

# Aspocomp

## Laaja raportti

17.3.2023 07:55



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Suvantovaiheen kautta takaisin kasvuun

Toistamme Aspocompille lisää-suosituksen, mutta laskemme tavoitehintamme 7,0 euroon (aik. 8,0 €) ennakoitua heikommam Q4-raportin jälkeen. Silti vuosi 2022 oli yhtiölle ennätyksellinen ja näkymä vuoteen 2023 on kohtuullisen hyvä. Keskipitkällä aikavälillä näemme yhtiöllä vahvat edellytykset kannattavaan kasvuun aiempien oikeiden strategisten valintojen ansiosta. Näemme mahdollisuuksia erityisesti puolijohdeteollisuudessa, jossa yhtiöllä on jo vahva asema, ja lähivuosina kasvavalla turvallisuus- ja puolustussektorilla. Osakkeen arvostus on tällä hetkellä kohtuullinen (2023e P/E alle 11x), mikä pitää meidän positiivisena selkeistä ulkoisista riskeistä huolimatta.

## Kyvykäs ja ketterä piirilevy-palveluyhtiö

Aspocomp tarjoaa korkealaatuista piirilevyjen suunnittelu- ja valmistuspalvelua. Yhtiö on toimialalla niche-toimija ja keskittyy strategisesti teknologisesti haastaviin levyihin ja lyhyisiin tuotantosarjoihin, joissa yhtiön Oulun tuotantolaitos on hyvin kilpailukykyinen. Oman tuotantonsa (arviolta 75 % liikevaihdosta) lisäksi yhtiö välittää yhteistyökumppaniensa volyymivalmistuspalveluita (arviolta 25 % liikevaihdosta), mikä antaa yhtiölle mahdollisuuden palvella asiakkaita tuotteen koko elinkaaren ajan. Yhtiön kilpailuedut perustuvat tuotannon kyvykkyyksiin ja joustavuuteen, tästä seuraaviin lyhyisiin läpimenoaikoihin, hyvään maineeseen sekä asiantuntevaan kokonaispalveluun. Strategisesti yhtiö on ottanut harppauksia eteenpäin viimeisen viiden vuoden aikana, mitä kautta yhtiön kilpailukyky ja profiili ovat parantuneet ja yhtiö on luonut edellytykset tuloskasvutarinalle. Yhtiö ei ole enää riippuvainen heiluvista pikatoimituksista ja on positioitunut hyvin tulevaisuuden kasvua ajatellen.

## Alkuvuonna odotettavissa heikkoutta, mutta yleisesti näkymä on edelleen hyvä

Aspocomp ohjeisti vuoden 2023 liikevaihdon kasvavan ja liiketuloksen olevan samalla tasolla kuin vuonna 2022 (4,5 MEUR). Ohjeistus oli odotuksiemme mukainen, mutta Q4'22-tulospettymyksen takia 2022-vertailutaso oli ennusteitamme alhaisempi. Muuten näkymissä korostui puolijohdeteollisuuden (2022: 41 % liikevaihdosta) syklin väliaikainen heikentyminen ja puolustussektorin viiveet, jotka tarkoittavat H1'23:n olevan vaisuhko. Toisaalta näkymä H2'23:lle ja erityisesti vuodelle 2024 vaikuttaa vahvalta yhtiön strategisten painopistealueiden ollessa oikein valittuja. Silti näkymät aiheuttivat painetta erityisesti alkuvuoden 2023 ennusteisiimme, ja 2023 tulosennusteemme laskivat noin 15 %. Toisaalta pidemmän aikavälin ennusteissa ei tapahtunut suuria muutoksia, ja olemme varsin luottavaisia Aspocompin kilpailukykyä ja näkymistä valituilla sektoreilla. Odotammekin yhtiön palaavan tuloskasvun tielle vuonna 2024 uusien asiakkuuksien täyttäessä pian valmistuvaa uutta kapasiteettia.

## Arvostus on kohtuullinen, mutta turvamarginaalia siinä ei ole

Aspocompin arvostuskertoimet ovat kohtuullisia (2023e P/E alle 11x ja EV/EBITDA alle 7x) osakkeen voimakkaan laskun jälkeen. Arvostus on linjassa kansainvälisten piirilevy-yhtiöiden kanssa, jotka tarjoavat arvostukselle alhaisen viitekehityksen. Aspocomp kärsii lyhyellä aikavälillä puolijohdeteollisuuden suvantovaiheesta, mutta pidämme vahvaa positiota sektorilla merkittävänä vahvuutena pidemmällä aikavälillä. Saman tyylisesti yhtiö on rakentanut positiota puolustussektorille, joka on profiililtaan myös suotuisa (korkea vaatimustaso ja paikallinen kilpailukenttä). Vaikka Aspocompin tuloskehityksen ennustaminen on aina vaikeaa, olemme luottavaisia yhtiön kykyyn palata tuloskasvuun lähivuosina. Toimintaympäristöön ja osakemarkkinoihin liittyviä tällä hetkellä korkeita ulkoisia riskejä yhtiö ei pääse karkuun, mutta mielestämme osakkeen riski/tuotto-suhde kääntyy kuitenkin lievästi positiiviseksi.

## Suositus

### Lisää

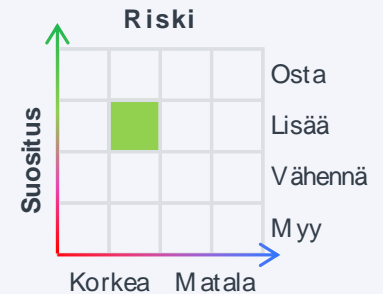
(aik. Lisää)

### 7,00 EUR

(aik. 8,00 EUR)

### Osakekurssi:

6,48



## Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Liikevaihto</b>	39	41	45	49
<b>kasvu-%</b>	18 %	5 %	9 %	8 %
<b>EBIT oik.</b>	4,5	4,4	5,0	5,4
<b>EBIT-% oik.</b>	11,5 %	10,6 %	11,1 %	11,0 %
<b>Nettotulos</b>	4,4	4,2	4,9	5,2
<b>EPS (oik.)</b>	0,64	0,61	0,71	0,77

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

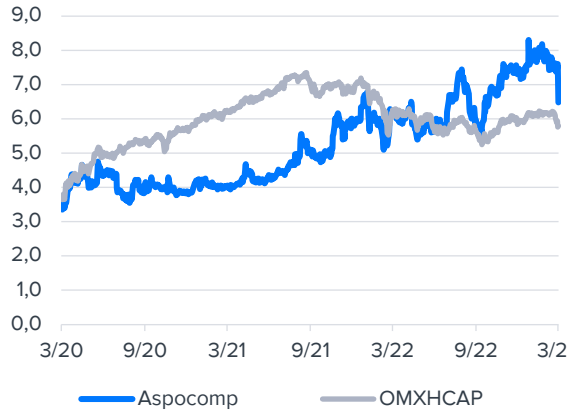
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Uusi ohjeistus)

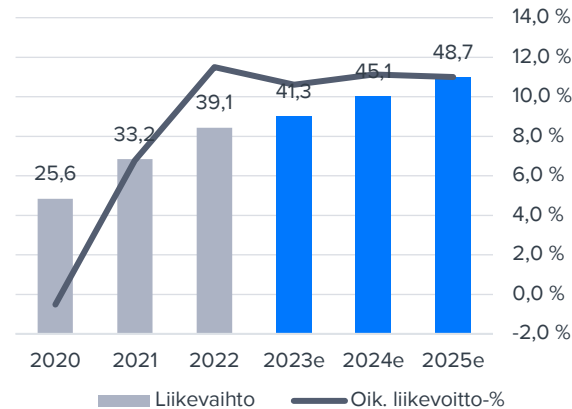
Aspocomp arvioi vuoden 2023 liikevaihdon kasvavan vuodesta 2022 ja liiketuloksen olevan samalla tasolla kuin vuonna 2022. Vuoden 2022 liikevaihto oli 39,1 MEUR ja liiketulos oli 4,5 MEUR.

## Osakekurssi



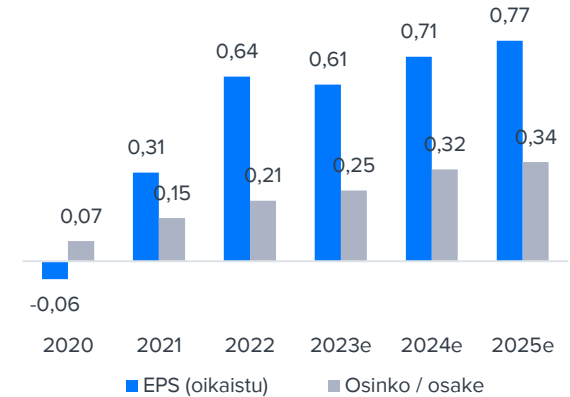
Lähde: Millistream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



## Arvoajurit

- Asiakaskunnan laajentaminen ja voimakas kasvu uusilla sektoreilla kuten puolijohdeteollisuus ja puolustusteollisuus
- Strateginen laajentuminen kokonaistoimituksiin ja tämän kehittäminen
- Liiketoimintaprofiilin muuttuminen paremmin ennakoitaviin tuotekategorioiden
- Paikallisuuden merkityksen nousu
- 5G:n jatkuva kehitys ja uuden tuotekehityssyklin alkaminen
- Hyväksyttävän arvostustason nousu riskiprofiilin pienentyessä hiljalleen



## Riskitekijät

- Globaalin piirilevymarkkinan kehitykseen liittyvä epävarmuus ja markkinahäiriöt
- Ajoittain voimakkaasti vaihteleva kysyntä parantuneesta näkyvyydestä huolimatta
- Kohtuullinen riippuvuus puolijohdeteollisuuden kehityksestä
- Aiemman vahvan kannattavuustason osoittautuminen poikkeukseksi
- Kilpailun oleellinen kiristymisen

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	6,48	6,48	6,48
Osakemäärä, milj. kpl	6,84	6,84	6,84
Markkina-arvo	44	44	44
Yritysarvo (EV)	43	38	33
P/E (oik.)	10,6	9,1	8,5
P/E	10,6	9,1	8,5
P/Kassavirta	9,3	7,0	6,1
P/B	1,8	1,6	1,4
P/S	1,1	1,0	0,9
EV/Liikevaihto	1,0	0,9	0,7
EV/EBITDA (oik.)	6,6	5,1	4,2
EV/EBIT (oik.)	9,8	7,6	6,2
Osinko/tulos (%)	40,0 %	45,0 %	45,0 %
Osinkotuotto-%	3,8 %	4,9 %	5,3 %

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>5-8</b>
Strategia ja kilpailuetu	<b>9-11</b>
Sijoitusprofiili	<b>12-15</b>
Toimiala ja kilpailu	<b>16-19</b>
Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne	<b>20-21</b>
Ennusteet	<b>22-28</b>
Arvonmääritys	<b>29-33</b>
Muut taulukot	<b>34</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>35</b>

# Aspocomp lyhyesti

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

**12,2 % (CAGR)**

Liikevaihdon kasvu 2015-2022

**9,9 %**

Käyttökate-% (2015-2022 keskiarvo)

**39,1 MEUR (+18 % vs. 2021)** **4,5 MEUR (11,5 % lv:sta)**

Liikevaihto 2022

Liikevoitto 2022

**75 % / 25 %**

Liikevaihdon jakauma: oma tuotanto / välitys (Inderesin arvio)

**69 % / 31 % (84 % / 16 %)**

Liikevaihdon jakauma 2022: Eurooppa / Muut mantereet

## Liikevaihdon jakauma (2022)



Lähde: Inderes / Aspocomp

## Vaikea murros 2012-2015

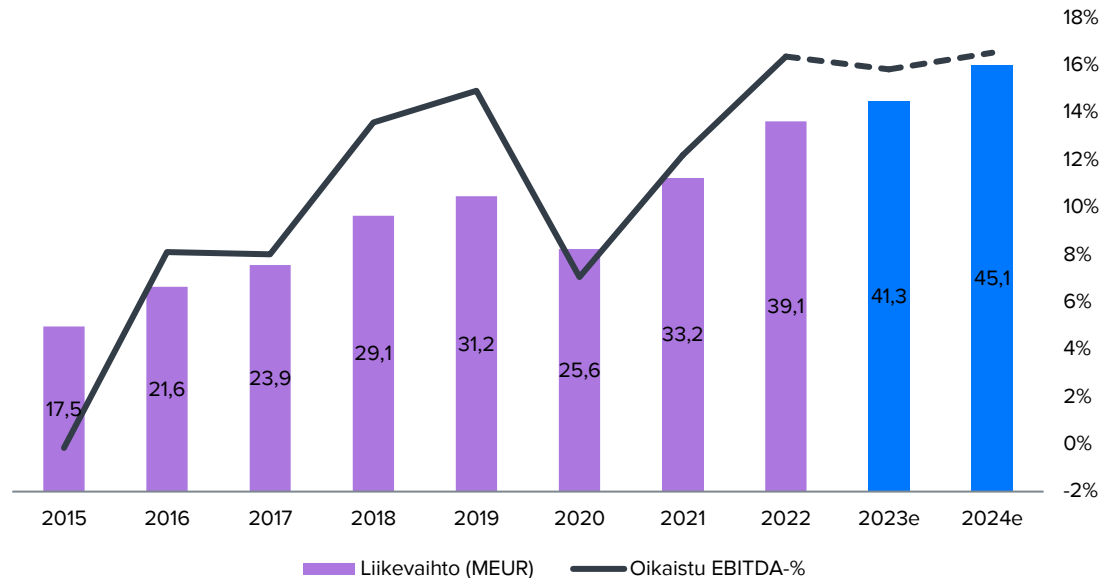
- Merkittävä riski realisoituu, kun Aspocompin ylivoimaisesti suurimman asiakkaan liikevaihto laskee voimakkaasti.
- Yhtiö on juuri investoinut Teuvan tehtaaseen, joka painuu nopeasti tappiolle.
- Lopulta yhtiö luopuu Teuvan tehtaasta ja määrittää uuden strategisen suunnan, ja elpyminen alkaa.

