan noin prosenttiyksikön parannus bruttomarginaaliin. Mielestämme kyseinen parannus on yllättävän alhainen ottaen huomioon yhtiön alhainen tuloksentekokyky telekommunikaatio-sektorilla Eforen historian aikana.

Noin 3 prosenttiyksikön EBIT-parannus on tavoitteena onnistuneiden teknologiavalintojen kautta. Kyseinen voittomarginaalin parannus ei mielestämme kuitenkaan pukeudu kestäväksi kilpailukyvyntuojaksi, koska yhtiön olisi onnistuttava teknologiavalinnoissaan järjestelmällisesti. Uskomme, että Efore viittaa T&K valinnoillaan seuraavaan 2-3 vuoden aikahorisonttiin, jolloin kyseinen marginaali parannus voisi olla mahdollinen keskipitkälle aikavälille.

10 % kannattavuustavoitteen komponentit

Liikevaihdon 5-10 % vuosikasvu		
Kiinteidenkulujen laskeminen +4 %-yks	Parempi myyntimix +1 %-yks	T&K valinnat +3 %-yks
- Tuotannon ja materiaalihankintojen optimointi - Tuotannon mahdollinen uudelleen organisointi - T&K:n tehostaminen, jotka voivat tuoda +2 %-yks säästöjä - Käyttöasteen nousu liikevaihdon kasvusta	- Kasvu standardituotteissa - Pidemmän elinkaaren tuotteet teollisuussektorilla - Myyntimix parantaa bruttomarginaalia	Onnistuneet teknologia-valinnat tulevaisuudessa

Lähde: Efore/Inderes

Tavoitteet saavutettavissa 3-4 vuoden tähtäimellä

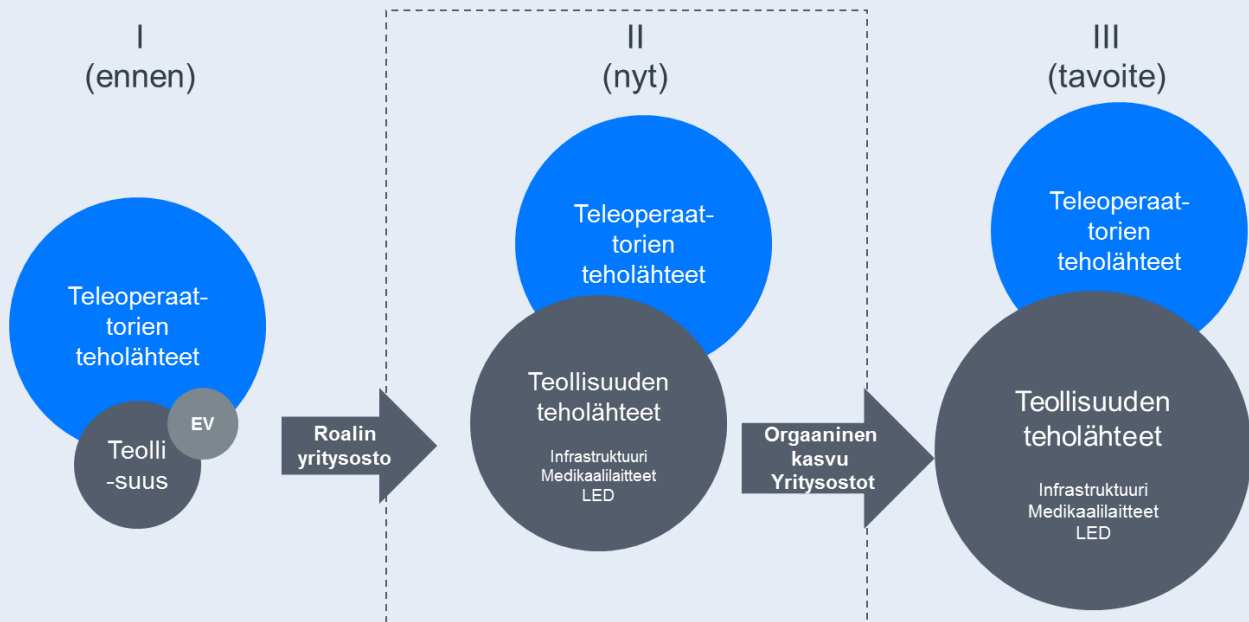
Olemme omissa tulossennusteissamme lähtökohtaisesti Eforen omia taloudellisia tavoitteita varovaisempia. Jotta ennusteemme nousisivat tavoitteiden tasolle, on yhtiön ensin annettava lisää näyttöjä siitä, että tavoitteita kohti ollaan etenemässä. Pidämme joka tapauksessa pitkällä aikavälillä 10 %:n liikevoittotasoa realistisina teholähdemarkkinalla, sillä toimialan vahvimmat toimijat yltävät selvästi yli 10 %:n liikevoittotasoihin. Näkemyksemme mukaan 10 %:n liikevoittotaso on Eforelle realistista saavuttaa noin 3-4 vuoden tähtäimellä olettaen normaalit markkinaolosuhteet.

Eforen taloudellisten tavoitteiden saavuttamiseen ja sen aikatauluun vaikuttaa olennaisesti telekommunikaatio-sektorin kehitys. Korostamme telekommunikaatiosektorin syklisyyttä niin hyvässä kuin pahassa. Tuleville vuosille olemme kuitenkin ennusteissamme varovaisia, koska markkinakysynnän ennustetaan lähtevän mitä todennäköisemmin laskuun vuoden 2016 aikana. Toiseksi, Nokian ja Ericssonin kehittämät langattomien verkkojen virtualisoituminen sekä kysynnän painottuminen pienempiin tukiasemiin tulevat muokkaamaan verkoissa tarvittavien teholähteiden kysyntää. Näemme kehityssuunnan Eforelle haasteeksi vaikkakin yhtiö pyrkii saamaan merkittävän jalansijan mikrotukiasemien sähkönsyöttöjärjestelmissä.

On myös selvää, että teollisuussektorin rooli tulee jatkossa kasvamaan tuloksentuojana. Odotamme yhtiön hakeutuvan määrätietoisemmin valikoiduille niche-markkinoille, joissa Efore näkee kilpailuedellytyksiä erikoisosaamisensa kautta. Kyseisiä markkinoita ovat esimerkiksi vaativien LED-ulkomainosten teholähteet, meriteollisuudessa käytetyt LED-valaisimet sekä älykkäät teholähteet IoT:n myötä. Mielestämme onkin hyvin tärkeää saada konkretiaa Eforen myyntiponnisteluiden onnistumisesta tuolla sektorilla, jotta tavoiteltuun liikevoittomarginaaliin tullaan pääsemään tulevaisuudessa. Marraskuun 2015 aikana yhtiö on tiedottanut merkittävistä uusista jakelukanavista USA:ssa sekä UK:ssa.

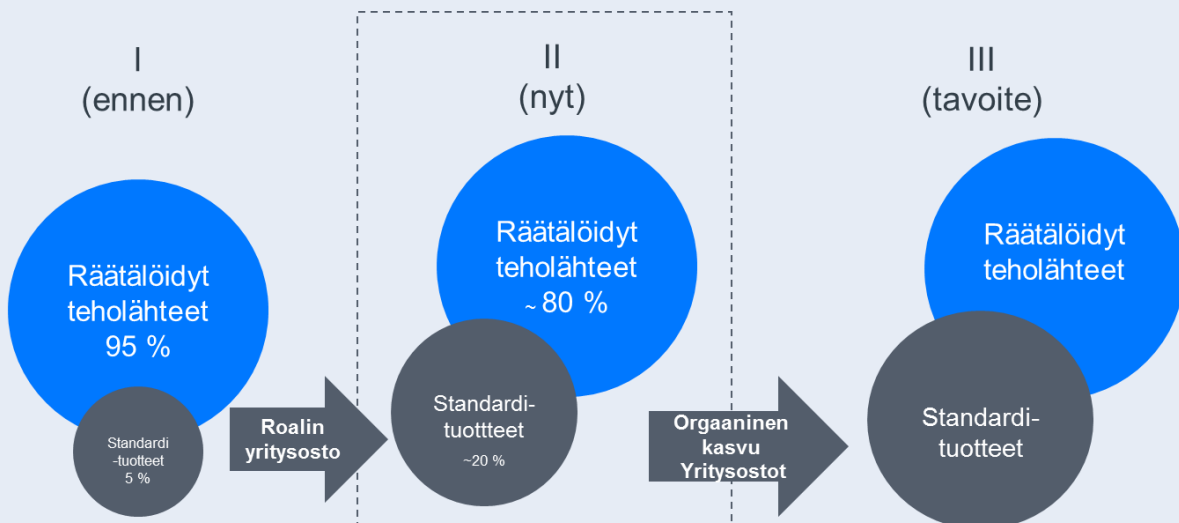
Strategia

Strategiset tavoitteet eri asiakassektoreilla



Lähde: Efore

Strategiset tavoitteet räätälöityjen ja standardituotteiden osalta



Liiketoimintayksiköt

Efore raportoi liikevaihtonsa jaettuna telekommunikaatio- ja teollisuussektoreille. Sektorit ovat ROAL-yrityskaupan jälkeen lähes yhtä suuria. Liiketoiminnot täydentävät hyvin toisiaan, sillä toimintamalli ja tuotteet ovat hyvin samankaltaisia. Sektoreissa on myös paljon eroja. Telekommunikaatio on riippuvainen yksittäisistä suurista asiakkaista ja kokonaisuudessaankin potentiaalisia asiakkaita on maailmalla vain muutamia, kun taas teollisuussektorilla potentiaalisia asiakkaita on jopa useita tuhansia. Telekommunikaatiossa tuotteet ovat enemmän pienten marginaalien volyymituotteita, kun taas teollisuudessa tuotesarjat ovat pienempiä ja marginaalit korkeampia. Vastaavasti telekommunikaatiotuotteiden elinkaaret ovat tyypillisesti moninkertaisesti lyhempiä (noin 3 vuotta) kuin teollisuussektorilla (5-15 vuotta). Teollisuussektorilla on paljon standardituotteita, kun taas telekommunikaatiossa tuotteet ovat aina asiakkaalle räätälöityjä.

