

Yhtiö on siirtynyt kiihdytyskaistalle

Aspocompin Q2-tulos oli erinomainen ja ylitti selvästi odotuksemme. Positiivisen tulosvaroituksen jälkeen erittäin vahva Q2-tulos ei ollut varsinaisesti yllätys, mutta harppaus vertailukaudesta oli todella suuri. Tuoreen ohjeistuksen perusteella Q2 olisi tuloksellisesti poikkeus ja loppuvuonna tahti hidastuisi, mutta markkinanäkymissä ei ole mielestämme heikkouden merkkejä. Olemme nostaneet tulosennusteitamme selvästi ja samalla tavoitehintamme 3,80 euroon (aik. 3,25 euroa). Toistamme lisää-suosituksemme arvostustason ollessa edelleen kohtuullinen, mutta tulosodotuksemme ovat nyt kovia, mikä nostaa tulospettymyksen vaaraa merkittävästi.

Tulos harppasi uudelle tasolle 5G-kysynnän kiihdyttämänä

Liikevaihto kasvoi Q2:lla peräti 35 % ollen 7,7 MEUR, mikä ylitti selvästi ennusteemme 6,7 MEUR. Myynti kasvoi lähes kaikissa asiakassegmenteissä, mutta odotetusti suurin ajuri oli uuden sukupolven 5G-tietoliikenneverkkojen voimistunut kysyntä. Erittäin hyvän liikevaihtotason mukana myös kannattavuus nousi merkittävästi, ja liiketulos oli 0,8 MEUR (Q2'17: 0,1 MEUR). Liiketulosmarginaali oli 10,2 %, mikä on yhtiölle erinomainen taso. Yhtiön mukaan liiketulokseen vaikutti positiivisesti myös tuotteiden painottuminen vaativimpiin piirilevyihin, missä kilpailu on vähäisempää ja katteet sitä kautta parempia. Arviomme mukaan merkittävä osa kysynnästä on myös keskittynyt korkeampi katteisiin pikatoimituksiin. Aspocompin Q2-tulos oli erinomainen ja murskasi ennusteemme positiivisen tulosvaroituksen jälkeenkin.

Odotamme yhtiön ylittävän nykyisen ohjeistuksensa selvästi

Aspocomp luonnollisesti toisti vajaa kaksi viikkoa sitten antamansa 2018-ohjeistuksen, jossa yhtiö arvioi liikevaihdon kasvavan yli 10 % ja liiketuloksen kaksinkertaistuvan vuodesta 2017 (liiketulos oli 0,8 MEUR). Ohjeistus tuntuu äärimmäisen varovaiselta erinomaisen Q2-tuloksen jälkeen, varsinkin kun kaikki yhtiön markkinanäkymät ovat kuitenkin edelleen erittäin positiivisia. Yhtiön tilauskanta oli Q2-lopussa 3,1 MEUR (Q2'17: 2,4 MEUR) eli noin 0,6 MEUR korkeampi kuin vuotta aiemmin, mikä indikoisi vahvan kasvun jatkuvan Q3:lla. Myyntimixin vaikutuksia on toki erittäin vaikea ennustaa, mutta perinteisesti Aspocompin kulurakenne on helppo arvioida - haasteena on liikevaihtotason ennustaminen. Olemme nostaneet 2018-kasvuennusteitamme lähes 20 %:n tasolle, mikä on jo kaukana ohjeistuksesta, ja vaatii 5G-kysynnän pysymistä vahvana. Liikevoiton odotamme nousevan vuonna 2018 noin 2,1 MEUR:n tasolle, mikä tarkoittaisi yli 150 %:n parannusta viime vuodesta.

Arvostustaso edelleen kohtuullinen, mutta odotuksia kurssiin on ladattu paljon

Vaikka osakekurssi nousi eilen lähes 11 %, tulosennusteemme nousivat vielä tätä enemmän (2018 noin 20 % ja 2019 noin 12 %). Arvostustaso (2018e P/E alle 12x ja EV/EBITDA noin 8x) on mielestämme kohtuullinen hyvät tuloskasvunäkymät huomioiden ja mielestämme sijoittajien kannattaa edelleen pitää kiinni osakkeesta 5G-ajurin todellisen vedon vasta alettua. Tämä voi hyvin pitää kysyntää ”koholla” seuraavat 2-3 vuotta, mikä antaa yhtiölle aikaa myös luoda ympärilleen laajempi kasvupohja. Samalla korostamme kuitenkin, että riski tulospettymykselle on noussut merkittävästi samalla, kun tuloskasvuodotuksia on ladattu osakkeen reilusti lisää. Heikkojakin neljänneksiä on todennäköisesti tulossa, ja näkyvyys vaihtelee kvartaalien välillä merkittävästi. Tulostrendi on mielestämme kuitenkin selkeä.