## Nousukausi 2016-2019

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

## Korona ja elpyminen 2020-

- Vuonna 2020 pandemia sekoittaa markkinaa ja yhtiön tulos heikkenee merkittävästi.
- Pandemian vaikutus on näkynyt vielä 2021 puolella, mutta H2'21 tilanne normalisoitui ja vuoden 2022 tulos oli vahva.
- Näkymä vuoteen 2023 on kohtuullinen ja tämän jälkeen edellytykset kannattavaan kasvuun ovat hyvät.



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/3

## Lyhyt yhtiökuvaus

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

## Lyhyiden ja haastavien sarjojen erikoisosaaja

Aspocomp keskittyy korkealaatuisten piirilevyjen suunnittelu- ja valmistuspalveluihin. Yhtiö on erikoistunut omassa tuotannossaan teknologisesti haastavien piirilevyjen valmistamiseen, joissa yhtiön Oulun tehtaalla tuotantolinja on kilpailukykyinen. Yhtiö on investoinut merkittävästi uusiin kyvykkyyksiin ja pystyy nopeisiin toimituksiin myös rakenteeltaan monimutkaisten piirilevyjen osalta. Yhtiön merkittävimpiä etuja ovat korkea teknologinen osaaminen ja tuotannon lyhyet läpimenoajat. Yhtiön läpimenoaika on Euroopan lyhimpiä, mikä on esimerkiksi tuotekehitykseen liittyvissä pienissä sarjoissa merkittävä kilpailuetu. Historiassa tärkeässä roolissa olleiden pikatoimituksien määrä on viime vuosina laskenut. Ne ovat edelleen oleellinen osa Aspocompin

liiketoimintaa, mutta niiden osuus liikevaihdosta on arviomme mukaan laskenut alle 20 %:n (historiassa jopa yli 50 %). Näin ollen ne eivät enää ole ratkaisevassa roolissa kokonaisuutta ajatellen.

## Tarjontaa laajentavat yhteistyökumppanit

Aspocomp ei ole resurssiltaan tai kapasiteetiltaan kilpailukykyinen aasialaisten massatuottajien rinnalla volyymituotannossa, minkä takia yhtiö on laajentanut tarjontaansa strategisien yhteistyökumppaneiden kautta. Näin yhtiö pystyy tarjoamaan teknologiaratkaisuja ja kilpailukykyisempiä tuotteita ”yhdestä osoitteesta” teknologiasta ja määrästä riippumatta. Kyseessä on merkittävä strateginen panostus viimeisen viiden vuoden aikana, mitä kautta yhtiö on päässyt kiinni koko tuotteen elinkaareen Aasian yhteistyökumppaniverkoston kautta.

Välityspalvelu sisältää sopivimman volyymivalmistajan valinnan, tuotteen teknisen tiedon välityksen, laadunvarmistuksen ja logistiset palvelut. Asiakas voi halutessaan ostaa piirilevynsä koko tuotteen elinkaaren ajan yhdestä paikasta. Oman valmistuksen kautta jatkuvasti päivittyvä kokemus piirilevyteknologioista erottaa Aspocompin kilpailussa puhtaista välittäjistä, joilla ei ole omaa valmistusta. Välityspalvelun liikevaihto on kasvanut voimakkaasti ja sen osuus kokonaisuudesta on pidemmällä aikavälillä kasvanut. Lukuja ei ole julkistettu, mutta uskomme osuuden olleen vuonna 2022 noin 25 %, mikä on toimialalle normaali taso Euroopassa. Odotamme kasvun jatkuvan lähivuosina muuta liiketoimintaa nopeampana ja osuuden hiljalleen kasvavan.

## ASPOCOMP

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



\* Inderesin arvio vuoden 2022 jakaumasta

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/3

## Asiakassektoreiden laajentaminen

Aspocompin ylivoimaisesti suurin asiakassektori on historiallisesti ollut tietoliikenne, mikä on perua yhtiön historiasta Nokian merkittävänä alihankkijana. Onkin ollut strategisesti tärkeää poistaa riippuvuus yhdestä sektorista. Näin on myös käynyt, ja nykyään Aspocompin asiakassektorit ovat varsin tasapainoiset. Vuonna 2022 liikevaihtojakaumassa nousi esille voimakkaasti kasvanut puolijohdeteollisuus, mutta muuten kokonaisuus oli tasapainoinen: Puolijohdeteollisuus 41 %, Turvallisuus-, puolustus- ja ilmaitu 16 %, Autoteollisuus 17 %, Tietoliikenne 12 % ja Teollisuuselektronikka 14 %.

Osuudet voivat heilua vuosittain voimakkaasti mm. isojen asiakkuuksien mukana, mutta ainakaan tietoliikennesektorista Aspocompin menestys ei enää ole riippuvainen. Merkittävimmät kasvualueet lähivuosina ovat turvallisuus-, puolustus- ja ilmaitu- sekä puolijohdeteollisuus, jonka kasvunäkymä on edelleen erittäin hyvä keskipitkällä aikavälillä. Investointiohjelma uusiin kyvykkyyksiin on tukenut Aspocompin kehitystä erityisesti näillä sektoreilla.

## Asiakaskunta on ollut erittäin keskittynyt

Aspocompin asiakaskunta on ollut historiallisesti erittäin keskittynyt. Vaikka yhtiö ei ole kertonut virallisesti suurimpien asiakkaidensa nimiä, on yhtiön ylivoimaisesti suurin asiakas historiassa ollut Nokia. Vielä vuonna 2010 Nokia toi yli 50 % Aspocompin liikevaihdosta, mutta tämän jälkeen lasku oli todella suuri (kts. graafi) ja selittää Aspocompin vaikeuksia seuraavina vuosina. Vuoden 2018 jälkeen Aspocomp ei ole julkaisut

vuosikertomuksessaan jakaamaa suurimpien asiakkaiden välillä, mutta asiakaskunta on historiallista hajaantuneempi eikä yksittäisen asiakkaan paino ole kohtuuttoman suuri.

Viiden suurimman asiakkaan osuus liikevaihdosta oli 53 % vuonna 2022, mikä on hieman suurempi kuin vuonna 2021 (48 %). Arviomme mukaan syy löytyy puolijohdeteollisuuden voimakkaasta kasvusta, koska täällä avainasiakkaita on arviomme mukaan rajallisesti. Vaihtuvuutta suurimmissa asiakkaissa on käsityksemme mukaan ollut muutenkin viime vuosina. Tällä hetkellä suurin riskikeskittymä liittyikin puolijohdeteollisuuteen ja negatiiviset ”Nokia-riskit” ovat jääneet historiaan.

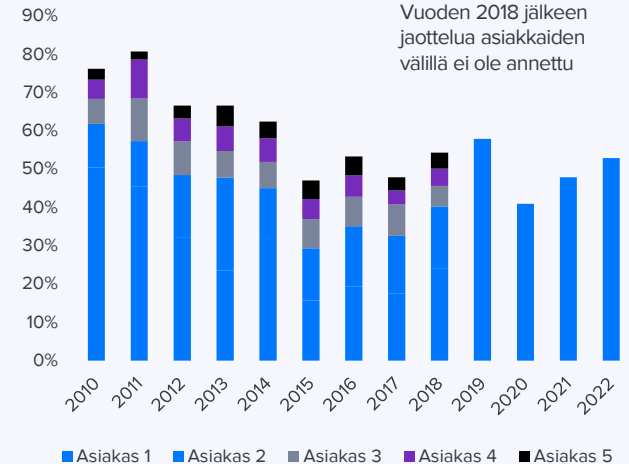
Aspocompille ideaali asiakasportfolio olisi kohtuullinen määrä merkittäviä keskikokoisia asiakkaita. Tärkeintä olisi, ettei yksittäisen asiakkaan tai sektorin kysynnän heilahtelut enää vaikuttaisi merkittävästi kokonaisuuteen. Uskomme yhtiön tavoittelevan suuria 1-3 MEUR:n (liikevaihto vuodessa) ja keskisuuria 0,5-1,0 MEUR:n asiakkaita.

## Liiketoimintamalli

Aspocompin omassa tuotannossa liiketoimintamalli perustuu tuotannon tehokkuuteen, korkeaan teknologiaseen tasoon, joustavuuteen ja tuotannon optimointiin. Haastavaksi tilanteen tekee kroonisesti heikko näkyvyys korkeakatteisiin pikatoimituksiin, ja toisaalta suurempien volyymien alaiset katteet. Tuotannon optimointi on merkittävästi helpompaa keskisuurilla ja ennustettavilla tuotesarjoilla.



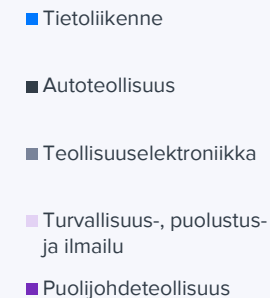
Viiden suurimman asiakkaan osuus liikevaihdosta historiallisesti (%)



Vuoden 2018 jälkeen jaottelua asiakkaiden välillä ei ole annettu



Liikevaihdon jakautuminen (2022)



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/3

Aspocompin täytyy varmistaa riittävät volyymit, jotta tuotanto pysyy järkevästi käynnissä ja kattaa kaikissa tilanteissa kiinteät kulut. Toisaalta yhtiön tulee edelleen säilyttää toimituskyky pikatoimituksille, vaikka näiden rooli on pienentynyt viime vuosina voimakkaasti.

Aspocompin tuotannon dynamiikka ei ole kuin prosessiteollisuudessa. Kapasiteetin käyttöaste heiluu jonkin verran koko ajan, koska tuotanto on lähtökohtaisesti aina volyymiltaan suhteellisen pientä ja vaihtelevuudeltaan suurta (low volume / high mix). Kapasiteettia ei ole järkevää myydä kokonaan täyteen, koska silloin yhtiö menettäisi joustavuutensa eikä korkeakatteisia pikatoimituksia voitaisi tehdä. Yhtiölle suotuisin tilanne on haastavien keskisuurien tilauksien ja pikatoimitusten tasainen virta, joka olisi saavutettavissa riittävän laajasta asiakaskunnasta. Tässä yhtiö on ottanut merkittäviä askeleita eteenpäin.

Yhtiön tuotekatteen ovat yleensä korkeita (keskimäärin ~40 %). Katteet kuitenkin vaihtelevat todella voimakkaasti ja voivat olla ääritapauksissa 10-60 % riippuen esimerkiksi toimitusaikataulusta ja tuotteiden vaativuudesta. Pikatoimitusten osuus heijastuu myös myyntimixiin ja kannattavuuteen. Samalla yhtiön kulurakenne on merkittävin osin kiinteä, mikä tarkoittaa suurta tulosvipua.

Parhaat tuotekatteen ovat lyhyellä toimitusajalla tilatuissa korkean vaatimustason tuotekehitys-sarjoissa, joissa yhtiö saa merkittävän kompensaaion pikatoimituksesta eikä yksikkökustannuksella ole asiakkaalle suurta merkitystä. Kriittinen tekijä on aika ja asiakkaan

T&K-prosessin eteneminen, joten Aspocompin hinnoitteluvoima on nopean läpimenoajan takia huomattava. Vastakkaisessa ääripäässä ovat suhteellisen alhaisen teknologisen vaatimustason tuotteet suuremmissa volyymisarjoissa, joissa vaihtoehtoiskustannus on tuotanto Aasiassa. Silloin katteet painuvat alhaisiksi, mutta Aspocomp tekee pidempiä sarjoja sekä alhaisen teknologiatason piirilevyjä nykyään erittäin vähän.

## Välityслиiketoiminta tukee kasvua

Tulevaisuuden kannattavuusrakenteeseen vaikuttaa volyymivälityksen osuuden kasvu. Tässä liiketoiminnassa katteet eivät lähtökohtaisesti ole niin korkeita kuin omassa tuotannossa. Välityслиiketoiminnassa tuotekatteen liikkuvat arviomme mukaan yleisesti 15-30 %:n välillä, minkä jälkeen yhtiön täytyy kattaa liiketoiminnan kiinteät kulut. Nämä ovat suhteellisen pienet (myynti ja markkinointi sekä asiantuntijoiden käyttö), joten kannattavuus nousee suhteellisen nopeasti tietyn liikevaihtotason jälkeen. Parhaat toimijat ovat pystyneet kestävästi välityслиiketoiminnassa 10 %:n liikevoittotasoon, ja Aspocompin välityслиiketoiminnan kannattavuustaso on arviomme mukaan hyvä.

Selkeä vahvuus on se, ettei partneriverkoston perustuva liiketoiminta sido pääomia, koska se ei vaadi investointeja omaan kapasiteettiin. Välityksen kasvu ei vähentäisi oman tuotannon liikevaihto- tai tulospotentiaalia, vaan tukisi sitä. Yhtiö voisi myös hallita volyymivalmistuksen kautta paremmin myös oman kapasiteetin käyttöastetta ja vahvistaa asiakassuhteita. Kapasiteetti ei myöskään rajoita välityksen kasvua.



## Oman tuotannon avaintekijät

### Vahvuudet

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

### Heikkoudet

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



## Välityksen avaintekijät

### Vahvuudet

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

### Heikkoudet

- Lisäarvon tuottaminen voi jäädä vähäiseksi ja katetasot ovat maltillisia
- Kilpailu on kovaa eikä toimialan kasvu rajallista
- Ei sovi läheskään kaikille asiakkaille



# Strategia ja kilpailuetu 1/2

## Kokonaisvaltaisempaa palvelua

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

## Kumppanimallin peruseriaatteet

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

Välitysliiketoiminnassa yksittäiset toimitukset ovat

käsityksemme mukaan yleensä suhteellisen pieniä, keskimäärin 10000- 20000 euroa (vaihtelu suurta). Yksittäisten tuotteiden vuosivolyymit voivat kuitenkin olla 1 MEUR:n kokoluokassa tai enemmän. Prosessin sujuvuus on kannattavuuden ja skaalautuvuuden kannalta kriittistä. Oleellista on onnistua saamaan kasvavia asiakkaita, jotka tuovat vuosittain lisää volyymia / liikevaihtoa.

## Laajempi asiakaskunta ja tasaisempi kysyntä

Aspocompin tavoitteena on ollut laajentaa asiakassegmenttejään niin, ettei se ole enää yhtä riippuvainen tietoliikennesektorista. Tässä yhtiö on myös onnistunut tässä strategiakaudestaan, ja historiallisesti merkittävän tietoliikenteen merkitys on oleellisesti pienentynyt. Vuonna 2022 suurin riskikeskittymä olikin tässä mielessä voimakkaasti kasvanut puolijohdeteollisuus.