Telekommunikaatiosektori

Liiketoimintamalli

Telekommunikaatiosektorilla Eforen tuotekehitys on asiakasprojektityötä, joka perustuu pitkäaikaisiin ja vahvoihin asiakassuhteisiin. Hyvin hoidetut projektit ja onnistunut T&K-yhteistyö toimivat tehollisiksi tekijöiksi pääsyyllisinä uusien projektien onnistumiskriteereinä ovat muun muassa laatu, aikataulu ja toimitusvarmuus. Eforen kilpailuetuna telekommunikaatiosektorilla on vahvat asiakkuudet Nokian ja Ericssonin kanssa. Yhtiö on näissä yhtiössä päässyt ns. preferred vendorin tai hyväksytyn toimittajan asemaan. Tämä käytännössä tarkoittaa, että yhtiö kilpailee näiden asiakkuuksien sisällä vain muiden vastaavassa asemassa olevien toimittajien kanssa. Uusien toimittajien tulo kilpailuun on epätodennäköistä, sillä yhteistyö verkkolaittevalmistajan kanssa on hyvin tiivistä ja uuden toimittajan ottaminen olisi verkkolaittevalmistajalle työläs ja kallis prosessi.

Uuden tuotteen syntyminen alkaa tarjousvaiheesta, johon verkkolaittevalmistaja kutsuu tehollisiksi tekijöiksi. Tarjousvaiheesta siirrytään voittajan kanssa tuotekehitysvaiheeseen, jossa asiakas maksaa tyypillisesti noin 10-30 % tuotekehityspanostuksesta. Maksun osuus on vähentynyt merkittävästi viimeisten 10 vuoden aikana ja tehollisiksi tekijöiksi vastaa siten osasta asiakkaan T&K -riskiä. Tuotekehityksessä syntyvät teknologiat jäävät Eforen omistukseen, mutta Efore ei voi myydä täysin vastaavaa tuotetta ulkopuolelle, koska tuote on räätälöity asiakkaalle. Uusi tuotekehitysprojekti kestää normaalisti 8-10 kuukautta. Tämän jälkeen alkaa tuotanto asiakkaan kysynnän mukaan ja tuote on normaalisti noin 3 vuotta tuotannossa. Tuotteiden elinkaarissa suuntaus on historiassa ollut lyhenemään päin, sillä aiemmin elinkaaret olivat yli 5 vuotta. Toisaalta suuntausta on nyt ollut myös pidempiin elinkaariin. Asiakkaan normaali maksuaika on 90 päivää tavarantoimituksesta. Koska tuotekehitysvaihe kestää 8-10 kuukautta ja asiakkaan maksuaika on 90 päivää, alkaa tehollisiksi tekijöiksi tuotekehityspanoksen takaisinmaksu juosta vasta noin vuoden päästä projektin käynnistämisestä.

Eforen Kiinan tehtaalta tuotteet lähtevät kolmeen eri suuntaan. Yksi osa tuotteista lähtee Ericssonin ja Nokian läheisyydessä sijaitseville tehtaille suoraan tai asiakkaan valitsemalle elektroniikan sopimusvalmistajille. Yksi osa tuotannosta lähtee suoraan Intian markkinalle. Viimeinen osa tuotannosta lähtee laivalla Eurooppaan ja Pohjois-Amerikkaan välivarastoihin, joista asiakkaat ottavat tuotteita tarpeen mukaan.

Euroopan ja Pohjois-Amerikan välivarastojen lisäksi verkonrakentajalla saattaa olla oma välivarastonsa ja lisäksi verkkolaittevalmistajalla saattaa olla puskurivarastoa. Eri väli- ja puskurivarastojen syntyminen toimitusketjuun aiheuttaa Eforelle merkittävää heilahtelua liiketoimintaan. Kyseessä on niin sanottu piiskavaikutus ("bullwhip effect"), jossa pienet muutokset loppukysynnässä voivat heijastua hyvin voimakkaana Eforen tuotantoon kysyntämuutoksen kulkiessa läpi varastoketjun. Varastokorjaukset osaltaan selittävät Eforen kysynnän rajuja heilahteluita telekommunikaatiossa.

Tuotekehitysriskit

Telekommunikaatiosektorin liiketoimintamallin keskeisenä haasteena pidämme sitä, että kärjistetyksi sanottuna nykyisessä toimintamallissa tuotot jaetaan, mutta riskit kantaa tehollisiksi tekijöiksi. Tuotekehityspanostusten realisoituminen kassavirraksi Eforelle kestää kauan ja siihen liittyy paljon riskiä, joka ei ole tehollisiksi tekijöiksi hallittavissa. Jos asiakkaan lopputuote ei menesty, tuotekehitysprojekti muodostuu tehollisiksi tekijöiksi kannattamaton. Vielä pahemmassa tapauksessa asiakas voi lopettaa tuotteen kehittämisen ennen sen markkinoille tuloa, jolloin Eforelle ei jää muuta mahdollisuutta kuin alaskirjata tehdyt tuotekehityspanostukset siltä osin kun niitä ei voida muissa tuotteissa hyödyntää. Kyseiset alaskirjaukset voivat olla jopa 0,5 MEUR:n luokkaa. Eforen ja tehollisiksi tekijöiksi kannalta olisi tärkeää, että tämä vanha rakenteellisesti ongelmallinen alan toimintamalli purkautuisi siten, että verkkolaittevalmistajat alkaisivat kantaa itse enemmän tuotekehitysriskiä. Muutoksen

tapahtuminen nopeasti on epätodennäköistä, koska merkittävän asiakkaan kumppaniksi pääsemisellä on tavanomaisesti ollut hintansa.

Korrelaatio asiakkaiden liiketoiminnan kanssa

Eforen telekommunikaatiosektorin liikevaihdon keskeisenä ajurina toimii verkkolaitevalmistajien liikevaihdon kehitys. Oheisessa graafissa olemme indeksoineet Ericssonin verkkoliiketoiminnan, Nokian ja Alcatel-Lucentin Wireless-yksikön sekä Eforen telekommunikaation liikevaihdon kehityksen siten, että Q1'11 on lähtötasona 100. Kuvaajasta havaitaan, miten voimakkaalla vivulla Eforen telekommunikaation korreloi asiakkaiden kanssa. Mikäli tarkastelu ulotetaan vuoteen 2010, havaitaan Eforen kulkeneen erittäin voimakkaissa sykleissä verkkolaitevalmistajiin nähden. Korrelaatioon tekee poikkeuksen vuonna 2013, jolloin Eforen telekommunikaatiosektorin liikevaihto laski noin kolmanneksella aiemmasta tasosta, vaikka verkkolaitevalmistajien liikevaihto laski vain kymmenyksellä. Käsittääksemme liikevaihdon pudotusta selittäänee Nokian DC/DC-teholähteiden tuotannon sisäistäminen vuoden 2013 alusta, kun Nokia löysi tarvittavan osaamisen talon sisältä fuusioituttuaan Siemensin verkkoyksikön kanssa. Muilta osin liikevaihdoissa on nähtävissä huomattavaa korrelaatiota.

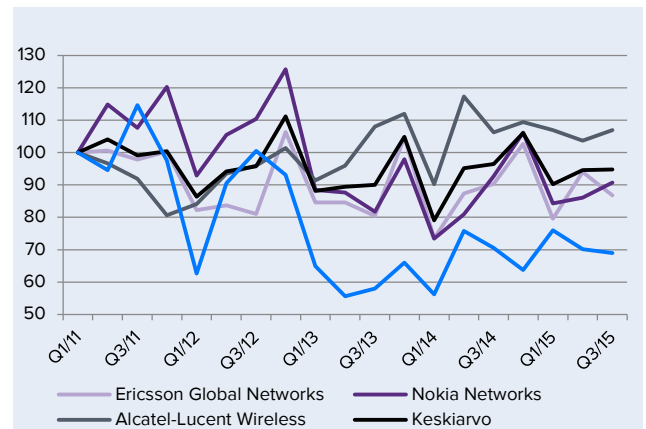
Eforen viime vuosien heikkoon kehitykseen pääasiakkaissa on vaikuttanut osittain yksittäisten lopputuotteiden kysyntä operaattoreilla. Efore ei ole käsityksemme mukaan hävinnyt kilpailuituksia, vaan yhtiölle osuneet projektit ovat liittyneet sellaisiin tuotteisiin, joiden loppukysyntä on jäänyt selvästi alemmaksi kuin verkkolaitevalmistajan alkuperäinen ennuste.

