

Aspocomp

Yhtiöraportti

09/2020

Ketterän tulokasvutarinan väliaika jatkuu vielä

Toistamme Aspocompille 3,8 euron tavoitehinnan, mutta laskemme suosituksemme vähennä-tasolle (aik. lisää). Yhtiön viime vuosina hyvään vauhtiin päässyt kannattavan kasvun tarina pysähtyi viimeistään tänä vuonna koronapandemian sekoittamaan markkinatilanteeseen. Odotamme tilanteen normalisoituvan ja tuloksen elpävän voimakkaasti ensi vuonna, mutta näkyvyys tähän on erittäin heikko ja epävarmuus korkealla. Arvostus on maltillinen vuoden 2021 ennusteilla (P/E 10x), mutta merkittävään tulospaarannukseen liittyvän epävarmuuden ja muutenkin korkeiden riskien vastapainoksi tuottopotentiaalin pitäisi mielestämme olla nykyistä korkeampi.

Pieni, kyvykäs ja ketterä piirilevy-palveluyhtiö

Aspocomp tarjoaa korkealaatuista piirilevyjen suunnittelu- ja valmistuspalvelua. Yhtiö on toimialalla niche-toimija ja keskittyy strategisesti pikatoimituksiin sekä lyhyisiin tuotantosarjoihin, joissa yhtiön Oulun tuotantolaitos on hyvin kilpailukykyinen erityisesti tuoreiden kyvykkyysinvestointien jälkeen. Oman tuotantonsa (~80 % liikevaihdosta) lisäksi yhtiö välittää yhteistyökumppaniensa volyymivalmistuspalveluita, mikä antaa yhtiölle mahdollisuuden palvella asiakkaita tuotteen koko elinkaaren ajan. Välityksen osuus liikevaihdosta oli viime vuonna arviomme mukaan noin 20 %, mutta tänä vuonna osuus on laskemassa vahvojen kasvuvuosien jälkeen koronapandemian sekoitettua markkinatilannetta. Mielestämme yhtiön kilpailuedut perustuvat joustavuuteen, ketteryyteen ja näistä seuraaviin lyhyisiin läpimenoaikoihin sekä asiantuntevaan kokonaispalveluun. Yhtiö on edistynyt viime vuosina strategisesti hyvin ja sen 10 MEUR:n investointiohjelma on nyt etenemässä kapasiteettivaiheeseen.

Tulokasvutrendi on kääntynyt väärään suuntaan, mutta odotamme tilanteen muuttuvan ensi vuonna

Aspocompin viimeisen viiden vuoden aikana kehittynyt kannattavan kasvun tarina pysähtyi viimeistään koronapandemian sekoittamaan markkinatilanteeseen alkuvuonna, mutta Aspocompin tulokasvu oli kääntynyt negatiiviseksi jo aiemmin mm. 5G-tuotekehityskysynnän heikennyttyä H2'19. Nyt yhtiön tulos on heikentynyt vertailukaudesta neljänä neljänneksenä peräkkäin, eikä tämä trendi arviomme mukaan käänny vielä H2'20. Näkyvyys Aspocompin kysynnän kehitykseen on kroonisesti heikko, ja nyt yhtiön päällä leijuu myös sankka koronan aiheuttama sumu. Silti markkinan fundamenttien pitäisi olla suunnilleen ennallaan, kun koronapandemian vaikutukset ajallaan poistuvat. Emme ole tehneet suuria ennustemuutoksia ja odotamme edelleen tuloksen elpävän ensi vuonna lähelle vuoden 2019 hyvää tasoa, mikä vaatii kysyntätilanteen normalisoitumista ja erityisesti yhtiölle tärkeän tietoliikennesektorin T&K-projektien korkeakatteisten pikatoimituksien paluuta.

Korkean riskin kantamisesta ei saa nyt riittävää kompensatiota

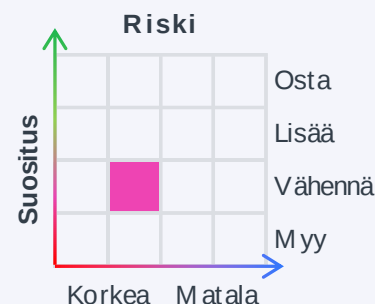
Aspocompin nykyinen tuloskunto ei riitä perustelemaan osakkeen nykyarvoa, joten sijoittajien täytyy luottaa vuoden 2020 tuloksen olevan poikkeus eikä sääntö. Arviomme mukaan näin onkin, ja koronakuopan yli katsottaessa arvostus on kohtuullinen absoluuttisesti (2021e oik. P/E 10x EV/EBITDA 5x) sekä suhteessa toimialan verrokkeihin. Tulostulon elpymisestä ei kuitenkaan ole vielä konkreettisia merkkejä, vaan odotus perustuu epävarmaan oletukseen markkinatilanteen normalisoitumisesta asteittain. Koska näkyvyys on poikkeuksellisen heikko, joudumme hahmottamaan tuotto-odotusta erilaisina skenaarioina, joiden perusteella odotusarvo on arviomme mukaan nykykurssilla epätydyttävä. Näemmekin osakkeen riski/tuotto -suhteen riittämättömänä positiiviseen suositukseen ja jäämme odottamaan konkreettisia merkkejä orastavasta käännteestä.

Analytiikot



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

Suositus ja tavoitehinta



Vähennä
(aik. Lisää)

3,80 EUR
(aik. 3,80 EUR)

Osakekurssi:
3,83 €

Potentiaali:
-0,8 %

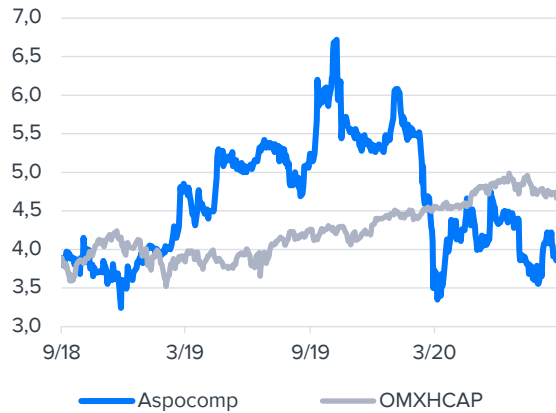
Avainluvut

	2019	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	31	27	31	34
kasvu-%	7 %	-15 %	18 %	10 %
EBIT oik.	3,4	0,6	2,8	3,4
EBIT-% oik.	10,9 %	2,2 %	9,0 %	9,9 %
Nettotulos	3,9	1,1	3,3	4,0
EPS (oik.)	0,49	0,05	0,38	0,48

P/E (oik.)	10,8	71,3	10,0	8,0
P/B	1,9	1,4	1,3	1,1
Osinkotuotto-%	2,9 %	2,6 %	3,9 %	4,2 %
EV/EBIT (oik.)	11,4	50,2	9,9	7,2
EV/EBITDA	8,3	11,8	5,1	3,7
EV/Liikevaihto	1,2	1,1	0,9	0,7

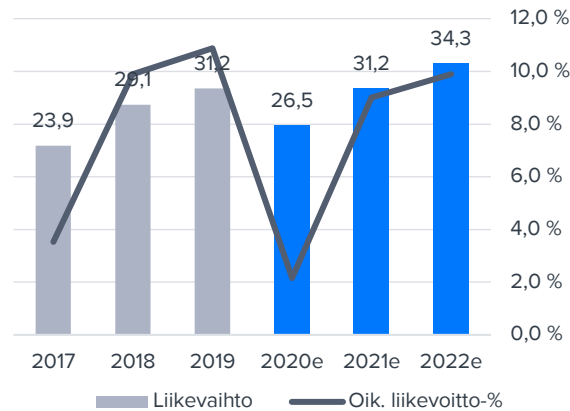
Lähde: Inderes

Osakekurssi



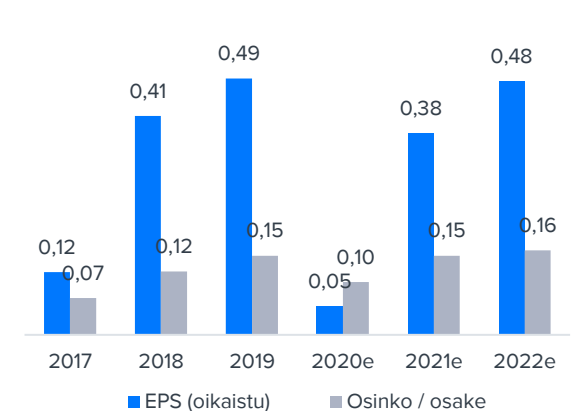
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

MCAP

26
MEUR

EV

29
MEUR

EV/EBIT

9,9
2021e

P/E (oik.)

10,0
2021e



Arvoajurit

- 5G:n jatkuva kehitys ja uuden tuotekehityssyklin alkaminen
- Asiakaskunnan laajentaminen ja kasvu muille sektoreilla (ennen 5G:n hyytymistä)
- Strateginen laajentuminen kokonaistoimituksiin
- Hyväksyttävän arvostustason nousu riskiprofiiliin pienentyessä hiljalleen



Riskitekijät

- Riippuvuus yksittäisistä asiakkaista ja asiakassektorista
- Voimakkaasti vaihteleva kysyntä ja erittäin heikko näkyvyys
- Aiemman vahvan kannattavuustason osoittautuminen poikkeukseksi
- Tällä hetkellä käynnissä olevan negatiivisen tulostrendin jatkuminen



Arvostus

- Osakkeen arvostustaso on matala, jos tulokunto elpyy ennustetusti ensi vuonna
- Osake on hinnoiteltu suunnilleen linjassa verrokkien kanssa, mutta verrokkiryhmä on kaukana yhtenäisestä
- Tulokunnan merkittävä elpymine on jo hinnoiteltu osakkeeseen

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-8
Strategia ja kilpailuetu	9-11
Toimiala ja kilpailu	12-15
Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne	16-17
Ennusteet	18-21
Sijoitusprofiili	22-25
Arvonmäärittäminen	26-30
Muut taulukot	31-32
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	33

Aspocomp lyhyesti

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

15,6 % (CAGR)

Liikevaihdon kasvu 2015-2019

>40 % (CAGR)

Käyttökäteen kasvu 2016-2019*

31,2 MEUR (+7 % vs. 2018) **3,4 MEUR (10,9 % lv:sta)**

Liikevaihto 2019

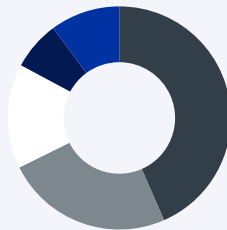
Liikevoitto 2019

85 % / 15 %

Liikevaihdon jakauma: oma tuotanto / välitys (Inderesin arvio)

Liikevaihdon jakauma (2019)

- 2019
- Tietoliikenne
- Autoteollisuus
- Teollisuuselektroniikka
- Turvallisuus-, puolustus- ja ilmailu
- Puolijohdeteollisuus



Vaikea murros 2012-2016

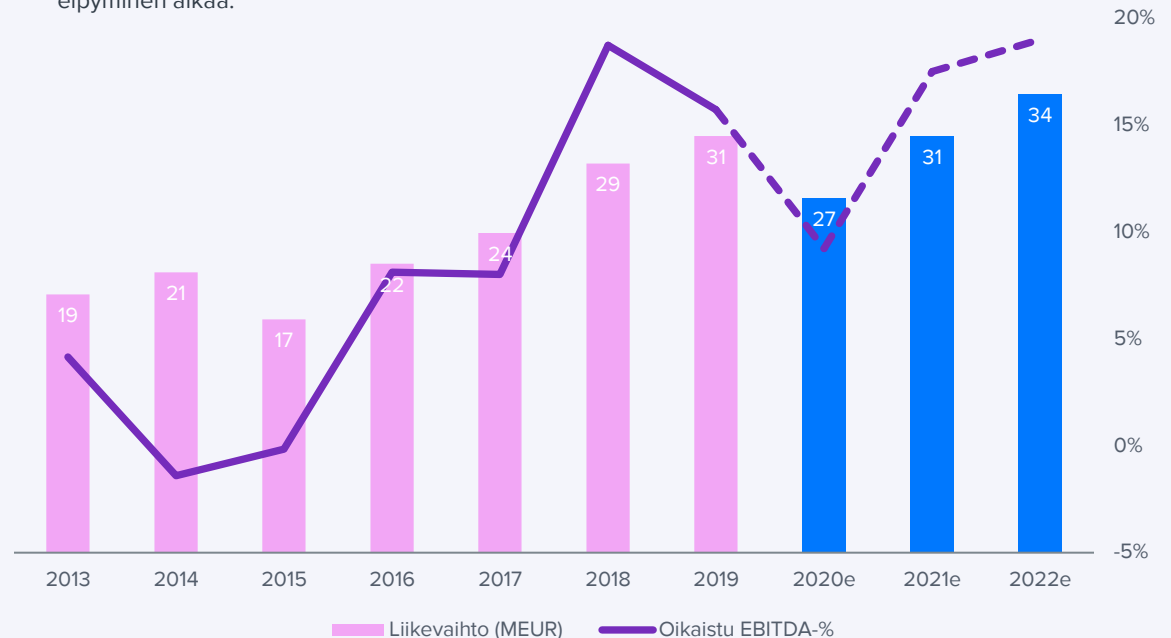
- Merkittävä riski realisoituu, kun Aspocompin ylivoimaisesti suurimman asiakkaan liikevaihto laskee voimakkaasti.
- Yhtiö on juuri investoinut Teuvan tehtaaseen, joka painuu nopeasti tappiolle.
- Lopulta yhtiö luopuu Teuvan tehtaasta ja määrittää uuden strategisen suunnan, ja elpyminen alkaa.

Nousukausi 2017-2019

- Liikevaihto kääntyy nousuun asiakaskunnan laajentuessa, ja samalla yhtiön kannattavuus paranee.
- 5G:n vahva veto nostaa yhtiön tulostasoa edelleen ja yhtiö tekee 2018-2019 vahvoja tuloksia.
- Yhtiö aloittaa merkittävän investointiohjelman taloudellisen tilanteen vahvistuttua selvästi.

Korona ja elpyminen 2020-

- H1'2020 koronapandemia sekoittaa markkinaa ja Aspocompin tulos heikkenee merkittävästi.
- Odotamme tuloksen elpymisen lähivuosina, mutta näkyvyys tähän on toistaiseksi heikko.
- Kaikki edellytykset yhtiön tuloksen elpymiseen ovat mielestämme olemassa, sillä kilpailukyky on yleisesti hyvällä tasolla.



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/3

Lyhyt yhtiökuvaus

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

Lyhyiden ja haastavien sarjojen erikoisosaaja

Aspocomp keskittyy korkealaatuisten piirilevyjen suunnittelu- ja valmistuspalveluihin. Yhtiön asiakkaita ovat tietoliikennejärjestelmiä ja -laitteita, auto- ja teollisuuselektroniikkaa sekä turvateknologian puolijohdekomponenttien testauksen järjestelmiä suunnittelevat ja valmistavat yritykset. Yhtiö on erikoistunut omassa tuotannossaan lyhyiden ja haastavien piirilevyjen valmistamiseen, joissa yhtiön Oulun tehtaan tuotantolinja on kilpailukykyinen globaalissa kilpailussa. Yhtiö on investoinut merkittävästi uusiin kyvykkyyksiin ja pystyy nopeisiin toimituksiin myös rakenteeltaan monimutkaisten piirilevyjen osalta. Yhtiön merkittävimpiä etuja ovat korkea teknologinen osaaminen ja tuotannon lyhyet läpimenoajat. Yhtiön läpimenoaika on Euroopan lyhimpiä, mikä on esimerkiksi tuotekehitykseen

liittyvissä pienissä sarjoissa merkittävä kilpailuetu.