Aspocompilla on vahvoja referenssejä ja omat selkeät vahvuutensa, joita hyödyntämällä yhtiöllä on hyvät mahdollisuudet voittaa uusia asiakkuuksia myös jatkossa. Kumppaniverkosto antaa mahdollisuuden tarjota laajempaa kokonaisuutta profiililtaan sopiville asiakkaille. Aspocomp onkin saanut uusia asiakkaita hyvällä vauhdilla viimeisen viiden vuoden aikana, ja vuonna 2022 näitä tuli erityisesti lähivuosina kasvavalta puolustussektorilta. Asiakaskunnan laajentaminen ja sieltä saatavan liikevaihdon kasvattaminen vaatii kuitenkin aikaa. Perinteisesti asiakkaat aloittavat uuden kumppanin kanssa varovaisesti pienillä tilauksilla ja uusilla tuotteilla. Testijakson jälkeen tilaukset kasvavat hiljalleen Aspocompin onnistuessa, mutta merkittävään liikevaihtoon pääseminen tapahtuu aina viiveellä.



## Strategian pääpiirteet (2017-2022)

- **Siirtyminen palveluyritykseksi**
  - Palvelumallien laajentaminen
- **Koko elinkaaren kattaminen**
  - Kumppaniverkoston vahvistaminen
- **Asiakaskunnan laajentaminen**
  - Kyvykkyyden kasvattaminen uuden asiakassegmentin tarpeisiin
  - Tuotantokapasiteetin kasvattaminen
  - Panostukset Pohjois-Amerikkaan



## Taloudelliset tavoitteet (2017-2022)

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

## Aspocomp tarjoaa ja vakuuttaa välityspalvelussa:

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

# Strategian avainkohdat

-2015

## Aspocomp keskittyi piirilevyjen valmistukseen omilla tehtailla

- Erittäin voimakas asiakaskeskittyminen
- Tietoliikennesektorin ja arviomme mukaan Nokian merkitys oli ylikorostunut
- Kilpailukyky tai tarjonta ei ollut riittävällä tasolla ydinalueiden ulkopuolella

2015  
-  
2019

## Transformaatio kokonaisvaltaisemmaksi piirilevypalveluyhtiöksi

- Asiakaskunnan laajentaminen avaintekijöitä
- Fokus oman valmistuskapasiteetin optimoinnista asiakkaiden kokonaisvaltaisiin tarpeisiin
- Yhtiö loi yhteistyökumppaniverkoston Aasiaan, jotka voivat tehdä myös pidempiä sarjoja kustannuskilpailukykyisesti
- Aspocomp pystyy tarjoamaan asiakkaalle piirilevyjä koko tuotteen elinkaaren ajalle tuotekehitysvaihteen pikatoimituksista volyyminvaiheeseen (kumppanien kautta)

2020  
-  
2022

## Investointiohjelman hyödyt näkyviin

- Aspocomp julkisti 2017 yhtiölle merkittävän noin 10 MEUR:n investointiohjelman
- Ensimmäisen osan uusiin kyvykkyyksiin liittyvät investoinnit Oulun tehtaalla tehtiin 2020-2021
- Oulun tehtaan kapasiteetin nostoon tehtävät investoinnit vielä osittain kesken ja niiden odotetaan valmistuvan kesään 2023 mennessä
- Kapasiteetin lisäksi investoinnit kohdistuvat automaation parantamiseen ja tuotannon tehostamiseen

## Strategian Must Win Battles

### Toteutunut

- Siirtyminen tuotekeskeisyydestä asiakaskeksiseksi palveluyhtiöksi
- Asiakaskunnan laajentuminen
- Yhtiön taloudellisen tilanteen merkittävä vahvistaminen ja vakauttaminen
- Asiakkaiden voittaminen Yhdysvalloissa
- Vahva tulosparannus vuonna 2022
- Pikatoimitusten painoarvon lasku

### Lähitulevaisuus 1-2v

- Investointiohjelman loppuun saattaminen ja uuden kapasiteetin ylösajo
- Asiakaskunnan laajentaminen sekä nykyisten asiakkuuksien kasvattaminen, mitä uuden kapasiteetin täyttäminen vaatii
- Teknologisten kyvykkyyksien ylläpitäminen
- Strategian päivittäminen, sillä yhtiön strategiakausi päättyi vuoteen 2022
- Uusien taloudellisten tavoitteiden määrittäminen

### Seuraavat 5 vuotta

- Pitkäjänteiden kehitystyön jatkaminen optimaalisen liikevaihtorakenteen saavuttamiseksi (tuotannon optimointi)
- Teknologisen kyvykkyyden ylläpitäminen
- Riittävän kokoluokan varmistaminen (kasvu)
- Pääoman allokoinnissa onnistuminen
- Pidemmän aikavälin tavoitteena on ollut 50/50-jako oman valmistuksen ja välityksen välillä, mikä riippuu kuitenkin asiakkaiden tarpeista

# Strategia ja kilpailuetu 2/2

## Kilpailuedut

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

Mielestämme Aspocompin merkittävimmät kilpailuedut voidaan tiivistää seuraavasti:

- Oulun tuotantolinjan erittäin nopea läpimenoaika pienissä sarjoissa
- Tuotannon kyvykkyys, laatu, joustavuus ja organisaation 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 yhtiöllä on luotettavan sekä laadukkaan toimittajan maine. Tämä on erittäin tärkeä kilpailutekijä erityisesti suurille toimijoille. Yhtiöllä on vuosien varrella kumuloitunut vahva osaamis pohja sekä paljon merkittäviä referenssejä. Pohjoismaissa yhtiöllä on myös vahva asema markkinoilla ja myös Euroopan

mittakaavassa Aspocomp on merkittävä toimija. Hyvästä maineesta ja osaamisesta kertovat myös menestys teknologisesti haastavilla sektoreilla kuten puolijohdeteollisuudessa. Luotettavuus ja myös paikallisuus ovat merkittäviä tekijöitä erityisesti turvallisuus- ja puolustussektoreilla.

## Kilpailuhaitat

Aspocompilla on myös heikkouksia. Yhtiöllä ei ole mahdollisuuksia kilpailla volyymituotannossa aasialaisten kilpailijoiden kanssa, mutta nykyisessä strategiassa yhteistyökumppanit hoitavat tämän. Ilman aikarajoitteita tehtävissä tilauksissa yhtiön hinnoitteluvoima on tiukan kilpailutilanteen vallitessa lähes olematon. Tämä kuuluu toimialan realiteetteihin, ja tekee kapasiteetin hallinnasta haastavaa ja erittäin tärkeää. Uhka on kuitenkin lähtökohtaisesti ohimenevä pohjalla olevan kysynnän kasvaessa pitkällä aikavälillä.

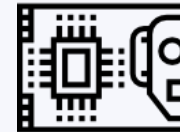
Lisäksi Aspocompilla on pienenä yhtiönä yleisesti rajalliset resurssit. Toistaiseksi Aspocomp on pystynyt tekemään hyvin riittävät investoinnit pitääkseen tuotannollisen kilpailukykyyn hyvällä tasolla, mutta erittäin huonossa skenaariossa tämä vaarantuisi. Käytännössä silloin liikevaihdon ja kannattavuuden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

Suuri ja jatkuva haaste on kysynnän voimakas heilunta ja heikko ennustettavuus, mikä johtuu pääosin liiketoiminnan luonteesta ja osittain suurimpien asiakkaiden heiluvista volyymeista. Tämä ongelma on kuitenkin pienentynyt merkittävästi viime vuosina.



## Aspocompin kilpailuedun ydin

### Tuotannon nopeus ja joustavuus



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

### Teknologinen kyvykkyys



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

### Yhteistyöverkosto ja maine



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

# Sijoitusprofiili 1/2

## Vahvuudet

### Kilpailukykyinen tuotanto (high mix/low volume).

Aspocompin kilpailukyky on vahva omalla ydinalueellaan korkealaatuisen ja joustavan tuotannon takia. Yhtiön niche ovat lyhyehköt ja haastavat sarjat sekä korkealaatuiset pikatoimitukset, joissa toimitusaikataulu on yksikköhintoja tärkeämpää.

### Strateginen kehitys laajentaa mahdollisuuksia.

Kumppaniverkoston kautta yhtiö voi tarjota asiakkailleen koko elinkaaren tuotannon ”yhdestä paikasta” kohtuulliseen kokonaiskustannukseen. Välitys on yhtiölle merkittävä (tulos)kasvuajuri. Lisäksi yhtiön asiakaskunta on kasvanut ja tasapainottunut merkittävästi viime vuosina.

## Heikkoudet

**Keskittynyt asiakaskunta** on edelleen riski, vaikka Aspocompin asiakaskunta on laajentunut sekä määrässä että sektoreissa. Yhtiön viiden suurimman asiakkaan osuus liikevaihdosta oli 53 % vuonna 2022 (2021: 48 %).

**Asema arvoketjussa on haastava.** Vaikka yhtiöllä on vahvuutensa omalla ydinalueellaan, voi neuvotteluasema suurempien ja isoissa volyyymeissä hintasensitiivisten asiakkaiden kanssa olla haastava. Tilanne vaihtelee toimialan kapasiteetti-tilanteen mukana. ”Preferred Supplier” -asemastaan huolimatta yhtiöllä ei ole yleensä suurta hinnoitteluvoimaa kilpailutuksissa.

**Kasvu sitoo käyttö pääomaa.** Erityisesti suuremmat asiakkaat vaativat pitkiä maksuaikoja, mutta Aspocompin on vaikea saada vastaavia

etuja sen toimittajilta. Vuoden 2022 lopussa vaihto-omaisuus ja myyntisaamiset muodostivat 50 % taseesta. Näin ollen nettokäyttöpääoman kertyminen vaikeuttaa yhtiön kasvua, vaikka tase on nykyään hyvässä kunnossa.

**Heikohko näkyvyys** kysyntään ja suuret kysynnän vaihtelut aiheuttavat tuloskehitykseen suuria heilahduksia. Tuloskehitys on kuitenkin tasoittunut merkittävästi historiasta, kun pikatoimituksien merkitys on pienentynyt.

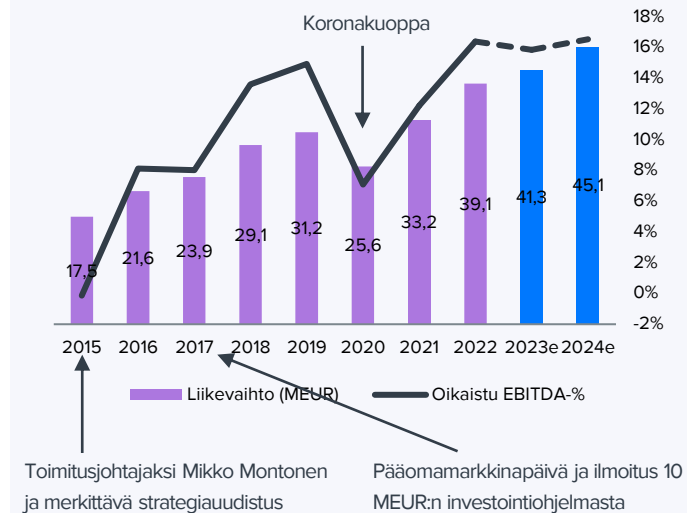
## Mahdollisuudet

**Kasvupohja on hyvä** uusien asiakkaiden tuodessa kasvavaa liikevaihtoa ja asiakaskunnan laajentuessa edelleen. Uuden asiakkaan voittamisen ja merkittävän liikevaihdon välillä on alalla pitkä viive. Yhtiö on rakentanut pohjaa tulevaisuuden kasvua ajatellen, ja esimerkiksi puolustus- ja puolijohdeteollisuudet sisältävät edelleen merkittäviä kasvumahdollisuuksia.

**Paikallisuuden merkitys** on nostanut oleellisesti merkitystään mm. koronapandemian sekoittamien toimitusketjujen, Ukrainan sodan jälkeen ja geopolittisten jännitteiden takia. Tämä tukee Aspocompin kysyntää länsimaissa erityisesti kriittisillä turvallisuus- ja puolustussektoreilla.

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

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



# Sijoitusprofiili 2/2

## Uhat

**Aasialaisten kasvu Euroopassa.** Mielestämme on mahdollista, että pitkällä aikavälillä toistaiseksi suuriin volyymeihin keskittyvät aasialaiset yhtiöt alkavat soveltaa Euroopassa voimakkaammin Aspocompin mallin kaltaista liiketoimintaa. Pienemmät volyymit Euroopassa voisivat toimia sisäänheittotuotteina asiakkaille ja tarjoaisivat sitä kautta jäteille kilpailuedun. Lisäksi aasialaiset jätit voisivat panostaa yhä enemmän välitystoimintaan myyden omia volyymejaan suuremmin myös keskiuurille asiakkaille Euroopassa. Tämä voisi kiristää Euroopan markkinaa merkittävästi ja vaikeuttaa Aspocompin asemaa. Toisaalta Aspocomp voisi olla myös yritysostokohde.

**Tuotekehityksen siirtyminen.** Oleellinen osa Aspocompin liiketoiminnasta pohjautuu edelleen erityisesti tuotekehityksessä käytettäviin pikatoimituksiin. Jos asiakkaiden tuotekehitys siirtyisi merkittävässä määrin pois Suomesta tai Euroopasta, Aspocompin kilpailuetu sektorilla heikentyisi merkittävästi. Tällä hetkellä pidämme epätodennäköisenä, että tuotekehitystä siirtyisi esimerkiksi valmistuksen perässä Aasiaan, koska virta on enemmänkin kääntynyt kohti paikallisuutta.

## Yhteenveto: korkean riskiprofiiliin kasvuyhtiö

Aspocomp on viimeisen seitsemän vuoden aikana todistanut olevansa kannattavan kasvun yhtiö, vaikka tarina ottikin pahasti osunaa pandemiassa. Vuodet 2020 ja 2021 vahvistaakin sen, että yhtiön riskiprofiili on merkittävästi kehitysaskeleista huolimatta korkea. Vuosi 2022 oli kuitenkin jälleen

vahva, yhtiö on hyvin kilpailukykyinen ja näkymät ovat varsin hyvät lähivuosille ulkoisesta epävarmuudesta huolimatta.