Eforen tuotantovolyyymien määrä ja menekki voi myös merkittävästi Nokian tapauksessa riippua siitä, toimittaako yhtiö teholähteitään kahdelle vertikaalisesti integroituneelle tuotantoketjulle. Käsityksemme mukaan Flextronicsin ja Foxconnin tapauksissa ketjujen teholähteiden päätoimittajina ovat lähinnä Delta Electronics sekä Artesyn. Vuonna 2015 Efore toimitti kyseisiin volyymiputkiin tietääksemme vain yhtä tuotetta.

Teholähdevalmistajalla ei ole mahdollisuuksia vaikuttaa lopputuotteen kysyntään tai ennustaa kysyntää asiakkaitaan paremmin, joten näkyvyyden heikkouden kanssa on vain eletävä. Eforen pitkän aikavälin näkymää telekommunikaatiossa parantaa kuitenkin se, että Nokian ja Ericssonin liiketoiminnat ovat nykyään hyvin vakaalla pohjalla. Esimerkiksi vielä kaksi vuotta sitten Nokian tulevaisuus verkkolaitteissa oli hyvin epävarma eikä silloisen NSN:n liiketoiminta ollut vakaalla pohjalla. Eforen rooli toimittajana voi vielä vahvistua Nokian fuusioituessa Alcatel-Lucentin kanssa. Fuusioissa tyypillisesti kuitenkin komponenttitoimittajat ja toimitusketjut kilpailutetaan, joten fuusion vaikutuksia Eforeen ei vielä tiedetä tarkkaan. Vaikutukset voivat tulla näkyviin 2-3 vuoden viiveellä kun yhtiöiden uusien tuotteiden toimittajia tullaan valitsemaan.

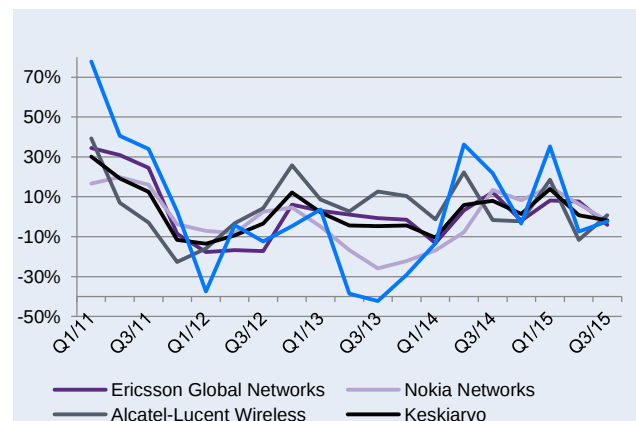
Eforen vahvuutena on pitkä yhteistyö Nokian kanssa, mutta tietääksemme Eforella ei ole ollut merkittävää roolia Alcatel-Lucentin sisällä.

Indeksoitu liikevaihto Q1'11=100



Lähde: Ericsson, Nokia, Alcatel-Lucent, Efore

Liikevaihdon muutos, YoY-%



Lähde: Ericsson, Nokia, Alcatel-Lucent, Efore

Teollisuussektori

Hajautunut asiakaskunta

Teollisuussektorin räätälöidyissä tuotteissa Eforen liiketoimintamalli on hyvin samankaltainen kuin telekommunikaatiossa, mutta asiakaskunta on huomattavasti laajempi ja tuotteiden elinkaaret pidempiä. Efore toimittaa teollisuussektorilla asiakaskohtaisia teholähteitä erilaisiin teollisuuden käyttökohteisiin, kuten teollisuusrobottien ohjauksiin sekä sähkönsiirron ja -jakelun valvontaan ja ohjaukseen. ROAL-yritystalon kautta yhtiön tarjonta tällä alueella laajeni huomattavasti. ROALin päätoimialoja ovat muun muassa LED-valaistus, teholähteet mittalaitteisiin ja terveydenhuollon laitteisiin. Yhtiön kilpailutekijöitä teollisuussektorilla ovat muun muassa laaja tuotetarjonta tietyillä alueilla, joustavuus, nopeus, korkea

laatu ja toimitusvarmuus esimerkiksi hankalissa sääolosuhteissa.

Teollisuussektorin sovellusalueissa teholähteen osuus lopputuotteen kustannuksesta on usein suhteellisen pieni, mutta teholähteen toimintavarmuus ja laatu ovat erittäin tärkeitä. Tällaisia tuotealueita ovat etenkin terveydenhuollon laitteet. Teholähdevalmistajalle nämä alueet ovat kiinnostavia, koska asiakkaan hintasensitiivisyys on suhteellisesti pienempi kuin volyymituotteissa.

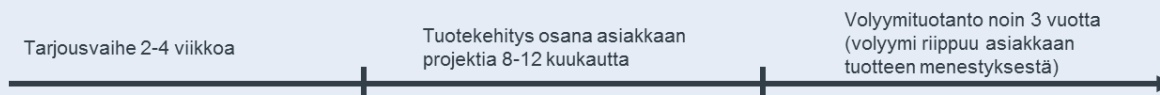
Asiakasräätelöityjen tuotteiden lisäksi teollisuussektorilla voi olla käytössä samaan aikaan useita erilaisia liiketoimintamalleja. Teholähdevalmistaja voi esimerkiksi ostaa suunnittelun ulkopuolelta ja valmistaa itse, toimia toisen teholähdevalmistajan jakelukanavana tai myydä toisen valmistajan tuotteita omina muokattuina versiona (value-added). Yhtä oikeaa toimintamallia ei ole, vaan menestys perustuu pitkälti teholähdevalmistajan markkinaymmärrykseen ja kykyyn skaalata osaamistaan. Skaalautuvuudessa standardituotteiden merkitys korostuu. Näkemyksemme mukaan Efore pyrkii kasvattamaan standardituotteidensa osuutta teollisuussektorilla tulevaisuudessa. Yhtiö pyrkii myös selvästi vahvistamaan jakelukanaviaan vuosien 2016-2017 aikana. Myynnin lisääminen eritoten USA:n markkinalla luo mielestämme yhtiölle kasvumahdollisuuksia tulevina vuosina.

Teollisuussektorin teholähteiden kysynnälle on vaikea antaa mitään makrotason ajuria, sillä markkina on hyvin fragmentoitunut ja laaja. Siten kasvu riippuu etenkin Eforen kyvystä löytää kasvualueita markkinan sisältä. Selkeä yksittäinen kasvualue, jossa Efore on mukana teollisuussektorilla, on LED-valaistuksen virtalähteet. Yhtiö pyrkii etsimään teollisuussektorilla etenkin sellaisia vähemmän kilpailtuja tuotealueita, jotka eivät ole volyymien puolesta houkuttelevia alan suurimmille toimijoille.

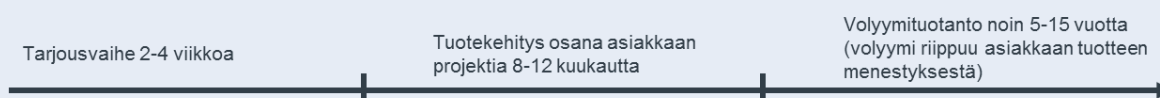
Liiketoimintamalli

Tuotteiden tyypillinen kehityskaari (telekommunikaatio, teollisuus ja standardituote)

Telekommunikaatio (räätälöidyt tuotteet, asiakkaan spesifikaatio)



Teollisuus (räätälöidyt tuotteet, asiakkaan spesifikaatio)



Teollisuus (standardituotteet, oma tai markkinalähtöinen spesifikaatio)



Lähde: Efore

Ennusteet ja arvostus

Efore ei ole onnistunut kannattavuuskäänteessään vuosien 2012-2015 aikana. Vuoden 2014 kertaeristä puhdistettu liikevoitto nousi lievästi plussalle vuoden 2013 tappiolta, mutta ennustamme vuoden 2015 liiketuloksen jäävän taas negatiiviseksi. Toimialan kannattavuustasot huomioiden Eforen kannattavuuteen ei voida olla tyytyväisiä. Luottamuksemme yhtiön käänteeseen on kuitenkin alkanut vahvistua uuden toimitusjohtajan ottaessa aktiivisen otteen yhtiön liiketoimintojen kehittämisessä. Yhtiössä on aloitettu merkittävä liiketoimien tehostaminen ja uusmyynti, jotka voivat onnistuessaan luoda selvää kannattavuuden paranemista vuosien 2016-2018 aikana. Huomattava osa tulosparannuksesta tulee riippumaan Eforen kasvusta teollisuussektorilla sekä yhtiön onnistumisesta mikrotukiasemien sähkösyöttöjärjestelmien toimittajana Nokialle ja Ericssonille. Ennustamme yhtiön tekevän noin 2 %:n liikevoittomarginaalin vuonna 2016, vaikka odotamme liiketoimintojen säilyvän telekommunikaatiosegmentin heikkojen volyymien takia tappiolla Q1'16:n aikana. Yhtiön osaketta hinnoitellaan tällä hetkellä käännetyhtiönä, mikä näkyy alhaisina liikevaihtokertoimina (P/S 0,5x). Osakekurssi kuitenkin hinnoittelee mielestämme Eforelle myös selvää tuloskäännettä ja tulos pohjaiset kertoimet vuodelle 2017 (P/E'17e 13x, EV/EBITDA'17e 5,1x) eivät nykyisellä kannattavuusnäkökymällä tarjoa mielestämme oleellista nousuvaraa. Tulevaan kannattavuuden käänteeseen liittyy erittäin monta epävarmuustekijää, joten odotamme yhtiöltä selvää näyttöä käänteestä ennen kuin olemme valmiit nostamaan ennusteitamme.