Tarjontaa laajentavat yhteistyökumppanit

Aspocomp ei ole resursseiltaan tai kapasiteetiltaan kilpailukykyinen aasialaisten massatuottajien rinnalla volyymituotannossa, minkä takia yhtiö on laajentanut tarjontaansa strategisien yhteistyökumppaneiden kautta. Näin yhtiö pystyy tarjoamaan teknologiaratkaisuja ja kilpailukykyisempiä tuotteita ”yhdestä osoitteesta” teknologiasta ja määrästä riippumatta. Yhtiö on jo aikaisemmin tarjonnut oman valmistuksen lisäksi piirilevyjen välityspalveluja, mutta on viime vuosina panostanut huomattavasti enemmän tähän osa-alueeseen päästäkseen kiinni koko tuotteen elinkaareen Aasian yhteistyökumppaniverkoston kautta. Yhtiön strategiassa korostetaan tuotteen elinkaaren kattavaa palvelua.

Välityspalvelu sisältää sopivimman volyymivalmistajan valinnan, tuotteen teknisen tiedon välityksen, laadunvarmistuksen ja logistiset palvelut. Asiakas voi halutessaan ostaa piirilevynsä koko tuotteen elinkaaren ajan yhdestä paikasta. Oman valmistuksen kautta jatkuvasti päivittyvä kokemus piirilevyteknologioista erottaa Aspocompin kilpailussa puhtaista välittäjistä, joilla ei ole omaa valmistusta. Välityspalvelun liikevaihto on kasvanut voimakkaasti ja sen osuus kokonaisuudesta on kasvanut. Lukuja ei ole julkistettu, mutta uskomme osuuden olleen vuonna 2019 noin 20 %, mikä toimialalle normaali taso Euroopassa. Odotamme kasvun jatkuvan lähivuosina muuta liiketoimintaa nopeampana ja osuuden hiljalleen kasvavan.

ASPOCOMP

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



Strategian kriittiset elementit

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

* Inderesin arvio vuoden 2019 jakaumasta

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/3

Asiakassektoreiden laajentaminen

Aspocompin ylivoimaisesti suurin asiakassektori on historiallisesti ollut tietoliikenne, mikä on perua yhtiön historiasta Nokian merkittävänä alihankkijana. Vielä vuonna 2011 sektorin osuus yhtiön liikevaihdosta oli 80 %, minkä jälkeen osuus on laskenut voimakkaasti. Vuonna 2019 tietoliikenne oli 43 % yhtiön liikevaihdosta, mutta tätä on viime vuosina nostanut 5G-kysyntä (2017 osuus oli 35 %). Vaikka osuus on edelleen suuri, on murros ollut merkittävä. Vuonna 2019 autoteollisuuden osuus oli 24 % (2011: 12 %) ja teollisuuselektronikka vastasi 15 %:n osuutta (2011: 4 %). Uusimman panostusalueen eli puolijohdeteollisuuden osuus oli jo 10 %, ja tämä sektori kasvaa vauhdilla. Liikevaihtojakauma on selvästi aiempaa tasaisempi ja kehittyä oikeaan suuntaan, mutta osuudet voivat heilua vuosittain voimakkaasti mm. isojen asiakkuuksien mukana.

Aspocomp on vuosia pyrkinyt laajentamaan asiakaskuntaansa ja tämä on edelleen yhtiölle kriittistä. Kasvun lisäksi yhtiö haluaa vähentää riippuvuutta yhdestä toimialasta tai asiakkaasta, ja varmistaa jatkuvuutta esimerkiksi 5G-buumin aikana hiljentyessä. Merkittävimmät kasvualueet ovat autoteollisuus sekä uusi merkittävä aluevaltaus puolijohdetestauksessa. Yhtiön investointiohjelma uusiin kyvykkyyksiin tukee tätä kehitystä.

Asiakaskunta on ollut erittäin keskittynyt

Aspocompin asiakaskunta on ollut historiallisesti erittäin keskittynyt. Vaikka yhtiö ei ole kertonut virallisesti suurimpien asiakkaidensa nimiä, on yhtiön ylivoimaisesti suurin asiakas on historiassa

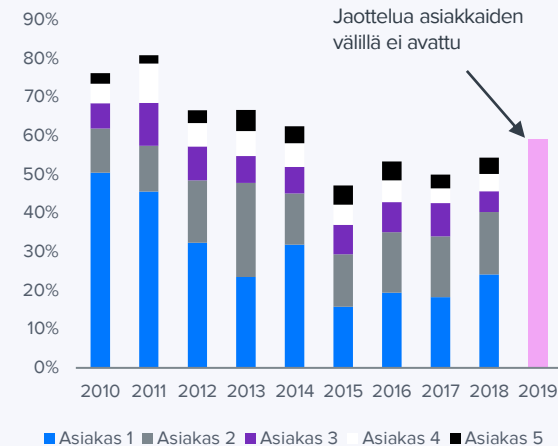
ollut Nokia. Historiassa Nokian osuus on ollut todella korkea ja se on heiluttanut Aspocompin liikevaihtoa voimakkaasti. Nokia kuuluu arviomme mukaan edelleen suurimpien asiakkaiden joukkoon, mutta osuus on silti nyt kohtuullinen.

Vielä vuonna 2010 Nokia (Inderesin oletus) toi yli 50 % Aspocompin liikevaihdosta, mutta tämän jälkeen lasku oli todella suuri (kts. graafi) ja selittää Aspocompin vaikeuksia seuraavina vuosina. Suurimman asiakkaan (arviomme mukaan Nokia) liikevaihto enemmän kuin puolittui vuodesta 2014 (osuus 32 %) vuoteen 2015, minkä uskomme johtuneen Alcatel Lucent -fuusioon liittyneistä valmisteluista. Vuonna 2016 ja 2017 tilanne tasaantui, mutta 5G:n nousun myötä Nokian rooli on jälleen arviomme mukaan kasvanut. Vuonna 2019 yhtiö ei julkaissut vuosikertomuksessaan jakaumaa suurimpien asiakkaiden välillä, mikä heikentää näkyvyyttä.

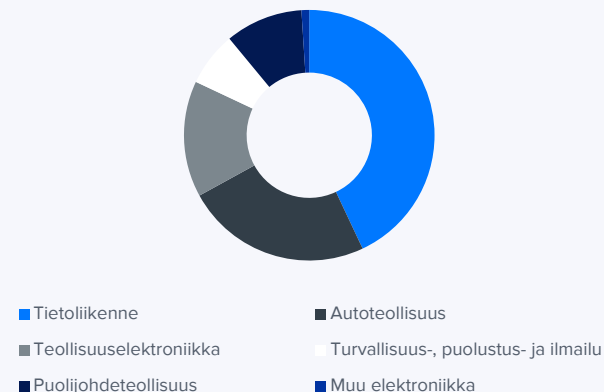
Viiden suurimman asiakkaan osuus liikevaihdosta oli vuonna 2019 59 % (2018: 55 %), mutta alkuvuonna 2020 taso laski merkittävästi (H1'20: 45 %). Tämä heijastui voimakkaasti Aspocompin tulostasoon, ja muutos korostaa keskittyneeseen asiakaskuntaan liittyvää edelleen korkeaa riskiä. Aspocomp ei toki haakaan suurta määrää pieniä asiakkaita, vaan asiakasportfolio olisi ideaali, kun yhtiöllä olisi kohtuullisen suuri määrä merkittäviä asiakkaita. Tärkeintä olisi, ettei yksittäisen asiakkaan tai sektorin kysynnän heilahtelut enää vaikuttaisi merkittävästi kokonaisuuteen. Uskomme yhtiön tavoittelevan suuria 1-3 MEUR:n (liikevaihto vuodessa) ja keskisuuria 0,5-1,0 MEUR:n asiakkaita.



Viiden suurimman asiakkaan osuus liikevaihdosta historiallisesti (%)



Liikevaihdon jakautuminen (2019)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/3

Liiketoimintamalli

Aspocompin omassa tuotannossa liiketoimintamalli perustuu tuotannon tehokkuuteen, korkeaan teknologiaseen tasoon, joustavuuteen ja tuotannon optimointiin. Haastavaksi tilanteen tekee todella heikko näkyvyys korkeakatteisiin pikatoimituksiin, ja toisaalta suurempien volyymien alaiset katteet. Näin ollen Aspocompin täytyy varmistaa riittävät volyymit, jotta tuotanto pysyy käynnissä ja kattaa kaikissa tilanteissa kiinteät kulut, mutta toisaalta säilyttää toimituskyky pikatoimituksille. Yleensä yhtiö joutuu tekemään myös heikkokatteista volyymituotantoa jo senkin takia, ettei tuotannon täysi alasajo ole teknisesti järkevää.

Näin ollen Aspocompin tuotantokoneiston dynamiikka ei ole kuin prosessiteollisuudessa. Kapasiteetin käyttöaste heiluu koko ajan, koska tuotanto on lähtökohtaisesti aina volyymiltaan pientä ja vaihtelevuudeltaan suurta (low volume / high mix). Kapasiteettia ei ole järkevää myydä täyteen, koska silloin yhtiö menettäisi joustavuutensa eikä kannattavia pikatoimituksia voitaisi tehdä. Toisaalta yhtiölle suotuisa tasainen virta pikatoimituksia on erittäin harvinainen ilmiö.

Yhtiön tuotekatteet ovat yleensä erittäin korkeita (keskimäärin noin 40 %). Katteet kuitenkin vaihtelevat todella voimakkaasti ja voivat olla ääritapauksissa 10-60 % riippuen esimerkiksi toimitusaikataulusta ja tuotteiden vaatavuudesta. Pikatoimitusten osuus heijastuu voimakkaasti myyntimixiin ja kannattavuuteen. Samalla yhtiön kulurakenne on merkittävin osin kiinteä.

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

Välitysliiketoiminta tukee kasvua

Tulevaisuuden normaaliin kannattavuustasoon vaikuttaa volyymivälityksen osuuden kasvu. Tässä liiketoiminnassa katteet eivät yleensä ole niin korkeita kuin omassa tuotannossa. Välitysliiketoiminnassa tuotekatteet liikkuvat arviomme mukaan yleisesti 10-20 %:n välillä, minkä jälkeen yhtiön täytyy kattaa liiketoiminnan kiinteät kulut. Nämä ovat suhteellisen pienet (myynti ja markkinointi sekä asiantuntijoiden käyttö), joten kannattavuus nousee suhteellisen nopeasti tietyn liikevaihtotason jälkeen. Parhaat toimijat ovat pystyneet suhteellisen kestävästi välitysliiketoiminnassa 10 %:n liikevoittotasoon.

Toisaalta partneriverkostoon perustuva liiketoiminta ei sido pääomia, koska se ei vaadi investointeja omaan kapasiteettiin. Välityksen kasvu ei vähentäisi oman tuotannon liikevaihto- tai tulospotentiaalia, vaan paremminkin tukisi sitä. Yhtiö voisi myös hallita volyymivalmistuksen kautta paremmin myös oman kapasiteetin käyttöastetta ja vahvistaa asiakassuhteita.



Oman tuotannon avaintekijät

Vahvuudet

- Tuotannon tehokkuus, joustavuus ja korkea teknologinen kyvykyys
- Lyhyet läpimeno- ja toimitusajat
- Vahva osaaminen ja hyvä maine
- Tuotekatteet ovat korkeita ja mahdollistavat erittäin hyvän kannattavuuden ja pääoman tuoton

Heikkoudet

- Näkyvyys kysyntään heikko, pikatoimituksissa ei ole tilauskantaa - kapasiteetin optimointi on haasteellista
- Kilpailukyky ja katetasot heikkenevät nopeasti sarjakokokojen kasvaessa
- Kilpailukyvyn ylläpitäminen vaatii jatkuvia investointeja
- Kulurakenne suhteellisen kiinteä



Välityksen avaintekijät

Vahvuudet

- Tukee merkittävästi kokonaistarjontaa
- Oman valmistuksen tuoma osaaminen
- Matalat kiinteät kulut, ei vaadi kiinteitä investointeja – pääoman tuottopotentiaali korkea

Heikkoudet

- Lisäarvon tuottaminen voi jäädä vähäiseksi ja katetasot ovat maltillisia
- Kilpailu on kovaa eikä toimiala kasva Euroopassa
- Sopii rajalliselle määrälle asiakkaita

Strategia ja kilpailuetu 1/2

Kokonaisvaltaisempaa palvelua

Strategiassaan Aspocomp pyrkii kohti kokonaisvaltaisempaa palvelua eli vastaamaan asiakkaiden kysyntään tuotteiden elinkaaren kaikissa vaiheissa. Omalla tuotannollaan yhtiö ei pysty kilpailukykyiseen tuotantoon mittavassa sarjatuoannossa, joten yhtiö on rakentanut yhteistyökumppaniverkoston Aasiaan. Yhtiön mukaan tuotteita valmistetaan jatkossa enemmän valituilla ja kustannustehokkailla partnereiden tuotantolinjoilla Aasiassa. Aspocompin suurin vahvuus on mielestämme nopea läpimenoaika lyhyillä sarjoilla - silloin asiakas saa suurimman hyödyn ja yhtiö itse parhaat katteet. Strategiassaan yhtiö täydentää tätä vahvuutta tarjoamalla volyymituotantovaiheen kumppanin kautta.

Kumppanimallin peruseriaatteen

Aspocomp alkoi lisätä välitysmallin painoarvoa jo vuonna 2011 ja nyt yhtiöllä on maailmanlaajuisesti yhdeksän toimittajaa kumppaniverkostossaan. Kaikilla kumppaneilla on vaadittavat sertifikaatit ja niille on tehty asianmukaiset auditoinnit. Myös laatu- ja teknologiatasoja seurataan. Kumppanimallissa asiakassuhde pysyy Aspocompilla ja yhtiö määrittää, miten he käyttävät omaa tuotantoaan ja kumppanien tuotantoa. Loppuasiakkaan kannalta oleellista on kokonaiskustannus, jonka minimointi on kriittistä Aspocompin kilpailukykyyn ja katteiden varmistamiseksi. Samalla Aspocomp myös vastaa kokonaistoimituksesta, joten kumppanien laatu ja toimitusvarmuus ovat kriittisiä.

Välitysliiketoiminnassa yksittäiset toimitukset ovat

käsityksemme mukaan suhteellisen pieniä, keskimäärin noin 10 000- 20 000 euroa (vaihtelu suurta). Yksittäisten tuotteiden vuosivolyymit voivat kuitenkin olla jopa 1 MEUR:n kokoluokassa. Varsinkin alkuvaiheessa prosessin sujuvuus on liiketoiminnan kannattavuuden ja skaalautuvuuden kannalta kriittistä. Oleellista on onnistua saamaan alallaan nousevia (eli kasvavia) asiakkaita.

Laajempi asiakaskunta ja tasaisempi kysyntä

Aspocomp hakee aktiivisesti uusia asiakasryhmiä tietoliikennesegmentin rinnalle. Kasvua haetaan muun muassa autoteollisuudesta, turvallisuus- ja puolustusteollisuudesta, teollisuuselektronikasta sekä puolijohdeteollisuudesta. Tällä hetkellä mielenkiintoisin asiakassektori on puolijohdepiiri-yhtiöt, jotka joutuvat tuotekehityksessä tekemään merkittäviä panostuksia testipiirilevyihin. Täällä kasvu onkin ollut nopeaa.

Aspocompilla on vahvoja referenssejä ja omat selkeät vahvuutensa, joita hyödyntämällä yhtiöllä on hyvät mahdollisuudet voittaa uusia asiakkuuksia. Lisäksi kumppaniverkosto antaa mahdollisuuden tarjota laajempaa kokonaisuutta profiililtaan sopiville asiakkaille. Aspocomp onkin saanut uusia asiakkaita hyvällä vauhdilla viime vuosina. Asiakaskunnan laajentaminen ja erityisesti sieltä saatavan liikevaihdon kasvattaminen vaatii aikaa. Perinteisesti asiakkaat aloittavat uuden kumppanin kanssa varovaisesti pienillä tilauksilla. Testijakson jälkeen tilaukset kasvavat hiljalleen Aspocompin onnistuessa, mutta merkittävään liikevaihtoon pääseminen vaatii aikaa.