Aspocomp profiloituu mielestämme pieneksi kasvuyhtiöksi. Vuosien 2015-2022 liikevaihdon kasvu on ollut keskimäärin yli 12 % ja samalla yhtiö on rakentanut myös selvästi aikaisempaa laajemman ja vahvemman pohjan liiketoiminnalle. Yhtiö on saanut viime vuosina merkittävän määrän uusia asiakkaita, joista osa on kasvanut jo suureen kokoluokkaan ja osan kanssa yhteistyö on vasta alkamassa. Tämä tasapainottaa asiakasjakaumaa ja laskee aiemmin erittäin korkeaa riskiprofiilia.

Osakkeen keskeisimmät arvoajurit ovat mielestämme vahva orgaaninen liikevaihdon ja tuloksen kasvu sekä riskiprofiilin pientyminen. Yritysostot ovat mahdollisia, mutta mielestämme toistaiseksi epätodennäköisiä. Suurimpana haasteena koemme yhtiön aseman arvoketjussa, mikä asettaa hinnoittelulle ja toiminnan tehokkuudelle jatkuvia paineita. Lisäksi selkeä riski on edelleen keskittynyt asiakaskunta.

Mielestämme osakkeen pitkän aikavälin tuotto-odotus nojaa tulevaisuuden tuloskasvuun, mihin vaikuttaa yhtiön oletettavasti vahvan operatiivisen kehityksen lisäksi epävarma markkinakehitys. Osinkotuotto on myös kasvavassa roolissa. Vaikka pikatoimituksien osuus kokonaisuudesta on pientynyt merkittävästi, liiketoimintamalli nojaa edelleen osin pikatoimituksiin, joissa näkyvyys on kroonisesti heikko. Tuloskehityksen arviointi yhtiön ulkopuolelta on haastavaa, joten sijoittajilla on hyvä olla korkea riskinsietokyky.



## SWOT-analyysin tiivistelmä

Vahvuudet	Heikkoudet
<ul style="list-style-type: none"><li>Kilpailukykyinen oma tuotanto</li><li>Uusien investointien tuomat kyvykkyydet</li><li>Vahva strateginen kehitys</li><li>Hyvä maine ja taloudellinen asema</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>Rajallinen hinnoitteluvoima</li><li>Kasvu sitoo pääomaa</li><li>Keskittynyt asiakaskunta</li><li>Edelleen rajallinen näkyvyys</li></ul>
<ul style="list-style-type: none"><li>Kasvupohja on hyvä</li><li>Paikallisuus</li><li>Uuden liiketoimintamallin todellinen läpilyönti</li><li>Yhdysvaltojen markkinalla menestyminen</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>Aasialaisten kasvu Euroopassa</li><li>Merkittävien asiakkaiden tuotekehityksen siirtyminen</li><li>Kilpailun yleinen kiristyminen</li></ul>
<b>Mahdollisuudet</b>	<b>Uhat</b>

# Sijoitusprofiili

1.

**Merkittävä kasvupotentiaali**

2.

**Vahva asema merkittävillä kasvualueilla kuten puolijohdeteollisuus**

3.

**Yleensä heikohko näkyvyys kysyntään nostaa riskiprofiilia**

4.

**Suhteellisen kevyt taserakenne**

5.

**Edelleen varsin korkea riskiprofiili**

## Potentiaali



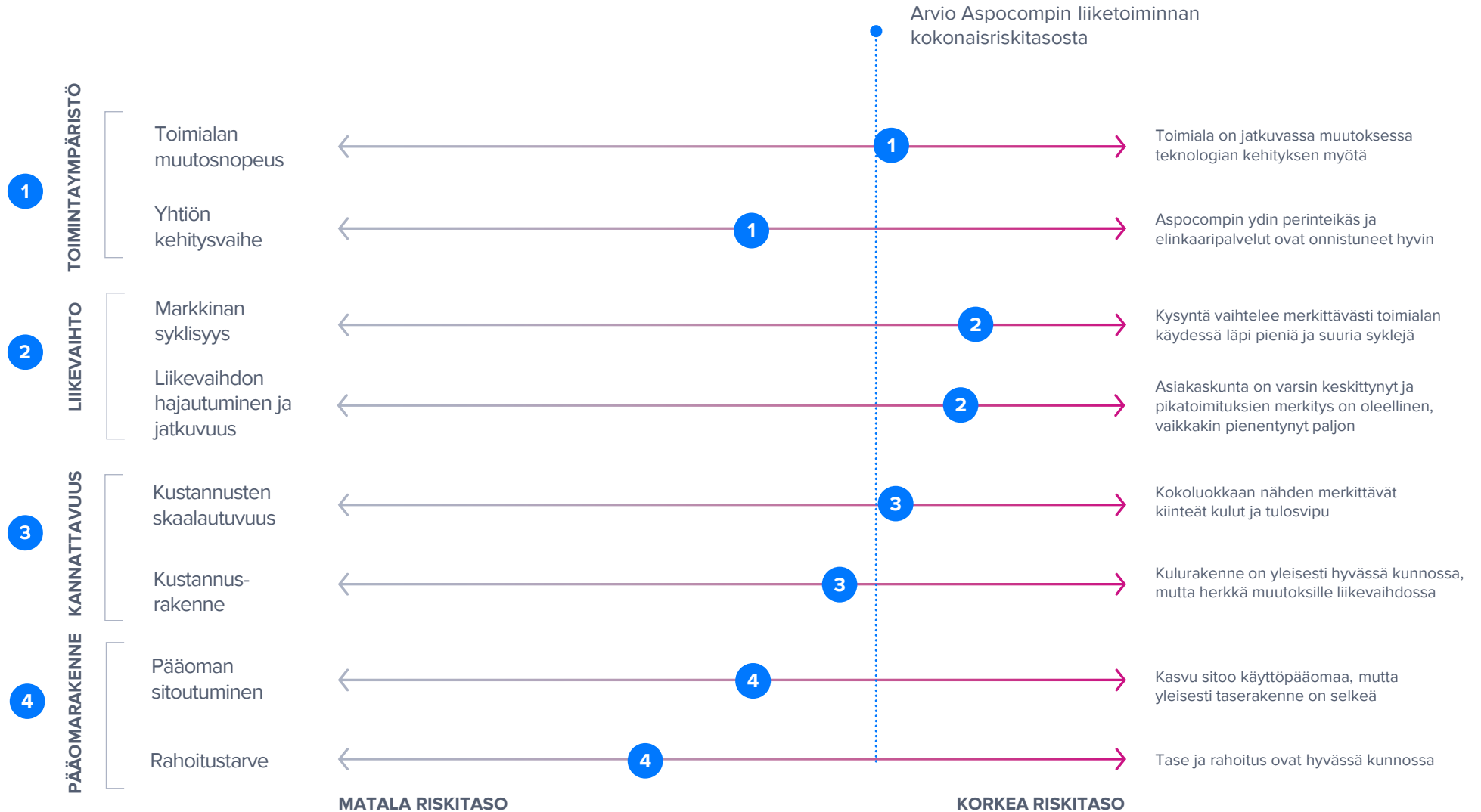
- Aspocomp on niche-toimija valtavalla markkinalla
- Elinkaaristrategia on edennyt hyvin ja tukenut kasvua
- Yhtiö on merkittävien investointien ansiosta hyvin kilpailukykyinen ja voittanut uusia asiakkuuksia
- Kannattavuudessa on edelleen parantamisen varaa, mutta vuoden 2022 tasokorjauksen jälkeen myös kannattavuuden ylläpitäminen vaatii hyvää suoritusta

## Riskit



- Näkyvyys rajallinen pikatoimituksien oleellisen roolin takia
- Koronapandemia muistutti globaalin piirilevymarkkinan riskeistä ja välillä tapahtuvista markkinahäiriöistä
- Tuottopotentiaali vaatii tuloskasvua
- Kasvu ja suuret investoinnit vaativat pääomia

# Liiketoimintamallin riskiprofiili



# Toimiala ja kilpailu 1/4

## Perusteet

Piirilevy on pääasiallinen liitännämenetelmä elektronisissa laitteissa: useimmissa elektronisissa laitteissa piirilevy toteuttaa komponenttien välisen kytkennän sekä toimii komponenttien asennusalustana. Globaali piirilevymerkkina on kooltaan yli 80 miljardia dollaria, mutta Aspocompille relevanttimman Euroopan osuus kokonaismarkkinasta on arviolta noin 5 %. Euroopassa suurin asiakassegmentti on ollut autoteollisuus, joka on ollut heikko viime vuosina. Euroopassa tehdään tyypillisesti pieniä tuotekehityssarjoja, mikä on Aspocompille houkuttelevin niche, ja mahdollisesti aloitetaan sarjatuotantoa. Volyyminvaiheessa tuotanto siirtyi yleensä Aasiaan ja erityisesti kuluttajatuotteiden massatuotanto on siellä, missä yksikkökustannukset ovat alhaisia. Aasian (Taiwan, Japani, Etelä-Korea ja Kiina) osuus piirilevymerkkina on jo yli 80 %. Aasian massavalmistajat ovat käytännössä ylivoimaisia kilpailussa silloin, kun tuotantomäärät ovat suuria.

Piirilevymerkkina kasvavat erilaisten elektronisten laitteiden vaatiessa lisää piirilevyjä ja piirilevyjen suhteellisen merkityksen kasvaessa elektroniikkateollisuudessa. Merkkina kasvun odotetaan olevan noin 5 % vuodessa, mutta Aspocompin kasvunäkymät eivät ole sidoksissa kokonaismarkkinan kasvuun. Oleellisempaa on se, että yhtiö pystyy kasvattamaan merkkinaosuuttaan olemassa olevien asiakkaiden keskuudessa ja saamaan uusia asiakkaita. Kokonaismarkkinan kasvu antaa kuitenkin paremmat mahdollisuudet myös Aspocompin kasvulle, sillä se pitää

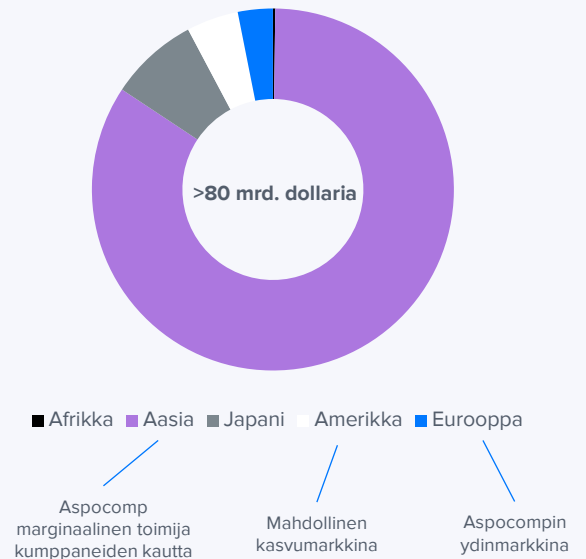
suurempien toimijoiden kapasiteetin täynnä ja fokuksen pois pienemmiltä niche-merkkinoilta.

## Aspocomp on marginaalinen toimija, mutta häiriötilanteet heijastuvat myös siihen

Aspocomp on marginaalinen toimija kokonaismarkkinalla, mutta merkkina kehitys vaikuttaa myös sen liiketoimintaympäristöön. Väliillä merkkinoille tulee uusia merkittäviä volyymituotteita (esimerkiksi uusi iPhone), jotka voivat väliaikaisesti täyttää volyyminvalmistajien kapasiteetin. Häiriötilanteen taustalla voi olla ongelma piirilevyjen volyymitoimituksissa ylikysynnän, onnettomuuden tai piirilevyille ladottavan komponentin toimituksissa. Toisaalta esimerkiksi koronapandemia aiheutti väliaikaista ylikapasiteettia merkkinalle, mikä heijastui voimalla Aspocompin kysyntään vuonna 2020.

Elektroniikan toimitusketjuissa nousevan äkillisen tarpeen tyydyttäminen on hankalaa ja kustannustehotonta pitkiä sarjoja valmistavalle volyymitoimittajalle, jolloin Aspocompin tehdas pystyy väliaikaisesti paikkaamaan syntyneitä volyymitarvetta. Silloin Aspocomp näkee piikin kysynnässään, vaikka kapasiteettia ei yleensä käytetä volyymituotannossa. Näin tapahtui esimerkiksi keväällä 2014, kun suuret verkkoinvestoinnit täyttivät väliaikaisesti volyyminvalmistajien kapasiteetin ja verkkoyhtiöt halusivat varmistaa oman saatavuutensa. Aspocomp sai tietoliikennesektorilta (arvioimme mukaan Nokialta) merkittävän volyymitilauksen, joka olisi normaalisti valmistettu Aasiassa.

## Piirilevymerkkinan jakautuminen



Markkinatietoja	Koko (Mrd. \$)	Kasvuenn. (%)	Liikevaihto (M€)	Aspocompin potentiaali
Autoteollisuus	~5	5,0 %	5,4	Korkea
Tietoliikenne	~6	1,5 %	4,7	Korkea
Turvallisuus ja puolustus	> 3	3,6 %	6,1	Korkea
Puolijohdetestaus	< 1	2,5 %	15,9	Korkea (realisoitunut)
Teollisuus-elektroniikka	< 3	4,0 %	5,5	Kohtuullinen
Piirilevymerkkina yhteensä	>80	~5 %	39,1	

Lähde: Inderes, taustalla mm. Aspocompin ja Prismarkin näkemykset. Liikevaihto viittaa Aspocompin vuoden 2022 tasoon. Globaalimarkkinan tiedot: Data4PCB 04/2020.



# Toimiala ja kilpailu 2/4

## Pohjois-Amerikan markkinat ovat mielenkiintoiset

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

Yhdysvaltain paikallisen kilpailukentän taso ei ole erityisen vakuuttava, mikä on tarjonnut Aspocompin kaltaisille korkean teknologian valmistajille mahdollisuuden päästä markkinoille. Lisäksi yhtiötä tässä auttavat tuotannon tehokkuus ja lyhyet läpimenoajat, minkä ansiosta logistiikkaan kuluvan ajan ei pitäisi olla kohtuuton. Aspocomp on pyrkinyt Pohjois-Amerikan markkinoille ja pystynyt voittamaan asiakkuuksia ilman paikallista valmistusta. Kyseisen strategian vaatimat panostukset (ja sitä kautta riskit) ovat kohtuullisen pienet. Strategia on vaikuttanut toimivalta ja arviomme mukaan yhtiö voi kasvaa Yhdysvalloissa asteittain hallitulla riskillä. Aspocomp on Yhdysvalloissa edelleen haastaja, vaikka menestystä on jo saavutettu.