Analyytikko

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



Suositus

Lisää



Edellinen: Lisää

Tavoitehintaa 3,80 EUR

Edellinen: 3,25



Lähde: Reuters

Eiilisen päätös 3,50 EUR

12 kk vaihteluväli 2,1-3,5 EUR

Potentiaali 8,6 %

Ohjeistus

Aspocomp arvioi liikevaihdon kasvavan yli 10 % ja liiketuloksen kaksinkertaistuvan vuodesta 2017. Vuoden 2017 liikevaihto oli 23,9 MEUR ja liiketulos oli 0,8 MEUR.

Ohjeistusmuutos: Ennallaan

Avainluvut

	Liikevaihto	Liikevoitto	Liikevoitto-	Tulos ennen	Tulos/	Osinko/	EV/	EV/	EV/	P/E	Osinko-
	MEUR	(EBIT)	marginaali	veroja (PTP)	osake	osake	Liikevaihto	EBITDA	EBIT	(x)	tuotto
		MEUR	%	MEUR	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)	(x)	%
2016	21,6	0,7	3,2 %	0,6	0,16	0,00	0,5	6,6	16,7	9,9	0,0 %
2017	23,9	0,8	3,5 %	0,8	0,19	0,07	0,7	8,8	20,0	12,5	3,0 %
2018e	28,7	2,1	7,4 %	2,0	0,30	0,10	0,9	7,9	12,4	11,7	2,9 %
2019e	31,6	2,3	7,4 %	2,1	0,31	0,12	0,9	6,9	12,0	11,2	3,4 %
2020e	34,5	2,4	7,0 %	2,2	0,33	0,13	0,8	6,6	11,3	10,5	3,7 %
Markkina-arvo, MEUR			23,3	OPO / osake 2018e, EUR			2,03	CAGR EPS, 2017-2020, %			20 %
Nettovelka 2018e, MEUR			3,2	P/B 2018e			1,7	CAGR kasvu, 2017-2020, %			13 %
Yritysarvo (EV), MEUR			26,6	Nettovelkaisuusaste 2018e, %			24,0 %	ROE 2018e, %			15,6 %
Taseen koko 2018e, MEUR			22,1	Omavaraisuusaste 2018e, %			61,3 %	ROCE 2018e, %			13,9 %

Erinomainen Q2-tulos ylitti selvästi odotuksemme

Liikevaihto harppasi 35 %

Liikevaihto kasvoi Q2:lla peräti 35 % ollen 7,7 MEUR, mikä ylitti selvästi ennusteemme 6,7 MEUR. Myynti kasvoi lähes kaikissa asiakassegmenteissä, mutta odotetusti suurin ajuri oli uuden sukupolven 5G-tietoliikenneverkkojen voimistunut kysyntä. 5G on arviomme mukaan lähivuosina yhtiön tärkein ajuri sekä voimakkuudeltaan että laaja-alaisuudeltaan. Viiden suurimman asiakkaan osuus liikevaihdosta nousi 56 %:n tasolle (Q2'17: 51 %), mikä myös vahvistaa näkemystämme Nokian ja 5G:n merkittävästä roolista uusimmassa kasvuharppauksessa.

Kannattavuus nousi liikevaihtotason mukana

Erittäin hyvän liikevaihtotason mukana myös kannattavuus nousi merkittävästi, ja liiketulos oli 0,8 MEUR (Q2'17: 0,1 MEUR). Yhtiön mukaan liiketulokseen vaikutti positiivisesti myös tuotteiden painottuminen vaativimpiin piirilevyihin, missä kilpailu on vähäisempää ja katteet sitä kautta parempia. Arviomme mukaan merkittävä osa kysynnästä on myös keskittynyt korkeampi katteisiin pikatoimituksiin.

Liiketulosmarginaali oli 10,2 %, mikä on yhtiölle erinomainen taso. Kannattavuuden vaihteluväli on kuitenkin Aspocompilla erittäin suuri, joten potentiaalia on parempaankin, jos palaset lokahtelevat paikalleen. Näiden tasojen ylläpitäminen pitkällä aikavälillä on kuitenkin vaikeaa, ja korkean kannattavuuden kestävyys on pitkällä aikavälillä suurin kysymys.

Joka tapauksessa Q2:lla Aspocomp murskasi ennusteemme positiivisen tulosvaroituksen jälkeenkin. Osakekohtainen tulos oli Q2:lla 0,12 euroa, kun ennusteemme oli 0,05 euroa.

