

ASPOCOMP

Yhtiöraportti

11/2017

**inde
res.**

Mielenkiintoinen vuosi edessä

Toistamme Aspocompille lisää-suosituksemme tavoitehinnalla 2,50 euroa. Yhtiön strategia on edennyt hyvin ja tuloskehitys on ollut viimeiset 12 kk rohkaisevaa. Ensi vuonna yhtiön pitäisi saada lisäksi tukea Nokian 5G-investointien kiihtymisestä, minkä takia lähtökohdat merkittävälle tulosparannukselle ovat erittäin hyvät. Tämä huomioiden osakkeen arvostustaso on mielestämme houkutteleva korkeista riskeistä huolimatta.

Aspocomp on hyvin positioitunut pieni piirilevy-yhtiö

Aspocomp tarjoaa korkealaatuista piirilevyjen suunnittelu- ja valmistuspalvelua. Yhtiö on niche-toimija massiivisella yli 60 miljardin dollarin markkinalla ja keskittyy strategisesti pikatoimituksiin ja lyhyisiin tuotantosarjoihin, joissa sen Oulussa sijaitseva tuotantolaitos on hyvin kilpailukykyinen. Oman tuotantonsa lisäksi Aspocomp välittää valittujen yhteistyökumppaneiden volyymivalmistuspalveluita asiakkailleen, mikä antaa yhtiölle mahdollisuuden palvella asiakkaita tuotteen koko elinkaaren ajan. Volyymivalmistusliiketoiminta on kasvanut viime vuosina voimakkaasti ja arvioimme sen tuovan nyt noin 20 % yhtiön liikevaihdosta. Mielestämme yhtiön kilpailuedut perustuvat joustavuuteen, ketteryuteen ja näiden mahdollistaviin tuotannon lyhyisiin läpimenoaikoihin sekä asiantuntevaan kokonaispalveluun.

Yhtiö pyrkii laajentamaan tarjontaa ja asiakaskuntaa

Aspocomp uudisti strategiaansa keväällä, mutta sen ytimessä on mielestämme edelleen kolme asiaa: 1) Elinkaaripalveluiden vahvistaminen eli yhteistyökumppaneilta Aasiasta hankittavan volyymivalmistuksen vahvistaminen, 2) asiakaskunnan laajentaminen, jotta kysyntä olisi tasaisempaa ja 3) kasvu uusilla sektoreilla (kuten puolijohdetestaus) sekä hallituilla riskeillä Yhdysvalloista. Yhtiön ylivoimaisesti suurin asiakassektori on historiallisesti ollut tietoliikennesektori ja suurin asiakas Nokia. Arvioimme Nokian edelleen olevan suurimpia asiakkaita ja yhtiön kiihtyvä 5G-tuotekehitys on merkittävin ajuri seuraavalle 12 kuukaudelle, vaikka asiakaskunta on laajentunut viime vuosina merkittävästi. Strategia laajentaa palvelumahdollisuuksia ja pienentää onnistuessaan selvästi yhtiön merkittävimpiä riskejä, joita ovat keskittynyt asiakaskunta ja heikko näkyvyys vaihtelevaan kysyntään.

Arvostus vaatii merkittävää tulosparannusta ensi vuonna

Aspocompin taloudellinen kehitys on ollut 12 kk:n aikana rohkaisevaa ja yhtiö on edennyt laajalla rintamalla. Vaikka näkyvyys on liiketoimintamallissa kroonisesti heikko, edellytykset merkittävään tulosparannukseen vuonna 2018 ovat mielestämme erittäin hyvät. Uusien asiakkaiden liikevaihdon voidaan odottaa jatkavan vahvaa kasvuaan ja Nokian voi tarjota seuraavan 12 kk:n aikana huomattavan määrän korkeakatteisia pikatoimituksia lähestyvien 5G-tuotekehitysinvestointien takia. Mielestämme Aspocompilla on edellytykset erinomaiseen tulokseen ensi vuonna, mutta lopulta yhtiön myyntimixiä ja kysynnän tasaisuutta on mahdotonta ennustaa oikein. Osakkeen 2017e P/E on korkea 19x, mutta laskee odottamamme voimakkaan tulosparannuksen takia ensi vuonna 10x tasolle. Mielestämme yhtiölle neutraalitaso on nykyään noin 12x, kun yhtiön strategia on edistynyt suunnitellusti ja samalla myös riskit ovat madaltuneet. Strategisesta edistymisestä huolimatta yhtiön riskiprofiili on edelleen erittäin korkea erityisesti heikon näkyvyyden ja voimakkaasti heiluvan kysynnän takia.

Analyttikko

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



Suositus ja tavoitehinta

Lisää

Edellinen: Lisää

2,50 EUR

Edellinen: 2,50 euroa

Osakekurssi: 2,27 EUR

Potentiaali: +10,1 %

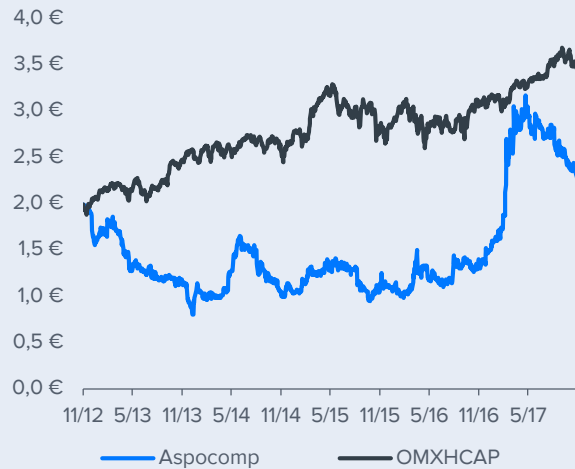


Avainluvut

	2015	2016	2017e	2018e
Liikevaihto	17,5	21,6	23,6	26,0
- kasvu-%	-17 %	24 %	9 %	10 %
EBIT	-1,2	0,7	0,8	1,4
- EBIT-%	-6,8 %	3,2 %	3,6 %	5,6 %
Tulos ennen veroja	-1,3	0,6	0,8	1,4
Nettotulos	-1,0	1,0	0,8	1,4
EPS	-0,16	0,16	0,12	0,22
Osinko	0,00	0,00	0,04	0,08
- Osinkosuhte-%	0 %	0 %	35 %	35 %
P/E (oikaistu)	neg.	9,9	18,7	10,4
P/B	0,8	1,0	1,3	1,2
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	1,9 %	3,4 %
EV/EBIT	neg.	16,7	17,9	10,4
EV/EBITDA	36,8	6,6	7,9	5,9
EV/Liikevaihto	0,5	0,5	0,6	0,6

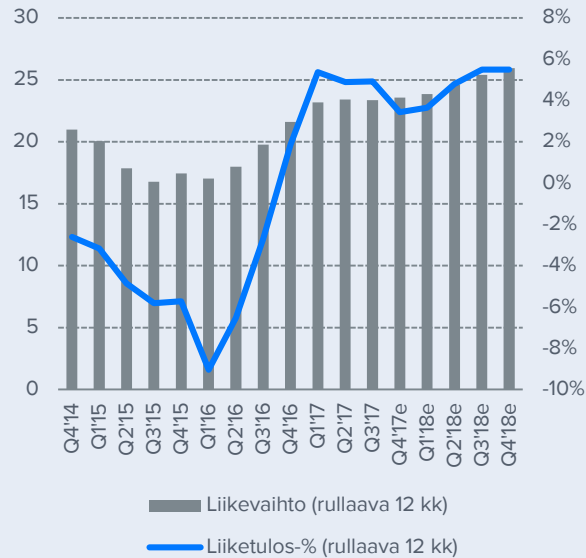
Lähde: Inderes

Kurssikehitys



Lähde: Bloomberg

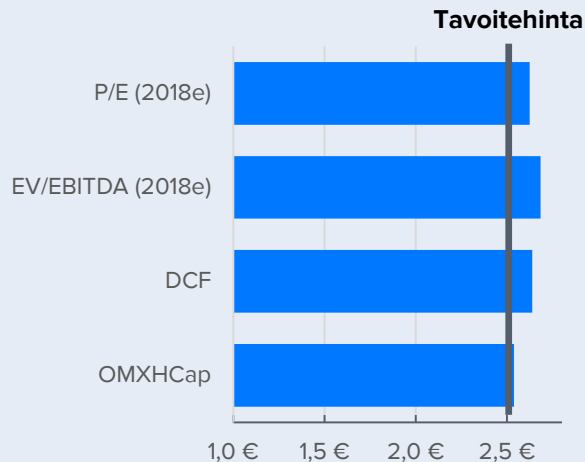
Liikevaihto (M€) ja liikevoitto-%



Osakekohtainen tulos ja osinko (€)



Arvonmääritys ja tavoitehinta



Arvoajurit

- Strateginen laajentuminen kokonaistoimituksiin
- Kannattavuusparannus ja merkittävä tuloskasvu lähivuosina
- Hyväksyttävän arvostustason nousu riskiprofiilin pienentyessä



Riskitekijät

- Riippuvuus yksittäisistä asiakkaista ja asiakassektorista
- Voimakkaasti vaihteleva kysyntä ja heikko näkyvyys
- Jos vuodelta 2018 odotettu tulosparannus ei toteudu, osakkeen arvostustaso ei kestä



Arvostus

- Arvostustaso nousut rajusti alkuvuoden kurssirallissa
- Ensi vuoden ennusteilla arvostuskertoimet ovat maltillisia
- Kuluvan vuoden tulos ei riitä perustelemaan nykyistä kurssitasoa

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	s. 5-8
Sijoittaja- ja riskiprofiili	s. 9-11
Toimiala ja kilpailukenttä	s. 13-16
Strategia ja kilpailuetu	s. 17-18
Taloudellinen tilanne ja tulospotentiaali	s. 19-22
Ennusteet	s. 23-25
Arvonmääritys ja riskit	s. 26-29
Taulukot	s. 30-35
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	s. 36

Kilpailijat

Aspocompin kilpailijoihin eri alueilla kuuluvat:

AT&S

SCHWEIZER
ELECTRONIC

KSG
LEITERPLATTEN

CISTELAIER
PCB leading technology

exception
PCB SOLUTIONS

ruwel
international

invotec

PCB Connect

Strategia

Aspocompin strategia-
kauden 2017-2020
avainasioita ovat:

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

ASPOCOMP

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

Asiakkaat

Inderesin arvion mukaan
yhtiön asiakkaisiin kuuluvat:

NOKIA

Continental

DELPHI

SCANFIL

enics

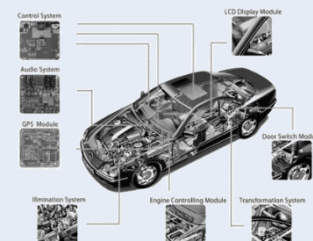
flex

QUALCOMM

ADVANTEST

intel

Käyttökohteet



Tavoitteet

Strategiakauden 2017-
2022 taloudelliset
tavoitteensa ovat:

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

Oma valmistus

Oma valmistus ~80 %
liikevaihdosta

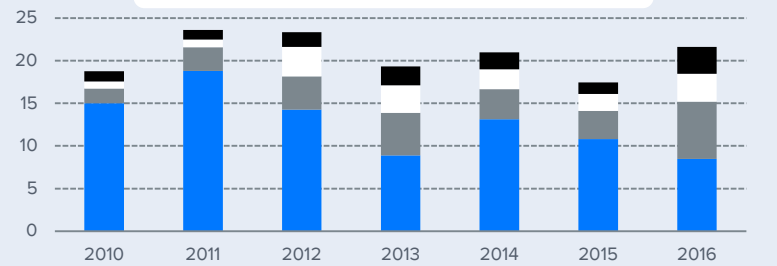


Tehdas Oulussa

Varmistaa teknologisen osaamisen ja antaa kilpailuedun pelkkiä piirilevyjen välittäjiä vastaan

Korkea teknologinen kyvykkyys ja nopeat läpimenoajat

Liikevaihto (M€)



Volyymivalmistus

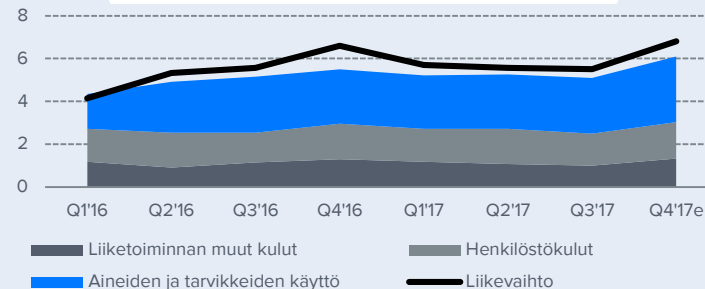
Volyymivalmistus ~20 %
liikevaihdosta



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

Lähde: Inderes

Kulurakenne (M€)



Aspocomp lyhyesti

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

5,1 %

CAGR KASVU-%
2013-2017e

2-5 %

MARKKINOIDEN
ENN. KASVU-%

60 MILJARDIA EUROA
Globaali piirilevymarkkina

~24 MEUR (+9 % vs. 2016)

LIKEVAIHTO 2017e

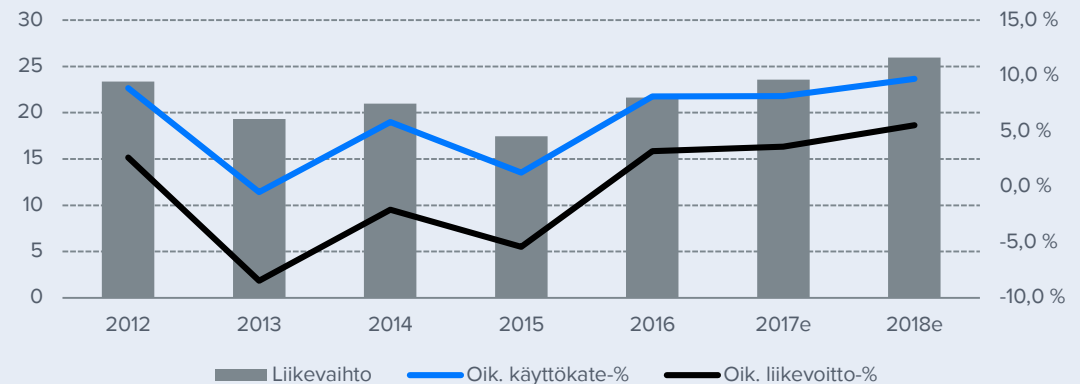
0,8 MEUR (3,6 % lv:sta)

LIKEVOITTO 2017e

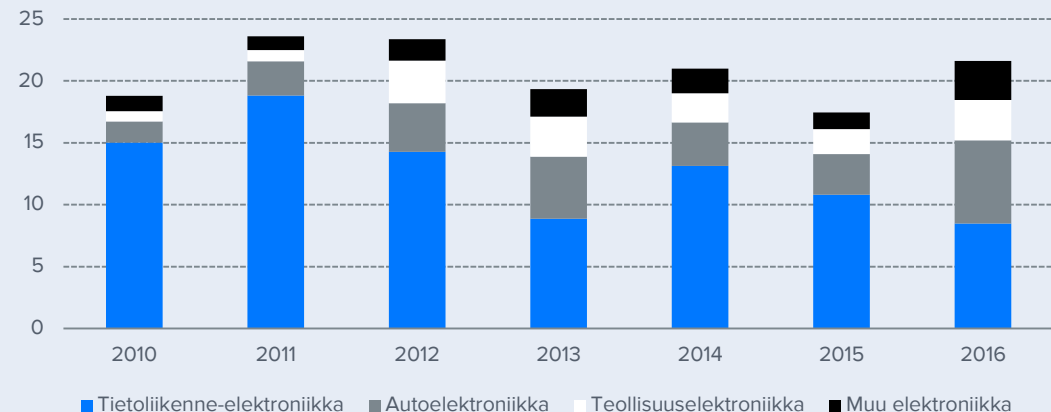
MARKKINA-ARVO:
14,5 MEUR
(osakekurssi 2,27 €)

TASE Q3'17:
Gearing 4,6 %
Omavaraisuus 71 %

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Suurimpien asiakassektoreiden liikevaihtokehitys (MEUR)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (1/2)

Lyhyt yhtiökuvaus

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

Lyhyiden ja haastavien sarjojen erikoisosaaja

Aspocomp keskittyy korkealaatuisten piirilevyjen suunnittelu- ja valmistuspalveluihin. Yhtiön tuotteita käytetään mm. tietoliikenneverkoissa ja -laitteissa, autoelektronikassa, turvateknologian

ja terveydenhuollon järjestelmissä, mikropiirien tuotekehityksessä sekä teollisuuden automaatiosovelluksissa. Yhtiö on erikoistunut omassa tuotannossaan lyhyiden ja haastavien piirilevyjen valmistamiseen, joissa yhtiön Oulun tehtaan tuotantolinja on erittäin kilpailukykyinen. Yhtiö investoi 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.