## Kilpailuttaminen on toimialalla raakaa

Piirilevymarkkinoilla toimii alihankkijamalli, jossa potentiaaliset toimittajat jaetaan eri kategorioihin

ja tilaukset kilpailutetaan näiden kesken. Lisäksi alalla käytetään raamisopimuksia. Suuremmilla toimijoilla on perinteisesti ”Preferred supplier” asema, mikä Aspocompilla on monien asiakkaidensa kanssa. Tämä tarkoittaa, että yhtiö on mukana asiakkaan kilpailutuksissa ja voi tehdä tarjouksia, mutta se ei takaa vielä yhtään tilausta. Valikoituja toimittajia on aina rajallinen määrä (esimerkiksi 2-6) eikä kilpailutus siis tarkoita kaikille avointa huutokauppaa, mikä johtaisi helposti polkuhintoihin ylikapasiteettitilanteissa.

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

## Kilpailukentän jakautuminen

Piirilevytoimiala on jakautunut volyymitoimittajiin ja pieniin toimijoihin (kuten Aspocomp), jotka ovat löytäneet oman markkinarakonsa. Maailmassa on arviolta ~1700 aktiivista piirilevyvalmistajaa, mutta käsityksemme mukaan sata suurinta valmistajaa kontrolloi volyyximarkkinaa. Arviolta kolmannes markkinasta on kymmenen suurimman hallussa.

Alan suurimmat toimijat omaavat erittäin suuren

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

Suurien lisäksi alalla on ollut suuri määrä pieniä yhtiöitä, joiden kokoluokka jää monesti murto-osaan esimerkiksi Aspocompista. Todella pienien piirilevyvalmistajien määrä on edelleen merkittävä, mutta näkemyksemme mukaan se on ollut voimakkaassa laskussa viime vuosina. Esimerkiksi Euroopassa oli Aspocompin mukaan vielä 2007 yhteensä 319 piirilevyvalmistajaa, mutta vuonna 2017 vastaava määrä oli enää 223 (-30 %). Viime vuosina murros on kiihtynyt, ja 2021 valmistajien määrä oli enää 171.

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

# Toimiala ja kilpailu 3/4

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

## Oma tuotanto vs. ”välittäjät”

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

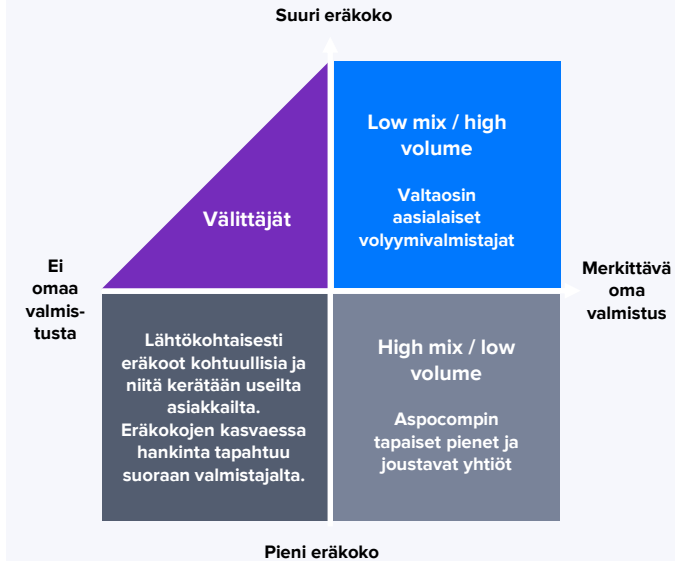
Aspocomp kilpailee välittäjiä vastaan omassa volyymivalmistusvälityspalvelussaan, mutta yhtiöllä on myös omaa valmistusta. Tämä antaa yhtiölle edun teknologisessa osaamisessa ja lisää mielestämme selvästi yhtiön uskottavuutta.

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

## Kilpailutilanne on kireä mutta terve

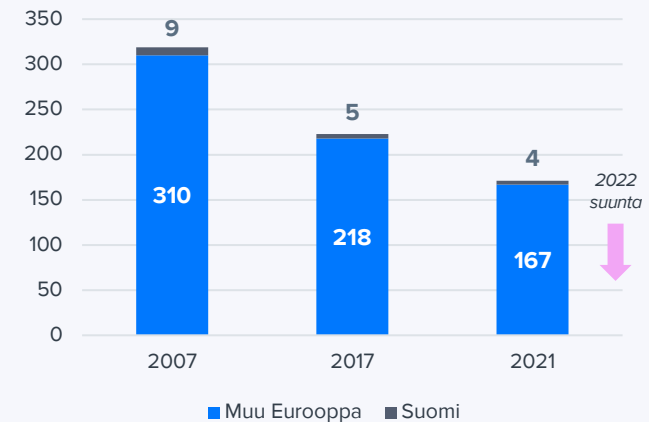
Aspocompin kotimarkkina on Eurooppa, jonka kilpailukenttä eroaa selvästi Aasian vastaavasta. Euroopassa on muutamia yli 100 MEUR:n liikevaihtoluokassa toimivaa valmistajaa ja markkinoilla on paljon todella pieniä toimijoita. Euroopassa alalla on toimijoita yhteensä noin 170 ja Aspocomp on ollut viime vuodet noin 20. sijalla Euroopan mittakaavassa. Kun tähän lisätään Aspocompin varsin vakuuttavat asiakasreferenssit, yhtiö on Euroopassa uskottava ja merkittävä toimija pienestä koostaan huolimatta.

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



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

## Piirilevyvalmistajia Euroopassa



Datalähde: Data4PCB, Suomen 2021 tilanne oma arvio

# Toimiala ja kilpailu 4/4

Yleensä alan dynamiikka on korjannut tilanteen suhteellisen nopeasti ja yltärinta rauhoittui kesällä 2021 pahimman pandemiavaiheen jälkeen. Tämän jälkeen kapasiteettia / raaka-aineita ei taas ollut riittävästi ja toimitusajat venyivät merkittävästi. Nyt tilanne on jälleen normalisoitunut. Mielestämme kilpailutilanne ei anna mitään ilmaiseksi, muttei myöskään estä menestystä. Aspocompilla on mielestämme edellytykset pärjätä kilpailussa Euroopassa sekä ottaa oma osansa Pohjois-Amerikan markkinoilla.

## Yhteistyömalli muuttaa kokonais kuvaa

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

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

kasvanut suunnilleen linjassa oman tuotannon kanssa koronapandemian jälkeen.

## Ala konsolidoituu hiljalleen

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

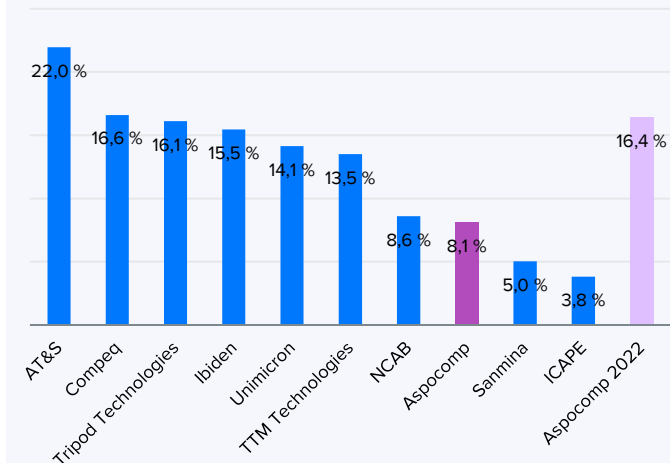
Selkein syy yritysostolle olisi asiakasportfolion vahvistaminen uusilla asiakkuuksilla sekä laajentaminen tietyille toimialalle. Vaikka Aspocomp on strategiassaan nostonut esille myös epäorgaanisen kasvun kartoittamisen, ei yritysostoja ole tapahtunut. Keskipitkällä aikavälillä yritysostojen todennäköisyydet kuitenkin kasvavat, kun Oulun tehtaan kapasiteetti voi tulla vastaan. Aiemmin todennäköisin ostokohde olisi arviomme mukaan ollut välitysluokkiminnan vahvistaminen kohdistetulla yritysostolla. Tällä segmentillä erityisesti NCAB ja ICAPE ovat olleet erittäin aktiivisia, joten kohteista voi olla jo kisailua.

Emme pidä Aspocompia erityisen potentiaalisenä yritysostokohdeena teolliselle ostajalle, mutta mahdollinen se toki on. Ostajaehdokkaista voisivat olla esimerkiksi aasialaiset, jotka haluaisivat jalansijaa Euroopasta. Myös edellä mainitut sarjayhdistelyä tekevät välittäjät voisivat jossain vaiheessa olla kiinnostuneita hankkimaan myös valmistusta ja siihen liittyvää osaamista.

## Valikoituja Aspocompin kilpailijoita



## Käyttökatemarginaali (mediaani, 2015-2021)



# Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne

## Historiallinen tulostaso on vaihdellut paljon

Aspocompin taloudellinen kehitys oli 2000-luvun alussa todella heikkoa, mutta suunta kääntyi vuonna 2015 ja kannattavuus on ollut viime vuosina pääsääntöisesti hyvällä tasolla (pandemian vaikutusaika pois lukien). Aspocompin keskimääräinen käyttökate-% on ollut noin 11 % vuosina 2016-2022 ja vastaava liikevoitto-% noin 7 % heiluen voimakkaasti. Vuosina 2018-2019 ennen koronaa yhtiö ylsi 10 %:n liikevoittoon, ja vuonna 2022 liikevoitto-% oli jälleen erittäin hyvä 11,5 %.

Korkealla kapasiteetin käyttöasteella yhtiö tekeekin nykykunnossaan vahvoja tuloksia erittäin hyvällä kannattavuudella. Kannattavuus riippuu myyntimixistä (joka on parantunut teknologisen vaatimustason mukana), kuorman tasaisuudesta sekä siitä, miten suuri osa liikevaihdosta tulee ”volyymistä” ja toisaalta pikatoimituksista. Myyntimixillä tarkoitammekin Aspocompin kohdalla sitä, miten suuri osa liikevaihdosta tulee teknologisesti vaativista piirilevyistä tai korkeakatteisista pikatoimituksista, ja miten suuri osa volyymituotteista. Myös volyyminenäilyksen (arvio normaalitasosta 25 % liikevaihdosta) ja oman tuotannon (75 %) painoituksilla on merkitystä. Pikatoimituksissa ja vaativissa levyissä Aspocompin kilpailuetu- ja hinnoitteluvoima on ylivoimaisesti suurin.

Arviomme mukaan 10-25 % Oulun tehtaan toimituksista voitaisiin luokitella pikatoimituksiksi vuonna 2022. Osuus on arviomme mukaan laskenut voimakkaasti, kun tietoliikennesektorin (myynti vahvasti painottunut pikatoimituksiin)

osuus liikevaihdosta on laskenut viime vuosina. Historiassa taso on ollut yli 50 %. Suurista volyymitoimituksista voidaan saada liikevaihtoa, mutta kannattavuus jää helposti alhaiseksi. Ideaalitulanteessa pieniä teknologisesti haastavia sarjoja ja pikatoimituksia tulisi koko ajan sopivasti pitäen kapasiteetin käyttöasteen hyvällä tasolla.

## Tase on nykyään hyvässä kunnossa

Aspocompin tase on hyvässä kunnossa siitä huolimatta, että pandemia-aika oli yhtiölle vaikea ja yhtiöllä on ollut käynnissä merkittävä 10 MEUR:n investointiohjelma. Vuoden 2022 lopussa yhtiön omavaraisuusaste oli 69 % ja nettovelkaantumisaste 8 %. Molemmat ovat hyvällä tasolla. Lisäksi Aspocomp omistaa oman Oulun tehdaskiinteistönsä, mikä antaa yhtiölle tiettyä joustoa taseeseen ja rahoitukseen.

Yhtiön likviditeetti on viime vuosina ajoittain ollut tiukassa, sillä kasvu sitoo merkittävästi pääomia. Yhtiön rahavarat olivat vuoden lopussa 1,4 MEUR ja yhtiöllä oli käyttämätön luottolimiitti (2,0 MEUR) ja tarvittaessa factoring-sopimus, joten likviditeetti on mielestämme kunnossa. Korollista velkaa yhtiöllä oli 3,1 MEUR, mikä aiheuttaa jonkin verran rahoituskuluja korkojen noustessa yhtiön käyttämästä korkoputkesta huolimatta.

Toimialan luonne huomioiden uskomme, että Aspocompin tavoitteena on ylläpitää vahvaa tasetta ja maltillista velkamäärää pitkällä aikavälillä. Yhtiön hakema liikevaihdon kasvu sitoo käyttöpääomaa ja vahva tase antaa yhtiölle yleensäkin liikkumavaraa. Nykyinen taserakenne on mielestämme tällä hetkellä tasapainoinen - ei

ylikapitalisoitunut eikä toisaalta riskejä nostava.