Rahavirta jätti parantamisen varaa, mutta yhtiön taloudellinen tilanne on hyvä

Liiketoiminnan rahavirta oli H1:llä 0,7 MEUR, mitä heikensi kasvun vaatima käyttö pääomankasvu. Tämä on normaalia Aspocompin liiketoimintamallissa. Lisäksi yhtiöllä on käynnissä suuri investointiohjelma, joka on edennyt suunnitellusti. Investoinnit olivat 2,0 MEUR ja kohdistuivat pääosin Oulun tehdaskiinteistön hankintaan ja Oulun tehtaan kyvykkyyden parantamiseen. Kilpailukyvyyn parantamisen, ja toisaalta myös sen ylläpitämisen, kannalta investoinnit kyvykkyyteen ovat kriittisiä. Samalla uudet kyvykkyydet avaavat yhtiölle uusia mahdollisuuksia, ja nyt tehtävillä investoinneilla asema paranee esimerkiksi puolijohdetestauksessa. Tämä voi olla yhtiölle merkittävä kasvuajuri tulevaisuudessa.

Tase on hyvässä kunnossa: nettovelkaantumistaso oli 22 % ja omavaraisuusaste 57,6 %. Kassavarat olivat 1,6 MEUR ja korolliset velat 4,4 MEUR yhtiön nostettua uutta lainaa Oulun tehtaan investointien rahoittamiseksi.

Ennustetaulukko	Q2'17	Q2'18	Q2'18e	Q2'18e	Konsensus	Erotus (%)	2018e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. Inderes
Liikevaihto	5,7	7,7	6,7				15 %
Liikevoitto	0,1	0,8	0,4				95 %
Tulos ennen veroja	0,1	0,8	0,4				117 %
EPS (oikaistu)	0,01	0,12	0,05				117 %
Liikevaihdon kasvu-%	7,3 %	34,7 %	17,0 %				17,7 %-yks.
Liikevoitto-% (oikaistu)	1,6 %	10,2 %	6,0 %				4,2 %-yks.
Lähde: Inderes							

Nostimme tulosenennusteita (jälleen) merkittävästi

Ohjeistuksen indikoima tulostaso ei vaikuta perustellulta

Aspocomp luonnollisesti toisti vajaa kaksi viikkoa sitten antamansa 2018-ohjeistuksen, jossa yhtiö arvioi liikevaihdon kasvavan yli 10 % ja liiketuloksen kaksinkertaistuvan vuodesta 2017 (liiketulos oli 0,8 MEUR). Ohjeistus tuntuu äärimmäisen varovaiselta erinomaisen Q2-tuloksen jälkeen, varsinkin kun kaikki yhtiön markkinanäkymät ovat kuitenkin edelleen erittäin positiivisia. Yhtiö teki pelkästään Q2:llä 0,8 MEUR (koko vuoden 2017 taso) liikevoittoa, joten loppuvuonna joko kasvun tai kannattavuuden täytyisi heikentyä todella voimakkaasti. Arviomme mukaan Aspocomp on ohjeistuksessaan todennäköisesti lähtenyt pohjatasosta, jonka se saavuttaa myös heikommassa kysyntätilanteessa.

Q4:lle ei ole vielä tässä vaiheessa mitään näkyvyyttä, mutta yhtiön tilauskanta oli Q2-lopussa 3,1 MEUR (Q2'17: 2,4 MEUR). Tämä on noin 0,6 MEUR korkeampi kuin vuotta aiemmin, mikä indikoisi vahvan kasvun jatkuvan Q3:lla. Edelleen tulos nojaa pikatoimituksiin, joiden määrää on mahdotonta ennustaa. Silti vaikuttaisi siltä, että kysyntä on toistaiseksi koko ajan kiihtynyt vuoden 2018 edetessä.

Myyntimixin vaikutuksia on toki erittäin vaikea ennustaa, mutta perinteisesti Aspocompin kulurakenne on helppo arvioida - haasteena on liikevaihtotason ennustaminen. Olemme nostaneet 2018-kasvuennustettamme lähes 20 %:n tasolle, mikä on jo kaukana ohjeistuksesta, ja vaatii 5G-kysynnän pysymistä vahvana. Liikevoiton odotamme nousevan vuonna 2018 noin 2,1 MEUR:n tasolle, mikä tarkoittaisi yli 150 %:n parannusta viime

vuodesta. Heikosta näkyvyydestä ja alhaisesta ohjeistuksesta huolimatta olemme suhteellisen luottavaisia loppuvuoden vahvan tuloskehityksen suhteen. Tarkemmat ennustemuutokset ovat nähtävillä alla olevassa taulukossa.