Strategian pääpiirteet (2017-2022)

- **Siirtyminen palvelu-yritykseksi**
 - Palvelumallien laajentaminen/käyttöönotto
- **Koko elinkaaren kattaminen**
 - Kumppaniverkoston rakentaminen ja vahvistaminen
- **Asiakaskunnan laajentaminen**
 - Kyvykkyyden kasvattaminen uuden asiakassegmentin tarpeisiin
 - Tuotantokapasiteetin kasvattaminen
 - Panostukset Yhdysvaltoihin



Taloudelliset tavoitteet (2017-2022)

- Liikevaihdon keskimääräinen kasvu yli 10 %
- Yli 7 %:n liikevoittomarginaali (viimeistään vuonna 2022)
- Osinkopolitiikka: yhtiön tavoitteena on maksaa 1/3 tuloksestaan osinkoina, jos yhtiön pääomatilanne sen mahdollistaa

Aspocomp tarjoaa ja vakuuttaa välityspalvelussa:

- Tuotesuunnittelun optimointia valmistuksen näkökulmasta
- Tuotannon siirron
- Laadun varmistuksen ja kontrolloinnin, ja
- Logistiikkapalvelut

Strategian avainkohdat



Strategian Must Win Battles

Toteutunut

- Siirtyminen tuoteskeisyydestä asiakaskeiseksi palveluyhtiöksi
- Asiakaskunnan laajentuminen, mitä täytyy tosin edelleen jatkaa
- Yhtiön taloudellisen tilanteen merkittävä vahvistaminen ja vakauttaminen

Lähitulevaisuus 1-2v

- Tuloksetkehityksen oikaiseminen koronapandemian aiheuttamien vaikeuksien jälkeen
- Investointiohjelman loppuun saattaminen ja uuden kapasiteetin ylösajo
- Asiakaskunnan laajentaminen sekä nykyisten asiakkuuksien kasvattaminen, mitä uuden kapasiteetin täyttäminen vaatii
- Teknologisten kyvykkyyksien ylläpitäminen

Seuraavat 5 vuotta

- Pitkäjänteiden kehitystyön jatkaminen optimaalisen liikevaihtorakenteen saavuttamiseksi
- Pidemmän aikavälin tavoitteena on ollut 50/50-jako oman valmistuksen ja välityksen välillä
- Teknologisen kyvykkyyden ylläpitäminen
- Riittävän kokoluokan varmistaminen (kasvu)
- Hyvän taloudellisen tilanteen ylläpitäminen ja omistaja-arvon luonti

Strategia ja kilpailuetu 2/2

Kilpailuedut

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

Mielestämme Aspocompin merkittävimmät kilpailuedut voidaan tiivistää seuraavasti:

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

Lisäksi Aspocompin eduksi voidaan sanoa, että yhtiö on toiminut alalla pitkään ja sillä on luotettavan sekä laadukkaan toimittajan maine. Yhtiöllä on vuosien varrella kumuloitunut vahva osaamis pohja sekä paljon merkittäviä referenssejä. Pohjoismaissa yhtiöllä on myös vahva asema markkinoilla ja myös Euroopan mittakaavassa Aspocomp on merkittävä toimija.

Kilpailuhaitat

Aspocompilla on myös heikkouksia. Yhtiöllä ei ole mahdollisuuksia kilpailla volyymituotannossa aasialaisten kilpailijoiden kanssa, mutta nykyisessä strategissa yhteistyökumppanit hoitavat tämän. Ilman aikarajoitteita tehtävissä tilauksissa yhtiön hinnoitteluvoima on tiukan kilpailutilanteen vallitessa lähes olematon. Tämä kuuluu toimialan realiteetteihin, ja tekee kapasiteetin hallinnasta haastavaa ja erittäin tärkeää.

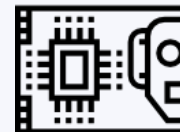
Lisäksi Aspocompilla on pienenä yhtiönä yleisesti rajalliset resurssit. Toistaiseksi Aspocomp on pystynyt tekemään riittävät investoinnit pitääkseen tuotannollisen kilpailukyvyn hyvällä tasolla, mutta erittäin huonossa skenaariossa tämä vaarantuisi. Käytännössä silloin liikevaihdon ja kannattavuuden pitäisi pysyvästi laskea, mitä pidämme erittäin epätodennäköisenä.

Suuri ja jatkuva haaste on kysynnän voimakas heilunta ja heikko ennustettavuus, mikä johtuu pääosin liiketoiminnan luonteesta ja osittain myös edelleen keskittyneestä asiakaskunnasta.



Aspocompin kilpailuedun ydin

Tuotannon nopeus ja joustavuus



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

Teknologinen kyvykyys



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

Yhteistyöverkosto ja maine



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

Toimiala ja kilpailu 1/4

Perusteet

Piirilevy on pääasiallinen liitännäismenetelmä elektronisissa laitteissa: useimmissa elektronisissa laitteissa piirilevy toteuttaa komponenttien välisen kytkennän sekä toimii komponenttien asennusalueena. Globaali piirilevymarkkina on kooltaan yli 60 miljardia dollaria, mutta Aspocompille relevanttimman Euroopan osuus kokonaismarkkinasta on alle 5 %. Euroopassa tehdään tyypillisesti pieniä tuotekehityssarjoja, mikä on Aspocompille houkuttelevin niche, ja mahdollisesti aloitetaan sarjatuotantoa. Euroopassa suurin asiakassegmentti on ollut autoteollisuus, joka on ollut heikko viime vuosina.

Volyyminvaiheessa tuotanto siirtyy Aasiaan ja erityisesti kuluttajatuotteiden massatuotanto on keskittynyt Aasiaan, missä yksikkökustannukset ovat alhaisia. Aasian (Taiwan, Japani, Etelä-Korea ja Kiina) osuus piirilevymarkkinasta on jo yli 80 %. Aasia on käytännössä ylivoimainen kilpailussa silloin, kun tuotantomäärät ovat suuria

Piirilevymarkkinat kasvavat erilaisten elektronisten laitteiden vaatiessa lisää piirilevyjä ja piirilevyjen suhteellisen merkityksen kasvaessa elektroniikkateollisuudessa. Lähivuosien kasvun odotetaan olevan 2-4 % vuodessa, mutta Aspocompin kasvunäkymät eivät ole sidoksissa kokonaismarkkinan kasvuun. Oleellisempaa on se, että yhtiö pystyy kasvattamaan markkinaosuuttaan olemassa olevien asiakkaiden keskuudessa ja toisaalta saamaan uusia asiakkaita. Kokonaismarkkinan kasvu antaa kuitenkin paremmat mahdollisuudet myös Aspocompin

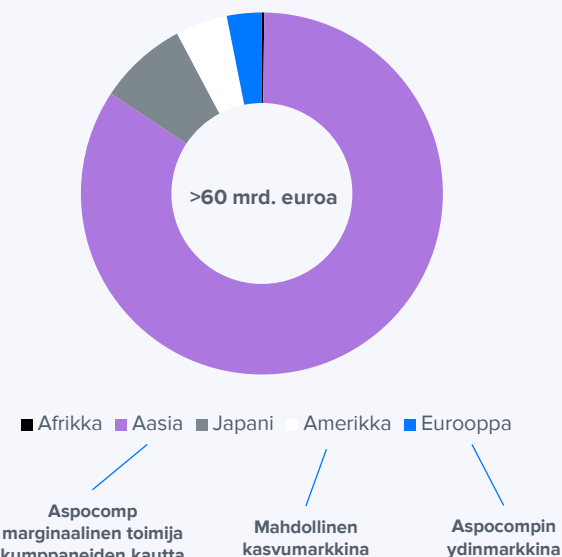
kasvulle, sillä se pitää suurempien toimijoiden fokuksen pois pienemmiltä niche-markkinoilta.

Aspocomp on marginaalinen toimija, mutta häiriötilanteet heijastuvat myös siihen

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

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

Piirilevymarkkinan jakautuminen



Markkinatietoja	Koko (Mrd. €)	Kasvuenn. (%)	Liikevaihto (M€)	Aspocompin potentiaali
Autoteollisuus	~5	5,0 %	7,4	Korkea
Tietoliikenne	~6	1,5 %	13,4	Korkea
Turvallisuus ja puolustus	> 3	3,6 %	2,2	Kohtuullinen
Puolijohdetestaus	< 1	2,5 %	3,1	Korkea
Teollisuus-elektroniikka	< 3	4,0 %	4,7	Kohtuullinen
Piirilevymarkkinat yhteensä	~60	2,2 %	31,2	

Lähde: Inderes, taustalla Aspocompin ja Prismarkin näkemykset.
Liikevaihto viittaa vuoteen 2019.
Globaalin markkinan tiedot: Data4PCB 04/2020.

Toimiala ja kilpailu 2/4

Yhdysvaltojen markkinat tarjoavat lisämahdollisuuksia

Yhdysvaltalaiset suuryritykset ovat vuosien varrella siirtäneet piirilevyhankintansa Aasiaan vielä voimakkaammin kuin verrokki Euroopassa. Erityisesti kuluttajasektorin massatuotanto on siirtynyt Aasiaan ja samalla myös alan osaaminen on merkittävin osin karannut sinne. Yhdysvaltojen markkinat ovat edelleen isot tietoliikenne-, auto- ja teollisuuselektronikkasektoreilla, ja ovat ilmeisesti viime vuosina kasvaneet jälleen Eurooppaa suuremmaksi (Euroopan avustuksella). Lisäksi puolustusvoimateollisuus on ymmärrettävistä syistä halunnut pitää tuotteidensa valmistusprosessit maan rajojen sisäpuolella.

Yhdysvaltain paikallisen kilpailukentän taso ei ole erityisen vakuuttava, mikä antaa Aspocompin kaltaisille korkean teknologian valmistajille mahdollisuuden päästä markkinoille. Lisäksi yhtiötä tässä auttavat tuotannon tehokkuus ja lyhyet läpimenoajat, minkä ansiosta logistiikkaan kuluva ajan ei pitäisi olla kohtuuton. Aspocomp aikoo pyrkiä Yhdysvaltain markkinoille ja usko pystyvänsä palvelemaan kilpailukykyisesti asiakkaita ilman paikallista valmistusta. Kyseisen strategian vaatimat panostukset (ja sitä kautta riskit) ovat kohtuullisen pienet. Jos strategia toimii, yhtiö voi kasvaa Yhdysvalloissa asteittain hallitulla riskillä. Aspocomp on Yhdysvalloissa selvästi haastaja, eikä markkinoille sen positiivisista rakenteista huolimatta ole helppo päästä.

Kilpailuttaminen on toimialalla raakaa

Piirilevymarkkinoilla toimii alihankkijamalli, jossa

potentiaaliset toimittajat jaetaan eri kategorioihin ja tilaukset kilpailutetaan näiden kesken. Lisäksi alalla käytetään raamisopimuksia. Suuremmilla toimijoilla on perinteisesti ”Preferred supplier” asema, mikä Aspocompilla on monien asiakkaidensa kanssa. Tämä tarkoittaa, että yhtiö on mukana asiakkaan kilpailutuksissa ja voi tehdä tarjouksia, mutta se ei takaa vielä yhtään tilausta tai liikevaihtoa. Valikoituja toimittajia on aina rajallinen määrä (esimerkiksi 5-10) eikä kilpailutus siis tarkoita kaikille avointa huutokauppaa, mikä johtaisi helposti polkuhintoihin.

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

Kilpailukentän jakautuminen

Piirilevytoimiala on jakautunut volyymitoimittajiin ja pieniin toimijoihin (kuten Aspocomp), jotka ovat löytäneet oman markkinarakonsa. Maailmassa on ~2000 aktiivista piirilevyvalmistajaa, mutta käsityksemme mukaan sata suurinta valmistajaa kontrolloi volyyhimarkkinaa. Arviolta kolmannes markkinasta on kymmenen suurimman hallussa.

Alan suurimmat toimijat omaavat erittäin suuren

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

Suurien lisäksi alalla on ollut suuri määrä pieniä yhtiöitä, joiden kokoluokka jää monesti murto-osaan esimerkiksi Aspocompista. Todella pienien piirilevyvalmistajien määrä on edelleen merkittävä, mutta näkemyksemme mukaan se on ollut voimakkaassa laskussa viime vuosina. Esimerkiksi Euroopassa oli Aspocompin mukaan vielä 2007 yhteensä 319 piirilevyvalmistajaa, mutta vuonna 2017 vastaava määrä oli enää 223 (-30 %). Viime vuosina murros on kiihtynyt, ja 2019 valmistajien määrä oli enää 187. Edelleen määrän voidaan odottaa laskevan selvästi vuonna 2020, sillä toimialalla on jo nähty merkittäviä konkurssreja.

Pienten valmistajien suurin ongelma ovat yleensä suuret investoinnit, joita tuotantokoneiston ajan tasalla pitäminen vaatii teknologioiden kehittyessä koko ajan. Aspocomp on investoinut pelkästään tuotantonsa ylläpitoon keskimäärin yli miljoona euroa vuosittain, mikä on paljon yhtiön kokoluokassa. Pienempiä yhtiöitä tulee edelleen poistumaan markkinoilta merkittävässä määrin, kun rahat eivät enää riitä kilpailukykyisen tuotantokoneiston ylläpitämiseen.

Toimiala ja kilpailu 3/4

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

Oma tuotanto vs. ”välittäjät”

Toimialan pienempiä toimijoita voidaan jakaa myös sen perusteella, onko yhtiöllä omaa piirilevyvalmistusta. Markkinoilla on välittäjien (”traders / brokers”) ryhmä, joiden liiketoiminta perustuu piirilevyjen ostamiseen ja myymiseen. Liiketoiminnan pohjan luo yksinkertaistettuna piirilevyjen hintaero Euroopan ja Aasian välillä sekä skaalan tuomat edut: välittäjät voivat ostaa piirilevyjä Aasiasta ja myydä niitä Euroopassa korkeammalla hinnalla. Monien asiakkaiden ostojen keskittämisen jälkeen välittäjästä voi tulla merkittävä asiakas volyymivalmistajalle. Kun asiakasorganisaatio on sen verran pieni, ettei sillä ole omaa hankintaosastoa Aasiassa ja muutenkin rajalliset resurssit, strategia voi olla hyvin toimiva. Mallilla saavutettavissa olevat katetasot ovat kohtuullisen matalia, mutta yhtiöt voivat saavuttaa 10 %:n liikevoittoprosentin hyvänä vuonna ja parhaat tekevät tämän toistuvasti.

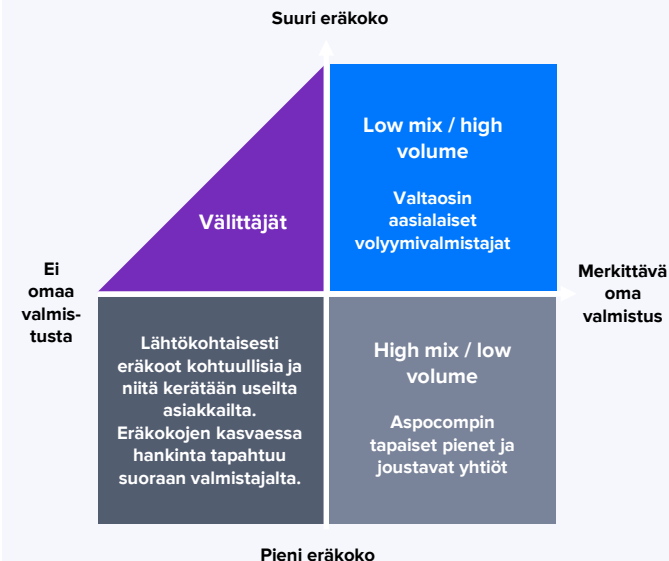
Aspocomp kilpailee välittäjiä vastaan omassa volyymivalmistusvälityspalvelussaan, mutta yhtiöllä on myös omaa valmistusta. Tämä antaa yhtiölle edun teknologisessa osaamisessa ja lisää mielestämme selvästi yhtiön uskottavuutta.