## Investointiohjelma on loppusuoralla

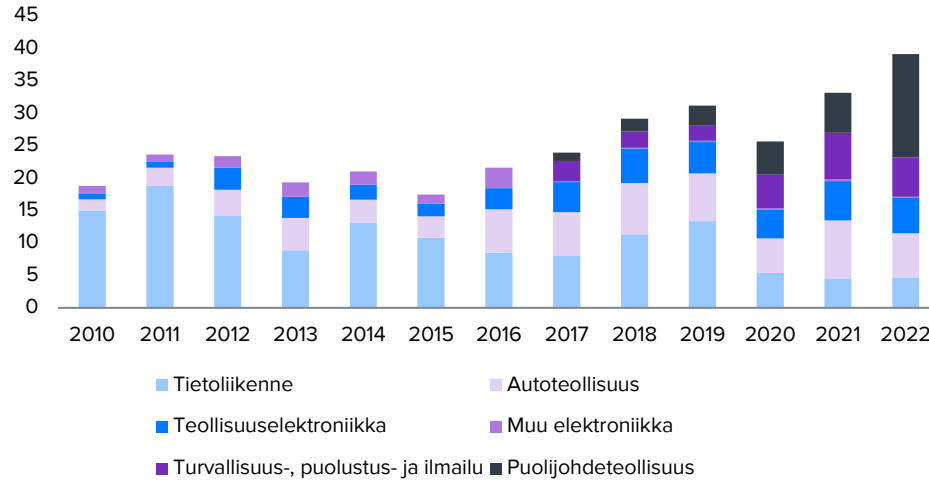
Aspocomp kertoi vuoden 2017 lopussa investoivansa noin 10 MEUR uuteen teknologiaan Oulun tehtaan teknologisia kyvykkyyksiä (ajoittuen suunnilleen 2020-2021) ja myöhemmin fokus siirtyi kapasiteetin kasvattamiseen. Kapasiteettivaiheeseen liittyvät investoinnit ovat vielä osittain kesken, mutta projekti saadaan näillä näkymin valmiiksi kesään 2023 mennessä. Aikataulu on venynyt matkan varrella mm. pandemian takia, mutta toisaalta yhtiö on saanut investointeihin kehittämisavustusta noin 25 % hankkeen kokonaiskustannuksista, mikä on tukenut investointien kannattavuutta merkittävästi.

Ensimmäisessä vaiheessa kyvykkyyksinvestoinnit suuntautuivat käsityksemme mukaan erityisesti puolijohdeteollisuuden tarpeisiin, ja erinomaiset tulokset ovat jo nähtävissä sektorin liikevaihdon erittäin vahvassa kasvussa. Toki investointeja on tehty myös muita tarpeita ajatellen, esimerkiksi tietoliikennesektorin 5G:n vaatimiin teknologioihin. Toisen vaiheen investointiohjelma kohdistuu erityisesti tuotantokapasiteetin kasvattamiseen. Kaikki laitteet asennetaan olemassa olevaan tehdasrakennukseen eikä tehdaspinta-alaa lisätä. Investointi sisältää myös tuotannon automaatiota tai läpimenoaikoja parantavia laitteistoja.

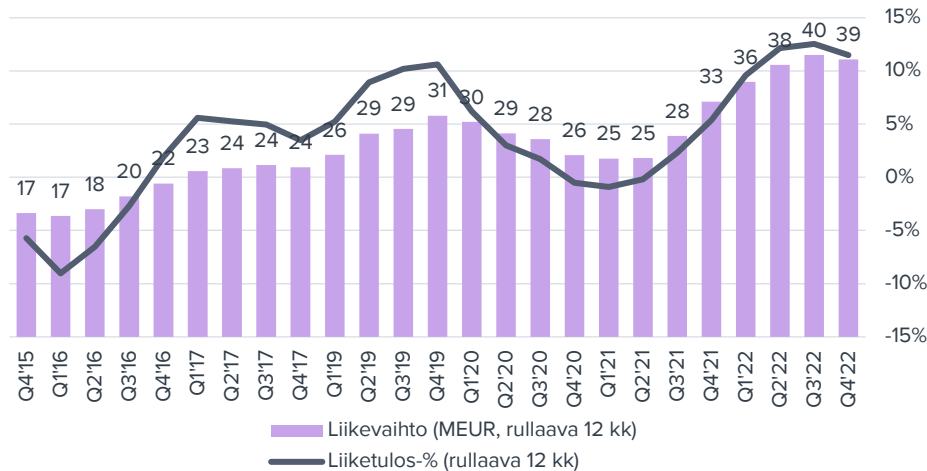
Kokonaisuudessaan ohjelma on nyt loppusuoralla, mutta investointeja vaaditaan myös tulevaisuudessa kilpailukyvyyn ylläpitämiseksi teknologian kehittyessä jatkuvasta.

# Historiallinen kehitys ja taserakenne

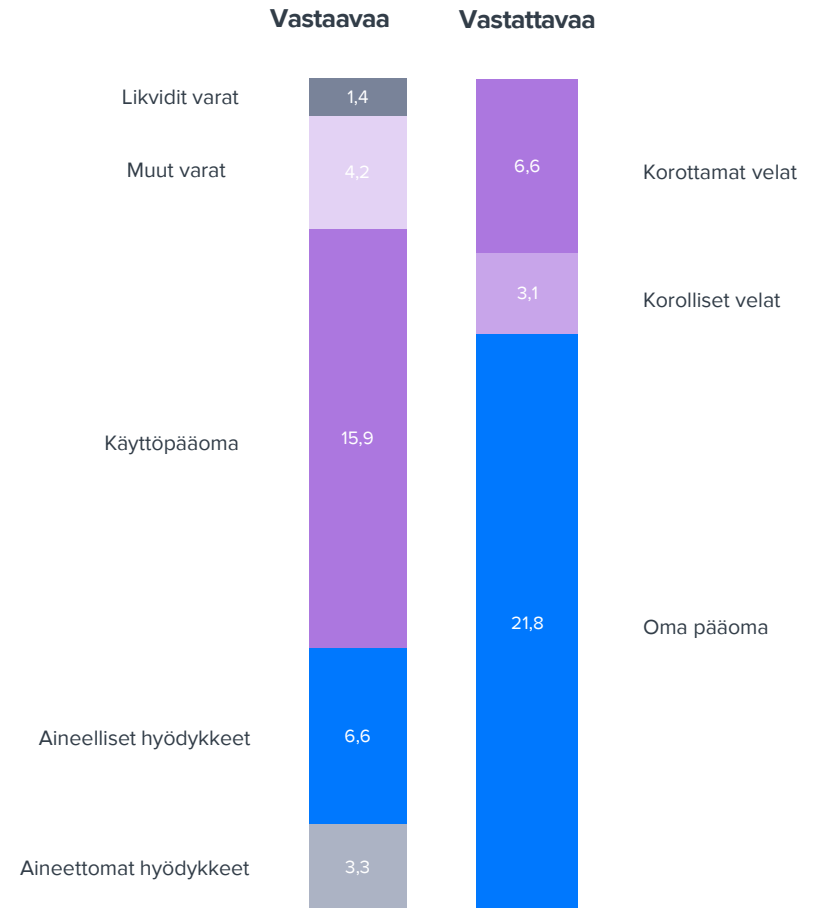
Liikevaihdon kehitys asiakassegmenteillä (MEUR)



Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Yksinkertaistettu taserakenne 2022 (MEUR)



# Ennusteet 1/5

## Ennustaminen on yleisesti hankalaa

Aspocompin tuloskehitys on historiassa nojannut paljon pikatoimituksiin, joissa ei ole oleellista tilauskantaa tai näkyvyyttä. Tämä on aiheuttanut tulosyllätyksiä molempiin suuntiin, mutta viime vuosina pikatoimituksien rooli on pienentynyt. Yleensäkin tulosheilunta on pienentynyt strategian edetessä, mutta yhtiön ulkopuolelta näkyvyys tuloskehitykseen on edelleen rajallinen. Näin ollen liikevaihtotason arvioimiseen liittyy merkittävä epävarmuutta, vaikka pidemmän aikavälin trendit ovat olleet suhteellisen vakaita.

Lisäksi myyntimixin eli haastavien levyjen sekä pikatoimituksien osuus liikevaihdosta vaikuttaa paljon kannattavuuteen. Tuote- ja toimitusprofiilit sekä -määrät vaihtelevat voimakkaasti, eikä tuotemix ole juurikaan ennustettavissa yhtiön ulkopuolelta. Tämä tarkoittaa, että keskimääräiset tuotekatteen vaihdella merkittävästi, mikä tekee tuloskehityksen ennustamisesta todella vaikeaa. Silti Aspocompin kustannusrakenne ja sitä kautta tuloskehitys on suhteellisen hyvin ennustettavissa olettaen, että liikevaihtoennuste osuu oikeaan. Sivussa olemme esittäneet yhtiön kulurakenteen, joka on kehittynyt pääosin ennakkoidusti liikevaihdon mukana. Näin ollen liikevaihdon ennustaminen on ylivoimaisesti haastavin tehtävä Aspocompin kohdalla.

Aspocompilla on hyvä näkyvyys siihen, mitä asiakkaat ovat ennakkoon tuotteiden mahdollisista tilausmääristä kertoneet. Nämä eivät kuitenkaan ole asiakkaita sitovia ja toteumat voivat poiketa merkittävästi ennusteista. Ennusteisiin liittyvä

epävarmuus onkin korkea ja sijoittajien täytyy hyväksyä se, että liikevaihto- ja tuloskehitys tulee välillä olemaan kuoppaista ja tulosyllätyksiä on väkisin tulossa (tästä Q4'22 oli jälleen osoitus).

## Kysyntätilanne eri asiakassegmenteissä

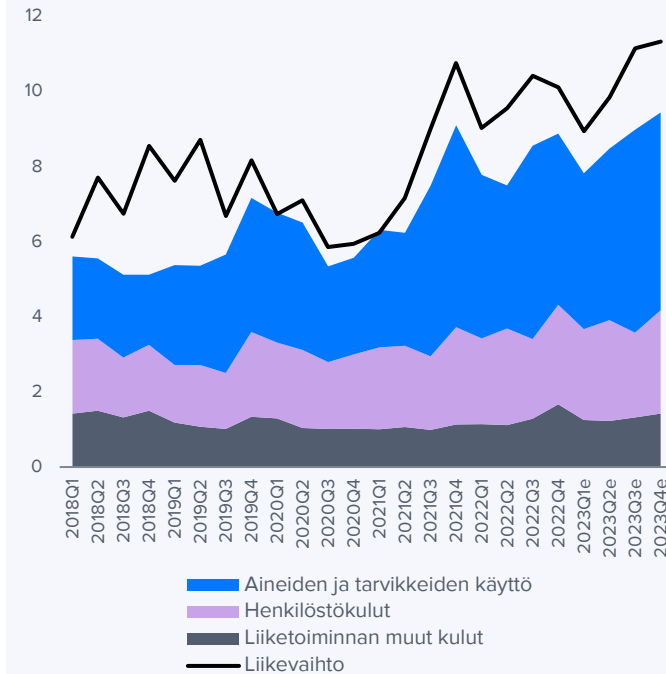
Viime vuodet ovat olleet täysin poikkeuksellisia ajatellen, että ensin kysyntä heikentyi voimakkaasti koronapandemian epävarmuuden keskellä ja suhteellisen nopeasti tämän jälkeen kysyntää oli jälleen tarjontaa enemmän. Normalisoitua tasoa haetaan tänä vuonna, mutta arvioimme yleisen kysyntätilanteen pysyvän kohtuullisen hyvänä.

**Puolijohdeteollisuudessa** (2022: 41 % liikevaihdosta) kysyntä oli komponenttipulan keskellä äärimmäisen vahvaa ja investointeja tehtiin paljon. Aspocomp lopulta hyötyi komponenttipulasta, koska sen suurin asiakassegmentti puolijohdeteollisuus oli yksi sen suurimpia voittajia. Nyt puolijohdeteollisuus on ollut jo taantumassa kysynnän rauhoituttua, mutta pitkän aikavälin näkymä on edelleen erittäin vahva.

Aspocompin kysynnän suurin ajuri liittyy puolijohteiden testaamiseen, ja testilaitteiden markkina kasvaa nopeammin kuin itse puolijohdemarkkina. Uusien sirujen testaaminen kestää pidempään ja prosessiin tarvitaan enemmän testereitä, mitä kautta kysyntänäkymä on isossa kuvassa erittäin hyvä. Alkuvuonna puolijohdeteollisuuden kysynnässä on kuitenkin odotettavissa heikkoutta varastotasojen ollessa paikoin koholla, mutta vuoden toisella puoliskolle tilanteen pitäisi jälleen normalisoitua. Vuosille 2024-2025 Aspocompin näkymä on vahva.



Kulurakenne ja sen kehitys (MEUR)



**Aineiden ja tarvikkeiden käyttö** on liikevaihdon mukana muuttuva kulu, joka on viime vuosina ollut keskimäärin noin 50 % kulurakenteesta. Osuus vaihtelee merkittävästi myyntimixin mukana.

**Henkilöstökulut** ovat noin 30 % kaikista kuluista. Henkilöstökuluissa on joustoa tuotantohenkilöstön osalta, sillä työajoissa voidaan käyttää liukumaa ja negatiivisissa skenaariossa lomautuksia.

**Liiketoiminnan muut kulut** (alle 20 % kuluista) ovat valtaosin kiinteitä. Osuus liikevaihdosta pienentyi pitkään kasvun mukana, mutta on nyt vaikuttanut normalisoituneen suunnilleen 15-20 %:n tasolle.

# Ennusteet 2/5

**Turvallisuus- puolustus- ja ilmailusektorin** (2022: 16 %) näkymä on Euroopan puolustusbudjettien noustessa erinomainen, mitä vahvistaa edelleen Aspocompin vuonna 2022 uudet asiakkuudet sektorilla. Segmentissä tilaus- ja kehityssyklit ovat kuitenkin tyypillisesti pitkiä, mitä kautta myös liikevaihdon kasvu tapahtuu viiveellä. Näin ollen vahvempaa kasvua on odotettavissa loppuvuonna tai vasta ensi vuonna. Tällä ja puolijohdesektoreilla näemme Aspocompin kilpailukyvyyn poikkeuksellisen hyvänä: puolijohdeteollisuuden vaatimiin kyvykkyyksiin yhtiö on investoinut merkittävästi ja pystynyt saavuttamaan sektorilla jo hyvän aseman. Yleisesti asema sektorin kumppanina on vaikeampi saavuttaa kuin menettää. Teknologiset vaatimukset ovat molemmissa korkeita, mikä tarkoittaa myös korkeampia katteita. Lisäksi erityisesti puolustus- ja ilmailuteollisuudessa mm. Kiinaa luonnollisesti vierastetaan, jolloin kilpailupaine Aasiasta on maltillisempi. Tämä on selkeä etu ja vähentää heiluntaa kokonaismarkkinan mukana. Yhtiöllä on hyvä ja luotettava maine puolustussektorilla, ja myös siellä vaadittavia sertifikaatteja.