Taloudellinen tilanne

Historiallinen kehitys liikevaihdossa

Eforen tuloskehitys on ollut epätydyttävää tilikauden 2012 (1.11.2011-30.10.2012) alusta alkaen, kun telekommunikaatiosektorin vuoden 2011 toiselle puoliskolle asti kestänyt hyvä veto hiipui. Taustalla oli etenkin talouden epävarmuudesta johtuva yleinen operaattoreiden investointiaktiiviteetin hiipuminen, mikä heijastui Eforen telekommunikaatioon. Maailmalla ei ole ollut vuoden 2011 jälkeen merkittävän kokoluokan verkkojen roll-out -projekteja, vaan investoinnit ovat liittyneet enemmän verkkojen ylläpitoon ja päivittämiseen. Vuonna 2013 yhtiön telekommunikaatiosektori menetti huomattavan osan liiketoimestaan kun pääasiakas Nokia päätti sisäistää DC/DC teholähteiden tuotannon. Vuonna 2014 tilanne lähti kuitenkin piristymään, kun Eforen tuoteportfolio uusiutui ja verkkolaitemarkkinan kysyntä piristyi. Uskomme Eforen telekommunikaation heikkouden taustalla olevan myös sen, että yhtiö on ollut mukana useissa sellaisissa projekteissa, joissa verkkolaittevalmistajan toimitusmäärät ovat jääneet selvästi alkuperäisistä ennusteista. Vuoden 2015 jälkimmäisellä vuosipuoliskolla verkkolaitetoimitusten viivästymiset tai siirtymiset vaikuttavat merkittävästi yksikön liikevaihtoon. Tilikauden 2011 vahvan kehityksen jälkeen Eforen liikevaihto telekommunikaatiosektorilla on laskenut takaisin finanssikriisin pohjien tasolle alle 50 miljoonaa euroon, kun vuonna 2011 se oli 70 miljoonaa euroa.

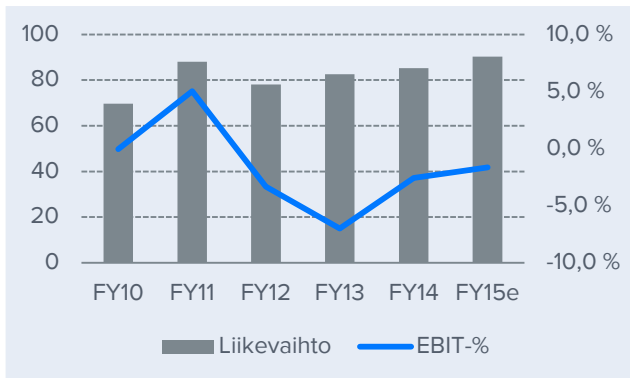
Eforen teollisuussektorin vakaa kehitys ei ole kompensoinut telekommunikaation heiluntaa viime vuosina. Vuonna 2013 tehdyn ROAL-yrityskaupan liikevaihdon lisäys jäi odotuksia pienemmäksi ja yrityskaupan synergiat jäivät pitkälti

toteumatta. ROALin liikevaihto vuonna 2012 oli noin 40 MEUR:n tasolla ja Eforen teollisuussektorin liikevaihto noin 18 MEUR:n. Eforen teollisuussektorin ja ROALin yhteenlaskettu liikevaihto jäi kuitenkin vain 39,3 MEUR:oon vuonna 2014, mikä kuvastaa hyvin yrityskaupan matalaksi jäänyttä liikevaihtovaikutusta. Käsityksemme mukaan liikevaihdon heikkoa kehitystä selittää merkittävien asiakkuuksien ja projektien loppumiset. Teollisuussektorin liikevaihdon kehitys palautui kuitenkin takaisin kasvavalle trendille vuoden 2015 ensimmäisten 9 kuukauden aikana, jolloin sen liikevaihto kasvoi 13,8 %.

Historiallinen kehitys liikevoitossa

Eforen kulut eivät täysin sopeutuneet voimakkaasti heikentyneeseen telekommunikaatiosektorin liikevaihtoon, minkä takia Eforen liikevoittomarginaalit ovat painuneet miinukselle (oikaistu EBIT-% 2012: -1,4 %, 2013: -5,2 %, 2014: 0,1 %). Kulukarsinnasta huolimatta teollisuussektorin heikko kehitys jätti vuoden 2014 liikevoiton lähelle nollaa. Ennustamme yhtiön vuoden 2015 puhdistetun liikevoiton päätyvän myös selvästi tappiolle (ennuste -1,2 MEUR) ennen kuin yhtiön uudella kulukarsintaohjelmalla on ollut vielä vaikutusta. Yhtiölle on lisäksi aiheutunut vuosina 2012-2015 yli 4 MEUR kertaluonteisia kuluja liittyen muun muassa Viron tehtaan alasajoon, tehostamisohjelmiin sekä ROAL-yrityskauppaan. Mielestämme yhtiön kulurakenteessa on vuoden 2015 jälkeen paljon tehostamista. Uskomme uuden toimitusjohtajanimityksen tapahtuneen nimenomaan toiminnan tehokkuuden parantamisen vuoksi.

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Efore, ennuste Inderes

Rahoitusasema

Eforen tase oli terveellä pohjalla viimeisimmän Q3'15 osavuositarkastuksen julkistushetkellä. Konsernin omavaraisuusaste oli 37,6 % ja nettovelkaantumisaste 4,1 %. Likvidit varat olivat 7,2 MEUR, kun vuotta aikaisemmin ne olivat 9,2 MEUR. Korollinen nettovelka Q3'15 lopussa oli 0,9 MEUR.

Eforella ei ole oleellista liikearvoa (1,1 MEUR), mutta aineettomia hyödykkeitä yhtiöllä on taseessaan noin 6 MEUR:n edestä tuotekehitysmenojen osittaisesta aktivoinnista johtuen. Koemme alaskirjausriskin mahdolliseksi tuotekehityssuorituskykyihin liittyen, mutta emme usko niiden olevan merkittäviä. Kiinnitämme huomiota yhtiön kasvaneisiin tuotekehityskulujen aktivoimisiin, jotka kasvavan poistotason myötä alentavat hieman lähivuosien liikevoittoa ennusteessamme. Tuotekehityssuorituskyky ovat normaali osa liiketoimintaa, sillä asiakasräätelöidyillä tuotteilla on selkeä elinkaari sen jälkeen, kun ne tulevat tuotekehityksestä tuotantoon. Alaskirjausriski syntyy, mikäli tuotteen kysyntä muodostuu pettymykseksi tai sitä ei päätetä lanseerata markkinoille.

Eforen kannattavuus on vielä alle vedenjakajan, mutta liiketoiminnan rahavirta on ollut selvästi positiivinen. Vuoden 2015 ensimmäisen 9 kuukauden aikana liiketoiminnan rahavirta oli 4,6 MEUR. Terveen rahavirran ansiosta emme näe taseessa merkittäviä riskejä. Eforen tase ei kuitenkaan anna oleellista liikkumavaraa merkittävien investointien tai yritysostojen toteuttamiseen.

Tilikaudelta 2015 Efore tulee tekemään tappiollisen tuloksen, minkä johdosta emme odota yhtiöltä osinkoa keväällä 2016. Odotamme yhtiön kuitenkin palaavan osingonmaksajaksi tilikaudelta 2017. Ennusteemme tilikauden 2017 osingolle on 0,01 euroa.

Ennusteet

Lyhyen aikavälin ennuste

Efore on arvioinut sen 2015 liikevaihdon olevan 86-92 MEUR ja liike tuloksen ilman kertaluonteisia eräiä olevan 1-2 MEUR tappiollinen. Ennusteemme vuoden oikaistulle liike tulokselle on -1,2 MEUR. Kertaluonteisten erien (-0,3 MEUR) jälkeen yhtiön raportoituliike tulos vuodelta 2015 jää -1,5 MEUR:oon.

Vuonna 2016 arvioimme Eforen tulospöytäkirjan saavan konkreettisempaa tukea kulukarsinnoista sekä yhtiön liiketoimien rationalisoinnista. Näkemyksemme mukaan kustannussäästöjä haetaan kiinteitä kuluja karsimalla. Tehostamistoimenpiteet pitävät sisällään mm. tuotannon, hallinnon, tuotekehityksen sekä materiaalihankinnat.

Telekommunikaation toimitus siirtymät luovat vuoden 2016 alkuun epävarmuutta. Tavanomaisesti vuoden ensimmäinen kvartaali on sektorilla hyvin heikko, minkä takia emme odota yhtiön pystyvän tekemään positiivista tulosta Q1'16:llä. Verkko laitemarkkinoilla on käynnissä jonkin verran hankkeita, joiden pitäisi luoda pohjaa kysynnän jatkuvuudelle, mutta odotamme kokonaismarkkinan kääntyvän laskuun vuoden 2016 aikana ja pidämme langattomien verkkojen globaaleja investointinäkömiä lähivuosille heikkoina. Trendinä vuoden 2016 aikana tulee olemaan myös siirtyminen pienempiin tukiasemiin. Eforella on valmistumassa tuotteita mikrotukiasemiin vuoden ensimmäisellä puoliskolla ja kyseisissä tuotteissa onnistuminen tulee olemaan tärkeää vuoden 2016 aikana. Mikäli uudet tuotteet lähtevät vetämän hyvin pääasiakkaissa, on telekommunikaatiolla hyvät edellytykset lievään kasvuun vuoden 2016 aikana. Arvioimme Eforen 2016 liikevaihdon kasvavan telekommunikaatiossa 3 %.