Aspocomp laajentaa tarjontaansa yhteistyökumppanien kautta

Aspocompin oma tuotanto keskittyy pieniin ja keskisuuriin sarjoihin. Yhtiö ei ole resursein tai kapasiteetiltaan kilpailukykyinen aasialaisten massatuottajien rinnalla volyymituotannossa.

Viime vuosina yhtiö on laajentanut tarjontaansa niin, että se pystyy tarjoamaan teknologia-ratkaisuja ja kilpailukykyisempiä tuotteita

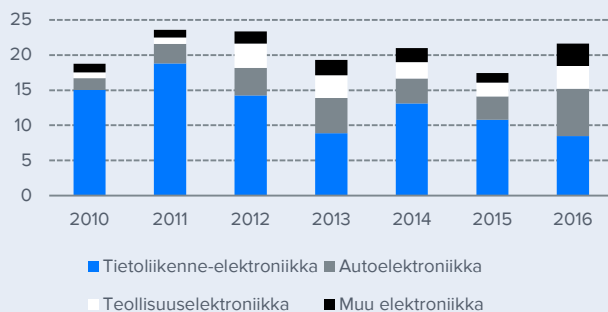
”yhdestä osoitteesta” teknologiasta ja määrästä riippumatta. Yhtiö on jo aikaisemmin tarjonnut oman valmistuksen lisäksi piirilevyjen välityspalveluja, mutta on viime vuosina panostanut huomattavasti enemmän tähän osa-alueeseen päästäkseen kiinni koko tuotteen elinkaaren Aasian yhteistyökumppaniverkoston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

Välityspalvelu sisältää sopivimman volyyminvalmistajan valinnan, tuotteen teknisen tiedon välityksen, laadunvarmistuksen ja logistiset palvelut. Aspocompin asiakas voi halutessaan ostaa piirilevynsä koko tuotteen elinkaaren ajan yhdestä paikasta. Oman valmistuksen kautta jatkuvasti päivittyvä kokemus piirilevyteknologioista erottaa Aspocompin kilpailussa puhtaista välittäjistä, joilla ei ole omaa valmistusta. Välityspalvelun liikevaihto on kasvanut voimakkaasti ja sen osuus kokonaisuudesta on kasvanut. Lukuja ei ole julkistettu, mutta uskomme osuuden olevan vuonna 2017 noin 20 %. Odotamme kasvun jatkuvan lähivuosina muuta liiketoimintaa nopeampana ja osuuden siten kasvavan.

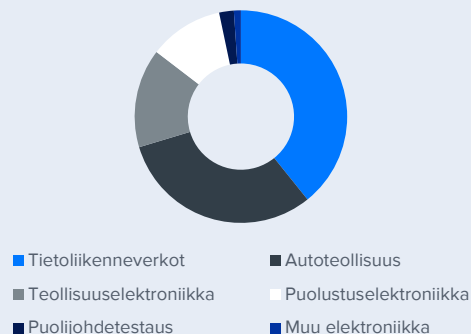
Laajemman strategian kriittiset elementit

- Kyky palvella asiakkaita kokonaisvaltaisesti yhteistyöverkoston kautta
- Asiakaskunnan laajentaminen
- Yhdysvaltojen markkinoille laajentaminen
- Oman tuotannon keskittäminen Ouluun
- Myynnin kehittäminen uudelle tasolle

Liikevaihdon kehitys asiakassegmenteillä (MEUR)



Liikevaihdon jakautuminen 2016



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (2/2)

Asiakassektoreiden laajentaminen

Aspocompin ylivoimaisesti suurin asiakassektori on historiallisesti ollut tietoliikenne-elektroniikka (nykyisin tietoliikenneverkot), mikä on perua historiasta Nokian merkittävänä alihankkijana. Vielä vuonna 2011 sektorin osuus yhtiön liikevaihdosta oli 80 %, minkä jälkeen osuus on lähtenyt laskemaan. Vuonna 2016 tietoliikenneverkot oli 39 % yhtiön liikevaihdosta. Vaikka osuus on edelleen suuri, on mukaan tullut uusia toimialoja. Autoelektronikan osuus nousi jo 31 %:iin (2010: 9 %) ja teollisuus-elektroniikka vastasi jo 15 %:n osuutta (2010: 4 %) 2016. Lisäksi turvallisuus- ja puolustus-elektroniikka oli uutena raportoituna alueena 11 %. Liikevaihto-jakauma on tasaisempi ja kehittyy siten oikeaan suuntaan. Osuudet voivat heilua vuosittain voimakkaasti mm. isojen asiakkuuksien mukana.

Aspocomp on nyt muutamia vuosia pyrkinyt voimakkaasti laajentamaan asiakaskuntaansa ja tämä pysyy keskiössä myös tulevaisuudessa. Kasvun lisäksi yhtiö haluaa vähentää riippuvuutta yhdestä toimialasta tai asiakkaasta.

Merkittävimmät kasvualueet ovat Saksan autoteollisuus, jossa Aspocomp on jo päässyt hyvään alkuun, puolijohdetestaus sekä Yhdysvaltain markkinat. Näistä uusien mielenkiintoinen avaus on puolijohdetestaus, mikä voi tuoda merkittävää kasvua lähivuosina. Aspocomp on pieni toimija erittäin suurella ja edelleen kasvavalla alalla, joten kasvuvaraa markkinoilla riittää.

Asiakaskunta on ollut erittäin keskittynyt

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

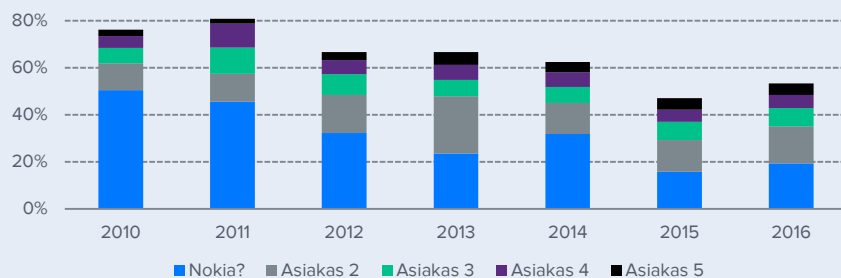
Suurimman asiakkaan (arviomme mukaan Nokia) liikevaihto enemmän kuin puolittui vuodesta 2014 (osuus 32 %) vuoteen 2015, minkä uskomme johtuneen Alcatel Lucent-fuusion

liittyvistä valmisteluista. Vielä vuonna 2010 Nokia (Inderesin oletus) toi yli 50 % Aspocompin liikevaihdosta, joten romahdus on ollut todella suuri ja selittää Aspocompin vaikeuksia. Vuonna 2016 osuus Nokian liikevaihto ainakin hieman normalisoitui ja suurimman asiakkaan osuus nousi 19 %:iin.

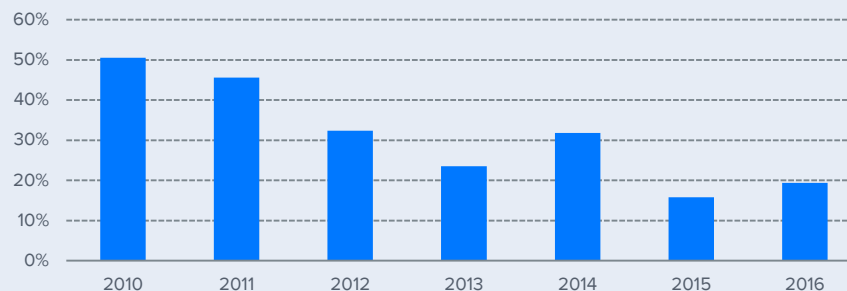
Toiseksi suurin asiakas toi viime vuonna 16 % Aspocompin liikevaihdosta. Muut asiakkaat ovat selvästi näitä pienempiä, mutta viisi suurinta asiakasta toivat kuitenkin peräti 53 % vuoden 2016 liikevaihdosta (2010: 76 %).

Aspocomp ei toki haekaan suurta määrää pieniä asiakkaita, vaan asiakasportfolio olisi ideaali, kun yhtiöllä olisi kohtuullisen suuri määrä merkittäviä asiakkaita. Tärkeintä olisi, ettei yksittäisen asiakkaan tai sektorin kysynnän heilahtelut enää vaikuttaisi merkittävästi Aspocompin liikevaihtoon. Uskomme yhtiön tavoittelevan suuria 1-3 MEUR:n (liikevaihto vuodessa) ja keskisuuria 0,5-1,0 MEUR:n asiakkaita. Näitä yhtiö on käsittäksemme myös viime vuosina saanut.

Viiden suurimman asiakkaan osuus liikevaihdosta



Suurimman asiakkaan osuus liikevaihdosta



Sijoittajaprofiili

Käänneyhtiöstä kasvuyhtiöksi

Aspocomp oli vielä vuosi sitten korkeariskinen käänneyhtiö. Tulokäänne on käytännössä varmistunut viimeisen 12 kuukauden aikana. Yhtiön tulos on ollut positiivinen Q2'16-kvartaalista asti ja viimeisen 12 kuukauden rullaava liikevoitto on noin 1,2 MEUR. Näkymät ovat hyvät myös ensi vuodelle, vaikka epävarmuus on toki edelleen korkealla.

Tällä hetkellä Aspocomp profiloituu mielestämme pieneksi kasvuyhtiöksi. Viimeisen 12 kuukauden liikevaihdon kasvu on ollut noin 18 % ja samalla yhtiö on rakentanut myös selvästi aikaisempaa vahvempaa kasvupohjaa. Yhtiö on saanut viime vuosina merkittävän määrän uusia asiakkaita, joiden osalta yhteistyö on vasta alkamassa liikevaihtoa ajatellen. Tämä tasapainottaa asiakasjakaumaa ja riskiprofiilia.

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

Osakkeen arvostustaso on korkea ja nojaa voimakkaasti ensi vuonna odotettuun tulospäätökseen. Myös osakkeen hinnoittelu pohjautuu siis koviin kasvuodotuksiin ja on korkea suhteessa edelleen korkeaan riskiprofiiliin.

Käsittelemme seuraavassa vapaamuotoisesti yhtiön vahvuuksia, heikkouksia, uhkia ja

mahdollisuuksia.

Vahvuudet

Kilpailukykyinen tuotanto (high mix/low volume). Aspocompin kilpailukyky on vahva omassa nichessään korkealaatuisen ja joustavan tuotannon takia. Tämä niche on korkealaatuiset pikatoimitukset, joissa volyymit ovat pieniä ja aikataulu hintoja tärkeämpää.

Strateginen kehitys laajentaa mahdollisuuksia.

Aspocomp on 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. Lisäksi yhtiön asiakaskunta on kasvanut ja tasapainottunut.

Heikkoudet

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

Liiketoimintamalli sitoo käyttöpääomaa.

Erityisesti suuremmat asiakkaat vaativat pitkiä maksuaikoja, mutta pienenä yhtiönä Aspocompilla ei ole mahdollisuuksia saada vastaavia etuja sen toimittajilta. Vuoden 2016 käyttöpääomaa oli taseessa 3,5 MEUR, mikä on noin 16,2 % liikevaihdosta. Nettokäyttöpääoman kertyminen vaikeuttaa yhtiön kasvua.

Mahdollisuudet

Kasvupohja on erittäin hyvä uusien asiakkaiden tuodessa koko ajan kasvavaa liikevaihtoa ja asiakaskunnan laajentuessa edelleen. Uuden asiakkaan voittamisen ja merkittävän liikevaihdon välillä on alalla yleensä merkittävä viive, joten asiakasmäärän kasvu näkyy viiveellä tuloslaskelmassa. Käsitksemme mukaan yhtiö on kuitenkin tehnyt hyvää pohjatytöä tulevaisuuden kasvua ajatellen.

Uuden liiketoimintamallin läpilyönti

suuremmassa mittakaavassa antaisi Aspocompille uuden merkittävän kasvumahdollisuuden. Kumppaniverkoston kautta yhtiö voi tarjota volyymituotantoa Aasiasta ja näin olla mukana koko elinkaaren ajan. Tämä vahvistaisi sekä yhtiön tuloskehitystä että asiakastytyväisyyttä.

Laajentuminen Yhdysvalloissa.

Yhtiön tavoitteena on saavuttaa 10-20 % liikevaihdostaan Yhdysvalloista strategiakauden lopulla. Markkina tarjoaa kasvumahdollisuuksia.

Riskit

Keskittynyt asiakaskunta on edelleen merkittävä riski, vaikka Aspocompin asiakaskunta on laajentumassa sekä määrässä että sektoreissa. Q3'17 viiden suurimman asiakkaan osuus liikevaihdosta oli 55 %.

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

Sijoittajaprofiili

1. Merkittävä kasvupotentiaali

2. Kannattavuusparannus

3. Heikko näkyvyys

4. Varsin kevyt taserakenne

5. Korkea riskiprofiili

Potentiaali

- Aspocomp on niche-toimija valtavalla markkinalla
- Elinkaaristrategia on käynnistynyt hyvin
- Yhtiöllä on uskottava kasvustrategia ja se on voittanut uusia asiakkuuksia
- Kannattavuudessa on merkittävästi nousuvaraa

Riskit

- Arvostus vaatii tulosparannuksia
- Näkyvyys heikko pikatoimituksien suuren roolin takia
- Yhtiön pidemmän aikavälin track-record ei ole vakuuttava
- Likviditeettitilanne on välillä ollut kireä, vaikka tase onkin mielestämme terve

Riskiprofiili

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Arvio Aspocompin liiketoiminnan kokonaisriskitasosta

Toimiala ja kilpailukenttä (1/4)

Tiivistelmä

Piirilevy on pääasiallinen liitäntämenetelmä elektronisissa laitteissa: useimmissa elektronisissa laitteissa piirilevy toteuttaa komponenttien välisen kytkennän sekä toimii komponenttien asennusalustana. Piirilevymerkkinä on valtava, reilun 60 miljardin dollarin markkina. Aspocompille relevantin Euroopan osuus kokonaismarkkinasta on noin 11 %. Euroopassa tehdään tyypillisesti pieniä tuotekehityssarjoja ja mahdollisesti aloitetaan sarjatuotantoa, mutta volyyminvaiheessa tuotanto siirtyy Aasiaan. Erityisesti kuluttajatuotteiden massatuotanto on keskittynyt Aasiaan, missä yksikkökustannukset ovat alhaisia.

Piirilevymerkkinä on valtava ja kasvava

Piirilevymerkkien koon on arvioitu olevan reilut 60 miljardia dollaria vuosittain. Kyseessä on valtava markkina erityisesti, kun ajatellaan Aspocompin liikevaihdon olevan noin 24 MEUR. Markkinat kasvavat edelleen erilaisten elektronisten laitteiden vaatiessa koko ajan lisää piirilevyjä ja piirilevyjen suhteellisen merkityksen kasvaessa elektroniikkateollisuudessa. Viime vuosina piirilevymerkkien kasvu on hidastunut selvästi, ja lähivuosien kasvun odotetaan olevan noin 2 % vuodessa.