5G tarjoaa todennäköisesti kasvuajurin lähivuosille

Nyt kun 5G-tulosajuri on konkreettisesti todistettu tuloslukuina, sen voimakkuuden ja keston arvioiminen on yhä oleellisempaa. Tämä on valitettavasti haastava tehtävä, eikä tarkkoja vaikutuksia voi arvioida edes julkistetusta Q2-raportista. Lähtökohtamme on kuitenkin, että 5G noudattaa Aspocompin kysyntää ajatellen suunnilleen samaa kaavaa kuin 4G aikaisemmin. Kuten olemme aikaisemmin kertoneet, 4G oli vuosina Aspocompille kriittinen ajuri erityisesti vuosina 2010-2011, jolloin yhtiö teki huipputulokset. Vuonna 2010 yhtiö teki 18,8 MEUR:n liikevaihdolla 1,8 MEUR liikevoittoa (marginaali 9,8 %) ja vuonna 2011 23,6 MEUR:n liikevaihdolla 4,1 MEUR liikevoittoa (marginaali 17,4 %). Vastaaviin lukuihin yhtiö ei ole tämän jälkeen päässytkään, osittain selkeiden strategisten virheiden takia.

Lähtökohtaisesti 5G on 4G:tä selvästi kokonaisvaltaisempi, eli sen vaikutuksien pitäisi heijastua laajemmalle eri sektoreihin. 4G muutti lähinnä tietoliikennesektoria ja puhelimia, mutta 5G:n pitäisi tulla IoT:n kautta paljon laajemmalle (esim. autot). Aspocompin kannalta tämä tarkoittaa laajempaa kysyntävaikutusta, mutta ei toisaalta niin voimakkaita piikkejä, mitä Nokia aikoinaan aiheutti. Vaikka Nokia on arvioimme mukaan yksi Aspocompin suurimmista asiakkaista, todennäköisesti suurin 5G-kysynnän ollessa vahvimmillaan, se ei kuitenkaan ole dominoiva kuten 2010-2011.

Tällä hetkellä arvioimme, että vaikutus on laimeampi, mutta toisaalta laaja-alaisempi ja mahdollisesti pitkäkestoisempi monien erilaisien variaatioiden takia. On kuitenkin selvää, ettei myöskään 5G:n kysyntävaikutus ole vakaa, vaan vaihtelee joka neljänneksellä eri tuotekehityssykklien mukana.

Haasteena on kasvattaa muu liiketoiminta riittävään kokoluokkaan

Olettaen että 5G kiihdyttää Aspocompin kysyntää merkittävästi lähivuosina, on yhtiön tällä aikajaksolla varmistettava, että kehitys jatkuu myös vaikutuksen hälvettyä. Tämä on strategisesti kriittinen asia, sillä muuten ilo jää väliaikaiseksi. Tässä mielessä tilanne on huomattavasti parempi kuin 4G-jaksolla, eikä yhtiö myöskään tee samoja strategisia virheitä uudestaan. Muutoksen tuoma haaste on kuitenkin suuri.

Isoa kuvaa katsottaessa Aspocomp on mielestämme edennyt koko ajan oikeaan suuntaan. Strategisesti yhtiö on viime vuosina edennyt hyvin ja pystynyt sekä laajentamaan asiakaskuntaansa merkittävästi että vahvistamaan omaa tarjontaansa ja kyvykkyyksiään. Yhtiön 10 MEUR:n investointiohjelman avulla yhtiön kyvykkyudet laajenevat edelleen, mikä mahdollistaa kasvun mm. puolijohdetestaussektorille. Käsityksemme mukaan myös Aasian volyymivalmistuspalvelut ovat edenneet hyvin, ja vaikka tämä on mahdollisesti lähivuosina sivuroolissa, se avaa yhtiölle uusia mahdollisuuksia. Kokonaisuus näyttää mielestämme tällä hetkellä paljon vahvemmalta kuin edellisellä kierroksella, mutta epävarmuus jatkuu silti korkeana.

Ennustemuutokset	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos	2020e	2020e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	26,9	28,7	7 %	29,9	31,6	6 %	32,7	34,5	6 %
Käyttökate	3,1	3,4	8 %	3,8	4,0	6 %	4,0	4,1	4 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	1,8	2,1	19 %	2,1	2,3	12 %	2,3	2,4	6 %
Liikevoitto	1,8	2,1	19 %	2,1	2,3	12 %	2,3	2,4	6 %
Tulos ennen veroja	1,6	2,0	23 %	1,8	2,1	13 %	2,1	2,2	6 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,24	0,30	23 %	0,28	0,31	13 %	0,31	0,33	6 %
Osakekohtainen osinko	0,08	0,10	25 %	0,09	0,12	33 %	0,10	0,13	30 %

Lähde: Inderes

Arvostus on kohtuullinen, jos tulostrendi kestää

Vaikka osakekurssi nousi eilen lähes 11 %, tulosennusteemme nousivat vielä tätä enemmän (2018 noin 20 % ja 2019 noin 12 %). Arvostustaso (2018e P/E alle 12x ja EV/EBITDA noin 8x) on mielestämme kohtuullinen hyvät tuloskasvunäkymät huomioiden. Mielestämme sijoittajien kannattaa edelleen pitää kiinni osakkeesta 5G-ajurin todellisen vedon vasta alettua ja katsoa kehitystä pidemmälle, koska potentiaalia on edelleen merkittävästi jäljellä. Tämä siitä huolimatta, että Aspocompin osake on noussut vuoden alusta jo noin 48 %.