Teollisuussegmentissä kasvunäkymät ovat selvästi paremmat eritoten aktiivisten myyntiponnisteluiden myötä. Onnistuneen myyntityön materialisoituminen liikevaihdoiksi kuitenkin tulee kestävämmän arvioimme mukaan ainakin 8-12 kuukautta räätelöidyn tehollisuuden myynnissä. Standardoitujen tehollisuuden myynti puolestaan tulee materialisoitumaan liikevaihdoiksi huomattavasti nopeammin. Odotamme liikevaihdon kasvun olevan teollisuussektorissa 8 % vuonna 2016.

Oikaistun liikevoiton arvioimme paranevan 1,8 miljoonaan euroon tai 1,9 %:iin liikevaihdoista vuonna 2016. Tulospöytäkirja tulee eritoten kiinteiden kulujen karsimisesta, joiden odotamme realisoituvan Q3:n ja Q4:n aikana. Kuten mainitsimme, odotamme telekommunikaatiosektorin heikon kysyntätilanteen jättävän Eforen Q1:n vielä tappiolliseksi, joka tulee syömään koko vuoden kannattavuutta.

Tulospöytäkirjasta tulee osittain helpottamaan liikevaihdon kasvu teollisuussektorilla, jossa odotamme myös lievää katetason parantumisesta uusien tuotteiden myötä. Eforen

oma lyhyen tähtäimen taloudellinen tavoite on parantaa kannattavuutta.

Pitkän aikavälin ennuste

Eforen pitkän aikavälin tavoitteena on saavuttaa 10 %:n liikevoitto-% sekä 5-10 %:n liikevaihdon kasvu. Omat pitkän aikavälin ennusteemme ovat liikevaihdon kasvun osalta tavoitetason alareunalla. Kannattavuuden osalta ennusteemme ovat selvästi varovaisempia, sillä odotamme yhtiöltä näyttöjä sen kyvystä parantaa kannattavuutta. Kannattavuuden tuominen 10 %:n tasolle ei uskoaksemme ole mahdollista pelkästään kiinteitä kuluja karsimalla. Lisäksi näkemyksemme mukaan kestävä 10 %:n liikevoittotaso ei ole pitkällä aikavälillä Eforelle realistinen, mikäli yhtiö ei saa teollisuussektorin ja standardituotteiden osuutta liiketoiminnassa kasvatettua merkittävästi nykyisestä. Yhtiö on vielä liian riippuvainen syklisestä telekommunikaatiosta, joka voi hyvässä suhdanteessa tuoda hetkellisesti erinomaisen kannattavuuden, mutta huonossa suhdanteessa johtaa tappioihin.

Ennustamme Eforen nousevan 2017 noin 4,8 %:n liikevoittomarginaaliin ja kannattavuuden kohentuvan sen jälkeisinä vuosina noin 7,0 %:n tasolle. Ennustamme kannattavuuden tasaantuvan kuitenkin pitkällä aikavälillä noin 4 %:n tasolle. Vertailuna vuoden 2011 hyvässä suhdanteessa yhtiö teki 5 %:n liikevoittoa, mutta tämän jälkeen tuotantokoneiston rakenne on muuttunut oleellisesti. Lähivuosien liikevaihdon kasvuennusteemme ovat 5-6 %:n tasolla. Ennusteissamme yhtiön EPS on 0,01 euroa vuodelta 2016, 0,06 euroa vuodelta 2017 ja 0,08 euroa vuodelta 2018. Vastaavat osinkoennusteet ovat 0,00 euroa, 0,01 euroa ja 0,02 euroa. Eforella on Suomessa, Italiassa sekä Yhdysvalloissa verotuksessa hyväksyttyjä tappioita, joita ei ole aktivoitu taseeseen. Arvoimme näiden alentavan yhtiön veroastetta lähivuosina, mikä tukee hieman osakekohtaista tulosta.

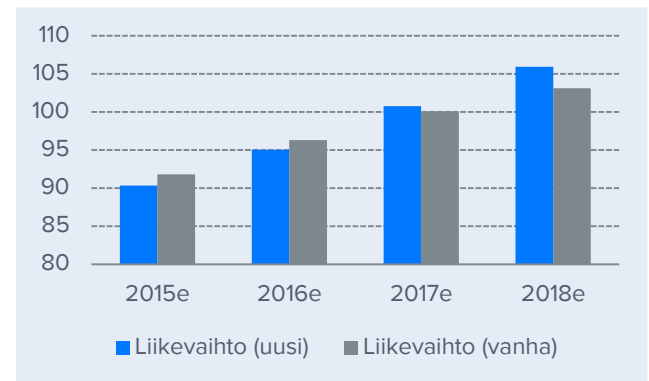
Ennusteiden muutokset edellisen raportin jälkeen

Edellinen laaja Efore-raporttimme julkaistiin 22.1.2015. Tämän jälkeen yhtiön liikevaihto on kokonaisuudessaan kehittynyt odotuksiamme hieman heikommin. On kuitenkin huomattavaa, että telekommunikaatiosektorin kasvu on jäänyt selvästi odotuksistamme, kun taas teollisuussektorin liikevaihdon kasvu on ylittänyt odotuksemme reilulla 9 %:lla.

Vastaavasti tuloksen osalta Efore on jäänyt selvästi odotuksistamme, sillä kulurakennetta ei ole onnistuttu keventämään esimerkiksi piirilevyteknologian ulkoistuksella. Kyseisen ulkoistuksen kustannushyödyissä tehtiin virhearviointi ja tavoitellut suorat 2,5 MEUR:n kustannussäästöt vuositasolla jäivät toteutumatta. Ennusteemme Q1-Q3 EBIT:lle oli tuolloin 3,4 MEUR kun toteuma on 0,4 MEUR. Vuoden 2016 liikevoittoennusteemme on myös tullut selvästi varovaisemmiksi (ennuste 1,8 MEUR kun se oli vuosi sitten

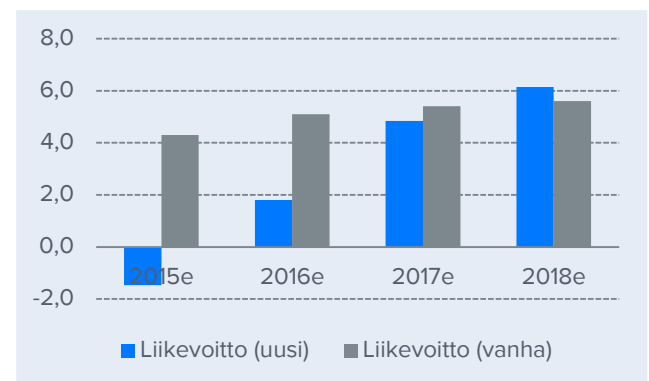
5,1 MEUR). Vuoden 2017 liikevoittoennusteemme on hieman varovaisempi kuin aiemmin (4,8 MEUR, kun se oli vuosi sitten 5,4 MEUR). Pitkän aikavälin tulosennusteemme ovat tulleet lievästi positiivisemmaksi yhtiön aloitettua uuden uskottavan liiketoimien tehostamisen ja kannattavan kasvun tavoittelun.

Liikevaihtoennusteiden muutos



Lähde: Inderes

Liikevoittoennusteiden muutos



Lähde: Inderes

Arvonmääritys ja DCF-laskelma

DCF-arvonmääritys

Eforen arvonmääritys kassavirtalaskelmalla on herkkä arvioidulle liikevaihdon kasvulle sekä liiketoimintojen skaalautuvuudelle ja siten liikevoittomarginaalille. Eritoten henkilöstökulujen muutoksella suhteessa liikevaihtoon on suuri merkitys kannattavuuden muodostumisessa. Kuten jo aikaisemmin mainitsimme, emme odota Eforen yltävän kannattavuudellaan sen pitkän aikavälin tavoitteeseen.

Mallinamme yrityksen investointitarpeen säilyvän suhteellisen matalana suhteessa liikevaihtoon ja investointien suhteen poistoihin olevan 107 %. Oletamme

T&K-kulujen madaltuvan vain lievästi nykyiseltä tasoltaan tulevaisuudessa.

Ennustamme lievää lisäystä käyttöpääoman tarpeeseen kasvun myötä, mutta emme odota yhtiön pääoman kiertonopeuden merkittävästi paranevan johtuen sen pienestä koosta elektroniikka- ja komponenttimarkkinoilla.

Tavoiteltu velkaantumisaste on asetettu 25 %:iin horisontissa. Oman pääoman kustannuksena käytämme 9,7 prosenttia ja vieraanpääoman kustannuksena 7,0 prosenttia. Käyttämämme WACC muodostuu 8,7 %:ksi. Käytämme arvonnäilyksessä Inderesin vakiintuneita muuttujia.