Aspocomp on marginaalinen toimija kokonaismarkkinaa ajatellen, mutta kokonaismarkkinan kehitys vaikuttaa myös sen liiketoimintaympäristöön. Välillä markkinoille tulee uusia merkittäviä volyymituotteita (esimerkiksi uusi iPhone, iPad tai Kiinan 4G-verkkoinvestoinnit), jotka voivat väliaikaisesti täyttää volyyminvalmistajien kapasiteetin. Häiriötilanteen taustalla voi olla ongelma

piirilevyjen volyymitoimituksissa ylikysynnän, onnettomuuden, luonnonmullistuksen tai lomakauden takia tai piirilevylle ladottavan komponentin toimituksissa.

Elektroniikan toimitusketjuissa nousevan äkillisen tarpeen tyydyttäminen on hankalaa ja kustannustehotonta pitkiä sarjoja valmistavalle volyymitoimittajalle, jolloin Aspocompin tehdas pystyy väliaikaisesti paikkaamaan äkillisesti syntyneitä volyymitarvetta. Silloin Aspocomp näkee piikin omassa kysynnässään, vaikka tätä kapasiteettia ei perinteisesti 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 ylikapasiteetti-tilanteita, jotka heijastuvat koko toimialaan.

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

Aasia ja toimialan jätit dominoivat volyymituotantoa

Aasia on ylivoimaisesti suurin piirilevymerkkinä noin 65 %:n osuudella. Suurimpia tuotantomaita

ovat Taiwan, Japani, Etelä-Korea ja Kiina. Nämä maat käytännössä dominoivat piirilevyjen massamarkkinaa. Aasia on ylivoimainen silloin, kun tuotantomäärät ovat suuria ja yksikkökustannukset täytyy painaa alas. Tuotantolaitokset ovat jalkapallokenttien kokoisia ja keskittyvät erityisesti kuluttajasektorille, jossa volyymit ovat erittäin suuria. Esimerkiksi kännyköihin, älypuhelimiin ja tabletteihin tulevat piirilevyt tehdään perinteisesti Aasiassa. Alan suurilla yhtiöillä on teknologisesti erittäin hyvät resurssit, mutta suurin etu perustuu kuitenkin suureen skaalaan.

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

Euroopassa keskitytään pieniin sarjoihin ja tuotekehitykseen

Eurooppa on Aspocompin kotimarkkina ja sen osuus globaalista markkinasta on noin 11 %. Euroopan markkina on kooltaan noin 6,7 miljardia dollaria. Euroopassa on siis merkittävä piirilevymerkkinä ja pienet nichet tälläkin alueella ovat Aspocompille erittäin mielenkiintoisia. Näitä yhtiö on pyrkinyt valloittamaan viime vuosina.

Toimiala ja kilpailukenttä (2/4)

Euroopassa piirilevymarkkinat ovat keskittyneet pienempiin eriin ja yleensä ne ovat sidoksissa tuotekehitysprosessiin. Euroopan vahvoihin alueisiin kuuluu autoteollisuus. Saksassa, missä autoteollisuus on erityisen vahva, noin 35-40 % piirilevyistä menee autoteollisuudelle.

Autojen tuotantomäärät ovat suuria, mutta ne eivät ole läheskään samassa kokoluokassa kuluttajaelektroniikan kanssa. Toisaalta autojen kustannuksista piirilevyillä on suhteellisesti pienempi rooli, joten yksikkökustannuksissa ei olla aivan niin kriittisiä. Lisäksi autoissa laatuviikojen vaikutukset ovat suurempia ja käyttöikä on huomattavasti pidempi. Näin ollen laatu on kriittistä, ja siihen panostetaan. Autoteollisuus on vain yksi esimerkki, mutta edellä mainitut peruseriaatteen heijastavat tilannetta mielestämme myös laajemmin.

Yhdysvaltojen markkinat tarjoavat lisämahdollisuuksia

Yhdysvaltalaiset suuryritykset ovat vuosien varrella siirtäneet piirilevyhankintansa Aasiaan vielä voimakkaammin kuin verrokki Euroopassa. Tämän takia Yhdysvaltojen piirilevymarkkinat ovat arviolta hieman Eurooppaa pienempiä ja arviolta hieman alle 10 % kokonaisuudesta. Erityisesti kuluttajasektorin massatuotanto on siirtynyt Yhdysvalloista Aasiaan ja samalla myös alan osaaminen on merkittävin osin karannut sinne.

Yhdysvaltojen markkinat ovat kuitenkin edelleen isot erityisesti tietoliikenne-, auto- ja teollisuuselektroniikka-sektoreilla. Lisäksi Yhdysvalloissa on yksi suuri ala, joka ei ole lähtenyt ulkoistamaan tuotantoa Aasiaan: maan massiivinen puolustusvoimateollisuus on

ymmärrettävistä syistä halunnut pitää tuotteidensa valmistusprosessit maan rajojen sisäpuolella. Puolustusvoimien teknologiset salaisuudet on haluttu pitää omien kansalaisten hallussa mahdollisiin tietovuotoihin ja turvallisuusuuhkiin vedoten.

Samalla kun muiden kuin edellä mainittujen sektoreiden piirilevyvalmistus on pitkälti ulkoistettu Aasiaan, on paikallisen piirilevy-yhtiöiden osaamisen taso jossain määrin laskenut. Paikallisen kilpailukentän taso ei siis ole erityisen vakuuttava, mikä antaa Aspocompin kaltaisille korkean teknologian valmistajille mahdollisuuden päästä markkinoille. Lisäksi yhtiötä tässä auttavat tuotannon tehokkuus ja lyhyet läpimenoajat, minkä ansiosta logistiikkaan kuluva ajan ei pitäisi olla kohtuuton (kilpailukykyinen paikallisten kanssa).

Aspocomp aikoo pyrkiä Yhdysvaltain markkinoille ja uskoo pystyvänsä palvelemaan kilpailukykyisesti asiakkaita ilman paikallista valmistusta. Kyseinen strategia on mielestämme siinä mielessä hyvä, että vaadittavat panostukset (ja sitä kautta riskit) ovat kohtuullisen pienet ja potentiaali positiivisessa skenaariossa suuri. Jos strategia toimii, yhtiö voi kasvaa Yhdysvalloissa asteittain hallitulla riskillä. Samalla markkinat antavat yhtiölle merkittävän kasvupotentiaalin.

Aspocomp on kuitenkin Yhdysvalloissa selvästi haastajan roolissa, eikä markkinoille ole helppo päästä sisälle. Kaikki mahdollisuudet ovat olemassa, mutta Yhdysvalloissa yhtiöllä on edelleen paljon todistettavaa.

Kilpailuttaminen raakaa

Piirilevymarkkinoilla toimii perinteinen alihankkijamalli, jossa potentiaaliset toimittajat jaetaan eri kategorioihin ja tilaukset kilpailutetaan näiden kesken. Lisäksi alalla käytetään yleisesti raamisopimuksia. Suuremmilla toimijoilla on perinteisesti ”Preferred supplier” asema, mikä myös Aspocompilla on monien asiakkaidensa kanssa.

Tämä tarkoittaa käytännössä, että yhtiö on mukana asiakkaan kilpailutuksissa ja voi tehdä tarjouksia. Se ei takaa vielä yhtään tilausta tai liikevaihtoa, vaan tilaus annetaan kilpailutuksen voittajalle. Täytyy kuitenkin huomioida, että valikoituja toimittajia on aina rajallinen määrä (esimerkiksi 5-10) eikä kilpailutus siis tarkoita kaikille avointa huutokauppaa, mikä johtaisi helposti polkuhintoihin.

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

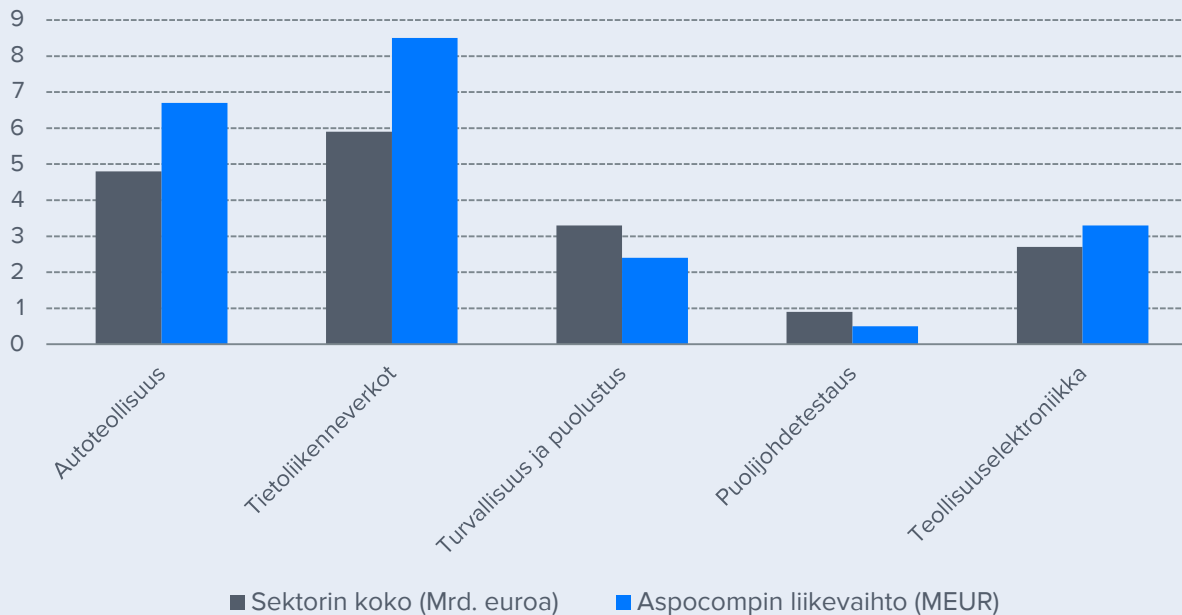
Markkinoiden kokonaiskuva

Markkinatietoja	Koko (Mrd. €)	Kasvuenn. (%)	Liikevaihto (M€)	Kasvupotentiaali
Autoteollisuus	4,8	5,0 %	6,7	++++
Tietoliikenneverkot	5,9	1,5 %	8,5	+++
Turvallisuus ja puolustus	> 3	3,6 %	2,4	++
Puolijohdetestaus	< 1	2,5 %	0,5	++
Teollisuuselektronikka	< 3	4,0 %	3,3	++
Piirilevymarkkinat yht.	> 60	2,2 %	21,6	+++

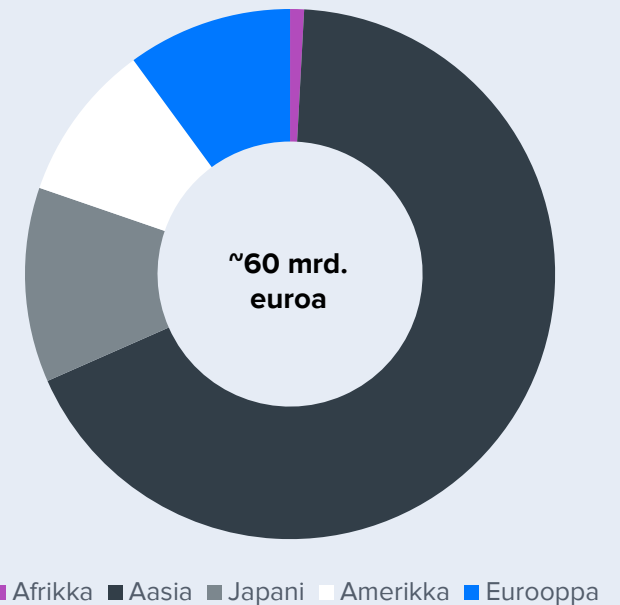
Aspocompin 2017 CMD:llä antamia näkemyksiä

Lähde: Aspocomp CMD, Prismark / yhtiön ennusteet, Inderes. Luvut viittaavat vuoteen 2016.

Päämarkkinat ja liikevaihdon jakautuminen (2016)



Piirilevymarkkinan jakautuminen



Toimiala ja kilpailukenttä (3/4)

Kilpailukentän nelijako

Piirilevytoimiala on jakautunut selvästi volyymitoimittajiin (pääasiassa Aasiassa) ja pieniin toimijoihin (kuten Aspocomp), jotka ovat löytäneet oman markkinarakonsa. Maailmassa on arviolta noin 2800 piirilevyvalmistajaa, mutta sata suurinta valmistajaa kontrolloi kuitenkin noin 84 % markkinasta. Kymmenen suurimman yhtiön osuus on arviolta noin 34 %. Mainitut luvut ovat osittain vanhentuneita, mutta kertovat kuitenkin toimialan dynamiikasta.

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

Suurien lisäksi alalla on erittäin suuri määrä pienempiä yhtiöitä. Koska sata suurinta yhtiötä vievät noin 84 % yhteensä 60 miljardin dollarin markkinasta, lopuille jää noin 9,6 miljardia dollaria. Jos tämä jaettaisiin tasan 2700 valmistajalle, keskimääräiseksi liikevaihdoksi saadaan vain noin 3,6 MUSD eli noin 3,2 MEUR. Todellisuudessa juuri sadan ulkopuolelle jäävistä isoimmat vievät tästä leijonan osan, mikä tarkoittaa, että todella pienien piirilevyvalmistajien määrä on edelleen erittäin suuri.

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

Pienten valmistajien suurin ongelma on monesti suuret investoinnit, joita tuotantokoneiston ajan tasalla pitäminen vaatii teknologioiden kehittyessä koko ajan. Esimerkiksi Aspocomp on investoidut tuotantoonsa noin 0,8-1,8 MEUR vuosittain, mikä on paljon yhtiön kokoluokassa. On selvää, että pienempiä yhtiöitä tulee poistumaan markkinoilta merkittävässä määrin, kun rahat eivät enää riitä kilpailukyisen tuotantokoneiston ylläpitämiseen.

Oma tuotanto vs. ”välittäjät”

Toimialan pienempiä toimijoita voidaan jakaa myös sen perusteella, onko yhtiöllä omaa piirilevyvalmistusta. Markkinoilla on nimittäin välittäjien (”traders”) ryhmä, joiden liiketoiminta perustuu piirilevyjen ostamiseen ja myymiseen. Liiketoiminnan pohjan luo yksinkertaistettuna piirilevyjen hintaero Euroopan ja Aasian välillä: välittäjät voivat ostaa piirilevyjä Aasiasta ja myydä niitä Euroopassa korkeammalla hinnalla. Silloin 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 noin 10 %:n liikevoittoprosentin hyvänä vuonna.

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

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

Aspocomp on Euroopassa merkittävä toimija

Aspocompin kotimarkkina on nykyään Eurooppa, jonka kilpailukenttä eroaa selvästi Aasian vastaavasta: Euroopassa on vain neljä yli 100 miljoonan liikevaihtoluokassa toimivaa valmistajaa ja markkinoilla on paljon todella pieniä toimijoita. Euroopassa alalla on toimijoita yhteensä noin 250 ja Aspocomp on suunnilleen sijalla 25-30 Euroopan mittakaavassa. Yhtiön sijoitus on tippunut viime vuosina liikevaihdon laskiessa. Tämä tarkoittaa, että Euroopan markkinoilla Aspocomp on uskottava ja merkittävä toimija, vaikka se onkin pieni yhtiö.