Aspocomp voi tarjota välittämilleen tuotteille täyden teknisen tuen ja osallistua tuotekehitykseen, mitä harvat välittäjät voivat tehdä. Tämän pitäisi olla merkittävä kilpailuetu, mutta markkinoiden valtaaminen jo olemassa olevilta toiminnan erikoisosajilta on silti haastavaa. Hinnottelun täytyy olla sellainen, että yhtiön osaamisen tarjoama lisäarvo kompensoi asiakkaalle palvelun korkeamman hinnan. Pelkästään hinnalla kilpaileminen tässä liiketoiminnassa ei johtaisi hyvään lopputulokseen volyymien ollessa matalia, vaikka rajakustannus onkin alhainen kiinteiden kulujen ollessa pieniä.

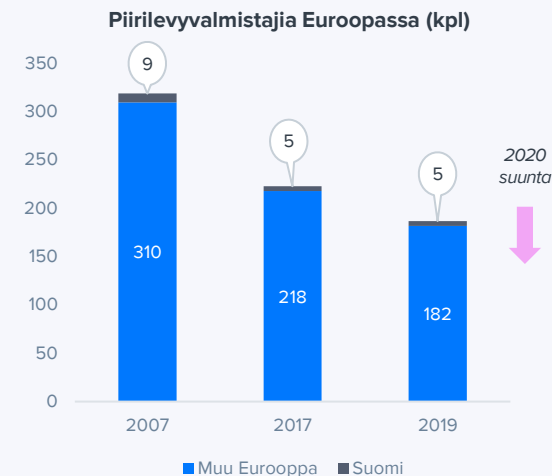
Kilpailutilanne on tiukka, mutta terve

Aspocompin kotimarkkina on Eurooppa, jonka kilpailukenttä eroaa selvästi Aasian vastaavasta. Euroopassa on muutamia yli 100 MEUR:n liikevaihtoluokassa toimivaa valmistajaa ja markkinoilla on paljon todella pieniä toimijoita. Euroopassa alalla on toimijoita yhteensä noin 180 ja Aspocomp oli vuonna 2019 sijalla 17 Euroopan mittakaavassa (2017: 24 ja 2018: 21). Kun tähän lisätään Aspocompin varsin vakuuttavat asiakasreferenssit, yhtiö on Euroopassa uskottava ja merkittävä toimija pienestä koostaan huolimatta.

Piirilevymarkkinoilla vallitsee tiukka kilpailu, mutta se on pääsääntöisesti tervettä. Alalla on paljon kapasiteettia, mutta kapasiteetin on uudistuttava teknologian kehittyessä nopeasti tai se vanhenee. Tämän ja yleensä kasvavan kysynnän takia alalle ei ole päässyt syntymään suurta ylikapasiteettia, vaikka esimerkiksi koronapandemian aiheuttamassa poikkeustilanteessa tämä on toki väliaikaisesti mahdollista.



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



Datalähde: Data4PCB, Suomen 2019 tilanne oma arvio

Toimiala ja kilpailu 4/4

Yleensä alan dynamiikka on korjannut tilanteen suhteellisen nopeasti, mutta tällä hetkellä näkyvyys tähän on heikko kysyntätilanteeseen liittyvän epävarmuuden takia. Mielestämme kilpailutilanne ei yleisesti anna mitään ilmaiseksi, muttei toisaalta myöskään estä menestystä pidemmällä aikavälillä. Aspocompilla on mielestämme edellytykset pärjätä kilpailussa Euroopassa ja mahdollisesti myös Yhdysvaltojen markkinoilla, mutta jälkimmäiseltä yhtiöllä ei juuri ole näyttöjä.

Yhteistyömalli muuttaa kokonais kuvaa

Aspocomp ei kilpaile massatuotannossa aasialaisten suuryhtiöiden kanssa, vaan pyrkii tekemään niiden kanssa yhteistyötä. Aspocomp tulee keskittymään keskisuurin asiakkuuksiin Euroopassa, joihin yhteistyökumppaneilla ei ole suoraa yhteyttä. Tämä minimoi ristiriitoja osapuolien välillä. Aspocomp toimii välikätenä asiakkaan ja valittujen yhteistyökumppaneiden välillä, mikä tarkoittaa suoraa kilpailua eurooppalaisen välittäjäkentän kanssa. Yhtiön on pystyttävä tarjoamaan asiakkaalle omalla osaamisellaan lisäarvoa ja pystyttävä luomaan kumppaneihinsa sellaiset suhteet, että yhteistyö ulottuu pelkkää ”myynnintuomista” pidemmälle.

Mitä suuremmaksi liiketoiminta kasvaa, sitä merkittävämpi asiakas Aspocomp on Aasian yhteistyökumppaneilleen. Suurilla asiakkailla on enemmän neuvotteluvoimaa niin hinnassa kuin muissa ehdoissa, joten kasvu parantaa Aspocompin edellytyksiä tarjota myös lisäarvoa. Viime vuosina strategia on toiminut hyvin, mutta vuonna 2020 välitysliekevaihto tulee laskemaan.

Ala konsolidoituu, mutta yritysostoilla on vaikea saada synergioita

Piirilevytoimiala konsolidoituu koko ajan, mutta kehitys on ollut hidasta ajatellen alalla edelleen toimivien pienien yhtiöiden suurta määrää. Pienimmät valmistajat ovat vaikeuksissa jatkuvasti vaadittavien investointien takia ja toimialan dynamiikan perusteella käynnissä voisi olla voimakkaampikin konsolidaatio. Yritysostoilla on kuitenkin vaikea saada merkittäviä synergiaetuja, mikä hidastaa prosessia. Tuotantokapasiteetin takia yritysostoja ei yleisesti kannata tehdä.

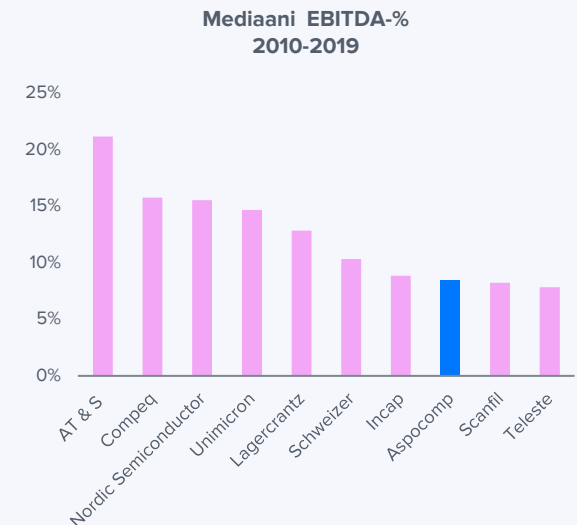
Selkein syy yritysostolle olisi asiakasportfolion vahvistaminen uusilla asiakkuuksilla sekä laajentaminen tietyille toimialalle. Vaikka Aspocomp on strategiassaan nostonut esille myös epäorgaanisen kasvun kartoittamisen, emme odota Aspocompilta yritysostoja ainakaan lyhyellä aikavälillä. Seuraavat vuodet yhtiö tulee arviomme mukaan keskittymään omien kyvykkyyksien parantamiseen, kapasiteetin asteittaiseen lisäämiseen, kasvupohjan vahvistamiseen ja asiakasportfolion laajentamiseen. Jos Aspocomp tekisi yritysoston, todennäköisin kohde olisi mielestämme välityslieketuominnan vahvistaminen kohdistetulla yritysostolla. Koronapandemia voisi periaatteessa myös avata näitä mahdollisuuksia.

Emme myöskään usko, että Aspocomp olisi erityisen potentiaalinen yritysostokohde teolliselle ostajalle. Yleisesti uskomme, että yhtiö haluaa ensin parantaa tuloskuntoa ja edetä strategiassaan seuraavaan vaiheeseen ennen kuin yritysjärjestelyt voisivat olla mielenkiintoisia.

Valikoituja Aspocompin kilpailijoita



Toimialan listattujen ja valikoitujen verrokkien mediaani käyttökate-% (2010-2019)



Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne

Historiallinen tulostaso on vaihdellut paljon

Aspocompin taloudellinen kehitys on ollut 2000-luvulla todella heikkoa, mutta suunta kääntyi selvästi parempaan vuonna 2015 ja kannattavuus on ollut viime vuosina erinomaisella tasolla. Aspocompin keskimääräinen käyttökate-% on ollut 8,4 % vuosina 2010-2019 ja vastaava liikevoitto-% noin 3,3 % heiluen kuitenkin voimakkaasti, mutta vuosina 2018-2019 yhtiö ylsi yli 10 %:n liikevoittoon. Korkealla kapasiteetin käyttöasteella yhtiö voikin tehdä vahvan tuloksen erinomaisella kannattavuudella.

Kannattavuus riippuu myös kuorman tasaisuudesta sekä erityisesti siitä, miten suuri osa liikevaihdosta tulee pikatoimituksista. Myyntimixillä tarkoitammekin yleensä Aspocompin tapauksessa sitä, miten suuri osa liikevaihdosta tulee korkeakatteisista pikatoimituksista ja miten suuri osa pienen mittakaavan volyymituotteista. Pikatoimituksissa Aspocompin kilpailuetu- ja hinnoitteluvoima on ylivoimaisesti suurin, mikä heijastuu katteisiin.

Arvioimme että normaalisti yli puolet Oulun tehtaan toimituksista voidaan luokitella pikatoimituksiksi. Osuus on arvioimme mukaan kasvanut, kun asiakaskunta on laajentunut ja 5G on täydessä vauhdissa. Tietoliikennesektorin myynti on käsityksemme mukaan vahvasti painottunut pikatoimituksiin, kun taas esimerkiksi autoteollisuudessa tämä osuus on arvioimme mukaan ollut selvästi normaalia alhaisempi. Volyymitoimituksista saadaan liikevaihtoa, mutta kannattavuus jää helposti alhaiseksi. Ideaalitalanteessa pikatoimituksia tulisi koko ajan

sopivasti pitäen kapasiteetin käyttöasteen koko ajan hyvällä tasolla.

Tase on nykyään hyvässä kunnossa

Aspocomp on ollut onnistunut käännetarina, sillä yhtiön tase oli vuonna 2010 todella heikko ja tunnusluvut hälyttäviä. Omavaraisuusaste 2010 lopussa oli vain 10,6 %. Yhtiö pystyi korjaamaan rahoitustilanteensa laajalla rakenne- ja velkajärjestelyllä, joka tehtiin vuoden 2011 kesällä. Järjestely loi aikoinaan pohjan Aspocompin käänteelle ja siinä yhtiö pääsi eroon vaikeina vuosina kasaantuneesta velkavuoresta.

Tällä hetkellä Aspocompin tase on hyvässä kunnossa siitä huolimatta, että yhtiöllä on käynnissä merkittävä 10 MEUR:n investointiohjelma. H1'20-lopusssa omavaraisuusaste oli 62 % ja velkaantuneisuus 14 %. Molemmat luvut ovat mielestämme hyvällä tasolla, vaikka alkuvuosi olikin yhtiölle vaikea.

Yhtiötä joskus vaivanneet likviditeettiongelmat ovat myös poistuneet, ja kassa oli jakson lopussa 2,4 MEUR. Yhtiöllä on lisäksi 1,0 MEUR:n luottolimiitti, joka ei ollut käytössä raportointikauden lopussa, sekä käyttämätön laskuluototussopimus (factoring). Kokonaisuudessaan rahoitustilanne on mielestämme hyvä ja tase terve.

Toimialan luonne huomioiden uskomme, että Aspocompin tavoitteena on ylläpitää vahvaa tasetta ja mahdollisesti nettovelattomuutta pidemmällä aikavälillä. Yhtiön hakema liikevaihdon kasvu sitoo käyttöpääomaa ja vahva tase antaa yhtiölle yleensäkin liikkumavaraa.

10 MEUR:n investointiohjelma

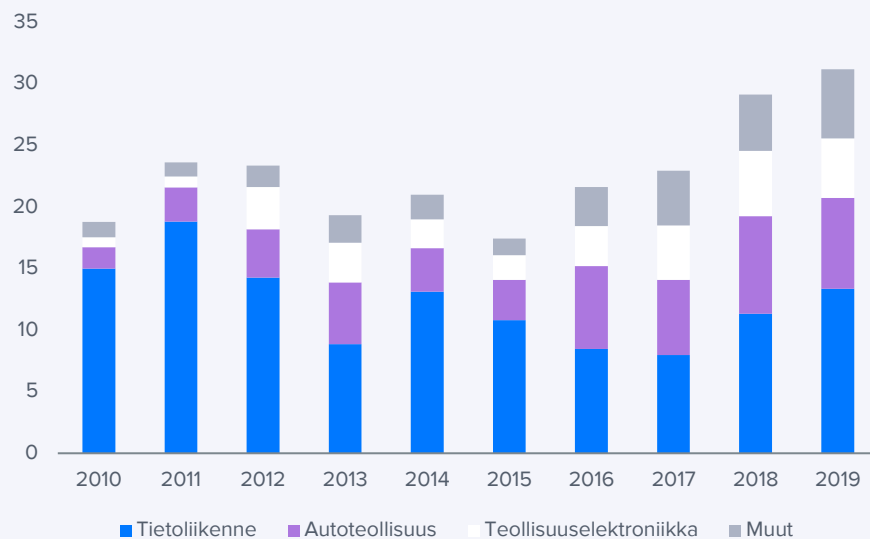
Aspocomp kertoi vuoden 2017 lopussa investoivansa noin 10 MEUR uuteen teknologiaan Oulun tehtaassaan. Investoinneilla parannettiin ensin tehtaan teknologisia kyvykkyyksiä ja myöhemmin kasvatetaan kapasiteettia. Nyt ensimmäinen kyvykkyysvaihe on aikataulun venymisestä huolimatta käytännössä valmis ja yhtiö sai kesällä oleellisen [1,35 MEUR:n tuen ELY-keskukselta](#), minkä jälkeen kapasiteettivaihe voitu aloittaa. Kehittämisyavustus vastaa noin 25 % hankkeen kokonaiskustannuksista ja yhtiö sai vastaavan tuen myös kyvykkyysvaiheeseen, joten avustukset ovat tukeneet investointien kannattavuutta merkittävästi.

Ensimmäisen vaiheessa kyvykkyyssinvestoinnit suuntautuivat käsityksemme mukaan erityisesti puolijohdeteollisuuden tarpeisiin, ja tulokset ovat jo hyvin nähtävissä sektorin liikevaihdon kasvussa. Toki investointeja on tehty myös muita tarpeita ajatellen, esimerkiksi tietoliikennesektorin 5G:n vaatimiin teknologioihin. Investointiohjelman ensimmäinen vaihe saatiin yhtiön mukaan päätökseen alkuvuodesta 2020.