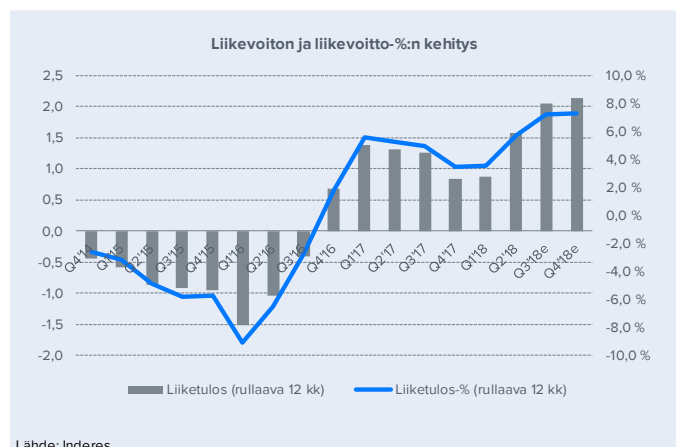
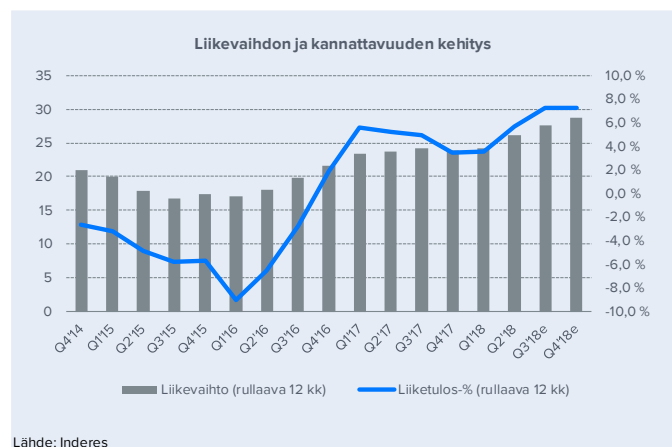
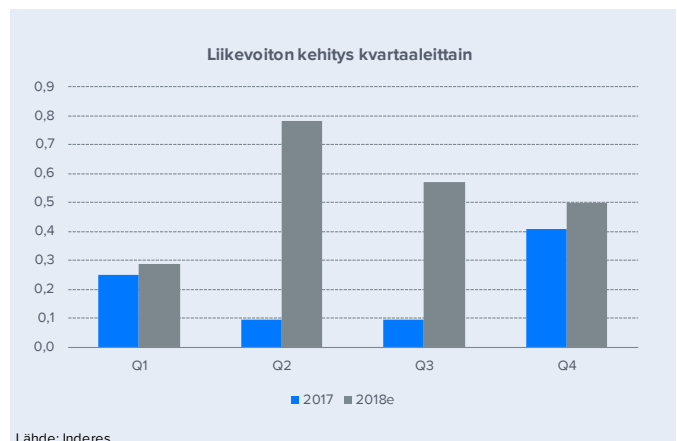
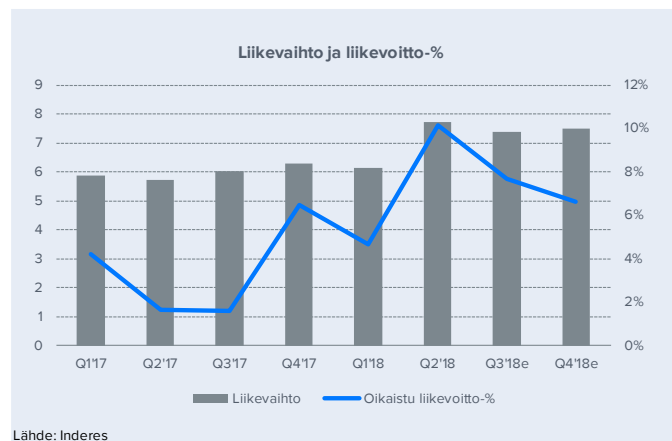
Samalla korostamme kuitenkin, että riski tulospettymykselle on noussut merkittävästi samalla, kun osakkeeseen on ladattu koko ajan korkeampia tulosodotuksia. Heikkojakin neljänneksiä on todennäköisesti tulossa, näkyvyys on heikko ja kysyntä vaihtelee kvartaalien välillä merkittävästi. Tulostrendi on mielestämme kuitenkin tällä hetkellä selkeä, ja riski/tuotto-suhde on mielestämme edelleen positiivinen.