Euroopan **autoteollisuuden** (2022: 17 %) tilanne on ollut vaikea toimialan murroksen keskellä. Muutenkin alavireisellä sektorilla koronapandemia teki rumpaa jälkeä, mikä heijastui voimakkaasti myös Aspocompin liikevaihtoon vuonna 2020. Tämän jälkeen autoteollisuus on elpynyt, mutta yleisesti näkymä ei edelleenkään vakuuta. Aspocompin positio autoteollisuudessa perustuu erityisesti raskaan kuljetuskaluston hankintaketjuun, missä tilanteen pitäisi olla

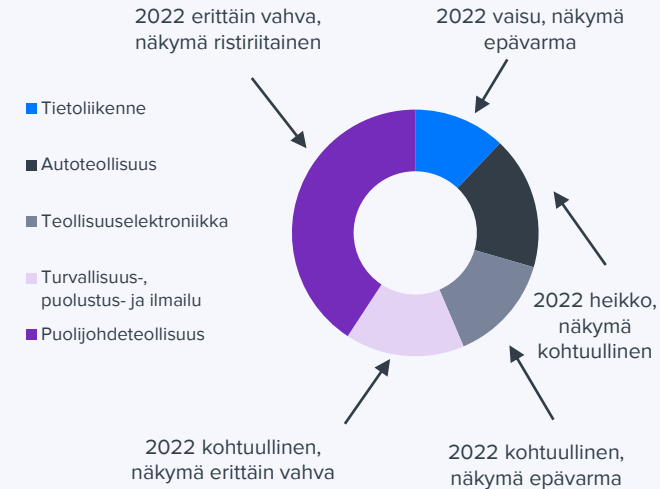
kohtuullisen hyvä (vrt. henkilöautojen kasvu). Lisäksi autoteollisuuden näkymää tukee Aspocompin saamat [merkittävät projektitoimitukset](#), jotka ovat ilmeisesti vasta käynnistymässä kunnolla vuonna 2023.

**Teollisuuselektronikan** (2022: 14 %) kysyntä oli viime vuonna kohtuullisen hyvä investointi-hyödykkeiden patoutuneen kysynnän purkautuessa. Näkymä on sen sijaan epävarma, koska sektorin sisällä lienee syklisiä elementtejä. Toisaalta laajaan asiakasportfolioon mahtuu varmasti sekä voittajia että häviäjiä vallitsevassa markkinassa. Pitkällä tähtäimellä mahdollisuuksia on, mutta odotamme suurempaa kasvua muualta.

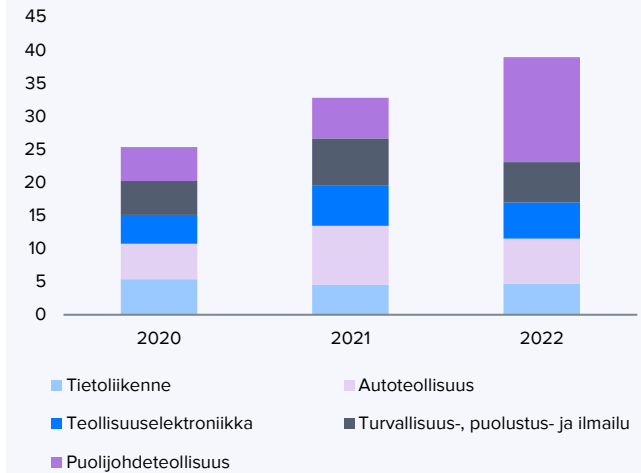
Aspocompille historiallisesti erittäin tärkeän **tietoliikennesektorin** (2022: 12 %) kysyntä pysyi vaisulla tasolla viime vuonna, mikä johtuu käsityksemme mukaan pääasiassa tuotekehityssykliden ajoittumisesta. Käsityksemme mukaan Nokia ja Ericsson ovat sektorilla erittäin tärkeitä asiakkaita, ja viime vuodet ovat olleet hiljaisia 5G-kehityssyklin oltua osin ”välitilassa” (5G:n läpimurto jäänyt 4G+ tasolle). Aiemmin Aspocompin liikevaihdollisesti suurimmasta sektorista onkin tullut yhtiön pienin sektori. Segmentin näkyvyys on kroonisesti heikko tilauksien ollessa pieni, koska valtaosa tietoliikennesektorin kysynnästä liittyy nimenomaan tuotekehitykseen ja on siten valtaosin korkeakatteisia pikatoimituksia. Jos alhaisella tasolla olleet tietoliikennesektorin T&K-investoinnit pyörähtäisivät korkeammille kierroksille ja toisivat hyväkatteisia pikatoimituksia, tilanne voisi muuttua nopeasti paremmaksi.



## Markkinatilanne eri sektoreilla\*



## Liikevaihdon historiallinen kehitys asiakassegmenteillä (MEUR)



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

# Ennusteet 3/5

## Tilaukanta ja toimitusajat ovat normalisoituneet

Aspocompin tilaukanta on historiassa ollut lyhyt, mutta kasvoi ja pidentyi poikkeuksellisesti pandemian jälkeen toimitusaikojen mukana. Nyt tilanne on käytännössä normalisoitunut ja yhtiön tilaukanta on kääntynyt laskuun, mutta on edelleen historiallisesti erittäin korkea. Vuoden 2022 lopussa yhtiön tilaukanta oli 14,3 MEUR, mikä ylittää merkittävästi lähineljänneksiltä odotettavan liikevaihdon. Historiallisesti Aspocompin tilaukanta ei kattanut edes seuraavaa neljänestä, mikä korosti edelleen pikatoimituksien roolia. Nyt näkyvyyttä on merkittävästi enemmän, mikä parantaa huomattavasti yhtiön mahdollisuuksia optimoida kapasiteetin käyttöastetta ja kannattavuutta.

## Vuosi 2023 näkymä on kaksijakoinen

Aspocompin näkymä vuoteen 2023 lähdeittäessä on kohtuullisen hyvä useista ulkoisista epävarmuustekijöistä huolimatta. Yhtiön mukaan inflaatio- ja korkokehitys, taantumariski sekä Venäjän hyökkäyssodasta heijastuvat epävarmuustekijät vaikuttavat Aspocompin ja sen asiakkaiden toimintaympäristöön tilikaudella 2023. Lisäksi toimialalta on kuulunut viimeaikoina lievästi negatiivista uutisvirtaa Euroopasta, kun esimerkiksi AT&S laski helmikuussa ohjeistustaan ja siirsi myöhemmin tiettyjä investointeja.

Aspocomp ohjeisti vuoden 2023 liikevaihdon kasvavan ja liiketuloksen olevan samalla tasolla kuin vuonna 2022 (liikevaihto 39,1 MEUR ja liiketulos 4,5 MEUR). Ohjeistus oli odotuksiemme mukainen, mutta Q4'22-tulospettymyksen takia vuoden 2022 vertailutaso oli merkittävästi omia

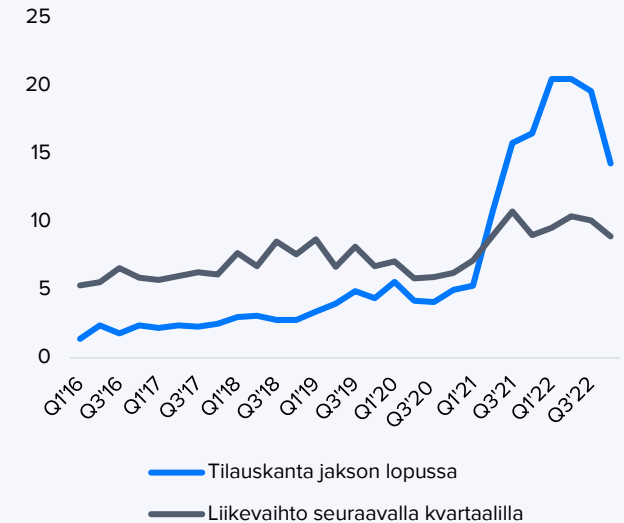
ennusteitamme alhaisempi. Ohjeistus sekä H1'23:n suhteellisen heikko näkymä aiheuttivat painetta erityisesti alkuvuoden 2023 ennusteisiimme.

Näkymissä muuten suurin huomio kohdistui puolijohdeteollisuuden sykliin, joka hidastui H2'22:lla. Syklin väliaikainen hidastuminen on toimialalla tyypillistä, mutta nyt siihen liittyy myös varastotasojen kohoamista toimitusketjun eri osissa. Aspocomp odotti puolijohdeteollisuuden varastotasojen normalisoituvan, investointien piristyvän ja syklin kääntyvän uudelleen nousuun H2'23:lla. Kun samalla huomioidaan, että Turvallisuus-, puolustus-, ja ilmailu -segmentin osalta liikevaihdon kasvu vaatii vielä aikaa, alkuvuoden näkymä on suhteellisen vaisu ja toisaalta loppuvuoden 2023 varsin vahva.

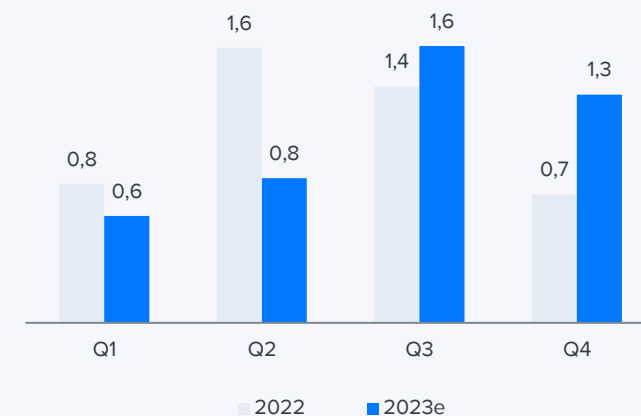
## Vuoden 2023 ennusteet

Odotamme nyt Aspocompin liikevaihdon kasvavan vuonna 2023 noin 5,5 %, ja ennusteissamme kasvu kiihtyy vuoden edetessä. Asiakassektoreista suurimmat kasvuodotukset kohdistuvat Turvallisuus-, puolustus-, ja ilmailusektoriin, jossa näkymä on vahva vaikka vaikutukset tulevatkin viiveellä. Suurin epävarmuus kohdistuu lyhyellä aikavälillä puolijohdeteollisuuteen, jonka merkitys on Aspocompille erittäin suuri. Suuren liikevaihtonsa lisäksi arvioimme puolijohteiden kannattavuuden olevan keskimääräistä parempi, koska sektorin tuotteet ovat teknologisesti erittäin haastavia. Näin ollen lyhyen aikavälin kuoppa sektorin liikevaihdossa heikentää Aspocompin tulosta oleellisesti alkuvuoden aikana. Pidemmällä aikavälillä emme ole kuitenkaan puolijohdeteollisuudesta huolestuneita.

Tilaukanta ja liikevaihto (MEUR)



Liikevoiton kehitys kvartaaleittain (M€)





# Ennusteet 4/5

Aspocomp teki vuonna 2022 voimakkaan tulos- ja kannattavuusparannuksen, ja liikevoittomarginaali oli peräti 11,5 %. Tätä tasoa on arviomme mukaan haastavaa ylläpitää alkuvuoden kysynnässä, mutta kannattavuus elpyy arviomme mukaan loppuvuotta kohti. Ennustamme vuoden 2023 liikevoittomarginaalin olevan noin 10,6 %, mikä on edelleen historiaan peilaten erinomainen taso. Tätä kautta ennustamme liiketuloksen pysyvän vuonna 2023 käytännössä ennallaan 4,4 MEUR:n tasolla (2022: 4,5 MEUR), mutta tulos painottuu selvästi normaalia enemmän H2:lle. Osakekohtaisen tuloksen ennustamme olevan noin 0,61 euroa (2022: 0,64 € teknisestä verokirjauksesta oikaistuna).

## Tulevina vuosina haetaan vahvistusta normaalille tuloskunnolle

Aspocompin kehitystä on vaikea ennustaa keskipitkällä aikavälillä, koska ulkoisia shokkeja vastaan yhtiö ei pysty kauheasti tekemään. Yleisesti yhtiö on kuitenkin valinnut asiakassegmenttinsä viisaasti ja todistanut kilpailukykynsä sektoreilla, mikä tukee keskipitkän aikavälin näkymää merkittävästi. Mahdollinen positiivinen ajuri on myös Euroopan suhteellinen kasvu erityisesti Aasian kustannuksella, jos yhtiöt päättävät tiivistää ja paikallistaa arvoketjujaan.

Odotamme liikevaihdon kasvun olevan 8-10 %:n tasolla vuosina 2024-2025. Edellytyksiä olisi merkittävästi nopeampaan kasvuun ja sellaisia vuosia on varmasti edessä, mutta todennäköisesti joukkoon mahtuu myös vaikeampia vuosia.

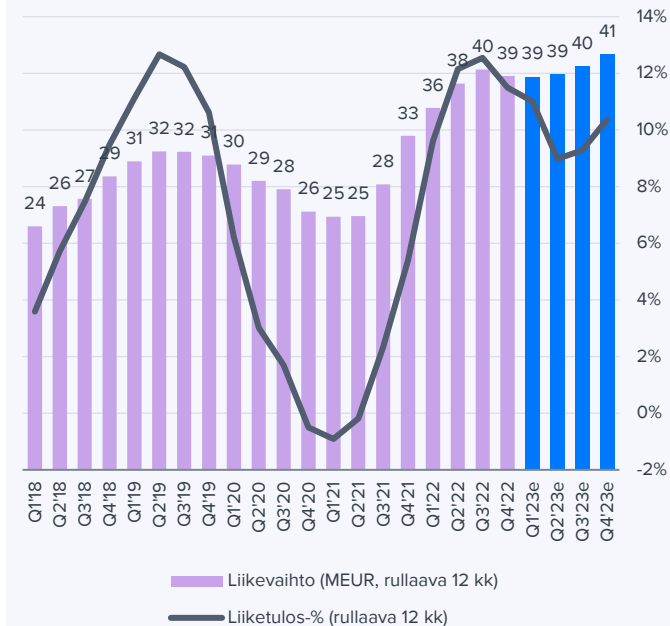
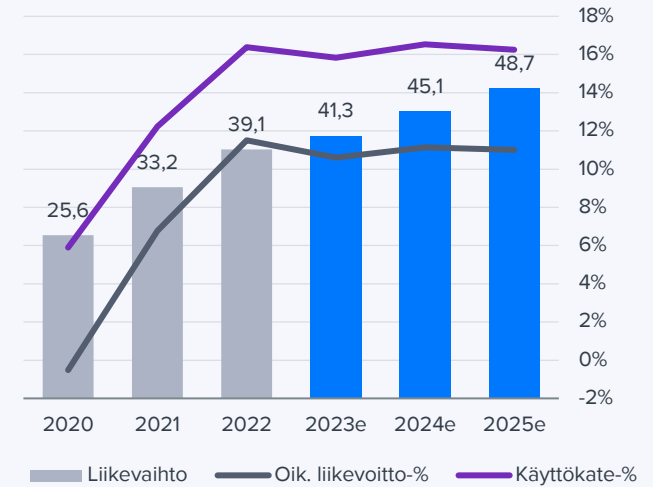
Ennustemme on tietynlainen keskitien skenaario.