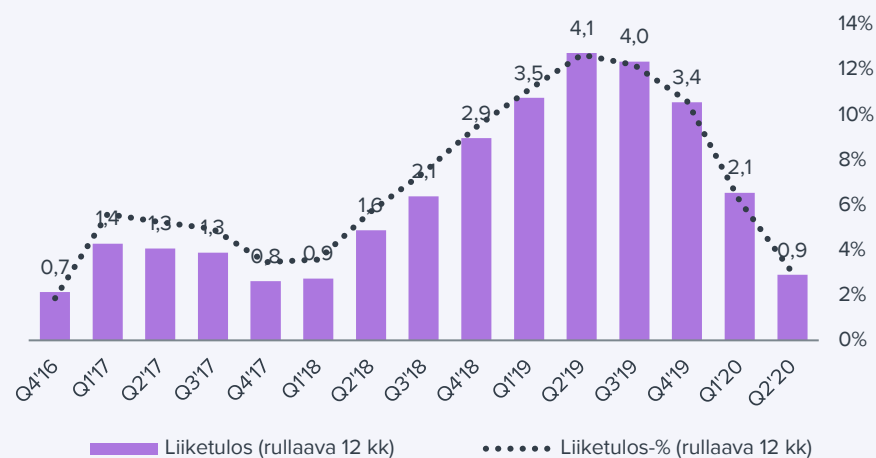
Nyt käynnistyvän toisen vaiheen investointiohjelma kohdistuu erityisesti tuotantokapasiteetin kasvattamiseen. Investoinnin kaikki laitteet asennetaan olemassa olevaan tehdasrakennukseen eikä tehdaspinta-alaa lisätä. Investointi sisältää myös tuotannon automaatiota tai läpimenoaikoja parantavia laitteistoja. Investoinnit keskittyvät vuoden 2020 ja 2022 väliselle ajalle, ajoittuen pääosin vuodelle 2021.

Historiallinen kehitys ja taserakenne

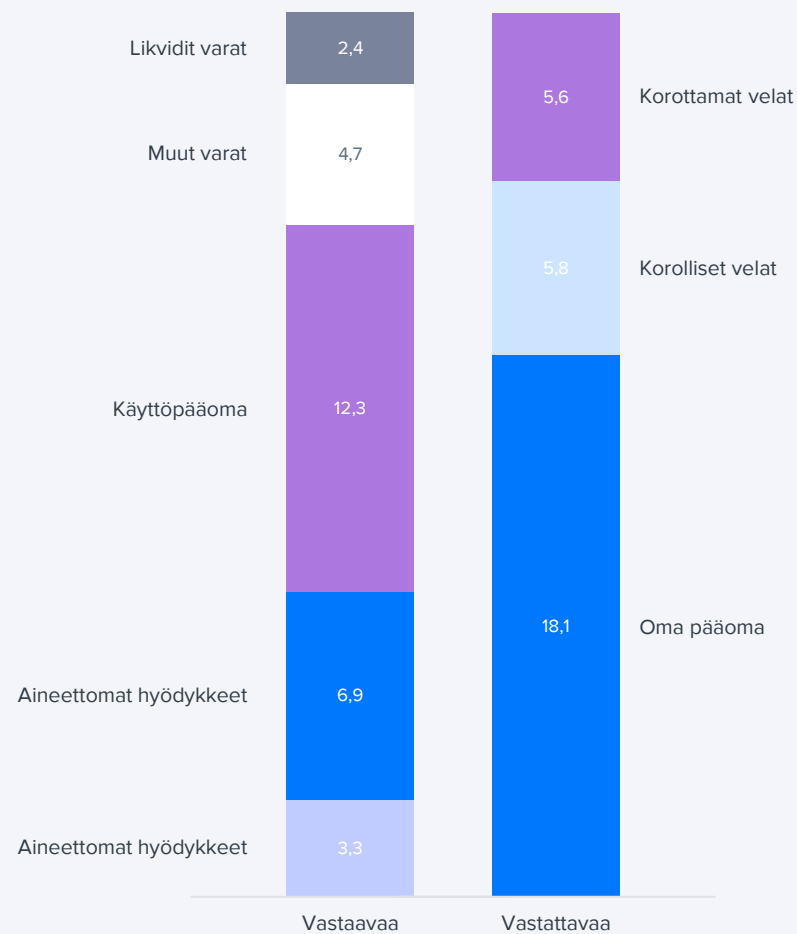
Liikevaihdon kehitys asiakassegmenteillä (MEUR)



Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Yksinkertaistettu taserakenne 2019 (MEUR)



Ennusteet 1/3

Näkyvyys tuloskehitykseen on heikko

Aspocompin liiketoiminta ja erityisesti tuloskehitys nojaa edelleen voimakkaasti pikatoimituksiin, joissa ei luonteenmukaisesti ole oleellista tilauskantaa tai näkyvyyttä. Näin ollen liikevaihtotason arvioimiseen liittyy merkittävää epävarmuutta, vaikka pidemmän aikavälin trendit ovat olleet suhteellisen vakaita. Lisäksi myyntimixin eli pikatoimituksien osuus liikevaihdosta vaikuttaa merkittävästi kannattavuuteen. Tuote- ja toimitusprofiilit sekä -määrät vaihtelevat voimakkaasti, eikä tuotemix ole ennustettavissa yhtiön ulkopuolelta. Tämä tarkoittaa, että keskimääräiset tuotekatteenat voivat vaihdella merkittävästi, mikä tekee tuloskehityksen ennustamisesta todella vaikeaa.

Yleisesti ottaen näkyvyys on kroonisesti heikko. Aspocompilla on jonkin verran näkyvyyttä siihen, mitä asiakkaat ovat ennakkoon tuotteiden mahdollisista tilausmääristä kertoneet. Nämä eivät kuitenkaan ole asiakkaita sitovia ja toteumat voivat poiketa merkittävästi ennusteista. Ennusteisiin liittyvä epävarmuus onkin aina korkea ja sijoittajien täytyy hyväksyä se, että liikevaihto- ja tuloskehitys tulee olemaan kuoppaista ja tulosyllätyksiä on väkisin tulossa. Yleisen markkinakehityksen kautta pystymme arvioimaan kokonaismarkkinakehitystä, mutta Aspocompin voittamista yksittäisistä tilauksista emme voi tietää. Pitkällä tähtäimellä yhtiön menestyksen ratkaisee yhtiön kilpailukyky ja strategian onnistuminen.

Tällä hetkellä yhtiön päällä leijuu lisäksi sankka koronan aiheuttama sumu. Koronapandemia

sekoitti markkinatilannetta merkittävästi H1:llä, mutta markkinan fundamenttien pitäisi olla suunnilleen ennallaan ja kysynnän elpyä, kun koronapandemian vaikutukset ajallaan poistuvat.

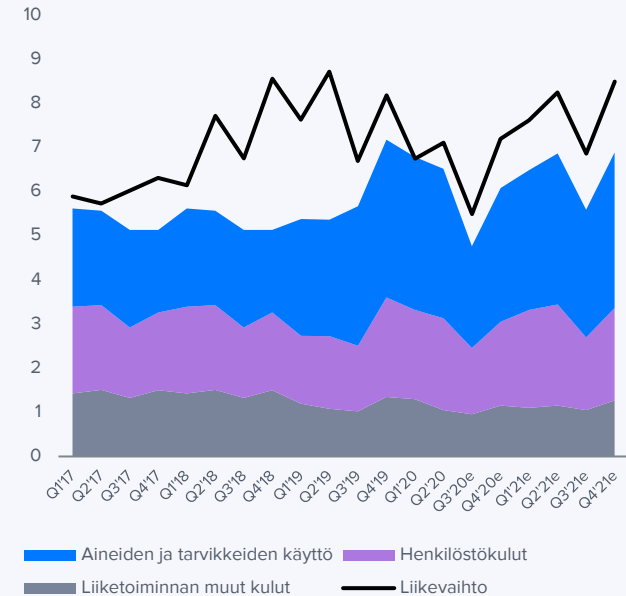
Kysyntä on poikkeaa merkittävästi sektoreittain

Markkinatilanne on käsityksemme mukaan edelleen heikko, vaikka koronapandemia näkyy nyt suoraan vain joissakin logistiikkaongelmissa. Asiakkaiden loppukysyntään liittyvän epävarmuuden takia kysyntä ei ole kuitenkaan elpynyt. Aspocompin kannalta kysyntätilanne on arviomme mukaan voimakkaasti hajautunut.

Puolijohdeteollisuudessa (2019: 10 % liikevaihdosta) kysyntä on vahvaa, ja liikevaihto on kasvanut ja kasvaa edelleen voimakkaasti. Lisäksi **turvallisuus- ja ilmailusektorin** (2019: 7 %) kysyntätilanne on edelleen hyvä. Näillä sektoreilla näemme myös Aspocompin kilpailukykyyn poikkeuksellisen hyvänä: puolijohdeteollisuuden vaatimiin kyvykkyyksiin yhtiö on juuri investoinut merkittävästi ja pystynyt saavuttamaan sektorilla jo aseman, joka on lähtökohtaisesti arvokas. Käsityksemme mukaan taustalla on kova kilpailutus, jossa Aspocomp on pärjännyt ilmeisen hyvin. Yleisesti asema sektorin kumppanina on vaikeampi saavuttaa kuin menettää, joten näkymä sektorilla on positiivinen. Teknologiset vaatimukset ovat korkeita, mikä tarkoittaa yleensä myös korkeampia katteita. Lisäksi erityisesti puolustus- ja ilmailuteollisuudessa Kiinaa vierastetaan merkittävästi, jolloin kilpailupaine Aasiasta on ainakin maltillisempi. Tämä on selkeä etu ja vähentää heiluntaa kokonaismarkkinan mukana.



Kulurakenne ja sen kehitys (M€)



Aineiden ja tarvikkeiden käyttö on liikevaihdon mukana muuttuva kulu, joka on viime vuosina ollut noin 49 % kulurakenteesta. Osuus vaihtelee myyntimixin mukana.

Henkilöstökulut ovat noin 31 % kaikista kuluista. Henkilöstökuluissa on joustoa tuotantohenkilöstön osalta, sillä työajoissa voidaan käyttää liukumaa ja negatiivisissa skenaariossa lomautuksia.

Liiketoiminnan muut kulut (noin 20 % kuluista) ovat valtaosin kiinteitä. Osuus liikevaihdosta on pienentynyt selvästi kasvun mukana, mikä on tukenut kannattavuutta.

Ennusteet 2/3

Aspocompille erittäin tärkeän **tietoliikennesektorin** (2019: 43 %) kysyntätilanne on vaisu, mikä johtuu käsityksemme mukaan pääasiassa tuotekehityssykliden ajoittumisesta. Käsityksemme mukaan Nokia on tällä sektorilla erittäin tärkeä asiakas, ja vuosi 2020 on ollut toistaiseksi hiljainen 5G-kehityssyklin ollessa ”välitilassa” vahvan edellisvuoden jälkeen. Loppuvuoteen ei toki vielä ole näkyvyyttä, koska valtaosa tietoliikennesektorin kysynnästä liittyy käsityksemme mukaan nimenomaan tuotekehitykseen ja on sitä kautta valtaosin Aspocompille korkeakatteisia pikatoimituksia. Näin ollen tilauskanta on vähän, ja näkyvyys siten aina heikko. Nokian ei ole toistaiseksi ole vakuuttanut 5G-teknologian kilpailukykyänsä osalta, mutta teknologiasykli on toki edelleen alkuvaiheessa.

Sen sijaan **teollisuuselektroniikan** (2019: 15 %) kysyntätilanne on vaisu lopputuotteiden kysyntään liittyvän epävarmuuden takia. Tässä segmentissä näkyy koronapandemian aiheuttama epävarmuus.

Autoteollisuuden tilanne huolenaiheena

Euroopan autoteollisuuden tilanne on edelleen vaikea. **Autoteollisuuden** (2019: 24 %) paras veto heikkeni oikeastaan jo pian vuoden 2015 päästöskandaalin jälkeen, minkä jälkeen Saksan autoteollisuutta on häirinnyt myös siirtymä hybridi- ja sähköautoihin, mihin yhtiöt eivät olleet valmiita. Nyt muutenkin alavireisen sektoriin osui lisäksi koronapandemia, ja autoteollisuuden piirilevyjen kysyntä on karun arvion mukaan laskemassa noin 15-20 % vuonna 2020. Tämä heijastuu voimakkaasti myös Aspocompin liikevaihtoon

autoteollisuuden suuren osuuden takia. Lisäiskun aiheutti Aspocompille merkittävä asiakas, joka ajautui maksuvaikeuksiin ja yrityssaneeraukseen alkuvuonna 2020. Oletamme merkittävän asiakkaan tarkoittavan Aspocompin kokoluokassa noin 1 MEUR:n vuosittaista liikevaihtoa, mutta näkyvyyttä tähän ei ole. Tämä tarkoittaisi asiakkaan olleen Aspocompin suurimpien autoteollisuuden asiakkaiden joukossa.

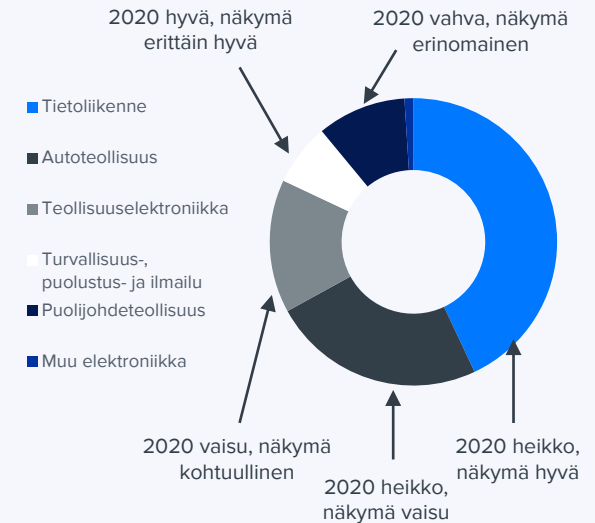
Euroopan autoteollisuuden näkymä ei myöskään ole valoisa: toimialan jätteihin kuuluva Bosch arvioi kysynnän elpymään aiempaan huippuun vasta vuonna 2025. Saksan piirilevymerkin, josta valtaosa menee käsityksemme mukaan autoteollisuuteen, odotetaan laskevan noin 15 % vuonna 2020 (Lähde: Data4PCB). Autoteollisuuden mahalaskun Aspocomp joutuu paikkaamaan uusilla asiakkuuksilla, ja yhtiön kannalta tärkeää onkin, että puolijohdeteollisuus on saatu voimakkaaseen kasvuun.

Tilaukanta antaa tukea loppuvuodelle

Loppuvuoden kannalta positiivinen signaali kokonaisuudessaan heikossa Q2-raportissa oli se, että tilauskanta oli kauden lopussa kaikista huolimatta 6 % vuodentakaista korkeammalla. Jos esimerkiksi nyt alhaisella tasolla olleet tietoliikennesektorin T&K-investoinnit pyörähtäisivät jälleen korkeammille kierroksille ja tuovat Aspocompille hyväkatteisia pikatoimituksia, tilanne voisi muuttua nopeastikin. Tällä hetkellä oletamme kuitenkin, että markkinatilanne pysyy vaikeana myös loppuvuonna. Vuosi 2020 onkin yhtiölle arviomme mukaan niin sanottu välivuosi.



Markkinatilanne eri sektoreilla*



Tilaukanta ja liikevaihto (MEUR)



* Inderesin arvioita perustuen toimialojen yleiseen kehitykseen sekä Aspocompin yleisiin kommentteihin.

Ennusteet 3/3

Odotamme markkinan normalisoituvan 2021

Nykytilanteessa ensi vuoden tuloskehitystä on käytännössä mahdotonta arvioida luotettavasti, mutta hiljalleen piirilevymarkkinan tilanteen voidaan odottaa normalisoituvan ja kysynnän kääntyvän jälleen kasvuun. Mielestämme kysymys on enemmän ajoituksesta kuin tämän toteutumisesta, koska emme näe markkinan fundamenteissa oleellisia muutoksia.