Toimiala ja kilpailukenttä (4/4)

Kilpailutilanne on tiukka, mutta terve

Piirilevymerkkinoilla vallitsee tiukka kilpailu, mutta se on kuitenkin pääsääntöisesti tervettä. Alalla on paljon kapasiteettia, mutta kapasiteetin on uudistuttava nopeasti tai se vanhenee. Tämän ja yleensä kasvavan kysynnän takia alalle ei ole päässyt syntymään suurta ylikapasiteettia. Valtaosalla kilpailijoista kannattavuus on ollut viime vuosina hyvällä tasolla ja parhaat ovat yltäneet enemmän tai vähemmän säännöllisesti yli 10 %:n tasolle, mitä pidämme erittäin hyvänä lukemana. Näihin suhteutettuna Aspocompin oma kannattavuus on ollut erittäin heikkoa.

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

Yhteistyömalli muuttaa kokonaiskuvaa

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

Aspocomp pyrkii toimimaan välikätenä asiakkaan ja valittujen yhteistyökumppaneiden välillä, mikä tarkoittaa suoraa kilpailua eurooppalaisen välittäjäkentän kanssa. Yhtiön on pystyttävä tarjoamaan asiakkaalle omalla

osaamisellaan lisäarvoa ja pystyttävä luomaan kumppaneihinsa sellaiset suhteet, että yhteistyö ulottuu pelkkää ”myynnintuomista” pidemmälle.

Ala konsolidoituu, mutta yritysostoilla on vaikea saada synergioita

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

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

Selkein syy yritysostolle olisi asiakasportfolion vahvistaminen uusilla asiakkuuksilla sekä laajentaminen tietyille toimialalle. Tähän liittyy myös riskejä kuten asiakkuuksien jatkuminen. Asiakkailta on tapana kilpailuttaa toimijoita usein eikä nykyinen tilanne ole tae tulevasta, vaikka yleensä asiakassuhteet ovat toimialalla pitkiä (tilausmäärät sitä vastoin vaihtelevat koko ajan).

Emme odota Aspocompilta yritysostoja ainakaan lyhyellä aikavälillä. Seuraavat vuodet yhtiö tulee arviomme mukaan keskittymään uuden

kasvupohjan rakentamiseen ja asiakasportfolion laajentamiseen.

Emme myöskään usko, että Aspocomp olisi erityisen potentiaalinen yritysostokohde teolliselle ostajalle. Yhtiöllä on monia kiinnostava asiakasportfolio ja Oulun tehtaan tuotantokoneisto on moderni ja nopea, mutta todennäköinen tarjonta- ja tuotantosynergioiden puuttuminen ovat suuri miinus yritysostotilanteessa. Yleisesti uskomme, että yhtiö haluaa ensin parantaa tuloskuntoa ja edetä uudessa strategiassaan ennen kuin yritysjärjestelyt voisivat olla mielenkiintoisia.

Strategia ja kilpailuetu (1/2)

Kohti kokonaisvaltaisempaa palvelua

Uudistetun strategian pohjalla on Aspocompin pyrkimys palvella asiakkaitaan kokonaisvaltaisemmin - yhtiö pyrkii tarjoamaan teknologiaratkaisuja sekä kilpailukykyisempiä tuotteita palveluliiketoiminnan keinoin. Uudessa strategiassa yhtiö pyrkii vastaamaan asiakkaiden kysyntään tuotteiden elinkaaren kaikissa vaiheissa. Omalla tuotannollaan yhtiö ei pysty kilpailukykyiseen tuotantoon mittavassa sarjatuotannossa, minkä takia yhtiö on rakentanut ja vahvistaa edelleen yhteistyökumppaniverkostoaan Aasiassa. Yhtiön mukaan tuotteita valmistetaan jatkossa enemmän valituilla ja kustannustehokkailla partnereiden tuotantolinjoilla Aasiassa.

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

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

vaiheen kumppanin kautta.

Kumppanimallin peruseriaatteet

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

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

Kumppanimallissa asiakassuhde pysyy Aspocompilla ja he voivat itse määrätä, miten he käyttävät omaa tuotantoaan ja kumppanien tuotantoa. Tämä tarkoittaa omalla tavallaan myös arvoketjussa nousua, sillä Aspocomp on silloin yhteistyökumppanin asiakas. Loppuasiakkaan kannalta oleellista on kokonaiskustannus, jonka minimointi on kriittistä Aspocompille sen kilpailukyvyyn ja katteiden varmistamiseksi. Samalla Aspocomp myös vastaa kokonaistoimituksesta, joten yhteiskumppanien laatu ja toimitusvarmuus ovat kriittisiä.

Haussa laajempi asiakaskunta ja tasaisempi kysyntä

Uudessa strategiassaan Aspocomp hakee aktiivisesti uusia asiakasryhmiä

tietoliikennesegmentin rinnalle. Kasvua haetaan erityisesti autoteollisuudesta, turvallisuus- ja puolustusteollisuudesta, teollisuuselektroniikasta sekä puolijohde testauksesta. Mielestämme keskittynyt asiakaskunta ja vahva riippuvuus avainasiakkaista on ollut yksi yhtiön suurimmista heikkouksista ja riskeistä, joten laajemman asiakaskunnan edut on helppo nähdä.

Yhtiö on viime vuosina jo pystynyt laajentamaan asiakas-sektoriaan merkittävästi ja uskomme yhtiöllä olevan hyvät mahdollisuudet jatkaa tätä kehitystä. Aspocompilla on vahvoja referenssejä ja omat selkeät vahvuutensa, joita hyödyntämällä yhtiöllä on hyvät mahdollisuudet voittaa uusia asiakkuuksia. Lisäksi yhteistyökumppaniverkosto antaa mahdollisuuden tarjota laajempaa kokonaisuutta profiililtaan sopiville asiakkaille. Uusia asiakkaita yhtiö onkin saanut kohtuullisen hyvällä vauhdilla viime vuosina.

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

Strategia ja kilpailuetu (2/2)

Yhdysvalloista haetaan kasvua

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

Yhdysvalloissa mielenkiintoisin alue on ainakin aluksi puolijohdepiiriyritykset, jotka joutuvat koko ajan tuotekehityksessään tekemään merkittäviä panostuksia testipiirilevyihin. Aspocompin osaaminen soveltuu hyvin tuotekehitykseen ja lyhyisiin testisarjoihin. Lisäksi yhtiöllä on kokemusta yhteistyöstä merkittävien puolijohdevalmistajien kanssa, joten pidämme tätä mahdollisuutta mielenkiintoisena. Toistaiseksi Yhdysvaltojen liikevaihto on jäänyt alhaiseksi, mutta ilmeisesti Aspocomp on kuitenkin vakuuttunut Yhdysvaltain markkinan potentiaalista.

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 Aspocompin toimitusaikoihin eivät isot toimijat pysty vastaamaan. Lisäksi yhtiöllä on hyvä teknologinen kyvykkyys. Mielestämme Aspocompin merkittävimmät kilpailuedut

voidaan tiivistää seuraavasti:

- Oulun tuotantolinjan erittäin nopea läpimenoaika pienissä sarjoissa
- Tuotannon kyvykkyys, 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. Nämä asiat luovat liiketoiminnalle pohjan, mutta niiden merkitystä on vaikea kvantifioida.

Aspocompilla on myös heikkouksia. Yhtiöllä ei ole mahdollisuuksia kilpailla volyymituotannossa aasialaisten kilpailijoiden kanssa, mutta tämä ei ole relevantti asia uudistetussa strategissa (yhteistyökumppanit voivat hoitaa tämän). Ilman aikarajoitteita tehtävissä tilauksissa yhtiön hinnoitteluvoima on tiukan kilpailutilanteen vallitessa lähes olematon. Lisäksi yhtiöllä on pienenä yhtiönä yleisesti rajalliset resurssit.

Toistaiseksi yhtiö on pystynyt tekemään riittävät investoinnit pitääkseen tuotannollisen kilpailukykyyn hyvällä tasolla (tarvittavat ylläpito- ja kyvykkyysinvestoinnit ovat arviomme mukaan 0,5-1,0 MEUR), mutta 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 osittain liiketoiminnan luonteesta ja osittain keskittyneestä asiakaskunnasta.

Merkittävimpiä riskejä olemme käsitelleet kappaleessa ”Arvostustaso ja riskit”.

Taloudellinen tilanne (1/2)

Historiallinen tuloskehitys

Aspocompilla on takanaan värikäs menneisyys, jota on sävyttänyt erityisesti Nokian nousu maailman huipulle ja sitä seurannut putoaminen. Yhtiöstä on tarjolla paljon historiallista dataa, mutta vuoden 2000 Aspocomp ei ole millään tavalla vertailukelpoinen nykytilanteeseen. Viimeisen viiden vuoden ajalla luvut ovat kohtuullisen vertailukelpoisia nykyisen Aspocompin kanssa.

2010-luvulla yhtiön kannattavuus on heilunut rajusti. Vuonna 2011 yhtiö teki 23,6 MEUR:n liikevaihdolla 4,1 MEUR:n liikevoiton. Liikevoittoprosentti oli siis peräti 17,4 %, mikä kertoo liiketoiminnan kannattavuuspotentiaalista hyvänä vuonna. Toisaalta paljon heikosta näkyvyydestä ja kysynnän syklisyydestä kertoo se, että jo seuraavana vuonna yhtiön liikevoitto tippui 0,6 MEUR:oon ja liikevoittoprosentti oli 2,6 %.

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

Aspocompin keskimääräinen käyttökate-% on 2010-luvulla ollut 10 %:n pinnassa ja vastaava liikevoitto-% muutamia prosentteja heiluen voimakkaasti. Näitä heikentävät mielestämme selvästi yhtiön strategiset virheet, kuten Teuvan

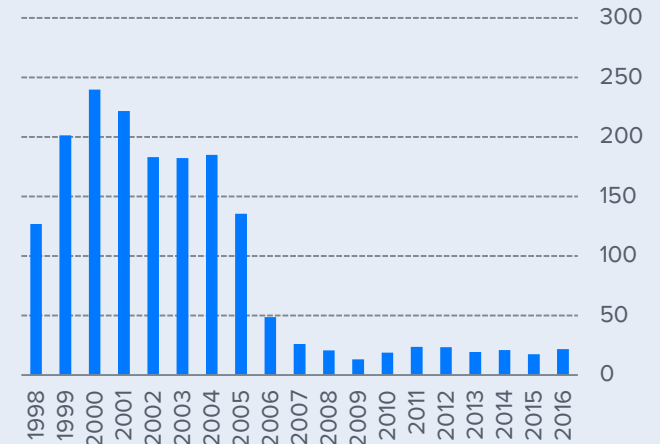
hankinta, mikä on toki jälkeenpäin helppo todeta. Yhtiöstä tekee mielenkiintoisen se, että hyvänä vuonna korkealla kapasiteetin käyttöasteella yhtiö voi tehdä vahvan tuloksen erinomaisella kannattavuudella.

Pelkkä suuri liikevaihto ei toki tarkoita vahvaa tulosta, sillä tämä riippuu myös kuorman tasaisuudesta sekä erityisesti siitä, miten suuri osa liikevaihdosta tulee pikatoimituksista. Näissä yhtiön kilpailuetu- ja hinnoitteluvoima on ylivoimaisesti suurin, mikä heijastuu katteisiin. Arvioimme että normaalisti noin puolet Oulun tehtaan toimituksista voidaan luokitella pikatoimituksiksi. Volyymitoimituksista sen sijaan saadaan liikevaihtoa, mutta kannattavuus jää helposti todella alhaiseksi. Ideaalitulanteessa pikatoimituksia tulisi koko ajan ”sopivasti” pitäen kapasiteetin käyttöasteen koko ajan hyvällä tasolla, jolloin yhtiö pystyisi näkemysemme mukaan erinomaiseen kannattavuuteen.

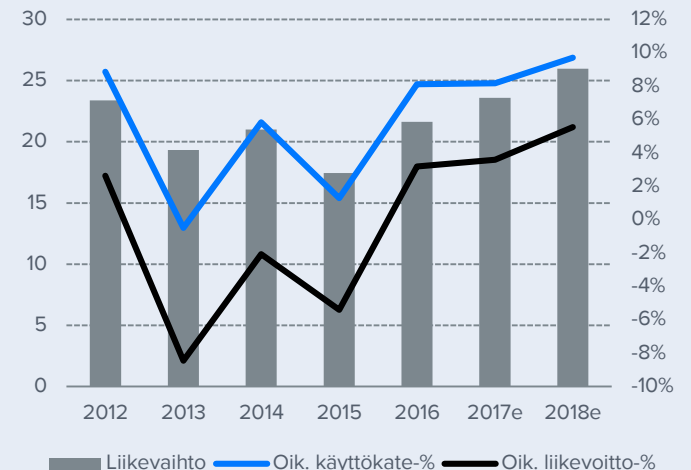
Vuoden 2011 laaja velka- ja rakennejärjestely korjasi yhtiön rahoitustilanteen

Aspocompin tase oli vielä vuonna 2010 äärimmäisen heikko ja tunnusluvut olivat erittäin hälyttäviä. Konsernin omavaraisuusaste vuoden 2010 lopussa oli vain 10,6 %. Yhtiö pystyi korjaamaan todella vaikean rahoitustilanteensa laajalla rakenne- ja velkajärjestelyllä, joka tehtiin vuoden 2011 kesällä. Järjestely loi aikoinaan pohjan Aspocompin käännteelle ja siinä yhtiö pääsi eroon vaikeina vuosina kasaantuneesta velkavuoresta. Velkojat menettivät järjestelyssä pääomia sekä korkoja. Vaikka tämän jälkeen on kulunut vuosia, on velkojilla pitkä muisti, mikä voi heikentää yhtiön asemaa velkamarkkinoilla.

Historiallinen liikevaihto (MEUR)



Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Taloudellinen tilanne (2/2)

Tase on mielestämme nykyään terve

Aspocompin tase on perinteisillä tunnusluvuilla hyvässä kunnossa: omavaraisuusaste on 70,6 % ja nettovelkaantuneisuus 4,6 % (Q3'17-lukuja). Tase on mielestämme nykyään kokonaisuutena terve, vaikka yhtiöllä on ollut lieviä haasteita likviditeetin kanssa myös viime vuosina. Erityisesti 2015 tilinpäätöksessä yhtiön kiristynyt maksuvalmius nostettiin poikkeuksellisen voimakkaasti esille, mutta tämän jälkeen tilanne on parantunut oleellisesti.

Vuoden 2017 kolmen ensimmäisen neljänneksen aikana liiketoiminnan rahavirta oli vahva 1,1 MEUR (Q1-Q3'16: -0,3 MEUR) ja kasvusta huolimatta nettokäyttöpääoma pysyi viime vuoden tasolla. Maksuvalmiusriskiä hallitaan tarvittaessa factoring-rahoituksella ja luottolimiitillä. Kassavarat olivat 0,4 MEUR ja korolliset velat olivat 1,0 MEUR. Yhtiöllä on 0,5 MEUR:n luottolimiitti, joka ei ollut käytössä. Lisäksi yhtiöllä on laskuluototussopimus (factoring), josta oli käytössä 0,0 MEUR.

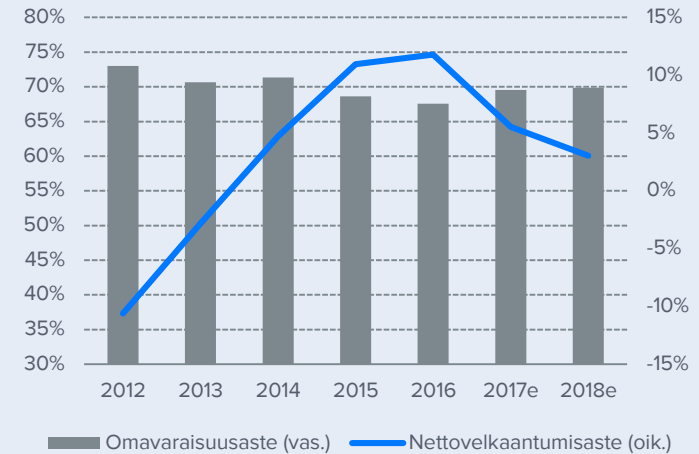
Osittain historialliseen kehitykseen liittyen uskomme Aspocompin tavoittelevan nettovelatonta tasetta, mikä on normaalia myös toimialan luonne huomioiden. Lisäksi täytyy tietenkäin huomioida, että yhtiön odottama kasvu sitoo käyttöpääomaa ja vahva tase antaa yhtiölle yleensäkin liikkumavaraa.