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	25,0 %
Vieraan pääoman kustannus	7,0 %
Yrityksen Beta	1,10
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,50 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	9,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,7 %

WACC on suhteellisen neutraali, mutta toimiala, yrityksen pieni koko, liiketoimintojen suuri riippuvuus vain muutamista asiakkaasta, sekä toimialalla kehittyvät uudet teknologiat puoltaisivat jopa korkeamman pääoman keskimääräistä kustannusta arvonnäilyksessä. Madaltavana tekijänä otamme huomioon varteenotettavan organisaation tehostamisen lähitulevaisuudessa.

Inderesin DCF-mallinnuksen mukaan velattoman yhtiön arvoksi muodostuu 44 MEUR. Oman pääoman arvoksi arviomme on noin 42 MEUR tai 0,75 euroa per osake. Horisontti- tai terminaaliarvo muodostaa noin 54 % laskelman arvosta, mitkä kuvastavat neutraalia hinnoittelua. Arvostuksessa ja ennusteissa on mielestämme selvää nousupotentiaalia, mikäli Eforen kasvu ja eritoten kannattavuus ylittävät ennusteemme tulevaisuudessa.

Arvostuskertoimet

Eforen osakekurssi on heilunut hyvin voimakkaasti kuluneen vuoden aikana, mikä kuvastaa merkittävien positiivisten ja negatiivisten uutisten virtaa. Osakekurssi on liikkunut 0,70 ja 0,90 euron haarukassa ja tällä hetkellä viimeisen tulosvaroituksen jälkeen lähellä vuoden alinta tasoa.

Eforea hinnoitellaan edelleen käännetyhtiönä, mikä ilmenee matalista liikevaihtopohjaisista kertoimista (EV/Sales 0,5x, P/S 0,5x). Osake tarjoaisi huomattavaa nousuvaraa, mikäli yhtiö ylittäisi tavoitetason 10 %:n liikevoittoon. Esimerkiksi ensi vuoden P/E painuisi 6,5:een 10 % liikevoitolla.

Yhtiön nykyisellä kannattavuusnäkökymällä osakkeen hinnoittelu on kuitenkin mielestämme kohtalaisen haastava, ottaen huomioon vielä viimeaikaisen kurssinotkahduksen tulosvaroituksen jälkeen. Mielestämme osakemarkkina edelleen hinnoittelee yhtiölle kannattavuuskäännettä tyydyttävälle kannattavuustasolle. Kuluvan vuoden P/E on negatiivinen ja ensi vuodelle se on noin 100:n paikkeilla. Voimakkaampi tuloskäännä tapahtuu arviomme mukaan vuonna 2017, jolloin P/E-kerroin on 13x.

Kannattavuuskäänteen hinnoittelu näkyy myös selvästi EV/EBITDA -kertoimista vuosille 2015-2017 (22x, 7,6x ja 4,8x). Kannattavuuskäänteeseen liittyy kuitenkin mielestämme suurta epävarmuutta, joten katsomme osakkeen tarjoavan rajatusti nousuvaraa sijoittajille, ennekuin yhtiö pystyy osoittamaan käänteen olevan kestäväällä pohjalla.

Eforen arvostuskertoimet

	2014	2015e	2016e	2017e
Osakekurssi	0,81	0,74	0,74	0,74
EV	46,1	46,2	43,9	40,9
Markkina-arvo	41,3	41,3	41,3	41,3
Oma pääoma / osake	0,34	0,35	0,41	0,47
EV/Sales	0,54	0,51	0,46	0,41
P/Sales	0,48	0,46	0,43	0,41
EV/EBITDA	24,0	21,7	7,6	4,8
EV/EBIT (oikaistu)	384,1	neg.	24,4	8,5
P/E (ilman kertaeriä)	neg.	neg.	94,9	13,4
P/B	2,4	2,1	1,8	1,6
Osinko per osake	0,00	0,00	0,01	0,02
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	1,4 %	2,7 %

*FY13 = 14kk

Lähde: Inderes

Vertailuryhmä

Eforen kilpailijoista on vaikea rakentaa selkeää arvostusta tukevaa vertailuryhmää, sillä joukko on varsin heterogeeninen koostuen useista elektroniikkateollisuuden konserneista sekä yksittäisistä keskiuurista teholähdevalmistajista. Eforen kokoluokassa ei taas löydy vastaavaa yhtiötä. Ongelmaksi relaatiivisessa analyysissä muodostuu myös Eforen tämän hetkinen vaatimaton kannattavuus.

Kokoamamme vertailuryhmän keskimääräinen P/E on 16x vuodelle 2015 ja 14x vuodelle 2016. Vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 8,3x ja 7,9x. Ennustamallamme tulosparannuksella Eforen kertoimet ovat tälle vuodelle selvästi vertailuryhmää korkeammat. Vuodelle 2016 Eforen EV/EBITDA -kerroin on jo kuitenkin linjassa verrokkiyhtiöiden mediaani kertoimen kanssa.

Mielestämme Eforea keskimäärin vakaamman sekä kannattavuudeltaan paremman vertailuryhmän arvostuskertoimet antavat kuitenkin tukea näkemyksellemme, jonka mukaan Eforen osakkeen

nousuvara on rajallinen ilman merkittävää tulosennusteidemme ylittämistä.

Arvostuskertoimien herkkyyys

Suoritamme ohessa yksinkertaistetun herkkyyksianalyysin, joka kuvastaa millaista kannattavuutta Eforen osakkeeseen hinnoitellaan. Analyysissä pidämme ennusteidemme muut muuttujat ennallaan ja vaihdamme 2016 EBIT-% ennustetta yhden prosenttiyksikön portain alkaen 3 prosentista. Ennustemalli laskee tältä pohjalta yhtiön EPS:n ja teemme yksinkertaistetun oletuksen, jossa markkina hinnoittelee osakkeen kertoimella $P/E=13x$.

Mallinnuksessa yhtiön tulisi ylittää lähivuosina 7 %:n liikevoittoon, jotta osakkeessa olisi oleellista nousupotentiaalia. Arviomme mukaan osakemarkkina hinnoittelee nykyisellä osakekurssilla Eforelle noin 5-6 %:n liikevoittotasoa pitkällä aikavälillä.

Osakekurssin herkkyyys eri kannattavuustasoilla

2016e EBIT-%	EBIT 2016	EPS 2016	Osakekurssi, jos $P/E=13$	Nousupotentiaali-%
3,0 %	2,9	0,024	0,31	-57 %
4,0 %	3,8	0,039	0,51	-31 %
5,0 %	4,8	0,054	0,70	-5 %
6,0 %	5,7	0,069	0,89	21 %
7,0 %	6,7	0,083	1,09	47 %
8,0 %	7,6	0,098	1,28	73 %

Lähde: Inderes

Riskit

Efore on käänneyhtiö

Efore on muutosvaiheessa oleva yhtiö, minkä johdosta yhtiön osakkeeseen sisältyy normaalia korkeampi riskitaso. Korkeampi riskitaso heijastuu osakkeen arvostukseen alentavana tekijänä. Vastaavasti riskitekijöiden pieneneminen tulevaisuudessa tukisi myös osakkeen arvostusta. Normaalien liiketoimintaan liittyvien riskien lisäksi mielestämme keskeiset Eforeen ja sen osakkeeseen liittyvät riskit ovat seuraavia:

- Yhtiö on edelleen riippuvainen Nokian ja Ericssonin asiakkuuksista. ROAL-kaupan myötä riippuvuus avainasiakkaista on laskenut noin puoleen, kun se ennen kauppaa oli vielä yli 70 %. Eforen hinnoitteluvoima näitä asiakkaita kohtaan on rajallista johtuen suuresta riippuvuudesta sekä näiden asiakkaiden suuresta koosta.
- Verkkolaitemarkkinan kilpailutilanne ja rakenteelliset ongelmat voivat heijastua myös Eforeen. Etenkin Ericssonin ja Nokian aseman heikkeneminen

verkkolaitemarkkinalla heijastuisi negatiivisesti Eforen liiketoimintaan. Aasialaiset verkkolaittevalmistajat kuten Huawei ja ZTE ovat viime vuosina voittaneet markkinaosuuksia verkkolaitemarkkinalla ja tämän kehityksen jatkuminen olisi negatiivista Eforelle.

- Nokia etsii 900 MEUR:n vuotuisia synergioita fuusioituessaan Alcatel-Lucentin kanssa. Yhtiö tulee varmasti kilpailuttamaan toimintoketjuansa ja Efore joutuu kilpailemaan tulevista projekteistaan arvoketjussa.
- Nokian ja Ericssonin keskittyessä voimakkaasti mikrotukiasemiin lähitulevaisuudessa on Eforen onnistuttava luomaan uudet kilpailukykyiset tuotteet osaksi tarjontaansa. Merkittävään muutokseen liittyy aina riski epäonnistumisesta.
- ROALin oston liittyy normaalit yrityskauppoihin liittyvät riskit. Kauppaan liittyvät synergiat eivät ole vielä realisoituneet, mutta odotamme uuden johdon tuovan niitä esiin seuraavan kahden vuoden aikana.
- Eforen panostukset standardituotteisiin voivat kasvattaa liiketoiminnan riskitasoa. Standardituotteissa yhtiö kantaa tuotekehitysriskin kokonaan itse, kun taas räätälöidyissä tuotteissa riskiä jaetaan. Siten panostukset väärille alueille standardituotteissa voivat johtaa selvästi tappiollisiin tuotekehitysprojekteihin.