Ennustamme Aspocompin 2021 liikevaihdon olevan noin 31,2 MEUR, mikä tarkoittaisi paluuta vuoden 2019 liikevaihtotasolle. Jos tietoliikennesektorin ja teollisuuselektroniikan kysyntä elpyy ensi vuonna, taso on täysin realistinen. Yleisenä vaatimuksena on lisäksi piirilevymarkkinan kääntyminen takaisin kasvuun. Koronapandemian pitkittyessä myös elpyminen voi kuitenkin lykkääntyä pidemmälle. Tällä hetkellä paras arvauksemme on kuitenkin se, että vuonna 2021 toimintaympäristö on suhteellisen normaali. Epävarmuus on poikkeuksellisen korkealla.

Vuoden 2019 tulostaso ei mielestämme ole todennäköinen, vaikka kysyntä elpyisikin odotetusti. Merkittävien investointien takia poistot kasvavat, minkä takia liikevoittomarginaali on paineessa. Odotamme Aspocompin 2021 käyttökateen olevan noin 17,5 % mm. puolijohde-teollisuuden tukiessa katetasoja, mutta liikevoittomarginaalin ennustamme jäävän hyvälle 9 %:n tasolle. Vertailun vuoksi vuonna 2019 vastaavat luvut olivat noin 15 % ja noin 11 %.

Ennusteet heijastelevat neutraalia skenaariota

Pidemmän aikavälin ennusteet olemme tehneet

oletuksella, että yhtiön strategia etenee pääosin suunnitellusti, markkina kasvaa kohtuullisesti, kilpailutilanne pysyy neutraalina ja yhtiö pystyy voittamaan uusia asiakkuuksia viime vuosien tapaan. Pidemmällä aikavälillä välitysliiketoiminnan ja tulevien kapasiteetti-investointien merkitys korostuu huomattavasti. Odotamme välityksen osuuden liikevaihdosta kasvavan asteittain, minkä takia siitä tulee tärkeämpi koko konsernin kannalta. Potentiaali on merkittävä ja pidämme mahdollisena, että tulevaisuudessa Aspocompin liikevaihto jakautuu tasaisesti (50/50) oman tuotannon ja volyymivälityksen kesken (nyt välitys alle 20 % kokonaisuudesta). Tähän on kuitenkin vielä todella pitkä matka.

Veroprosentti pysyy nollan tuntumassa

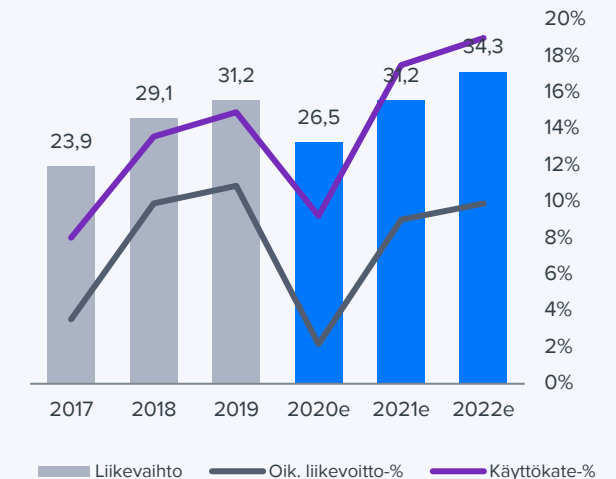
Aspocompin veroprosentti tulee lähtökohtaisesti olemaan nolla lähivuosien aikana, sillä yhtiöllä on 5,3 MEUR käyttämättömiä vahvistettuja tappioita (2019 tilinpäätös) taseessa olleen 4,7 MEUR:n verosaamisen lisäksi. Tappiot ovat Suomessa vahvistettuja ja organisaatio on yksinkertainen (ei oleellisia ulkomaisia tytäryhtiöitä merkittävillä verotaakoilla), joten tuloverojen pitäisi jäädä lähelle nollaan. Historiallisia tappioita on ollut paljon enemmänkin, mutta ne ovat vanhentuneet. Uskomme, ettei yhtiö joudu maksamaan merkittäviä veroja ennen vuotta 2024.

Sijoittajien on hyvä huomata, että Aspocomp voi tehdä jälleen positiivisen verokirjauksen Q4-tulokseen. Tällä ei ole kassavirtavaikutusta, minkä takia olemme oikaisseet erän sekä historiallisista tuloksista että ennusteista. Arvonmäärityksessä kannattaa käyttää oikaistuja arvostuskertoimia.

Bruttoinvestoinnit käyttöomaisuuteen (MEUR)



Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Investointien poisto alkaa:
liikevoiton ja käyttökateen ero kasvaa

Tuloslaskelma ja ennustemuutokset

Tuloslaskelma	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20e	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	29,1	7,6	8,7	6,7	8,2	31,2	6,7	7,1	5,5	7,2	26,5	31,2	34,3	37,0
Käyttökate	4,0	1,1	1,7	0,8	1,0	4,7	0,0	0,6	0,7	1,1	2,4	5,5	6,5	6,4
Poistot ja arvonalennukset	-1,1	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-1,3	-0,4	-0,4	-0,5	-0,6	-1,9	-2,7	-3,1	-2,9
Liikevoitto ilman kertaeriä	2,9	0,9	1,4	0,5	0,7	3,4	-0,4	0,3	0,2	0,5	0,6	2,8	3,4	3,5
Liikevoitto	2,9	0,9	1,4	0,5	0,7	3,4	-0,4	0,3	0,2	0,5	0,6	2,8	3,4	3,5
Nettorahoituskulut	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1
Tulos ennen veroja	2,8	0,8	1,4	0,5	0,6	3,3	-0,4	0,2	0,2	0,4	0,4	2,6	3,3	3,4
Verot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	3,2	0,8	1,4	0,5	1,3	3,9	-0,4	0,2	0,2	1,1	1,1	3,3	4,0	4,1
EPS (oikaistu)	0,41	0,13	0,20	0,07	0,09	0,49	-0,07	0,03	0,02	0,07	0,05	0,38	0,48	0,50
EPS (raportoitu)	0,49	0,13	0,20	0,07	0,19	0,59	-0,07	0,03	0,02	0,17	0,16	0,48	0,58	0,60

Tunnusluvut	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20e	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihdon kasvu-%	21,8 %	24,2 %	13,0 %	-0,8 %	-4,4 %	7,0 %	-11,6 %	-18,5 %	-18,0 %	-12,0 %	-15,0 %	17,6 %	10,0 %	8,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	241,4 %	200,3 %	81,9 %	-21,9 %	-46,8 %	17,6 %	-149,8 %	-82,2 %	-48,3 %	-22,0 %	-83,1 %	390,0 %	20,9 %	3,6 %
Käyttökate-%	13,6 %	15,0 %	19,9 %	11,6 %	12,3 %	14,9 %	-0,6 %	9,0 %	13,4 %	15,5 %	9,2 %	17,5 %	19,0 %	17,3 %
Oikaistu liikevoitto-%	9,9 %	11,3 %	16,4 %	6,7 %	8,1 %	10,9 %	-6,4 %	3,6 %	4,2 %	7,2 %	2,2 %	9,0 %	9,9 %	9,5 %
Nettotulos-%	11,1 %	11,0 %	15,7 %	6,7 %	15,6 %	12,6 %	-6,7 %	2,9 %	3,0 %	15,9 %	4,0 %	10,6 %	11,6 %	11,1 %

Ennustemuutokset	2020e	2020e	Muutos	2021e	2021e	Muutos	2022e	2022e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	26,5	26,5	0 %	31,2	31,2	0 %	34,3	34,3	0 %
Käyttökate	2,4	2,4	0 %	5,6	5,5	-3 %	6,5	6,5	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	0,6	0,6	0 %	3,0	2,8	-5 %	3,4	3,4	0 %
Liikevoitto	0,6	0,6	0 %	3,0	2,8	-5 %	3,4	3,4	0 %
Tulos ennen veroja	0,4	0,4	0 %	2,8	2,6	-5 %	3,3	3,3	0 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,05	0,05	0 %	0,40	0,38	-5 %	0,48	0,48	0 %
Osakekohtainen osinko	0,10	0,10	0 %	0,15	0,15	0 %	0,16	0,16	0 %

Sijoitusprofiili 1/2

Sijoitusprofiilin analysointi

Vahvuudet

Kilpailukykyinen tuotanto (high mix/low volume).

Aspocompin kilpailukyky on vahva omalla ydinalueellaan korkealaatuisen ja joustavan tuotannon takia. Yhtiön niche ovat korkealaatuiset pikatoimitukset, joissa volyymit ovat pieniä ja aikataulu yksikköhintoja tärkeämpää.

Strateginen kehitys laajentaa mahdollisuuksia.

Aspocomp on vuosia edennyt strategisesti oikeaan suuntaan, minkä ansiosta yhtiö on pystynyt pienentämään suurempia heikkouksiaan. Kumppaniverkoston kautta yhtiö voi tarjota asiakkailleen koko elinkaaren tuotannon ”yhdestä paikasta” kohtuulliseen kokonaiskustannukseen. Väilytys on yhtiölle merkittävää (tulos)kasvuajuri. Lisäksi asiakaskunta on kasvanut ja tasapainottunut, ja riippuvuus avainasiakkaista on pienentynyt (joskin tähän vaikuttaa nyt 5G).

Heikkoudet

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

Keskittynyt asiakaskunta on edelleen merkittävä riski, vaikka Aspocompin asiakaskunta on laajentumassa sekä määrässä että sektoreissa. 2019 viiden suurimman asiakkaan osuus liikevaihdosta oli korkea 58 %.

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

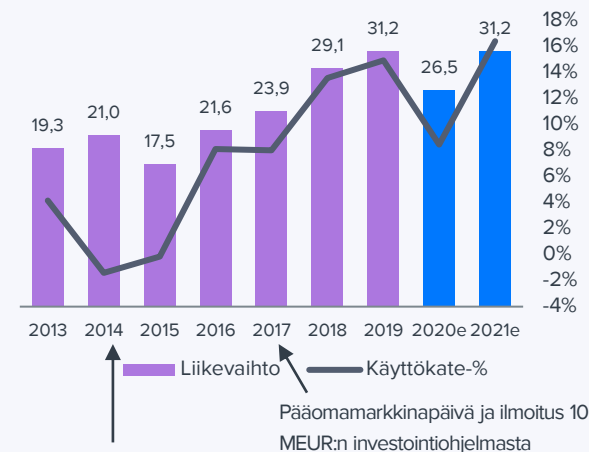
Kasvu sitoo käyttö pääomaa. Erityisesti suuremmat asiakkaat vaativat pitkiä maksuaikoja, mutta Aspocompilla ei ole mahdollisuuksia saada vastaavia etuja sen toimittajilta. Vuoden 2019 lopussa vaihto-omaisuus ja myyntisaamiset muodostivat 42 % taseesta. Nettokäyttöpääoman kertyminen vaikeuttaa yhtiön kasvua.

Mahdollisuudet

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

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

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Toimitusjohtajaksi Mikko Montonen ja merkittävä strategiauudistus

Osakkeen pitkän aikavälin kehitys



Sijoitusprofiili 2/2

Uhat

Tuotekehityksen siirtyminen. Merkittävä osa Aspocompin liiketoiminnasta pohjautuu erityisesti tuotekehityksessä käytettäviin pikatoimituksiin. Jos asiakkaiden tuotekehitys siirtyisi merkittävässä määrin pois Suomesta tai Euroopasta, Aspocompin kilpailuetu tällä sektorilla heikentyisi merkittävästi. Vaikka tätä ei ole toistaiseksi tapahtunut suuressa mittakaavassa, joillakin aloilla on merkkejä siitä, että tuotekehitys seuraisi valmistusta (joka on jo keskittynyt Aasiaan).

Aasialaisten kasvu Euroopassa. Mielestämme on hyvin mahdollista, että pitkällä aikavälillä tällä hetkellä suuriin volyymeihin keskittyvät aasialaiset yhtiöt alkavat soveltaa Euroopassa voimakkaammin Aspocompin nykyisen mallin kaltaista liiketoimintaa. Logiikka voisi olla, että pienemmät volyymit Euroopassa toimisivat sisäänheittotuotteina asiakkaille ja tarjoaisivat sitä kautta jäteille kilpailuedun. Lisäksi aasialaiset jätit voisivat panostaa yhä enemmän välitystoimintaan myyden omia volyymejaan suoremmin myös keskisuurille asiakkaille Euroopassa. Nämä toimet voisivat kiristää Euroopan markkinaa merkittävästi ja vaikeuttaisi selvästi Aspocompin asemaa. Toisaalta Aspocomp voisi olla tässä skenaariossa yritysostokohde.

Sijoitusprofiilin yhteenveto

Korkean riskiprofiilin kasvuyhtiö

Aspocomp on viime vuosina todistanut olevansa kannattavan kasvun yhtiö, vaikka koronan

värittämänä vuonna 2020 tämä ei onnistunut. Vuosi vahvistaakin sen, että yhtiön riskiprofiili on edelleen korkea. Näkymät ovat epävarmat myös ensi vuodelle, mutta olemme varsin luottavaisia Aspocompin omasta kilpailukyvyistä.

Aspocomp profiloituu mielestämme pieneksi kasvuyhtiöksi. Vuosien 2015-2019 liikevaihdon kasvu on ollut noin 15,6 % (CAGR-%) ja samalla yhtiö on rakentanut myös selvästi aikaisempaa vahvempaa pohjaa liiketoiminnalle. Yhtiö on saanut viime vuosina merkittävän määrän uusia asiakkaita, joiden osalta yhteistyö on vasta alkamassa merkittävää liikevaihtoa ajatellen. Tämä tasapainottaa asiakasjakautumaa ja laskee muuten korkeaa riskiprofiilia.

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

Mielestämme osakkeen pitkän aikavälin tuotto-odotus nojaa voimakkaasti tulevaisuuden odotettuun tuloskasvuun. Koska Aspocompin pikatoimituksiin nojaavassa liiketoimintamallissa näkyvyys on kroonisesti heikko, täytyy sijoittajilla lähtökohtaisesti olla korkea riskinsietokyky.



SWOT-analyysin tiivistelmä

Vahvuudet	Heikkoudet
- Kilpailukykyinen tuotanto - Uusien investointien tuomat kyvykkyydet - Vahva strateginen kehitys - Hyvä maine ja taloudellinen asema	- Kroonisesti heikko näkyvyys - Edelleen keskittynyt asiakaskunta - Heikko hinnoitteluvoima - Kasvu sitoo pääomaa
- Kasvupohja on hyvä uusien asiakkuuksien ansiosta - Uuden liiketoimintamallin todellinen läpilyönti - Yhdysvaltojen markkinalla menestyminen	- Merkittävien asiakkaiden tuotekehityksen siirtyminen - Aasialaisten kasvu Euroopassa - Kilpailun yleinen kiristyminen

Mahdollisuudet

Uhat

Sijoitusprofiili

1.

Merkittävä kasvupotentiaali

2.

5G-kysyntäajurin uudelleen vahvistuminen

3.

Heikko näkyvyys kysyntään nostaa riskiprofiilia

4.

Suhteellisen kevyt taserakenne

5.