Yhtiö on palaamassa osingonmaksajaksi

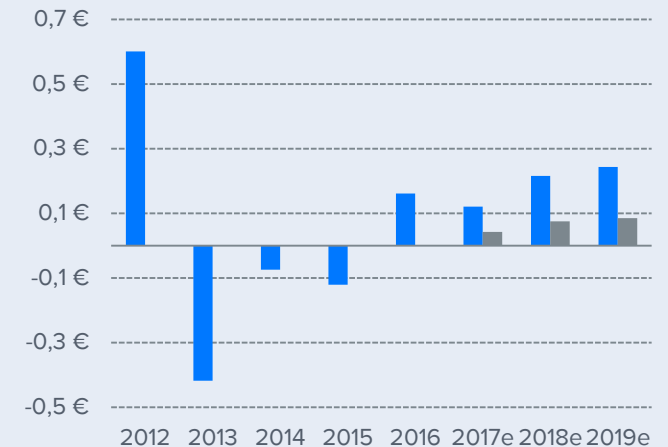
Aspocomp ei ole maksanut osinkoja 2010-luvulla, mutta tämä on todennäköisesti muuttumassa lähivuosina. Ennustamme Aspocompin maksavan ensi keväänä 0,04 euron osingon, mikä tarkoittaisi osinkotuoton olevan 1,8 %. Lähivuosina odotamme osingon kasvavan tuloksen mukana. Odotamme yhtiön maksavan 35 % tuloksesta ulos osinkoina.

Aspocomp päivitti 14.3.2017 yhtiön osinkopolitiikan, joka on seuraava: uuden osinkopolitiikan mukaan yhtiön tavoitteena on maksaa osakkeenomistajille osinkoa vuosittain. Hallitus ottaa vuotuista osingonjakoesitystä tehdessään huomioon tuloskehityksen, yhtiön investointi- ja kehittämistarpeet sekä maksuvalmiustilanteen. Tavoitteena on jakaa konsernin tilikauden tuloksesta vähintään 1/3 osinkoina osakkeenomistajille.

Taseen avainlukujen kehitys



Osakekohtainen tulos ja osinko (€)



Tulospotentiaali (1/2)

Tulospotentiaali on teoriassa korkea

Aspocompilla on korkea kannattavuus- ja tulospotentiaali omassa tuotannossaan, koska yhtiön bruttokatteet ovat erittäin korkeita. Keskimäärin yhtiön tuotekatteen pyörivät 40 %:n tasolla, mikä tarkoittaa volyymien näkyvän nopeasti kannattavuudessa. Katteet kuitenkin vaihtelevat todella voimakkaasti ja voivat olla ääritapauksissa 10-60 % riippuen esimerkiksi toimitusaikataulusta. Pikatoimitusten osuus heijastuu voimakkaasti myyntimixiin ja kannattavuuteen.

Parhaat tuotekatteen ovat lyhyellä toimitusajolla tilatuissa tuotekehityssarjoissa, joissa yhtiö saa merkittävän kompensaation pikatoimituksesta eikä yksikkökustannuksella ole asiakkaalle suurta merkitystä. Näissä tilauksissa kriittinen tekijä on aika ja asiakkaan T&K-prosessin eteneminen, joten Aspocompin hinnoitteluvoima on nopean läpimenoajan takia huomattava. Vastakkaisessa ääripäässä ovat suuret sarjakoot, joissa vaihtoehtokustannus on tuotanto Aasiassa. Silloin katteet painuvat alhaisiksi.

Tuloskehityksen ennustamista vaikeuttaa, ettei kvartaalille osuvista tilauksista tai toimituksista ole tietoa. Yhtiö toivoisi tasaista virtaa pikatoimituksia, mikä on erittäin harvinaista. Yhtiö joutuu ottamaan sisään heikkokatteista volyymituotantoa jo senkin takia, ettei tuotannon täysi alasajo ole teknisesti järkevää.

Kannattavuuspotentiaalia ajatellen täytyy muistaa, ettei Aspocompin tuotantokoneiston dynamiikka ole vastaava kuin prosessi-

teollisuudessa. Kapasiteetti heiluu koko ajan, koska yhtiön tuotanto on lähtökohtaisesti aina volyymiltaan pientä ja vaihtelevuudeltaan suurta (low volume / high mix). Kapasiteettia ei ole tarkoituksenmukaista myydä täyteen, sillä silloin yhtiö menettäisi joustavuutensa. Kannattavia pikatoimituksia ei voi tehdä, jos vapaata kapasiteettia ei ole.

Pitkän tähtäimen kannattavuuspotentiaali

Pitkän tähtäimen arvostustason kannalta tulospotentiaalia oleellisempaa on yhtiön normalisoitu kannattavuus. Aikaisemmin oman tuotannon käyttöaste ja kannattavuus on heilunut voimakkaasti muutamien avainasiakkaiden kysynnän mukana. Tilanne on parantunut asiakaskunnan laajentuessa.

Pitkällä tähtäimellä 10 %:n liikevoittoprosentti on omassa tuotannossa mielestämme realistinen. Suotuisassa markkinatilanteessa tämä on matala taso, sillä yhtiö on pystynyt historiassa nykyistä pitkälti vastaavalla kokoonpanolla huomattavasti parempiinkin lukuihin (17,4 % vuonna 2010). Yhtiö ei kuitenkaan ole pystynyt saavuttamaan korkeaa tasoa minkäänlaisella toistuvuudella. Jos yhtiö pystyisi nostamaan ”normaalin” kannattavuutensa tavoitteensa mukaiselle noin 7 %:n liikevoittotasolle, olisi se mielestämme vahva suoritus. Olemme ennustaneet liikevoittomarginaalin nousevan noin 6 %:n tasolle. Korkeammat ennusteet vaatisivat kovia näyttöjä.

Välitysliiketoiminnan kasvun vaikutukset

Tulevaisuuden ”normaaliin” kannattavuustasoon vaikuttaa oleellisesti volyymivalmistuksen

kasvun jatkuminen. Tässä liiketoiminnassa kannattavuus ei voi olla niin korkea kuin omassa tuotannossa. Omassa tuotannossa tuotekatteen ovat olleet 40 %:n tasolla ja on selvää, ettei Aspocompin lisäarvo välityspalvelussa ole näin korkea. Parhaat toimijat ovat pystyneet välitysliiketoiminnassa 10 %:n liikevoittotasoon, mutta ainakaan lähivuosina emme pidä tätä tasoa realistisena Aspocompille.

Pidämme toistaiseksi 3-5 %:n liikevoittotasoa realistisena tasona tälle liiketoiminnalle, mikä sekini tekisi liiketoiminnasta hyvin kannattavaa. Näin ollen volyymivalmistuksen kasvu, mikä olisi erittäin suotavaa, laskee konsernin suhteellisen kannattavuuden potentiaalia. Tämä ei vähentäisi oman tuotannon liikevaihto- tai tulospotentiaalia, vaan volyymivalmistus tulisi tämän lisäksi. Oma tuotanto hyötyisi myös volyymivalmistuksen kasvusta, sillä yhtiö voisi hallita sitä kautta paremmin myös oman kapasiteetin käyttöastetta. Liiketoiminta tukee omaa tuotantoa myös asiakassuhteiden kautta. Lisäksi partneriverkoston perustuva liiketoiminta ei sido pääomia ja liiketoiminta myös skaalautuu tiettyyn pisteeseen asti, koska liikevaihdon kasvu ei suoraan lisää yhtiön kuluja.

Tulospotentiaali (2/2)

Kulurakenteessa jousto on kriittistä

Aspocompin kulurakenne on tehostettu hyvään kuntoon viime vuosina. Kulurakenne on jaettu seuraavaan kolmeen osaan:

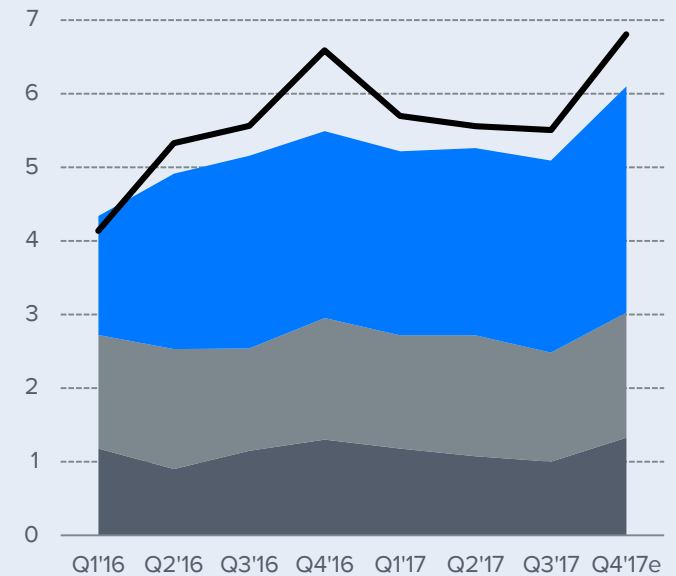
- Aineiden ja tarvikkeiden käyttö, joka on liikevaihdon mukana muuttuva kulu. Kyseessä on yhtiön suhteellisesti suurin kuluerä, joka on viime vuosina ollut noin 45 % kulurakenteesta. Raaka-ainekustannukset eivät ole suuria eivätkä kannattavuuden kannalta relevantteja, sillä yhtiö pystyy siirtämään ne asiakashintoihin.
- Henkilöstökulut ovat noin 31 % yhtiön kaikista kuluista. Henkilöstökuluissa on jonkin verran joustoa tuotantohenkilöstön osalta, sillä työtunneissa on liukumaa ja heikossa kysyntätilanteessa yhtiö voi turvautua lomautuksiin. Toisaalta myös mahdolliset ylityökustannukset ovat merkittäviä. Pääsääntöisistä henkilöstökulut ovat kuitenkin kiinteitä.
- Liiketoiminnan muut kulut (noin 24 % kaikista kuluista) ovat valtaosin kiinteitä. Vaikka organisaatio on tiukassa kunnossa, kiinteät kulut ovat tällä hetkellä korkeita suhteessa liikevaihtoon. Ne painavat kannattavuutta nyt, mutta toisaalta tarjoavat kannattavuuteen skaalautumista liikevaihdon kasvaessa.

Kokonaisuudessaan Aspocompin kulurakenne on selkeä. Aineet ja tarvikkeet muuttuvat liikevaihdon mukana ja ne voidaan mallintaa kohtuullisen hyvin osuutena liikevaihdosta. Sen sijaan henkilöstökulujen ja muiden kulujen pitäisi

olla varsin stabiileja lähivuosina.

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

Aspocompin kulurakenne (MEUR)



- Aineiden ja tarvikkeiden käyttö
- Henkilöstökulut
- Liiketoiminnan muut kulut
- Liikevaihto

Muuttuva kulu
Pääosin kiinteä kulu
Kiinteä kulu

Merkittävä tulosvipu, mutta myös tuotemix vaikuttaa merkittävästi yhtiön kannattavuuteen

Ennusteet (1/2)

Odotamme hyvää päätöstä vuodelle 2017

Aspocomp toisti Q3-raportissa vuoden 2017 ohjeistuksensa, jonka mukaan liikevaihto kasvaa noin 10 % ja liiketulosprosentti paranee vuodesta 2016 (3,2 %). Ohjeistuksen saavuttaminen vaatii jo hyvää Q4-tulosta. Edellytykset tähän ovat hyvät, mutta näemme kuitenkin pienen tulosvaroitusriskin aina vaikeasti ennustettavien pikatoimitusten takia. Tilauskanta oli Q3:n lopussa 2,3 MEUR eli noin 28 % korkeampi kuin vuosi sitten. Tämä indikoi kasvun jatkuvan volyymin valmistuksessa ja uskomme segmentin jatkavan vahvaa kasvuaan Q4:llä, mikä tarjoaa hyvää pohjakuormaa.

Aspocomp arvioi telekommunikaatioverkkojen uuden sukupolven kehityshankkeiden kysynnän vilkastuvan loppuvuoden aikana tai viimeistään vuoden 2018 alussa, mikä viittaa arviomme mukaan Nokian 5G-investointeihin. Näiden ajoitus ja kokoluokka on kriittisessä roolissa lähiaikojen tuloskehityksessä, mutta näkyvyyttä kehitykseen ei ole. Q4'16-tulos oli poikkeuksellisen vahva erityisesti vahvojen pikatoimituksien ansiosta ja loppuvuoden vertailukauden liikevoittotaso (Q4'16: 0,8 MEUR, vrt. Q1-Q3'17: 0,4 MEUR) on todella korkea. Odotamme tällä hetkellä Q4-liikevoiton olevan 0,4 MEUR, mikä sekini olisi samalla tasolla kuin koko alkuvuonna kertynyt liikevoitto.

Muissa asiakassegmenteissä näkymät ovat yleisesti varsin positiiviset. Yhtiö kertoi esimerkiksi, että puolijohdekomponenttien testauksessa asiakaskunta on kasvussa ja osassa toimitukset ovat jo lähteneet käyntiin. Lisäksi kasvu jatkuu autoteollisuudessa ja

turvallisuus- ja puolustusteollisuustuotteissa yhtiö näkee parhaillaan kasvavaa kysyntää.

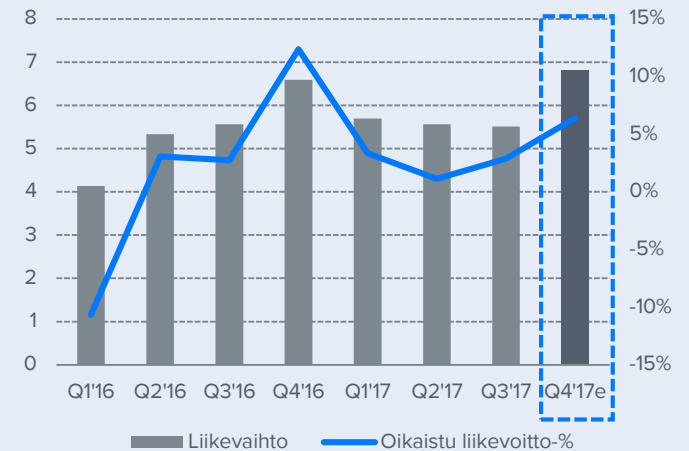
Odotamme voimakasta tulosparannusta 2018

Uskomme Aspocompilla olevan hyvät edellytykset voimakkaaseen kasvuun lähivuosina. Kasvu perustuu erityisesti yhtiön laajentuvaan asiakaskuntaan, sillä nyt avattujen uusien asiakkuuksien pitäisi alkaa tuottamaan merkittävämpää liikevaihtoa. Samalla tietoliikennesektorin kysynnän pitäisi piristyä ainakin 5G-investointien ajamana.