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	21,6	5,9	5,7	6,0	6,3	23,9	6,1	7,7	7,4	7,5	28,7	31,6	34,5
Aspocomp	21,6	5,9	5,7	6,0	6,3	23,9	6,1	7,7	7,4	7,5	28,7	31,6	34,5
Käyttökate	1,8	0,5	0,4	0,4	0,7	1,9	0,6	1,1	0,9	0,8	3,4	4,0	4,1
Poistot ja arvonalennukset	-1,1	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-1,1	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-1,2	-1,7	-1,7
Liikevoitto ilman kertaeriä	0,7	0,2	0,1	0,1	0,4	0,8	0,3	0,8	0,6	0,5	2,1	2,3	2,4
Liikevoitto	0,7	0,2	0,1	0,1	0,4	0,8	0,3	0,8	0,6	0,5	2,1	2,3	2,4
Aspocomp	0,7	0,2	0,1	0,1	0,4	0,8	0,3	0,8	0,6	0,5	2,1	2,3	2,4
Kertaluontoiset erät	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
Nettorahoituskulut	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,2
Tulos ennen veroja	0,6	0,2	0,1	0,1	0,4	0,8	0,3	0,8	0,5	0,5	2,0	2,1	2,2
Verot	0,4	0,0	0,0	0,0	0,5	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	1,0	0,2	0,1	0,1	0,9	1,3	0,3	0,8	0,5	0,5	2,0	2,1	2,2
EPS (oikaistu)	0,16	0,04	0,01	0,01	0,13	0,19	0,04	0,12	0,08	0,07	0,30	0,31	0,33
EPS (raportoitu)	0,16	0,04	0,01	0,01	0,14	0,20	0,04	0,12	0,08	0,07	0,31	0,31	0,33

Tunnusluvut	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihdon kasvu-%	23,9 %	42,3 %	7,3 %	8,1 %	-4,3 %	10,6 %	4,3 %	34,7 %	23,0 %	19,0 %	20,1 %	9,8 %	9,5 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-173,0 %	-156,5 %	-42,3 %	-37,9 %	-50,1 %	22,5 %	14,9 %	733,0 %	499,0 %	22,3 %	152,7 %	9,2 %	3,7 %
Käyttökate-%	8,1 %	9,0 %	6,4 %	5,9 %	10,7 %	8,0 %	9,0 %	13,8 %	12,4 %	11,3 %	11,8 %	12,8 %	12,0 %
Oikaistu liikevoitto-%	3,2 %	4,2 %	1,6 %	1,6 %	6,5 %	3,5 %	4,7 %	10,2 %	7,7 %	6,6 %	7,4 %	7,4 %	7,0 %
Nettotulos-%	4,8 %	4,0 %	1,4 %	1,3 %	13,9 %	5,3 %	4,1 %	10,0 %	7,1 %	6,0 %	6,9 %	6,6 %	6,4 %

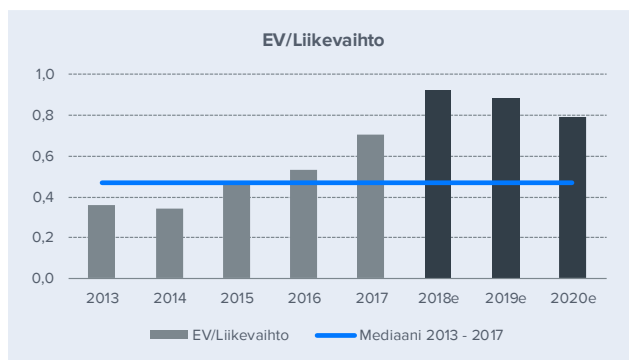
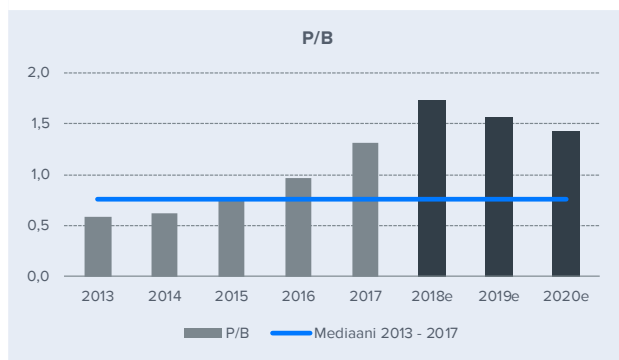
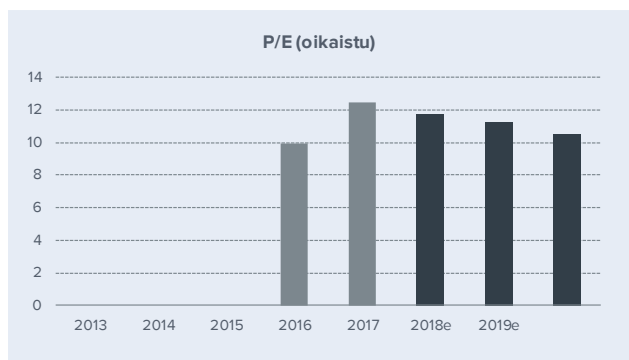
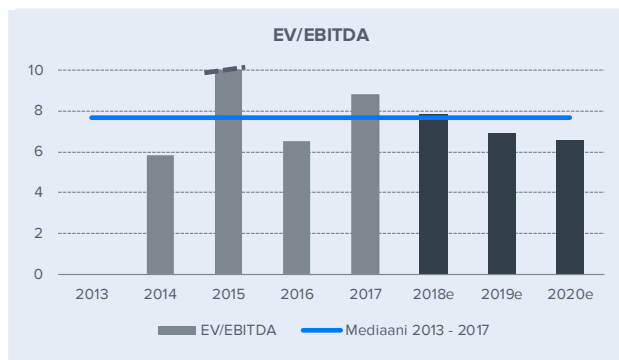
Lähde: Inderes