Tuloslaskelma, tase ja DCF-malli

Tulosennusteet

(MEUR)	2012	2013*	2014	2015e	2016e	2017e
Liikevaihto	78,1	82,5	85,3	90,3	95,0	100,7
Kulut	-77,9	-85,1	-83,4	-88,2	-89,3	-92,2
Käyttökate	0,2	-2,6	1,9	2,1	5,8	8,6
Poistot	-2,1	-1,8	-2,4	-2,2	-1,7	-1,8
EBITA	-3,3	-7,2	-3,3	-2,9	-0,5	2,9
Arvon alentumiset	-0,7	-1,4	-1,5	-1,4	-2,3	-1,9
Liikevoitto	-2,6	-5,8	-1,9	-1,5	1,8	4,8
<i>Liikevoiton kert. erät</i>	-1,5	-1,5	-2,0	-0,3	0,0	0,0
<i>Liikevoitto ilman kert. erää</i>	-1,1	-4,3	0,1	-1,2	1,8	4,8
Rahoituserät	-2,0	-2,5	-3,5	-3,4	-3,5	-2,6
Osuus osakkuusyrityksien tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Voitto ennen veroja	-3,0	-6,1	-3,1	-2,4	0,5	3,6
Muut erät	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Verot	0,7	-0,1	0,5	0,1	-0,1	-0,5
Vähemmistöosuus	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	-2,3	-6,3	-2,7	-2,3	0,4	3,1
<i>Nettotulos ilman kert. erää</i>	-0,8	-4,8	-0,7	-2,0	0,4	3,1
Satunnaiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tilikauden tulos	-2,3	-6,3	-2,7	-2,3	0,4	3,1

* 14kk tilikausi poikkeuksellisesti vuonna 2013

Tase

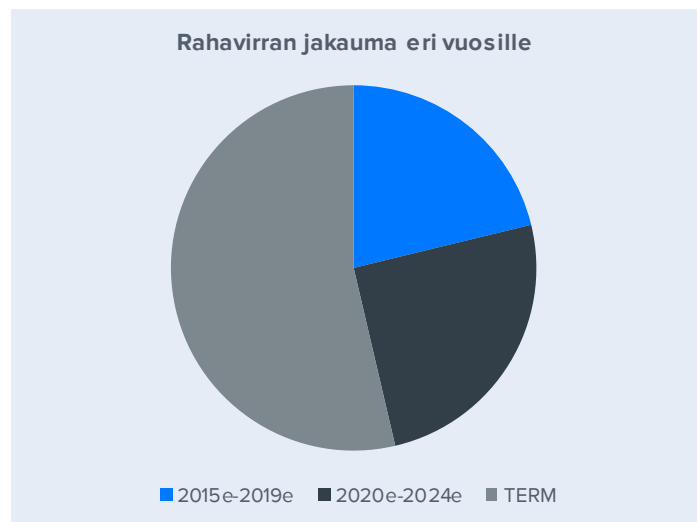
Vastaavaa (MEUR)	2013	2014	2015e	2016e	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	18,9	18,4	18,0	17,0	16,8	16,8
Liikearvo	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Aineettomat oikeudet	6,9	8,1	7,7	6,4	5,5	4,8
Käyttöomaisuus	7,8	5,6	5,6	6,1	7,1	7,9
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,1	0,4	0,6	0,6	0,6
Laskennalliset verosaamiset	3,1	3,5	3,2	2,8	2,6	2,3
Vaihtuvat vastaavat	39,6	38,3	41,1	43,4	45,5	43,5
Varastot	14,6	14,6	14,9	15,7	16,1	15,9
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,1	0,4	0,6	0,6	0,6
Myyntisaamiset	15,2	15,8	16,7	17,6	18,7	19,6
Likvidit varat	9,8	7,8	9,0	9,5	10,1	7,4
Taseen loppusumma	58,5	56,6	58,6	59,9	61,6	59,7

Vastattavaa (MEUR)	2013	2014	2015e	2016e	2017e	2018e
Oma pääoma	23,0	21,4	19,1	19,5	22,6	26,3
Osakepääoma	15,0	15,0	15,0	15,0	15,0	15,0
Kertyneet voittovarot	-19,9	-22,3	-24,6	-24,2	-21,1	-17,4
Omat osakkeet	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4
Uudelleenarvostusrahasto	1,4	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6
Muu oma pääoma	28,9	28,5	28,5	28,5	28,5	28,5
Vähemmistöosuus	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verovelat	1,4	0,7	1,0	1,0	1,0	1,0
Varaukset	0,0	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Pitkäaikaiset velat	5,5	4,2	7,9	7,4	6,8	4,5
Lainat rahoituslaitoksilta	3,9	2,5	6,2	5,7	5,1	2,8
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	1,6	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
Lyhytaikaiset velat	28,4	29,9	30,2	31,5	30,8	27,5
Lainat rahoituslaitoksilta lyh.	9,2	7,3	7,7	8,7	7,7	4,2
Lyhytaikaiset korottomat velat	19,2	22,6	22,6	22,8	23,2	23,3
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	58,5	56,6	58,6	59,9	61,6	59,7

DCF-malli

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2014	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	TERM
Liikevoitto	-1,9	-1,5	1,8	4,8	6,1	7,8	7,0	6,1	5,1	4,6	4,6	
+ Kokonaispoistot	3,8	3,6	4,0	3,8	3,6	3,7	3,7	3,5	3,7	3,8	3,9	
- Maksetut verot	-0,6	0,7	0,3	-0,3	-0,7	-1,3	-1,2	-1,0	-0,8	-0,7	-0,8	
- verot rahoituskuluista	-0,2	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	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	2,9	-1,3	-1,4	-1,1	-0,6	-0,7	-0,6	-0,5	-0,5	-0,4	-0,3	
Operatiivinen kassavirta	4,0	1,5	4,4	7,0	8,3	9,5	8,9	8,0	7,4	7,1	7,5	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-2,9	-3,5	-3,4	-3,8	-3,9	-3,7	-3,2	-4,0	-4,1	-4,2	-4,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	1,6	-2,0	1,0	3,2	4,4	5,8	5,6	4,0	3,3	3,0	3,3	
+/- Muut	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	1,7	-2,0	1,0	3,2	4,4	5,8	5,6	4,0	3,3	3,0	3,3	49,9
Diskontattu vapaa kassavirta		-2,0	1,0	2,7	3,5	4,2	3,7	2,4	1,8	1,5	1,5	23,5
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		43,9	45,9	44,9	42,2	38,7	34,6	30,8	28,4	26,6	25,1	23,5
Velaton arvo DCF		43,9										
- Korolliset velat		-9,8										
+ Rahavarat		7,8										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		41,9										
Oman pääoman arvo DCF per osake		0,75										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	25,0 %
Vieraan pääoman kustannus	7,0 %
Yrityksen Beta	1,10
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,50 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	9,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,7 %



Vuosineljännesennusteet ja tiivistelmä

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2013	Q1'14	Q2'14	Q3'14	Q4'14	2014	Q1'15	Q2'15	Q3'15	Q4'15e	2015e	2016e	2017e
Liikevaihto	82,5	19,2	22,5	22,1	21,4	85,3	23,5	23,7	22,8	20,3	90,3	95,0	100,7
<i>Telekommunikaatio</i>	<i>48,6</i>	<i>9,7</i>	<i>13,1</i>	<i>12,2</i>	<i>11,0</i>	<i>46,0</i>	<i>13,1</i>	<i>12,1</i>	<i>11,9</i>	<i>9,0</i>	<i>46,1</i>	<i>47,5</i>	<i>48,5</i>
<i>Teollisuus</i>	<i>33,9</i>	<i>9,5</i>	<i>9,5</i>	<i>10,0</i>	<i>10,4</i>	<i>39,3</i>	<i>10,4</i>	<i>11,6</i>	<i>10,9</i>	<i>11,3</i>	<i>44,2</i>	<i>47,5</i>	<i>52,3</i>
Käyttökate	-2,6	0,3	-0,8	2,5	-0,1	1,9	1,6	0,9	0,6	-1,0	2,1	5,8	8,6
Poistot ja arvonalennukset	-1,8	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-2,4	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-2,2	-1,7	-1,8
Liikevoitto ilman kertaeriä	-4,3	-0,6	-0,4	1,6	-0,5	0,1	0,7	0,0	0,0	-1,9	-1,2	1,8	4,8
Liikevoitto	-5,8	-0,6	-1,6	1,6	-1,3	-1,9	0,7	0,0	-0,3	-1,9	-1,5	1,8	4,8
<i>Liikevoitto (konsemitaso)</i>	<i>-5,8</i>	<i>-0,6</i>	<i>-1,6</i>	<i>1,6</i>	<i>-1,3</i>	<i>-1,9</i>	<i>0,7</i>	<i>0,0</i>	<i>-0,3</i>	<i>-1,9</i>	<i>-1,5</i>	<i>1,8</i>	<i>4,8</i>
Nettorahoituskulut	-0,3	-0,4	-0,2	-0,4	-0,3	-1,3	-0,9	0,0	0,2	-0,2	-0,9	-1,3	-1,2
Tulos ennen veroja	-6,1	-0,9	-1,8	1,2	-1,6	-3,1	-0,2	0,0	-0,1	-2,1	-2,4	0,5	3,6
Verot	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,7	0,5	-0,1	-0,1	0,0	0,3	0,1	-0,1	-0,5
Vähemmistöosuudet	-0,1	0,0	-0,2	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	-6,3	-0,9	-2,0	1,1	-0,9	-2,7	-0,3	-0,1	-0,1	-1,8	-2,3	0,4	3,1
EPS (oikaistu)	-0,12	-0,02	-0,02	0,02	0,00	-0,01	-0,01	0,00	0,00	-0,03	-0,04	0,01	0,06