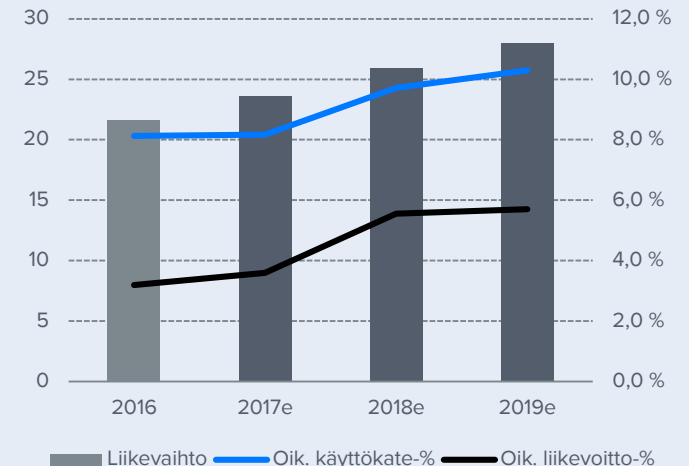
Yhtiön kannattavuus tulee paranemaan edelleen liikevaihdon kasvaessa, minkä lisäksi asiakaskunnan monipuolistuminen sekä kysynnän tasaantuminen parantavat arviomme mukaan suhteellista kannattavuutta. Näkyvyyttä vuoden 2018 myyntimixiin ei tässä vaiheessa toki ole, mutta 5G-investointien osuessa todennäköisesti tälle jaksolle myyntimixin voidaan odottaa parantuvan.

Ennustamme tällä hetkellä vuoden 2018 liikevaihdon kasvavan 10 % noin 26 MEUR:oon. Kannattavuuden odotamme paranevan liikevaihdon mukana, ja liiketuloksen arvioimme nousevan 1,4 MEUR:oon (5,6 % liikevaihdosta). Tulosodotuksemme on korkea suhteessa viime vuosina vallinneeseen tasoon, sillä 2013-2016 tulos on ollut haarukassa -0,5...+0,7 MEUR ja liikevoittomarginaali on ollut keskimäärin -1,8 %. Väillä yhtiö on väläytellyt tulospotentiaaliaan (kuten Q4'16), mutta toistaiseksi yhtiö ei ole saanut yhtään ehjää vuositulosta. Ensi vuonna tähän pitäisi olla erittäin hyvät edellytykset, jos markkina kehittyvät odotuksiemme mukaisesti.

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähivuosien ennustettu tuloskehitys



Ennusteet (2/2)

Pidemmän aikavälin ennusteet

Pidemmän aikavälin ennusteet olemme tehneet oletuksella, että yhtiön strategia etenee pääosin suunnitellusti, markkina kasvaa kohtuullisesti, kilpailutilanne pysyy neutraalina ja yhtiö pystyy voittamaan uusia asiakkuuksia viime vuosien tapaan. Suurin kysymysmerkki on jälleen isoimpien asiakkuuksien kysynnän kehitys.

Näkyvyys jo vuoteen 2019 on lähes olematon, joten näihin ennusteisiin kannattaa suhtautua suurella varauksella. Odotamme vuoden 2019 liikevaihdon kasvavan noin 8 % ja liikevoittoprosentin nousevan 5,7 %:iin. Tämän jälkeen kasvu hidastuu hiljalleen, mutta kannattavuus paranee 6,0 %:n tuntumaan. Kyseessä on mielestämme alan yleisen kehityksen ja suunniteltujen toimenpiteiden perusteella tehty todennäköinen skenaario.

Näkyvyys heikko ja ennusteisiin liittyvä epävarmuus on korkea

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

Näin ollen sijoittajien täytyy hyväksyä se, että

liikevaihto- ja tuloskehitys tulee olemaan neljännessä kuoppaissa ja tulosyllätyksiä on luvassa sekä ylös- että alaspäin. Yleisen markkinakehityksen kautta pystymme arvioimaan suunnilleen kokonaismarkkina-kehityksen, mutta Aspocompin voittamista yksittäisistä tilauksista emme voi tietää. Positiivista on kuitenkin se, että pitkällä tähtäimellä kvartaalituloksilla ei ole merkitystä vaan menestyksen ratkaisee yhtiön kilpailukyky ja strategian onnistuminen.

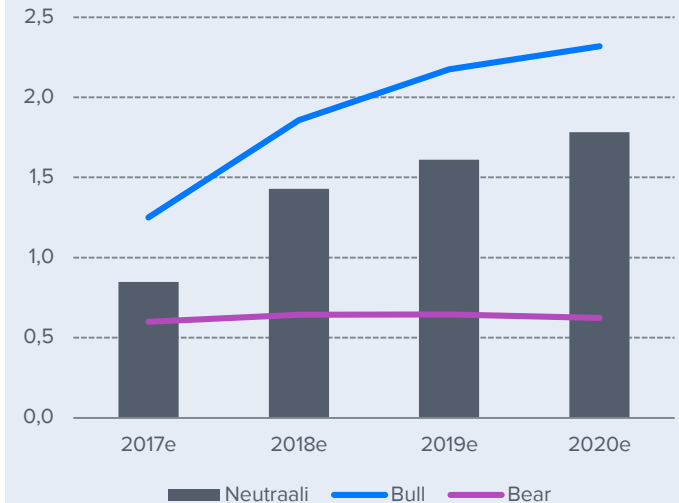
Tilanne tulee parantumaan edelleen lähivuosien aikana, jos yhtiö pystyy suunnitelmiensa mukaisesti laajentamaan asiakaspohjaansa.

Aspocomp ei joudu maksamaan veroja lähivuosina

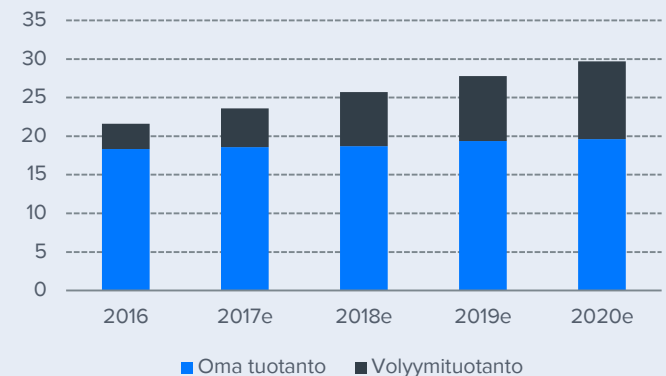
Aspocompin veroprosentti tulee lähtökohtaisesti olemaan nolla lähivuosien aikana, sillä yhtiöllä on yli 85 MEUR käyttämättömiä vahvistettuja tappioita. Tappiot ovat Suomessa vahvistettuja ja yhtiön organisaatio on yksinkertainen (ei ulkomaisia tytäryhtiöitä merkittävillä verotaakoilla), joten tuloverojen pitäisi jäädä nollaan.

Ainoa ongelma vahvistetuissa tappioissa on se, että ne ovat vanhenemassa eikä yhtiö ehdi millään saamaan niistä kokonaan verohyötyä irti. Kuten alla olevasta taulukosta nähdään, tappioita on selvästi yli tarpeiden vuoteen 2017 asti ja senkin jälkeen todennäköisesti ainakin riittävästi. Lähtökohtaisesti uskomme, ettei yhtiö joudu maksamaan merkittäviä veroja ainakaan ennen vuotta 2020.

Liikevoiton kehitysskenaariot (MEUR)



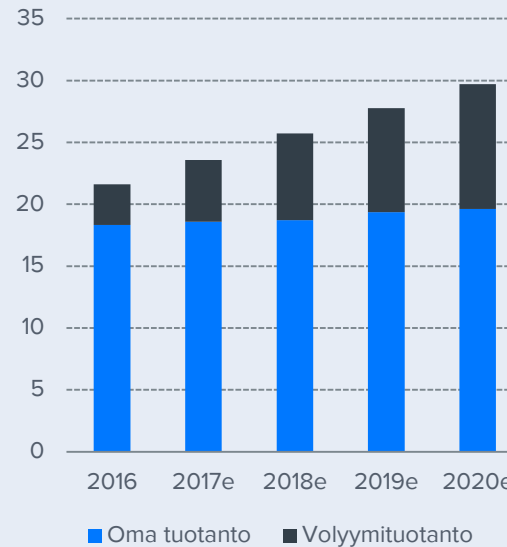
Aspocompin liikevaihdon kehitys (MEUR, Inderesin arvio)



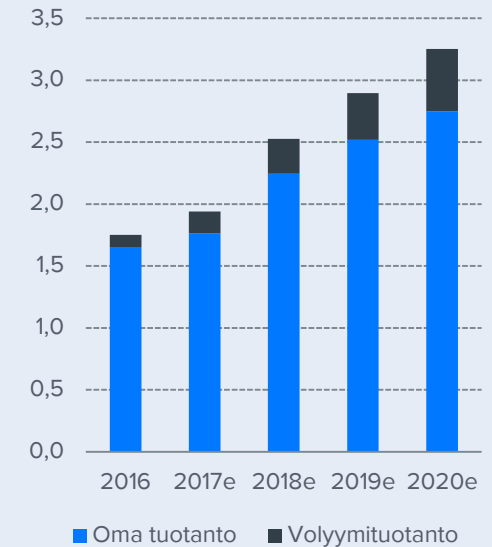
Avainlukujen ennustettu kehitys

Avainlukuja	2017e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	23,6	26,0	28,0	30,0
<i>Oma tuotanto (arvio)</i>	<i>18,6</i>	<i>19,0</i>	<i>19,6</i>	<i>19,9</i>
<i>Volyymituotanto (arvio)</i>	<i>5,0</i>	<i>7,0</i>	<i>8,4</i>	<i>10,1</i>
<i>Volyymituotannon osuus (%)</i>	<i>21 %</i>	<i>27 %</i>	<i>30 %</i>	<i>34 %</i>
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	<i>9 %</i>	<i>10 %</i>	<i>8 %</i>	<i>7 %</i>
Käyttökate-%	8,2 %	9,7 %	10,3 %	10,9 %
<i>Oma tuotanto (arvio)</i>	<i>9,5 %</i>	<i>12,0 %</i>	<i>13,0 %</i>	<i>14,0 %</i>
<i>Volyymituotanto (arvio)</i>	<i>3,5 %</i>	<i>4,0 %</i>	<i>4,5 %</i>	<i>5,0 %</i>
Käyttökate	1,9	2,5	2,9	3,3
Poistot	1,1	1,1	1,3	1,5
Liikevoitto (MEUR)	0,8	1,4	1,6	1,8
Liikevoitto-%	3,6 %	5,6 %	5,7 %	6,0 %

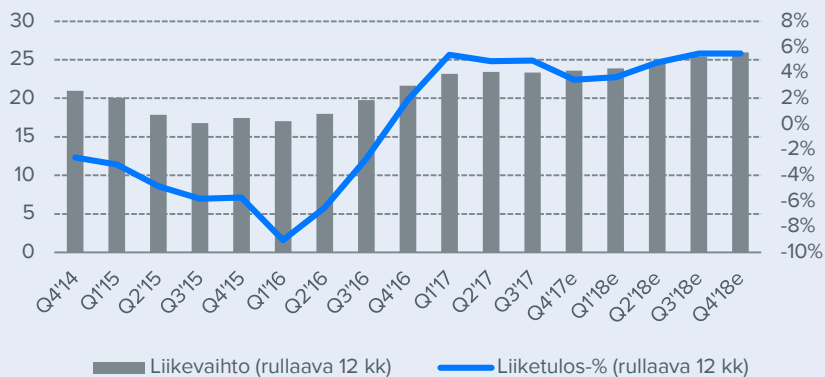
Liikevaihdon kehitys
(MEUR, Inderesin arvio)



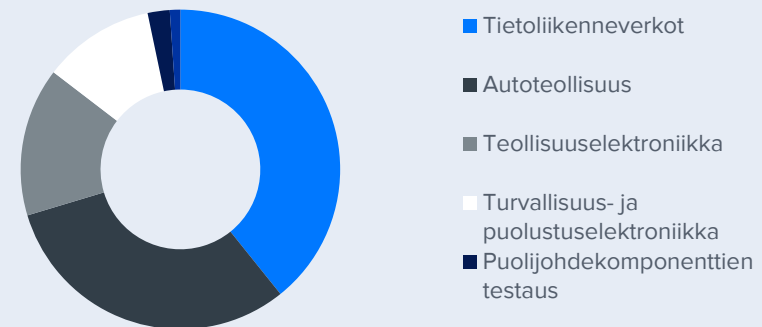
Käyttökate kehitys
(MEUR, Inderesin arvio)



Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Liikevaihdon jakautuminen 2016



Arvonmääritys ja riskit (1/3)

Arvostusta ohjaavat tekijät

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

Näkemyksemme mukaan yhtiön arvostusta tukevat seuraavat tekijät:

- Aspocompilla on merkittävä tulosparannuspotentiaali ja uskottava suunnitelma tämän realisoimiseen.
- Strategian edistyminen laskisi osakkeen suurimpia riskejä, joita ovat riippuvuus yksittäisestä asiakkaasta sekä heikko ennakoitavuus.
- Mielestämme yhtiöllä on selkeä kilpailuetu ja uudistetun strategian jälkeen vahvistunut kokonaistarjonta.
- Strategian onnistuessa yhtiön tuloskasvun lisäksi arviomme mukaan myös osakkeen hyväksyttävä arvostustaso nousisi.

Toisaalta hyväksyttävää arvostustasoa painaa tuloksen heikko ennakoitavuus, mikä on historiassa aiheuttanut negatiivisia tulosvaroituksia ja korostanut riskejä. Lisäksi arvostustasoa painaa luonnollisesti viime vuosien suhteellisen heikko tuloskehitys. Track-record on ollut heikko vuodesta 2011 asti ja historiallinen painolasti on edelleen oleellinen.

Lisäksi yhtiön arvostustasoa painaa nyt ja tulevaisuudessa sen heikko asema arvoketjussa. Yhtiö pystyy parantamaan asemaansa laajentaessaan asiakaskuntaansa, mutta lopulta sen hinnoitteluvoima on aina rajallinen suhteessa suuriin asiakkaisiin.

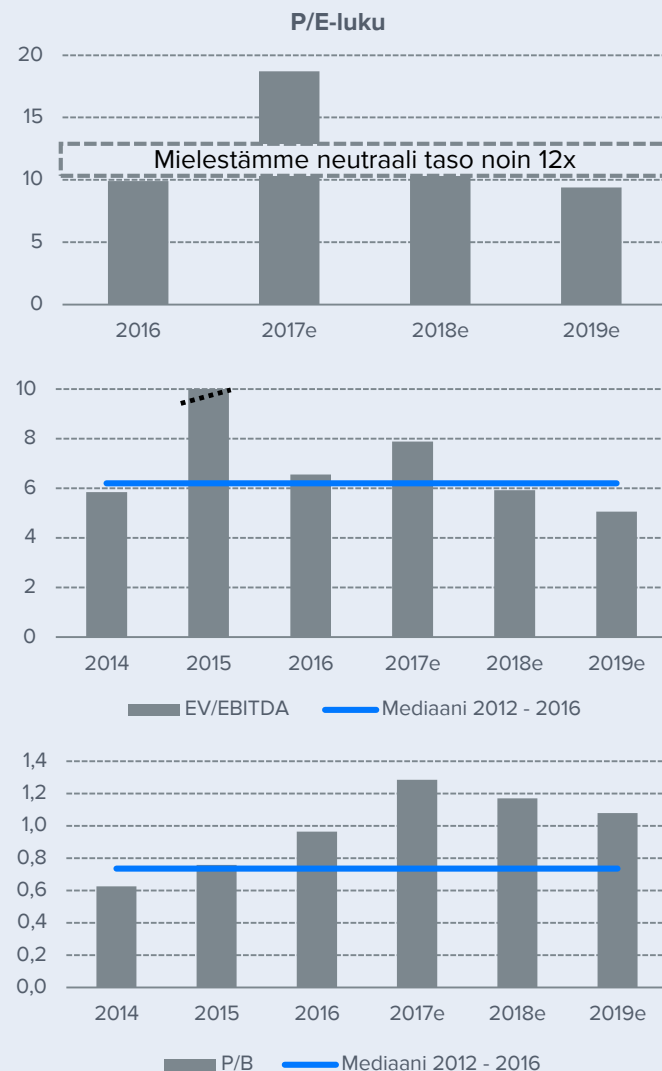
Arvostus vaatii tulosparannuksia

Aspocompin arvostustaso on korkea vuoden 2017 ennusteilla. Osakkeen P/E on noin 19x ja EV/EBITDA 8x, mitkä ovat Aspocompille todella korkeita. Vuoden 2017 tulostaso ei mielestämme riitä perustelevaan lähellekään nykyistä osakekurssia, joten kurssitaso vaatii taakseen merkittäviä tulosparannuksia.