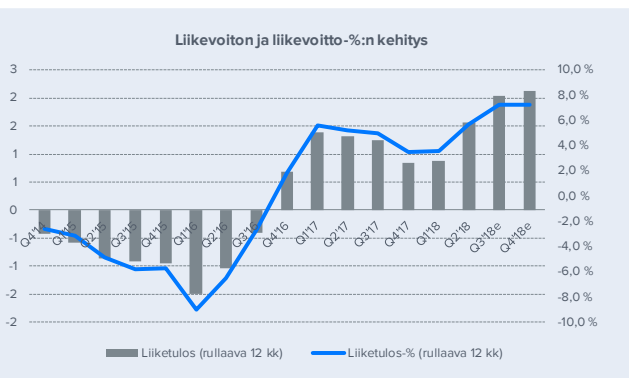
Arvostus

Arvostustaso	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi	1,14	1,04	1,12	1,60	2,37	3,50	3,50	3,50
Markkina-arvo	7,3	6,7	7,2	10,3	15,8	23,3	23,3	23,3
Yritysarvo (EV)	6,9	7,2	8,2	11,5	16,9	26,6	27,9	27,3
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	9,9	12,5	11,7	11,2	10,5
P/E	neg.	neg.	neg.	9,9	12,5	11,7	11,2	10,5
P/Kassavirta	-6,2	-7,8	-25,5	-34,3	91,5	-15,5	-52,4	14,3
P/B	0,6	0,6	0,8	1,0	1,3	1,7	1,6	1,4
P/S	0,4	0,3	0,4	0,5	0,7	0,8	0,7	0,7
EV/Liikevaihto	0,4	0,3	0,5	0,5	0,7	0,9	0,9	0,8
EV/EBITDA	neg.	5,8	36,8	6,6	8,8	7,9	6,9	6,6
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	16,7	20,0	12,4	12,0	11,3
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	36,8 %	33,4 %	38,4 %	39,2 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	3,0 %	2,9 %	3,4 %	3,7 %

Lähde: Inderes



Tulostrendi (rollaava 12 kk)

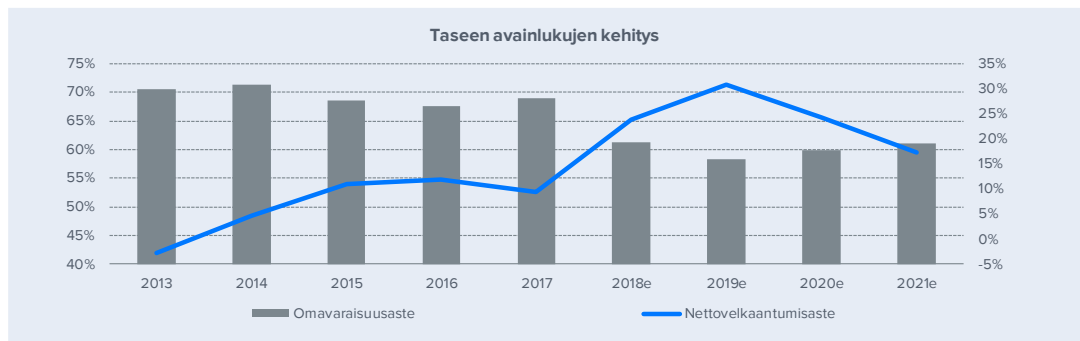


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Pysyvät vastaavat	7,8	8,7	9,4	12,3	14,6
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat oikeudet	3,1	3,2	3,3	3,3	3,3
Käyttöomaisuus	2,2	2,5	2,6	5,5	7,8
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	2,6	3,0	3,5	3,5	3,5
Vaihtuvat vastaavat	6,0	7,0	8,1	9,8	11,0
Varastot	2,4	2,6	2,8	3,4	3,8
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	3,3	4,1	4,9	5,7	6,3
Likvidit varat	0,3	0,3	0,4	0,6	0,9
Taseen loppusumma	13,8	15,7	17,4	22,1	25,7