Korkea riskiprofiili

Potentiaali



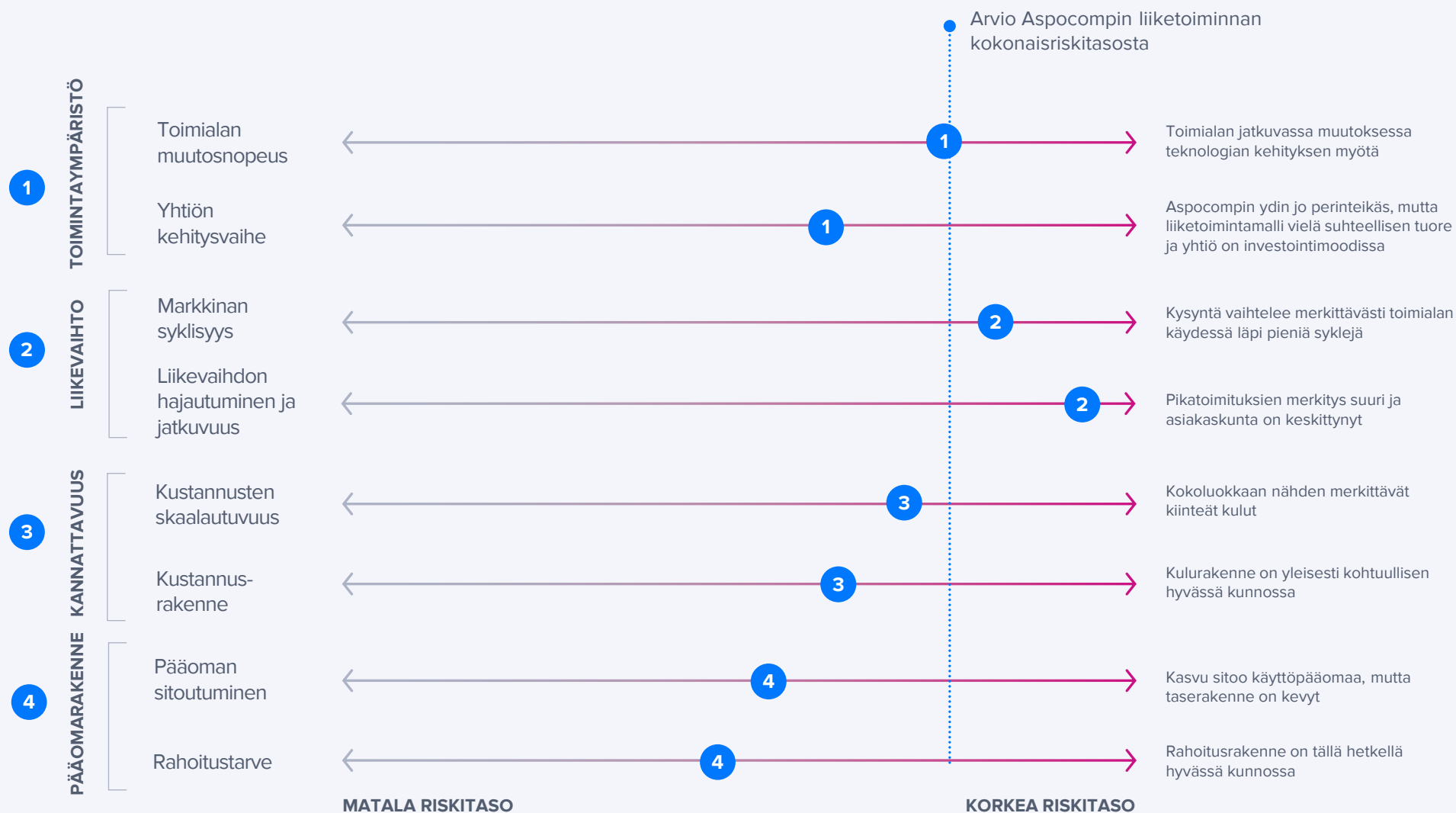
- Aspocomp on niche-toimija valtavalla markkinalla
- Elinkaaristrategia on käynnistynyt hyvin ja tarjoaa kasvua
- Yhtiöllä on uskottava kasvustrategia ja se on voittanut uusia asiakkuuksia
- Kannattavuudessa on edelleen nousuvaraa, kun uudet investoinnit alkavat tuottamaan (2020 ei ole hyvä vertailukohta koronapandemian takia)

Riskit



- Näkyvyys heikko pikatoimituksien suuren roolin takia
- Tuottopotentiaali vaatii tuloskasvua
- Kasvu ja suuret investoinnit vaativat merkittävästi pääomia
- Yhtiön pidemmän aikavälin track-record ei ole vakuuttava, mikä herättää huolia tarinan kestävyydestä

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Arvonmääritys 1/2

Arvostuksen perustekijät

Aspocompin arvostustasoa tulee mielestämme tarkastella korkean teknologiatason alihankkijana, jonka kysyntä heiluu voimakkaasti ja näkyvyys on heikko. Yhtiöllä on mielestämme selkeä kilpailuetu omalla vahvuusalueellaan, korkea kannattavuuspotentiaali ja hyvät edellytykset merkittävälle tulosparannukselle erityisesti vuoden 2020 heikolta tasolta. Sijoitusprofiililtaan yhtiö on mielestämme korkeariskinen kasvuyhtiö.

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

Toisaalta hyväksyttävää arvostustasoa painaa tuloksen heikko ennakoitavuus, mikä on historiassa aiheuttanut negatiivisia tulosvaroituksia ja korostanut riskejä. Lisäksi yhtiön arvostustasoa painaa nyt ja tulevaisuudessa sen heikko asema arvoketjussa. Yhtiön hinnoitteluvoima on aina rajallinen suhteessa suuriin asiakkaisiin ja se toimii vahvasti kilpaillulla toimialalla, joka vaatii investointeja. Näin ollen hyväksyttävä arvostustaso on näkemyksemme mukaan maltillinen.

Piirilevy-yhtiöiden normaali arvostustaso on P/E-

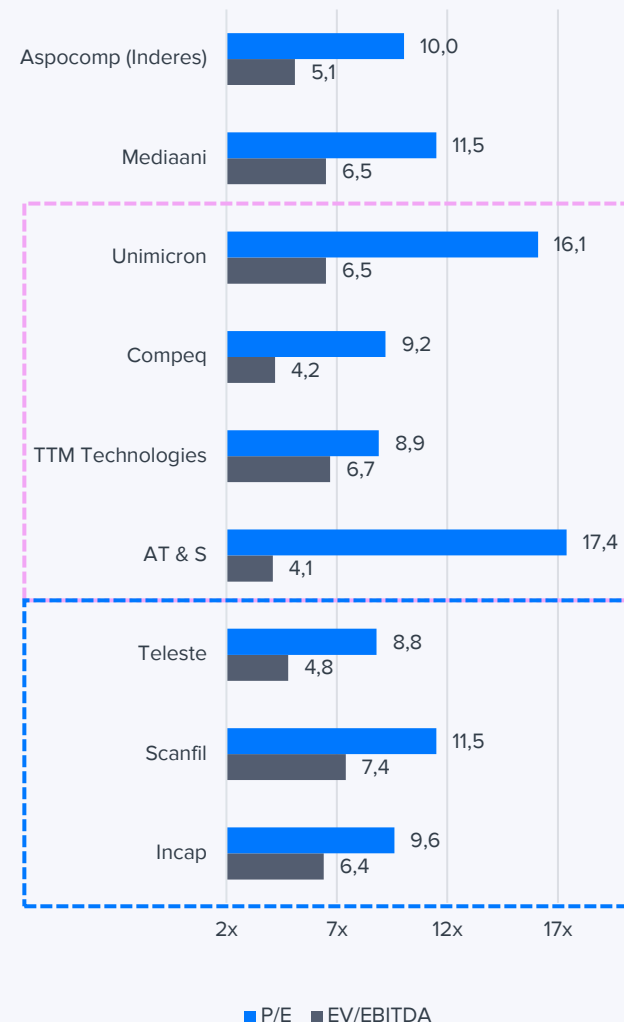
luvulla mitattuna suunnilleen 9-12x kuluvan vuoden tulosennusteella, jos tulostaso on suunnilleen neutraali. EV/EBITDA-kertoimet ovat rahoitusrakenteesta riippuen noin 4-7x. Kertoimet ovat siis yleisesti hyvin maltillisia.

Suhteellinen arvostus on varsin neutraali

Aspocompin verrokkiryhmä ei ole erityisen hyvä, koska piirilevyjen massatuottajien (ylempi osa verrokkeja) kanssa yhtiöllä on lopulta varsin vähän yhteistä ja pienemmistä listatuista löytyy rajallisesti ennusteita. Silti alan verrokeista saa jonkinlaisen viitekehysten ja lisäksi Helsingin pörssistä löytyy samankaltaisen sijoitusprofiilin yhtiöitä (alempi osa verrokkeja). Mielestämme parhaita ovat Incap (2021e P/E 10x) ja Scanfil (2021e P/E 12x), jotka ovat molemmat kiinni elektroniikkateollisuuden alihankintaketjussa kuten Aspocomp.

Scanfilin tuloskonetta korona ei ole kuitenkaan juuri heiluttanut, ja Incap on myös selvinnyt toistaiseksi yllättävän vähin vaurioin. Koska Aspocompin 2020 tulosodotukset ovat nyt kaukana "normaalista" vuodesta, tämän vuoden kertoimilla Aspocomp on todella kallis suhteessa näihin yhtiöihin. Jos yhtiön tuloskunto kuitenkin elpyy ennakkoidusti ensi vuonna, suhteellinen arvostus on kohtuullinen. Koska näkyvyys ensi vuoteen on vielä olematon, olisi väärin sanoa Aspocompin olevan aliarvostettu (2021e P/E 10x). Mielestämme ristiriitaiset luvut yhdistettynä antavat suhteellisesta arvostuksesta varsin neutraalin kuvan. Sama pätee myös Aspocompin piirilevy-yhtiöistä rakennettuun verrokkiryhmään, jonka mediaani 2021e P/E on noin 10x.

Verrokkiryhmän arvostuskertoimet (2021e)



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e
NCAB	414	414	23,4	19,6	21,0	17,9	33,6	28,1	1,9	2,2	6,3
Incap	79	97	9,7	8,0	7,3	6,4	11,9	9,6	1,9	1,9	2,7
Scanfil	369	415	10,1	10,1	7,3	7,4	11,8	11,5	2,9	3,1	1,9
Teleste	76	92	20,5	8,2	8,0	4,8	100,0	8,8	3,3	4,3	1,0
AT & S	630	929	19,3	13,5	4,8	4,1	29,4	17,4	1,3	1,2	1,1
Unimicron	3296	3831	21,8	15,2	8,4	6,5	22,7	16,1	2,0	3,0	2,4
Compeq	1601	1679	7,7	6,4	4,9	4,2	10,9	9,2	3,6	4,3	1,9
TTM Technologies	1025	1690	12,0	10,1	6,8	6,7	12,2	8,9			0,8
Tripod Technology	1712	1277	7,3	6,0	4,6	4,0	10,7	9,5	6,3	6,2	1,6
Unitech Printed Circuit Board	398	585	34,4				171,5				1,3
Aspocomp (Inderes)	26	29	50,2	9,9	11,8	5,1	71,3	10,0	2,6	3,9	1,4
Keskiarvo			16,6	10,8	9,8	7,3	38,8	24,1	2,8	3,1	3,6
Mediaani			15,7	10,1	7,3	6,5	12,2	11,5	2,0	3,0	1,8
Erotus-% vrt. mediaani			221 %	-2 %	61 %	-21 %	485 %	-13 %	31 %	31 %	-18 %

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

Arvonmääritys 2/2

Nykytuloksella osake on kallis, mutta tuloksen elpymässä mahdollisesti edullinen

Tästä vuodesta on muodostumassa Aspocompille tuloksellisesti väli vuosi, minkä takia 2020e kertoimet ovat todella korkeita (oik. P/E >70x ja EV/EBITDA 12x). Silti osakekurssi on edelleen lähellä viime aikojen pohjatasoja, emmekä näe yhtiössä pysyviä negatiivisia muutoksia tämän hetken heikosta tulokunnosta huolimatta. Ensi vuoden ennusteilla, joihin toki liittyy todella paljon epävarmuutta, osake onkin tällä hetkellä edullinen. Vuoden 2021e P/E on 10x ja EV/EBITDA 5x, mitkä ovat yhtiölle houkuttelevia normaalitilanteessa. Vuoden 2019 tuloksella Aspocompin oikaistu P/E olisi nykykurssilla vain 8x, eikä viime vuoden tulos sisältänyt mitään normaalista oleellisesti poikkeavaa, vaikka olikin toki erittäin hyvä.

Lopulta tilanne kulminoituu mielestämme siihen, miten todennäköisenä tuloksen elpymistä pitää ja mikä oletettu kurssireaktio olisi eri skenaariossa. Nykytilanteessa joudumme hahmottamaan tuotto-odotusta myös skenaariolina. Positiivisessa skenaariossa näemme osakkeessa noin 25 %:n nousupotentiaalin seuraavan 12 kk:n aikana, jos tulos elpyy ja arvostus normalisoituu. Toisaalta negatiivisessa skenaariossa odotamme yhtiön löytyvän jonkinlaisen tukitason tasearvosta (P/B 1x), johon laskuvaraa olisi noin 30 %. Näistä vaihtoehtoista pidämme positiivista skenaariota todennäköisempänä, mutta lyhyellä tähtäimellä riski/tuotto-profiili ei ole mielestämme houkutteleva odotusarvon jäädessä heikoksi suhteessa kokonaisriskiin. Tilanne olisi toinen, jos markkinatilanne olisi jo osoittanut piristymistä tai vallitseva tulostrendi olisi positiivisempi.

Kassavirtamalli tukisi korkeampaakin arvoa

Kassavirtamallimme (DCF) antama arvo osakkeelle on nykyisillä oletuksilla noin 4,3 euroa mielestämme realistisilla odotuksilla. DCF-mallia rasittaa vielä hetken suuret investoinnit, mutta lähivuosien jälkeen kassavirrat voimistuvat ennusteissamme selvästi. Terminaalijakson painoarvo on mielestämme maltillinen 47 %.

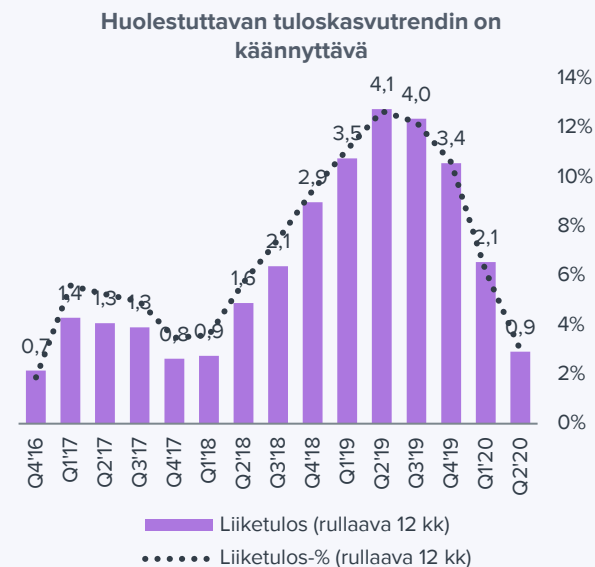
Käyttämämme pääoman keskimääräinen kustannus (WACC) 9,2 % on hieman korkea huomioiden nykyinen korkotaso, mutta oman pääoman tuottovaatimus on 9,9 % on silti Aspocompille perusteltu. DCF-laskelman indikoima arvo on erittäin herkkä muutoksille avainoletuksissa ja pidämme laskelmaa lähinnä varmistuksena siitä, että asettamamme tavoitehintaa voidaan perustella järkevillä oletuksilla tulevista kassavirroista. Tarkempi kassavirtalaskelma löytyy liitetiedoista.

Osingot tarjoavat pienen tuotto-odotuksen

Ennustamme Aspocompin maksavan kohtuullisen 0,10 euron osakekohtaisen osingon tilikaudelta 2020 heikosta tuloksetkehityksestä huolimatta, mikä antaisi nykykurssilla 2,6 %:n osinkotuoton. Arviomme mukaan yhtiön taloudellinen tilanne mahdollistaisi tämän ja yhtiön hallitus voi luokitella vuoden 2020 poikkeustilanteeksi. Yhtiön tavoitteena on jakaa tilikauden tuloksesta vähintään 1/3 osinkoina osakkeenomistajille, mutta nyt osuus olisi voimakkaasti suurempi. Jatkossa odotamme osingon kuitenkin elpymisen tuloksen mukana ja osingonjakosuhteen olevan suunnilleen 30 %:n tasolla.