Tunnusluvut	2013	Q1'14	Q2'14	Q3'14	Q4'14	2014	Q1'15	Q2'15	Q3'15	Q4'15e	2015e	2016e	2017e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	<i>5,7 %</i>	<i>40,1 %</i>	<i>51,3 %</i>	<i>32,6 %</i>	<i>-42,5 %</i>	<i>3,3 %</i>	<i>22,6 %</i>	<i>5,1 %</i>	<i>3,0 %</i>	<i>-5,1 %</i>	<i>5,9 %</i>	<i>5,2 %</i>	<i>6,0 %</i>
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	<i>288,4 %</i>	<i>-62,0 %</i>	<i>-70,7 %</i>	<i>-325,7 %</i>	<i>-21,4 %</i>	<i>-102,8 %</i>	<i>-228,1 %</i>	<i>-100,0 %</i>	<i>-100,0 %</i>	<i>323,1 %</i>	<i>-1078,3 %</i>	<i>-253,3 %</i>	<i>168,7 %</i>
<i>Käyttökate-%</i>	<i>-3,1 %</i>	<i>1,7 %</i>	<i>-3,5 %</i>	<i>11,2 %</i>	<i>-0,5 %</i>	<i>2,3 %</i>	<i>6,9 %</i>	<i>3,8 %</i>	<i>2,6 %</i>	<i>-4,9 %</i>	<i>2,4 %</i>	<i>6,1 %</i>	<i>8,5 %</i>
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	<i>-5,2 %</i>	<i>-3,0 %</i>	<i>-2,0 %</i>	<i>7,1 %</i>	<i>-2,1 %</i>	<i>0,1 %</i>	<i>3,1 %</i>	<i>0,0 %</i>	<i>0,0 %</i>	<i>-9,4 %</i>	<i>-1,3 %</i>	<i>1,9 %</i>	<i>4,8 %</i>
<i>Nettotulos-%</i>	<i>-7,6 %</i>	<i>-4,8 %</i>	<i>-9,1 %</i>	<i>4,9 %</i>	<i>-4,0 %</i>	<i>-3,2 %</i>	<i>-1,2 %</i>	<i>-0,4 %</i>	<i>-0,4 %</i>	<i>-8,9 %</i>	<i>-2,5 %</i>	<i>0,5 %</i>	<i>3,1 %</i>

Lähde: Inderes

Vuosi 2013 poikkeuksellisesti 14kk tilikausi

Tuloslaskelma	2012	2013	2014	2015e	2016e
Liikevaihto	78,1	82,5	85,3	90,3	95,0
EBITDA	0,2	-2,6	1,9	2,1	5,8
EBITDA-marginaali (%)	0,3	-3,1	2,3	2,4	6,1
EBIT	-2,6	-5,8	-1,9	-1,5	1,8
Voitto ennen veroja	-3,0	-6,1	-3,1	-2,4	0,5
Nettovoitto	-2,3	-6,3	-2,7	-2,3	0,4
Kertaluontoiset erät	-1,5	-1,5	-2,0	-0,3	0,0

Tase	2012	2013	2014	2015e	2016e
Taseen loppusumma	43,3	58,5	56,6	58,6	59,9
Oma pääoma	20,7	23,2	21,4	19,1	19,5
Liikearvo	0,0	1,1	1,1	1,1	1,1
Korolliset velat	2,2	13,1	9,8	13,9	14,4

Kassavirta	2012	2013	2014	2015e	2016e
EBITDA	0,2	-2,6	1,9	2,1	5,8
Nettokäyttöpääoman muutos	1,5	0,3	2,9	-1,3	-1,4
Operatiivinen kassavirta	1,3	-3,2	4,0	1,5	4,4
Vapaa kassavirta	-0,2	-14,1	1,7	-2,0	1,0

Yhtiökuvaus

Efore on vaativia tehoelektroniikkatuotteita kehittävä ja valmistava kansainvälinen yhtiö. Yhtiön tuotantoyksiköt sijaitsevat Kiinassa ja Tunisiassa. Yrityksen myynti- ja markkinointitoiminnot sijaitsevat Euroopassa, Yhdysvalloissa ja Kiinassa. Joulukuussa 2014 päättyneellä tilikaudella konsernin liikevaihto oli 85,3 milj. euroa ja sen palveluksessa oli keskimäärin 914 henkilöä.

Osakekohtaiset luvut	2012	2013	2014	2015e	2016e
EPS	-0,06	-0,15	-0,05	-0,04	0,01
EPS oikaistu	-0,02	-0,12	-0,01	-0,04	0,01
Operat. kassavirta per osake	0,03	-0,08	0,07	0,03	0,08
Tasearvo per osake	0,49	0,56	0,38	0,34	0,35
Osinko per osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Voitonjako, %	0	0	0	0	0
Osinkotuotto, %	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Tunnusluvut	2012	2013	2014	2015e	2016e
P/E	neg.	neg.	neg.	neg.	94,9
P/B	1,4	1,5	2,1	2,2	2,1
P/Liikevaihto	0,4	0,4	0,5	0,5	0,4
P/CF	21,8	neg.	11,2	28,0	9,3
EV/Liikevaihto	0,3	0,5	0,6	0,5	0,5
EV/EBITDA	130,4	neg.	24,5	21,7	8,0
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	neg.	25,7

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Sievi Capital Oyj	21,8 %
Evli Pankki Oyj	9,4 %
Efore Oyj	6,3 %
Jussi Invest Oy	3,4 %
Tammivuori Leena Maija	3,1 %

Suositushistoria

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
27.10.2014	Vähennä	0,72 €	0,72 €
21.1.2015	Vähennä	0,82 €	0,86 €
16.2.2015	Myy	0,70 €	0,77 €
22.4.2015	Myy	0,70 €	0,80 €
13.8.2015	Myy	0,70 €	0,82 €
2.10.2015	Myy	0,67 €	0,74 €
22.10.2015	Myy	0,67 €	0,75 €
23.12.2015	Vähennä	0,75 €	0,74 €

Verrokkiryhmän arvostuskertoimia

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	EUR	MEUR	MEUR	2015e	2016e	2015e	2016e	2015e	2016e	2015e	2016e	2015e	2016e	2015e
Efore	0,74	41	42	17,5	10,6	7,0	5,3	0,4	0,4	52,9	14,0	1,4	4,1	1,9
Delta Electronics	156,0	11324	11450	19,6	16,6	14,0	12,4	2,0	1,9	20,5	17,9	3,8	4,1	3,5
Lite-On Technology	32,4	2114	1700	7,3	6,7	3,8	3,6	0,3	0,3	11,0	10,1	6,2	6,8	1,0
Flextronics International	10,8	5534	6457	9,6	9,1	6,1	5,6	0,3	0,3	10,1	9,1			2,1
Chicony	37,2	383	426					0,6	0,6	12,6	12,4			
Murata Manufacturing	16990,0	29015	26843	11,9	10,7	9,0	8,2	2,9	2,7	16,8	15,4	1,3	1,5	2,8
Cosel	1076,0	304	233			8,3	7,0	1,4	1,4	18,9	16,0	2,3	2,5	1,0
Emerson Electric	44,6	26727	30157	10,5	9,7	8,5	7,9	1,6	1,6	14,5	13,3	4,3	4,4	3,7
XP Power	1481,0	391	392	11,5	10,9	10,0	9,3	2,6	2,5	15,0	14,0	0,0	0,0	
Acbel Polytec	24,1	348	286			8,1	8,7	0,5	0,5	17,7	19,3	5,2	4,0	1,4
Efore (Inderes)	0,74	41	46	neg.	25,7	19,0	8,0	0,5	0,5	neg.	94,9	0,0	0,0	2,2
Keskiarvo				12,6	10,6	8,3	7,5	1,3	1,2	19,0	14,1	3,1	3,4	2,2
Mediaani				11,5	10,6	8,3	7,9	1,0	1,0	15,9	14,0	3,0	4,0	2,0
Erotus-% vrt. mediaani					143 %	130 %	1 %	-48 %	-49 %		579 %	-100 %	-100 %	8 %

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

Viimeisimmät videot (inderes.fi)



11/2015
Toimitusjohtaja Heikki Viikan esitys
Eforen CMD:stä



10/2015
Heikki Viikan haastattelu Q3-
tuloksen jälkeen



8/2015
Heikki Viikan haastattelu Q2-
tuloksen jälkeen

Vastuuvapauslauseke

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

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

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

suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitus suosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy:llä ei ole omistuksia 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 tämän raportin kohdeyrityksen kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

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

Inderes Oy

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

Inderes Oy

Itämerenkatu 5

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/nderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.nderes.fi



2015

#1 ennustetarkkuus



2014

#1 ennustetarkkuus



2014

#1 suositustarkkuus



2012

#1 suositustarkkuus



2012

#2 suositustarkkuus



2007, 2010, 2012

#1 suositustarkkuus



inde
res.

**Palkittua
analyysiä.**