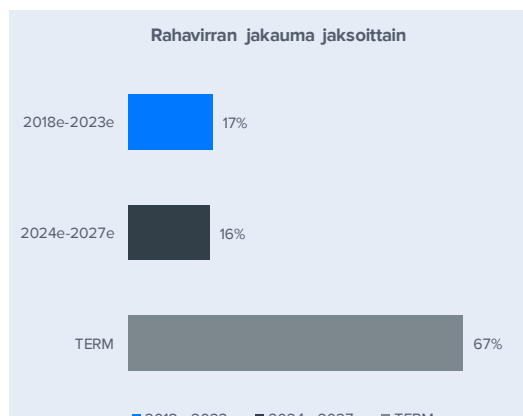
Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Oma pääoma	9,5	10,6	12,0	13,5	14,9
Osakepääoma	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Kertyneet voittovarot	4,3	5,4	6,6	8,1	9,5
Omat osakkeet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	4,1	4,3	4,4	4,4	4,4
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	0,5	1,2	1,4	3,0	4,1
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	0,1	0,8	1,0	2,5	3,7
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Lyhytaikaiset velat	3,8	3,9	4,0	5,6	6,6
Lainat rahoituslaitoksilta	1,2	0,7	0,5	1,3	1,9
Lyhytaikaiset korottomat velat	2,7	3,2	3,5	4,3	4,7
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	13,8	15,7	17,4	22,1	25,7



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
Liikevoitto	0,8	2,1	2,3	2,4	2,6	2,8	3,0	3,1	3,2	3,4	3,5	
+ Kokonaispoistot	1,1	1,2	1,7	1,7	1,9	2,0	1,7	1,8	1,9	1,9	1,8	
- Maksetut verot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,5	-0,5	-0,5	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-0,7	-0,7	-0,5	-0,5	-0,2	-0,1	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	
Operatiivinen kassavirta	1,2	2,7	3,6	3,6	4,4	4,7	4,3	4,2	4,3	4,4	4,5	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-1,2	-4,2	-4,0	-2,0	-2,5	-1,3	-2,2	-2,5	-2,0	-1,9	-2,3	
Vapaa operatiivinen kassavirta	0,1	-1,5	-0,4	1,6	1,9	3,4	2,1	1,7	2,3	2,6	2,3	
+/- 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	0,2	-1,5	-0,4	1,6	1,9	3,4	2,1	1,7	2,3	2,6	2,3	40,9
Diskontattu vapaa kassavirta	-1,5	-0,4	1,3	1,4	2,3	1,3	1,0	1,2	1,2	1,0	1,7,8	
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	26,7	28,2	28,6	27,2	25,8	23,5	22,2	21,2	20,1	18,8	17,8	
Velaton arvo DCF	26,7											
- Korolliset velat		-1,5										
+ Rahavarat		0,4										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus		-0,5										
Oman pääoman arvo DCF	25,1											
Oman pääoman arvo DCF per osake	3,77											

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 %



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2015	2016	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	17,5	21,6	23,9	28,7	31,6
EBITDA	0,0	1,8	1,9	3,4	4,0
EBITDA-marginaali (%)	-0,1	8,1	8,0	11,8	12,8
EBIT	-1,2	0,7	0,8	2,1	2,3
Voitto ennen veroja	-1,3	0,6	0,8	2,0	2,1
Nettovoitto	-1,0	1,0	1,3	2,0	2,1
Kertaluontoiset erät	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2015	2016	2017	2018e	2019e
Taseen loppusumma	13,8	15,7	17,4	22,1	25,7
Oma pääoma	9,5	10,6	12,0	13,5	14,9
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	1,3	1,5	1,5	3,8	5,6

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

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

Osakekohtaiset luvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
EPS	-0,16	0,16	0,19	0,30	0,31
EPS oikaistu	-0,12	0,16	0,19	0,30	0,31
Operat. kassavirta per osake	-0,01	0,20	0,18	0,40	0,53
Tasearvo per osake	1,48	1,66	1,80	2,03	2,24
Osinko per osake	0,00	0,00	0,07	0,10	0,12
Voitonjako, %	0	0	37	33	38
Osinkotuotto, %	0,0	0,0	3,0	2,9	3,4

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

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

Suositus historia

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
29.10.2016	Lisää	1,40 €	1,29 €
21.12.2016	Lisää	1,65 €	1,50 €
15.2.2017	Lisää	2,90 €	2,70 €
15.3.2017	Vähennä	2,90 €	3,05 €
28.4.2017	Vähennä	2,90 €	2,97 €
14.8.2017	Vähennä	2,50 €	2,64 €
27.10.2017	Lisää	2,50 €	2,36 €
6.11.2017	Lisää	2,50 €	2,27 €
17.12.2018	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 €

Vastuuvapauslauseke

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

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

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

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

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

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

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

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