Arvostustaso	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	3,83	3,83	3,83
Osakemäärä, milj. kpl	6,84	6,84	6,84
Markkina-arvo	26	26	26
Yritysarvo (EV)	29	28	24
P/E (oik.)	71,3	10,0	8,0
P/E	24,5	7,9	6,6
P/Kassavirta	10,5	23,9	5,0
P/B	1,4	1,3	1,1
P/S	1,0	0,8	0,8
EV/Liikevaihto	1,1	0,9	0,7
EV/EBITDA (oik.)	11,8	5,1	3,7
EV/EBIT (oik.)	50,2	9,9	7,2
Osinko/tulos (%)	64,1 %	31,0 %	27,5 %
Osinkotuotto-%	2,6 %	3,9 %	4,2 %

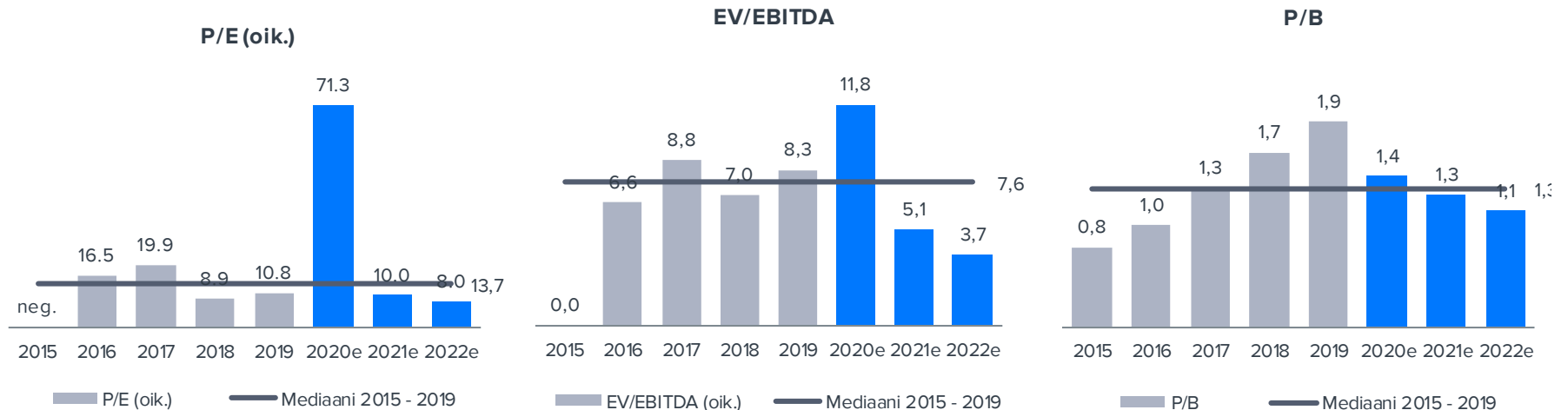
Lähde: Inderes



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	1,12	1,60	2,37	3,70	5,26	3,83	3,83	3,83	3,83
Osakemäärä, milj. kpl	6,41	6,41	6,67	6,67	6,70	6,84	6,84	6,84	6,84
Markkina-arvo	7,2	10	16	25	35	26	26	26	26
Yritysarvo (EV)	8,2	12	17	28	39	29	28	24	21
P/E (oik.)	neg.	16,5	19,9	8,9	10,8	71,3	10,0	8,0	7,7
P/E	neg.	9,9	12,5	7,6	9,0	24,5	7,9	6,6	6,4
P/Kassavirta	neg.	neg.	neg.	neg.	>100	10,5	23,9	5,0	6,7
P/B	0,8	1,0	1,3	1,7	1,9	1,4	1,3	1,1	1,0
P/S	0,4	0,5	0,7	0,8	1,1	1,0	0,8	0,8	0,7
EV/Liikevaihto	0,5	0,5	0,7	0,9	1,2	1,1	0,9	0,7	0,6
EV/EBITDA (oik.)	neg.	6,6	8,8	7,0	8,3	11,8	5,1	3,7	3,3
EV/EBIT (oik.)	neg.	16,7	20,0	9,5	11,4	50,2	9,9	7,2	6,0
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	36,8 %	24,7 %	25,5 %	64,1 %	31,0 %	27,5 %	40,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	3,0 %	3,2 %	2,9 %	2,6 %	3,9 %	4,2 %	6,3 %

Lähde: Inderes



DCF-laskelma

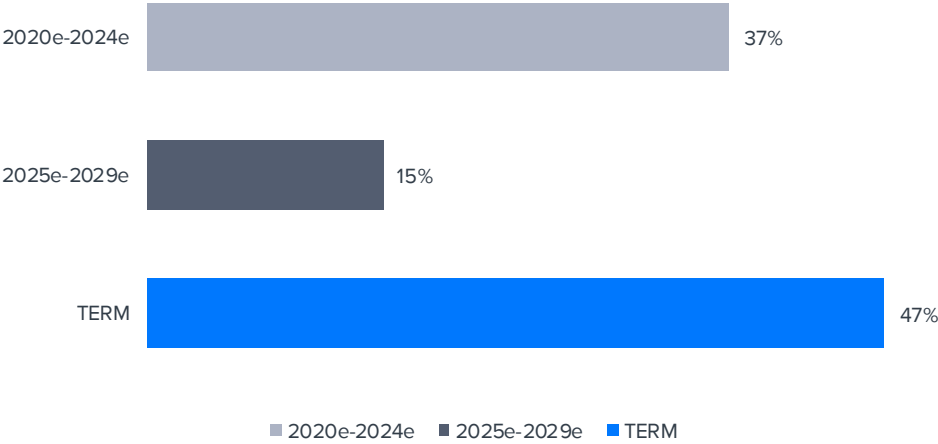
DCF-laskelma	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TERM
Liikevoitto	3,4	0,6	2,8	3,4	3,5	3,4	3,4	3,3	3,3	3,2	3,3	
+ Kokonaispoistot	1,3	1,9	2,7	3,1	2,9	2,5	2,3	2,4	2,5	2,6	2,7	
- Maksetut verot	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-1,0	1,8	-0,9	0,4	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	-0,2	
Operatiivinen kassavirta	3,0	4,2	4,6	6,9	6,0	5,1	4,7	4,9	4,9	5,1	5,3	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-3,2	-3,0	-3,5	-3,0	-2,1	-2,0	-2,9	-2,8	-3,1	-3,1	-3,1	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-0,4	1,2	1,1	3,9	3,9	3,1	1,8	2,0	1,8	2,0	2,2	
+/- Muut	0,7	1,3	0,0	1,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	0,3	2,5	1,1	5,3	3,9	3,1	1,8	2,0	1,8	2,0	2,2	36,7
Diskontattu vapaa kassavirta		2,4	1,0	4,3	2,9	2,1	1,1	1,2	1,0	0,9	1,0	16,2
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		34,2	31,7	30,7	26,4	23,5	21,4	20,2	19,1	18,1	17,2	16,2
Velaton arvo DCF		34,2										
- Korolliset velat		-5,8										
+ Rahavarat		2,4										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-1,0										
Oman pääoman arvo DCF		29,7										
Oman pääoman arvo DCF per osake		4,34										

Pääoman kustannus (wacc)

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

Lähde: Inderes

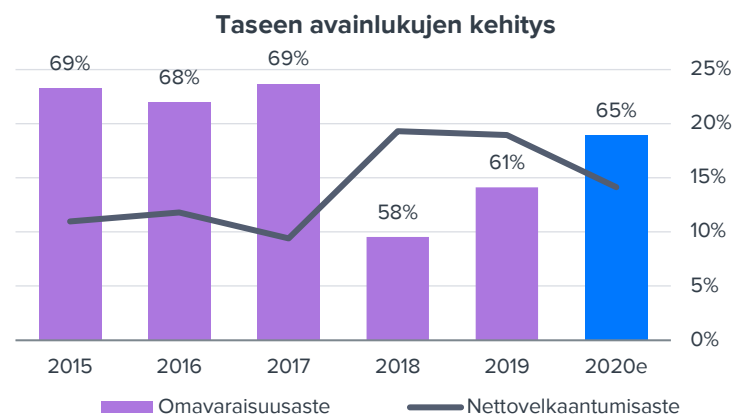
Rahavirranjakauma jaksoittain



Tase

Vastaavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Pysyvät vastaavat	12,2	14,9	16,0	16,9	16,7
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3
Käyttöomaisuus	4,9	6,9	8,1	8,9	8,8
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	4,0	4,7	4,7	4,7	4,7
Vaihtuvat vastaavat	13,6	14,6	12,1	13,6	17,0
Vaihto-omaisuus	2,3	3,3	2,8	3,3	3,7
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	8,7	8,9	6,9	7,8	7,5
Likvidit varat	2,6	2,4	2,4	2,5	5,8
Taseen loppusumma	25,8	29,5	28,1	30,5	33,8

Lähde: Inderes



Vastattavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Oma pääoma	14,9	18,1	18,3	20,9	23,9
Osakepääoma	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Kertyneet voittovarot	9,4	12,6	12,6	15,3	18,2
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	4,5	4,5	4,7	4,7	4,7
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	4,7	4,7	5,2	4,5	4,4
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	4,3	4,3	4,9	4,1	4,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Lyhytaikaiset velat	6,2	6,7	4,6	5,0	5,5
Lainat rahoituslaitoksilta	1,2	1,5	0,1	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	5,1	5,2	4,5	5,0	5,5
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	25,8	29,5	28,1	30,5	33,8

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	23,9	29,1	31,2	26,5	31,2
Käyttökate	1,9	4,0	4,7	2,4	5,5
Liikevoitto	0,8	2,9	3,4	0,6	2,8
Voitto ennen veroja	0,8	2,8	3,3	0,4	2,6
Nettovoitto	1,3	3,2	3,9	1,1	3,3
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2017	2018	2019	2020e	2021e
Taseen loppusumma	17,4	25,8	29,5	28,1	30,5
Oma pääoma	12,0	14,9	18,1	18,3	20,9
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettovelat	1,1	2,9	3,4	2,6	1,7

Kassavirta	2017	2018	2019	2020e	2021e
Käyttökate	1,9	4,0	4,7	2,4	5,5
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,7	-1,8	-1,0	1,8	-0,9
Operatiivinen kassavirta	0,7	1,7	3,0	4,2	4,6
Investoinnit	-1,2	-3,5	-3,2	-3,0	-3,5
Vapaa kassavirta	-0,3	-1,7	0,3	2,5	1,1

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Joensuun Kauppa ja Kone Oy	16,5 %
Tiiviste-Group Oy	14,6 %
Montonen Mikko	5,7 %
Mandatum Life	4,8 %
Etola Erkki Olavi	4,4 %
Nordea Henkivakuutus Suomi Oy	2,5 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2017	2018	2019	2020e	2021e
EPS (raportoitu)	0,19	0,49	0,59	0,16	0,48
EPS (oikaistu)	0,12	0,41	0,49	0,05	0,38
Operat. kassavirta / osake	0,11	0,25	0,44	0,61	0,67
Vapaa kassavirta / osake	-0,04	-0,26	0,04	0,37	0,16
Omapääoma / osake	1,80	2,23	2,70	2,68	3,06
Osinko / osake	0,07	0,12	0,15	0,10	0,15

Kasvu ja kannattavuus	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihdon kasvu-%	11 %	22 %	7 %	-15 %	18 %
Käyttökateen kasvu-%	9 %	106 %	18 %	-47 %	123 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	22 %	241 %	18 %	-83 %	390 %
EPS oik. kasvu-%	22 %	249 %	17 %	-89 %	610 %
Käyttökate-%	8,0 %	13,6 %	14,9 %	9,2 %	17,5 %
Oik. Liikevoitto-%	3,5 %	9,9 %	10,9 %	2,2 %	9,0 %
Liikevoitto-%	3,5 %	9,9 %	10,9 %	2,2 %	9,0 %
ROE-%	11,2 %	24,1 %	23,9 %	5,9 %	16,9 %
ROI-%	6,6 %	17,1 %	15,4 %	2,5 %	11,6 %
Omavaraisuusaste	68,9 %	57,6 %	61,3 %	65,1 %	68,7 %
Nettovelkaantumisaste	9,4 %	19,3 %	19,0 %	14,1 %	8,0 %

Arvostuskertoimet	2017	2018	2019	2020e	2021e
EV/Liikevaihto	0,7	0,9	1,2	1,1	0,9
EV/EBITDA (oik.)	8,8	7,0	8,3	11,8	5,1
EV/EBIT (oik.)	20,0	9,5	11,4	50,2	9,9
P/E (oik.)	19,9	8,9	10,8	71,3	10,0
P/B	1,3	1,7	1,9	1,4	1,3
Osinkotuotto-%	3,0 %	3,2 %	2,9 %	2,6 %	3,9 %

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae 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 sijoituspäätöstensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), 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 jakaamaan suhteessa osakkeen 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

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

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

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

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

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

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
17.1.2018	Vähennä	2,50 €	2,58 €
16.2.2018	Lisää	2,60 €	2,44 €
5.4.2018	Lisää	2,60 €	2,35 €
30.4.2018	Lisää	2,75 €	2,51 €
10.7.2018	Lisää	2,75 €	2,48 €
31.7.2018	Lisää	3,25 €	3,05 €
10.8.2018	Lisää	3,80 €	3,50 €
17.10.2018	Vähennä	4,20 €	4,15 €
26.10.2018	Vähennä	3,80 €	3,83 €
7.12.2018	Vähennä	3,80 €	3,69 €
17.12.2018	Lisää	3,80 €	3,53 €
21.12.2018	Lisää	4,00 €	3,78 €
1.3.2019	Lisää	4,70 €	4,20 €
2.5.2019	Lisää	5,50 €	5,20 €
9.8.2019	Lisää	5,50 €	5,12 €
23.9.2019	Vähennä	5,20 €	5,24 €
23.10.2019	Myy	5,20 €	6,72 €
30.10.2019	Vähennä	5,50 €	5,44 €
4.11.2019	Vähennä	5,75 €	5,70 €
29.11.2019	Lisää	5,75 €	5,28 €
5.2.2020	Vähennä	5,60 €	5,62 €
11.3.2020	Vähennä	4,20 €	4,25 €
6.5.2020	Vähennä	4,20 €	4,38 €
4.6.2020	Lisää	4,75 €	4,31 €
17.7.2020	Vähennä	4,00 €	3,98 €
13.8.2020	Lisää	3,80 €	3,56 €
15.9.2020	Vähennä	3,80 €	3,83 €



Inderes on alusta, joka yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysia ja sisältöä yli 60 000 aktiiviselle Inderes-yhteisön jäsenelle.

Me uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille vapaan pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja interaktiivisen yhteisön pariin. Yhteisömme tukee jäseniensä kasvua paremmiksi sijoittajiksi.

Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon, ja että sijoittajilta kerätty tieto on yhtiöiden hyödynnettävissä.

Jo yli 100 suomalaista pörssiyhtiötä haluaa palvella omistajiaan ja sijoittajia kauttamme hyödyntämällä tarjoamiamme yhtiöseurantapalveluita, datapohjaisia sijoittajaviestinnän palveluita, sisältötuotantoa ja konsultointia.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



**STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV**



**THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS
WINNER**



**2012, 2016, 2017, 2018,
2019**

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017, 2019

Suositusarkkuus



**2014, 2015, 2016, 2018,
2019**

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018, 2019

Suositusarkkuus



2015, 2018

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017, 2019

Suositusarkkuus



2017

Suositusarkkuus



2018

Ennustetarkkuus



2019

Suositusarkkuus

**Analyysi kuuluu
kaikille**