Ensi vuoden tulosajurit ovat kuitenkin vahvat ja odotamme yhtiöltä voimakasta tulosparannusta. Vuoden 2018 ennusteilla arvostustaso onkin kohtuullinen: P/E on noin 10x ja EV/EBITDA noin 6x, joita pidämme jo houkuttelevina Aspocompille. Mielestämme tällä hetkellä neutraali P/E on noin 12x ja EV/EBITDA noin 7x.

Aspocompin P/B-luku on laskenut mielestämme kohtuulliselle 1,3x tasolla. Tase ei sisällä liikearvoa tai muuta aineetonta omaisuutta, joten tasesubstanssi antaa mielestämme osakkeelle tietyn tukitason. Nykyinen arvostus vaatisi kuitenkin jo kohtuullista pääoman tuottoa.

Odotamme yhtiön aloittavan jälleen myös osinkojen maksun ensi keväänä, mutta osinkotuotto jäänee kuitenkin alhaiseksi. Odotamme lähivuosien osinkotuoton olevan 1,9-3,4 %, mikä ei mielestämme anna osakkeelle merkittävää tukea.



Arvonmääritys ja riskit (2/3)

Suhteellinen arvostus

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

Lisäksi olemme ottaneet verrokkiryhmäämme myös sijoitusprofiililtaan vastaavia yhtiöitä Helsingin pörssistä. Helsingistä paras verrokki on mielestämme Scanfil, joka toisaalta voi olla myös Aspocompin asiakas. Lisäksi mukana ovat Efore ja Bittium, joiden profiilit poikkeavat kuitenkin Aspocompista voimakkaasti. Kokonaisuudessaan verrokkiryhmän hinnoittelua indikoiva arvo on mielestämme heikko, minkä takia emme anna verrokkiryhmälle suurta painoarvoa analyysissä.

Verrokkiryhmän arvostustaso on keskimäärin noin 20 % korkeampi kuin Aspocompin, joskin alennus riippuu erittäin paljon siitä, mitä tunnuslukua katsotaan. Esimerkiksi vuoden 2017 EV/EBIT-luvulla Aspocomp olisi 20 % yliarvostettu suhteessa verrokkeihin.

Järkevän verrokkiryhmän puuttuessa painotamme normaalia enemmän Helsingin

pörssin pienten yhtiöiden yleistä arvostustasoa, mihin hyväksymämme arvostus on mielestämme myös kohtuullisen hyvin linjassa. Koko verrokkitaulukko on esitetty liitteissä.

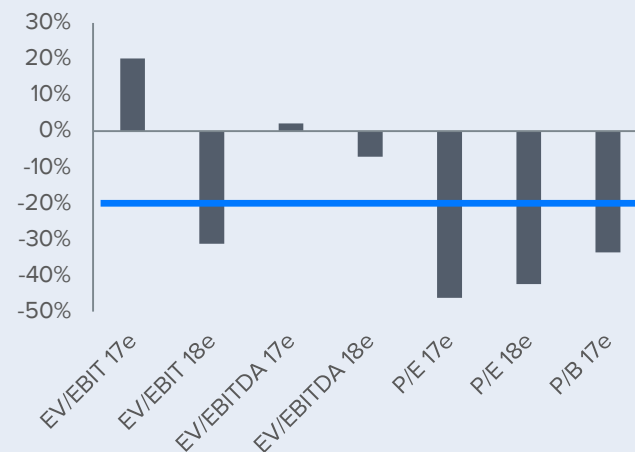
DCF-arvonmääritys

DCF-mallimme antama arvo osakkeelle on nykyisillä oletuksilla noin 2,64 euroa. Oletamme yhtiön kasvavan keskipitkällä aikavälillä noin 5-6 %:n vauhtia ja terminaalissa kasvun hidastuvan 3,2 %:n tasolle. Lisäksi odotamme yhtiön saavuttavan 6,0 %:n liikevoittotason (yhtiön oma tavoite vähintään 7 % vuoteen 2022 mennessä). Ikuisuusoletuksessa kannattavuusoletus on 5,8 %, mikä on hyvin realistinen mutta toisaalta todella korkea viime vuosina vallinneeseen kannattavuustasoon suhteutettuna. Ikuisuusoletuksen painoarvo mallissa onkin korkea 57 %, mikä kertoo kauas tulevaisuuteen kohdistuvien epävarmojen oletuksien vastaavan suuresta osasta osakkeen arvoa.

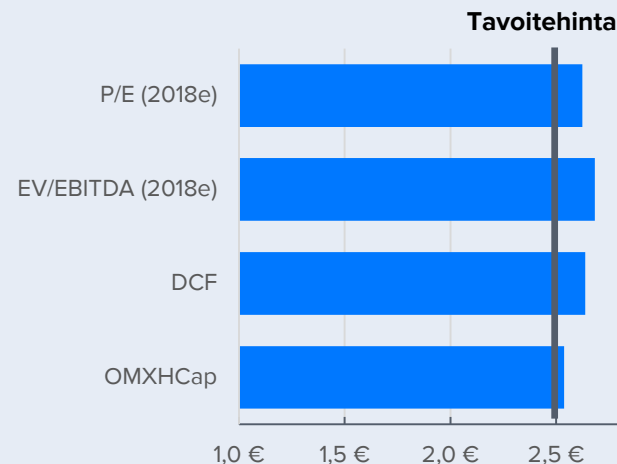
Käyttämämme tuottovaatimus (WACC) 9,6 % on mielestämme kohtuullisen korkea ainakin huomioiden nykyinen erittäin alhainen korkotaso. Oman pääoman tuottovaatimus on 9,9 %, mitä pidämme siedettävänä suhteessa Aspocompin korkeisiin riskeihin. Oletukset eivät ole käänneyhtiön, vaan pienen kasvuyhtiön oletuksia.

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

Arvostus suhteessa verrokkiryhmään



Arvonmäärityksen yhteenveto



Arvonmääritys ja riskit (3/3)

Suositus ja tavoitehinta

Toistamme Aspocompille tavoitehintamme 2,50 euroa, mitä arvonmäärityksemme yhteenveto tukee. Eri elementeillä laskien osakkeen arvo on tällä hetkellä noin 2,4-2,7 euroa, mutta todellisuudessa arvo heiluu voimakkaasti eri oletuksien perusteella. Näemme osakkeessa kohtuullisen noin 10 %:n nousuvaran seuraavalle 12 kuukaudelle, minkä takia toistamme lisää-suosituksemme. Näkemyksemme emme ole siis tehneet muutoksia tässä raportissa, eikä myöskään ennusteissamme tapahtunut oleellisia muutoksia.

Lähivuosien tulosennusteiden kehitys sekä yhtiön strategian edistyminen tulevat olemaan merkittävien fundamenttipohjaiseen arvostukseen vaikuttava tekijä. Strategian pitäisi näkyä asiakaskunnan laajentumisena ja liikevaihdon kasvuna (erityisesti tietoliikennesektorin ulkopuolelta). Tämä tukee liikevaihdon kasvua ja toisaalta laskee yhtiön tulokseen liittyvää volatilitteettia ja sitä kautta riskiprofiilia. Korkeista riskeistä huolimatta osakkeen riski/tuotto-profiili on mielestämme tällä hetkellä positiivinen.

Merkittävimmät riskit

Aspocompin suurimmat riskit liittyvät mielestämme keskittyneeseen asiakaskuntaan, kysynnän suureen vaihteluun, heikkoon näkyvyyteen ja toisaalta pitkällä tähtäimellä markkinoiden yleiseen kehitykseen. Lisäksi sijoitustarinaa liittyy riskejä, kuten uuden strategian toimiminen, tuloskäänteiden lopullinen kestävyys ja markkinoiden luottamuksen mahdolliset vaihtelut. Lisäksi osakkeeseen liittyy

likviditeettiriski, vaikka osakkeen vaihtovolyymit ovat kohtuullisia suhteessa markkina-arvoon.

Aspocompin tase on mielestämme terve, mutta negatiivisessa skenaariossa tase voisi heiketä ja yhtiöllä voisi olla normaalia hankalampaa saada velkarahoitusta aikaisempien velkajärjestelyiden takia. Lopulta suurin riski tällä hetkellä on mielestämme ensi vuoden voimakkaaseen tulosparannukseen liittyvä riski.

Tulosparannukseen liittyvä riski

Näkyvyys ensi vuoteen on edelleen heikko ja viime aikaiset tulospettymykset eivät ole kasvattaneet luottamusta, mutta toisaalta ajurit erityisesti ensi vuodelle ovat erittäin vahvat. 5G-tuotekehityksen pitäisi olla Aspocompin kannalta kiivaimmillaan ensi vuonna ja ajurit ovat myös muuten hyvät, joten ennustamallemme merkittävälle tulosparannukselle on vahvat perusteet. Jos ensi vuodelta odottamamme tulosparannus ei realisoitu, nykyinen kurssitaso ei mielestämme ole kestävä ja osakkeessa on merkittävä laskuvara.

Näkyvyys yhtiön kysyntään on kroonisesti heikko, kysynnän vaihtelut heijastuvat nopeasti tuloskehitykseen ja asema arvoketjussa on haastava. Negatiivisten tulospettymysten tapahtuessa nykyiset suhteellisen haastavat arvostuskertoimet voivat laskea ja osakkeen tukitasot ovat negatiivisessa skenaariossa kaukana. Mahdollisessa negatiivisessa skenaariossa myös markkinoiden luottamus yhtiöön voi kärsiä, jolloin yhtiötä voitaisiin jälleen hinnoitella käänne- tai jopa kriisiyhtiönä.

Riippuvuus avainasiakkaista

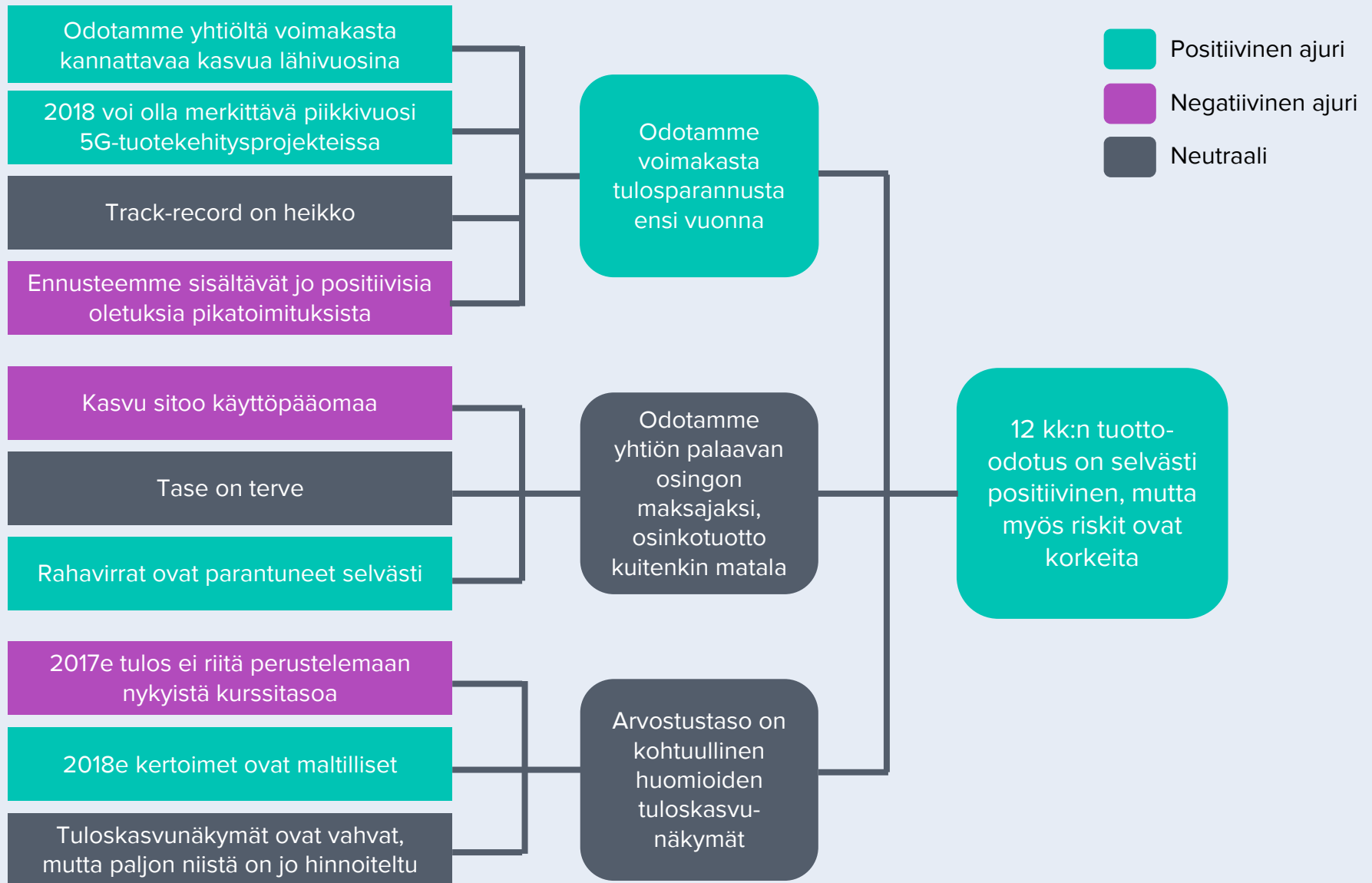
Aspocompin asiakaskunta on keskittynyt ja pääosa liikevaihdosta muodostuu muutamalta avainasiakkaalta. Vuosina 2014-2016 yhtiön liikevaihdosta 55 % tuli tietoliikennesektorilta ja noin 54 % viideltä suurimmalta asiakkaalta. Vuonna 2016 luvut pienenevät selvästi, mutta siltikään yhtiöllä ei ole toistaiseksi riittävästi keskisuuria asiakkaita ja yhtiö on edelleen liian riippuvainen pääasiakkaistaan. Tämä voi edelleen altistaa yhtiön merkittävälle kysynnän vaihtelulle sekä yksittäisten asiakkaiden että asiakassektoreiden suhteen.

Markkinoiden kehitys

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

Aspocompin päämarkkina-alue on Pohjois- ja Keski-Eurooppa. Mikäli Aspocompin asiakkaat siirtävät tuotekehitystoimintaansa Euroopan ulkopuolelle, Aspocompin kysyntä voi heiketä merkittävästi. Vaikka asiakastoimialojen tuotanto on jo suurissa määrin siirtynyt Aasiaan, ovat eurooppalaiset yhtiöt toistaiseksi pitäneet tuotekehityksensä hyvin suurelta osin Euroopassa. Jos tämä muuttuisi tulevaisuudessa, tietäisi se ongelmia Aspocompille. Emme pidä tätä todennäköisenä ainakaan lähivuosien osalta.

Aspocompin arvoajurit 2017-2019e

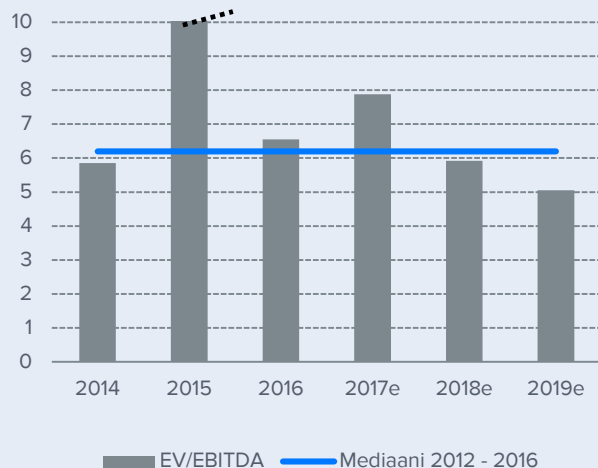


Lähivuosien ennusteet

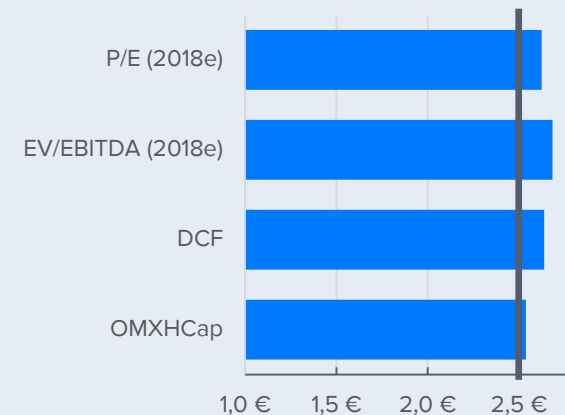
Tuloskehitys kvartaalitasolla	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	17,5	4,1	5,3	5,6	6,6	21,6	5,7	5,6	5,5	6,8	23,6	26,0	28,0
<i>Aspocomp</i>	17,5	4,1	5,3	5,6	6,6	21,6	5,7	5,6	5,5	6,8	23,6	26,0	28,0
Käyttökate	0,0	-0,2	0,4	0,4	1,1	1,8	0,5	0,3	0,4	0,7	1,9	2,5	2,9
Poistot ja arvonalennukset	-1,2	-0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-1,1	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-1,1	-1,1	-1,3
Liikevoitto ilman kertaeriä	-0,9	-0,4	0,2	0,2	0,8	0,7	0,2	0,1	0,2	0,4	0,8	1,4	1,6
Liikevoitto	-1,2	-0,4	0,2	0,2	0,8	0,7	0,2	0,1	0,2	0,4	0,8	1,4	1,6
<i>Aspocomp</i>	-0,9	-0,4	0,2	0,2	0,8	0,7	0,2	0,1	0,2	0,4	0,8	1,4	1,6
<i>Kertaluontoiset erät</i>	-0,2	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	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	-1,3	-0,5	0,1	0,1	0,8	0,6	0,2	0,0	0,1	0,4	0,8	1,4	1,5
Verot	0,3	0,0	0,0	0,0	0,4	0,4	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	-0,5	0,1	0,1	1,2	1,0	0,2	0,0	0,1	0,4	0,8	1,4	1,5
EPS (oikaistu)	-0,12	-0,07	0,02	0,02	0,19	0,16	0,03	0,01	0,02	0,06	0,12	0,22	0,24
EPS (raportoitu)	-0,16	-0,07	0,02	0,02	0,19	0,16	0,03	0,01	0,02	0,06	0,12	0,22	0,24
Tunnusluvut	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	-16,9 %	-9,2 %	22,1 %	47,4 %	38,6 %	23,9 %	37,8 %	4,3 %	-1,0 %	3,3 %	9,0 %	10,1 %	8,0 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	118,5 %	-474,0 %	-153,3 %	-132,5 %	-384,2 %	-173,0 %	-143,3 %	-62,0 %	4,0 %	-46,5 %	22,9 %	70,0 %	10,9 %
<i>Käyttökate-%</i>	-0,1 %	-4,3 %	7,7 %	7,3 %	16,9 %	8,1 %	8,2 %	6,0 %	7,6 %	10,4 %	8,2 %	9,7 %	10,3 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	-5,4 %	-10,7 %	3,1 %	2,7 %	12,4 %	3,2 %	3,4 %	1,1 %	2,9 %	6,4 %	3,6 %	5,6 %	5,7 %
<i>Nettotulos-%</i>	-5,8 %	-11,3 %	2,7 %	2,4 %	18,6 %	4,8 %	3,1 %	0,9 %	2,6 %	6,0 %	3,3 %	5,4 %	5,5 %

Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi	1,64	1,14	1,04	1,12	1,60	2,27	2,27	2,27
Markkina-arvo	10,5	7,3	6,7	7,2	10,3	14,5	14,5	14,5
Yritysarvo (EV)	9,0	6,9	7,2	8,2	11,5	15,2	14,9	14,6
P/E (oik.)	2,7	neg.	neg.	neg.	9,9	18,7	10,4	9,4
P/E	2,7	neg.	neg.	neg.	9,9	18,7	10,4	9,4
P/Kassavirta	-18,6	-6,2	-7,8	-25,5	-34,3	21,1	25,8	16,6
P/B	0,7	0,6	0,6	0,8	1,0	1,3	1,2	1,1
P/S	0,4	0,4	0,3	0,4	0,5	0,6	0,6	0,5
EV/Liikevaihto	0,4	0,4	0,3	0,5	0,5	0,6	0,6	0,5
EV/EBITDA	4,3	neg.	5,8	36,8	6,6	7,9	5,9	5,1
EV/EBIT	14,6	neg.	neg.	neg.	16,7	17,9	10,4	9,1
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,9 %	3,4 %	3,7 %



Arvonmääritys ja tavoitehinta



Verrokkiryhmän arvostus

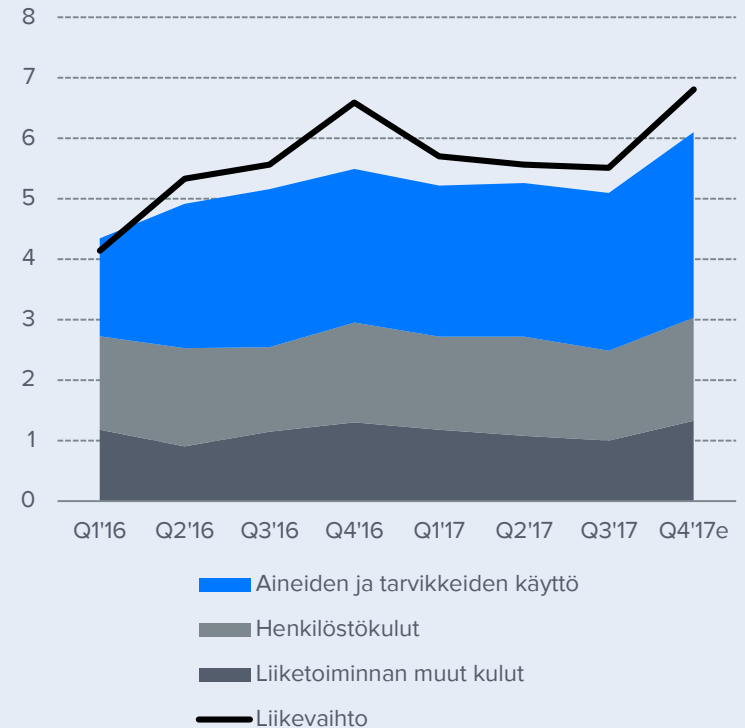
Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		MEUR	MEUR	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e
Aspocomp	2,27	15,2	15,6	15,6	15,6	7,8	5,2	18,9	10,3	1,8	3,5	1,3
Efore	0,54	30	37	18,7	12,5	7,5	6,2	54,0	18,0			3,6
Bittium	6,34	227	154		18,2	30,9	8,3		26,4	4,7	5,1	1,9
Scanfil	4,29	275	327	11,1	9,6	8,4	7,3	12,8	10,7	2,7	3,1	2,2
Austria Technologie & System	20,13	782	1279		58,4	10,1	7,4			0,4	0,3	1,5
Schweizer	21,05	80	79	37,8	17,6	7,9	6,5	100,2	31,9	3,1	3,1	
Unimicron	18,05	788	1244	52,4	28,5	4,2	4,3	54,1	24,4	1,0	2,4	0,6
Compeq	40,80	1389	1583	10,7	9,2	6,7	5,9	15,5	12,7	2,1	3,2	2,3
TTM Technologies	16,62	1458	2048	9,6	8,8	6,1	5,6	10,9	9,5			1,7
Aspocomp (Inderes)	2,27	14,5	15,2	17,9	10,4	7,9	5,9	18,7	10,4	1,9	3,4	1,3
Keskiarvo				23,4	20,3	10,2	6,5	41,3	19,1	2,3	2,9	2,0
Mediaani				14,9	15,1	7,7	6,4	34,8	18,0	2,4	3,1	1,9
Erotus-% vrt. mediaani				20 %	-31 %	2 %	-7 %	-46 %	-42 %	-22 %	8 %	-34 %

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

Tuloslaskelma ja kulurakenne

(MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	21	17	22	24	26	28
Kulut	-8	-7	-9	-11	-12	-14
EBITDA	-0,3	0,0	1,8	1,9	2,5	2,9
Poistot	-1,7	-1,2	-1,1	-1,1	-1,1	-1,3
Liikevoitto	-2,0	-1,2	0,7	0,8	1,4	1,6
<i>Liikevoiton kertaerät</i>	<i>-1,5</i>	<i>-0,2</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
<i>Liikevoitto ilman kertaeriä</i>	<i>-0,4</i>	<i>-0,9</i>	<i>0,7</i>	<i>0,8</i>	<i>1,4</i>	<i>1,6</i>
Rahoituserät	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Voitto ennen veroja	-2,0	-1,3	0,6	0,8	1,4	1,5
Muut erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verot	0,0	0,3	0,4	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	-2,0	-1,0	1,0	0,8	1,4	1,5
<i>Nettotulos ilman kertaeriä</i>	<i>-0,5</i>	<i>-0,8</i>	<i>1,0</i>	<i>0,8</i>	<i>1,4</i>	<i>1,5</i>
Satunnaiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tilikauden tulos	-2,0	-1,0	1,0	0,8	1,4	1,5
<i>Osaakohtainen tulos</i>	<i>-0,31</i>	<i>-0,16</i>	<i>0,16</i>	<i>0,12</i>	<i>0,22</i>	<i>0,24</i>
Osaakohtainen tulos (oikaistu)	-0,07	-0,12	0,16	0,12	0,22	0,24

Aspocompin kulurakenne (MEUR)



Tase

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	8,3	7,8	8,7	8,9	9,4
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat oikeudet	3,1	3,1	3,2	3,2	3,2
Käyttöomaisuus	2,9	2,2	2,5	2,6	3,1
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	2,3	2,6	3,0	3,0	3,0
Vaihtuvat vastaavat	6,7	6,0	7,0	7,5	8,6
Varastot	2,1	2,4	2,6	2,8	3,1
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	3,9	3,3	4,1	4,2	4,7
Likvidit varat	0,7	0,3	0,3	0,5	0,8
Taseen loppusumma	14,9	13,8	15,7	16,4	18,0

Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Oma pääoma	10,7	9,5	10,6	11,4	12,5
Osakepääoma	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Kertyneet voittovarot	5,6	4,3	5,4	6,2	7,3
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	4,0	4,1	4,3	4,3	4,3
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	0,7	0,5	1,2	1,0	1,0
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	0,5	0,1	0,8	0,6	0,6
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,1	0,4	0,4	0,4	0,4
Lyhytaikaiset velat	3,6	3,8	3,9	4,0	4,4
Lainat rahoituslaitoksilta	0,7	1,2	0,7	0,5	0,5
Lyhytaikaiset korottomat velat	2,9	2,7	3,2	3,5	3,9
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	14,9	13,8	15,7	16,4	18,0

Kassavirtalaskelma

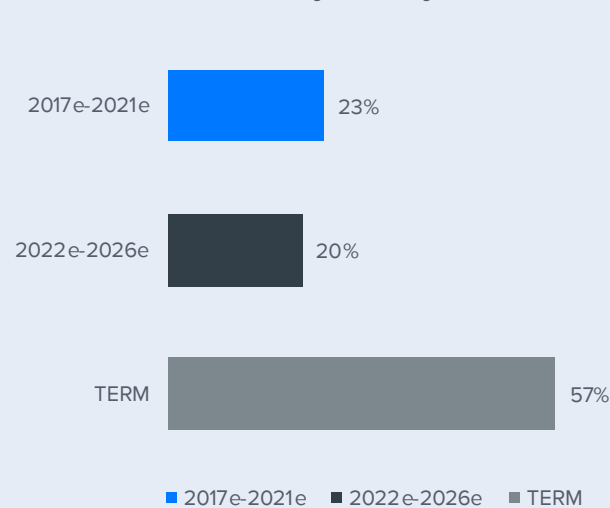
Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	0,7	0,8	1,4	1,6	1,8	1,9	2,0	2,0	2,1	2,2	2,3	
+ Kokonaispoistot	1,1	1,1	1,1	1,3	1,5	1,6	1,4	1,5	1,6	1,6	1,7	
- Maksetut verot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	
- verot rahoituskuluista	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	-0,5	0,0	-0,4	-0,3	-0,3	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	
Operatiivinen kassavirta	1,3	1,9	2,2	2,6	3,0	3,5	3,0	3,0	3,2	3,3	3,5	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-1,6	-1,2	-1,6	-1,7	-1,7	-1,5	-1,6	-1,7	-1,9	-2,0	-2,0	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-0,3	0,7	0,6	0,9	1,3	2,0	1,4	1,3	1,3	1,4	1,5	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-0,3	0,7	0,6	0,9	1,3	2,0	1,4	1,3	1,3	1,4	1,5	24,1
Diskontattu vapaa kassavirta		0,7	0,5	0,7	0,9	1,3	0,9	0,7	0,7	0,6	0,6	10,4
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		18,2	17,5	17,0	16,3	15,3	14,0	13,1	12,3	11,7	11,0	10,4
Velaton arvo DCF		18,2										
- Korolliset velat		-1,5										
+ Rahavarat		0,3										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		16,9										
Oman pääoman arvo DCF per osake		2,64										

Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	15,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	5,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,75 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	9,9 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,6 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksottain



Vastuuvapauslauseke ja suositus historia

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

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjensä 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 käsitellä tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoitus päätöksensä 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 prosenttieroön. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää, osta. Inderesin sijoitus suosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen

kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

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

Suositus historia

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
26.2.2016	Vähennä	1,05 €	1,07 €
6.5.2016	Vähennä	1,20 €	1,18 €
5.8.2016	Vähennä	1,35 €	1,44 €
29.10.2016	Lisää	1,40 €	1,29 €
21.12.2016	Lisää	1,65 €	1,50 €
15.2.2017	Lisää	2,90 €	2,70 €
15.3.2017	Vähennä	2,90 €	3,05 €
28.4.2017	Vähennä	2,90 €	2,97 €
14.8.2017	Vähennä	2,50 €	2,64 €
27.10.2017	Lisää	2,50 €	2,36 €
6.11.2017	Lisää	2,50 €	2,27 €

Inderes Oy



2015

1 Ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017

1 Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016

1 Ennustetarkkuus



2012, 2016

1 Suositustarkkuus



2012, 2016, 2017

2 Suositustarkkuus



2017

3 Suositustarkkuus



2017

1 Suositustarkkuus

Inderes on suomalainen pankeista riippumaton analyysipalvelu. Löydämme sijoittajille parhaat sijoituskohteet ja teemme pörssistä paremman markkinapaikan yhdistämällä sijoittajat ja yhtiöt huippulaadukkaan osakeanalyysin avulla. Inderesin aamukatsaus, mallisalkku ja palkittuihin analyysihin pohjautuvat suositukset tavoittavat päivittäin yli 30 000 kotimaista osakesijoittajaa. Helsingin pörssin kattavin aktiivinen osakeseurantamme sisältää yli 90 kotimaista pörssiyhtiötä, joita analysoimme päivittäin yli 10 analyytikon tiimillä.

Inderes Oy

Itämerenkatu 5

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/nderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.nderes.fi

**Analyysi kuuluu
kaikille.**

www.inderes.fi