Kannattavuuden osalta luotamme yhtiön kurinalaiseen tekemiseen, ja suurin tekijä onkin lopulta liikevaihtotaso (johon heijastuu myös markkinatilanne). Ennustamme Aspocompin kannattavuuden olevan vuosina 2022-2025 suhteellisen vakaa, mutta meidän on hankala arvioida normalisoitua tasoa. Potentialiaalia on näkemyksemme mukaan vielä merkittävästi parempaankin, mutta toisaalta kestävä kannattavuustaso voi löytyä myös nykyistä alempaa. Pidemmällä aikavälillä Aspocomp on kuitenkin onnistunut nostamaan rimaa myös tässä suhteessa. Odotamme vuoden 2024 liikevoittomarginaalin olevan noin 11 %.

Kulurakenteessa emme odota suuria muutoksia, mutta pidemmällä aikavälillä rakenne voi muuttua esimerkiksi välitysluokituksen kasvattaessa osuuttaan.

Investointiohjelman edetessä poistot tulevat edelleen kasvamaan maltillisesti, minkä takia kannattavuusodotuksia kannattaa tarkastella myös käyttökatetasolla. Odotamme Aspocompin 2023 käyttökatteen olevan noin 15,8 % (2022: 16,4 %) ja olevan seuraavina vuosina suunnilleen 15-17 %:n tasolla. Korostamme, että pidemmän aikavälin ennusteisiin liittyy huomattavaa epävarmuutta, ja poikkeamat voivat olla todella suuria. Historiassa trendi on ollut ylöspäin, mutta väliin on mahtunut mm. koronakuoppa. Tämän takia pitkällä aikavälillä arviomme liikevoittomarginaalin laskevan noin 8 %:n tasolle, mitä pidämme suhteellisen neutraalina yli syklien.

## Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



# Ennusteet 5/5

## Pääoman allokointipäätöksiä edessä ennen pitkää

Pidemmän aikavälin ennusteet olemme tehneet oletuksella, että yhtiön strategia etenee pääosin suunnitellusti, markkina kasvaa kohtuullisesti, kilpailutilanne pysyy pääosin neutraalina ja yhtiö pystyy voittamaan uusia asiakkuuksia viime vuosien tapaan. Keskipitkällä aikavälillä Aspocompin eteen tulee merkittäviä päätöksiä, koska Oulun tehtaan kapasiteetti tulee täyttymään yhtiön kasvaessa. Tästä tulee merkittävä epäjatkuvuuskohta, johon toivomme yhtiöltä kommentteja seuraavan strategiapäivityksen yhteydessä. Erilaisia mahdollisuuksia on luonnollisesti monia, ja tässä vaiheessa myös yritysostot voivat olla relevantteja.

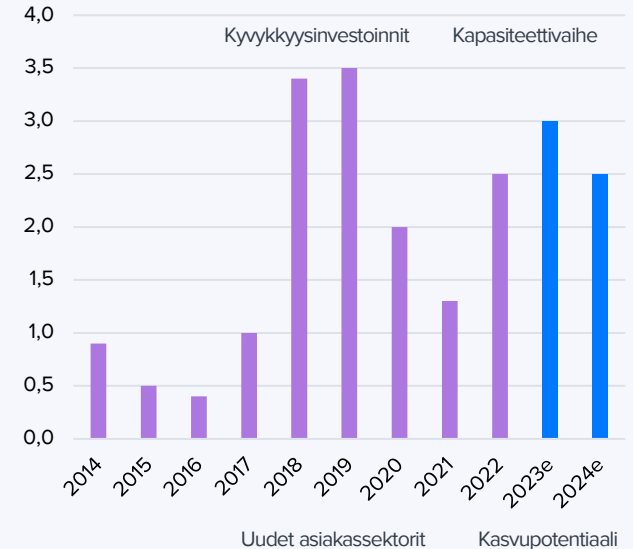
Pidemmällä aikavälillä välitysliiketoiminnan ja tulevien kapasiteetti-investointien merkitys korostuu huomattavasti. Odotamme välityksen osuuden liikevaihdosta kasvavan asteittain, minkä takia siitä tulee tärkeämpi koko konsernin kannalta. Potentiaali on merkittävä ja pidämme mahdollisena, että tulevaisuudessa Aspocompin liikevaihto jakautuu tasaisesti (50/50) oman tuotannon ja volyymivälityksen kesken (nyt välitys noin 25 % kokonaisuudesta). Tähän on kuitenkin vielä todella pitkä matka, ja siihen vaikuttavat myös muut strategiset valinnat. Välitysliiketoiminnan selkeä vahvuus on tietenkin, ettei se vaadi investointeja omaan kapasiteettiin. Tätä kautta kasvu ei välttämättä sitoisi merkittäviä pääomia. Lopulta kysymys on tietenkin siitä, mitä Aspocompin asiakkaat yhtiöltä kaipaavat.

## Veroprosentti pysyy lähivuodet nollassa

Arvoimme mukaan Aspocompin veroprosentti tulee olemaan käytännössä nolla lähivuosina. Yhtiöllä on taseessa 4,2 MEUR:n verosaaminen ja käsityksemme mukaan muitakin vahvistettuja ja vahvistamattomia tappioita historiasta, vaikka osa näistä on jo vanhentunut. Tappiot ovat Suomessa ja organisaatio on yksinkertainen (ei oleellisia ulkomaisia tytäryhtiöitä merkittävillä verotaakoilla), joten tuloverojen pitäisi jäädä lähelle nolaa. Ennustamme nyt verojen jäävän nolnaan vuoteen 2026 asti (2026e: 10 %).

Samalla yhtiön taseessa oleva verosaaminen tulee käsityksemme mukaan pienentymään ja lopulta kutistumaan nolnaan. Tämä aiheuttanee vuoden 2022 kaltaisia teknisiä verokirjauksia (tuloslaskelmaan kirjattu -0,8 MEUR laskennallisten verosaamisten muutosta) myös tulevaisuudessa, mutta oleellista on, että rahavirtoihin nämä eivät vaikuta. Koska kirjauksella ei ole vaikutusta rahavirtoihin, emme ole huomioineet niitä analyysissämme.

## Bruttoinvestoinnit käyttöomaisuuteen (MEUR)



# Tuloslaskelma ja ennustemuutokset

Tuloslaskelma	2021	2022	Q1'23e	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	Q1'24e	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e
<b>Liikevaihto</b>	<b>33,2</b>	<b>39,1</b>	<b>8,9</b>	<b>9,8</b>	<b>11,1</b>	<b>11,3</b>	<b>41,3</b>	<b>10,0</b>	<b>11,0</b>	<b>11,9</b>	<b>12,1</b>	<b>45,1</b>	<b>48,7</b>	<b>52,6</b>
Aspocomp	33,2	39,1	8,9	9,8	11,1	11,3	41,3	10,0	11,0	11,9	12,1	45,1	48,7	52,6
<b>Käyttökate</b>	<b>4,1</b>	<b>6,4</b>	<b>1,1</b>	<b>1,4</b>	<b>2,2</b>	<b>1,9</b>	<b>6,5</b>	<b>1,4</b>	<b>1,7</b>	<b>2,5</b>	<b>1,9</b>	<b>7,5</b>	<b>7,9</b>	<b>7,7</b>
Poistot ja arvonalennukset	-1,8	-1,9	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-2,2	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-2,4	-2,6	-2,2
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>2,2</b>	<b>4,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,8</b>	<b>1,6</b>	<b>1,3</b>	<b>4,4</b>	<b>0,8</b>	<b>1,1</b>	<b>1,8</b>	<b>1,3</b>	<b>5,0</b>	<b>5,4</b>	<b>5,5</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>2,2</b>	<b>4,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,8</b>	<b>1,6</b>	<b>1,3</b>	<b>4,4</b>	<b>0,8</b>	<b>1,1</b>	<b>1,8</b>	<b>1,3</b>	<b>5,0</b>	<b>5,4</b>	<b>5,5</b>
Aspocomp	2,2	4,5	0,6	0,8	1,6	1,3	4,4	0,8	1,1	1,8	1,3	5,0	5,4	5,5
Nettorahoituskulut	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,1	-0,1
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>2,2</b>	<b>4,4</b>	<b>0,6</b>	<b>0,8</b>	<b>1,6</b>	<b>1,3</b>	<b>4,2</b>	<b>0,8</b>	<b>1,0</b>	<b>1,8</b>	<b>1,3</b>	<b>4,9</b>	<b>5,2</b>	<b>5,4</b>
Verot	0,4	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,5
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettotulos</b>	<b>2,1</b>	<b>4,4</b>	<b>0,6</b>	<b>0,8</b>	<b>1,6</b>	<b>1,3</b>	<b>4,2</b>	<b>0,8</b>	<b>1,0</b>	<b>1,8</b>	<b>1,3</b>	<b>4,9</b>	<b>5,2</b>	<b>4,9</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,31</b>	<b>0,64</b>	<b>0,08</b>	<b>0,12</b>	<b>0,23</b>	<b>0,19</b>	<b>0,61</b>	<b>0,11</b>	<b>0,15</b>	<b>0,26</b>	<b>0,18</b>	<b>0,71</b>	<b>0,77</b>	<b>0,71</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,31</b>	<b>0,64</b>	<b>0,08</b>	<b>0,12</b>	<b>0,23</b>	<b>0,19</b>	<b>0,61</b>	<b>0,11</b>	<b>0,15</b>	<b>0,26</b>	<b>0,18</b>	<b>0,71</b>	<b>0,77</b>	<b>0,71</b>

Tunnusluvut	2021	2022	Q1'23e	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	Q1'24e	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	29,3 %	18,0 %	-1,0 %	3,0 %	7,0 %	12,0 %	5,5 %	12,0 %	12,0 %	7,0 %	7,0 %	9,3 %	8,0 %	8,0 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>			-23,0 %	-47,3 %	17,2 %	77,7 %	-2,8 %	30,8 %	26,7 %	15,2 %	-1,2 %	14,6 %	6,7 %	3,1 %
<b>Käyttökate-%</b>	12,2 %	16,4 %	12,5 %	13,8 %	19,5 %	16,7 %	15,8 %	13,7 %	15,0 %	20,8 %	16,1 %	16,5 %	16,3 %	14,6 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	6,8 %	11,5 %	6,9 %	8,5 %	14,4 %	11,7 %	10,6 %	8,1 %	9,6 %	15,5 %	10,8 %	11,1 %	11,0 %	10,5 %
<b>Nettotulos-%</b>	6,4 %	11,2 %	6,4 %	8,1 %	14,0 %	11,3 %	10,2 %	7,7 %	9,3 %	15,1 %	10,4 %	10,8 %	10,8 %	9,3 %

Ennustemuutokset	2022	2022	Muutos	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos
MEUR / EUR	Inderes	Toteutunut	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
<b>Liikevaihto</b>	40,3	39,1	-3 %	43,6	41,3	-5 %	47,6	45,1	-5 %
<b>Käyttökate</b>	7,2	6,4	-11 %	7,8	6,5	-16 %	7,7	7,5	-3 %
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	5,3	4,5	-14 %	5,2	4,4	-15 %	5,0	5,0	0 %
<b>Liikevoitto</b>	5,3	4,5	-14 %	5,2	4,4	-15 %	5,0	5,0	0 %
<b>Tulos ennen veroja</b>	5,2	4,4	-15 %	5,0	4,2	-17 %	4,9	4,9	0 %
<b>EPS (ilman kertaeriä)</b>	0,75	0,64	-15 %	0,73	0,61	-17 %	0,71	0,71	0 %
<b>Osakekohtainen osinko</b>	0,30	0,21	-30 %	0,33	0,25	-26 %	0,36	0,32	-10 %

# Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>14,5</b>	<b>14,2</b>	<b>14,0</b>	<b>13,1</b>	<b>11,0</b>
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	3,2	3,3	3,3	3,4	3,4
Käyttöomaisuus	6,2	6,6	7,5	7,5	6,3
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	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Laskennalliset verosaamiset	5,0	4,2	3,2	2,2	1,2
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>17,0</b>	<b>17,3</b>	<b>22,0</b>	<b>27,1</b>	<b>34,0</b>
Vaihto-omaisuus	5,0	6,1	6,2	6,3	6,3
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	9,4	9,7	10,3	10,8	11,7
Likvidit varat	2,6	1,4	5,5	10,0	16,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>31,5</b>	<b>31,4</b>	<b>36,0</b>	<b>40,3</b>	<b>45,0</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Oma pääoma</b>	<b>19,2</b>	<b>21,8</b>	<b>24,6</b>	<b>27,7</b>	<b>30,8</b>
Osakepääoma	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Kertyneet voittovarot	13,6	16,1	18,8	22,0	25,1
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	4,6	4,7	4,7	4,7	4,7
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>3,4</b>	<b>2,3</b>	<b>3,4</b>	<b>3,4</b>	<b>4,4</b>
Laskennalliset verovelat	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	2,9	1,8	3,0	3,0	4,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>8,9</b>	<b>7,4</b>	<b>8,0</b>	<b>9,1</b>	<b>9,8</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	1,4	1,2	1,0	1,0	1,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	7,6	6,1	7,0	8,1	8,8
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>31,5</b>	<b>31,4</b>	<b>36,0</b>	<b>40,3</b>	<b>45,0</b>

# Arvonmääritys 1/2

## Arvostuksen perustekijät

Aspocompin arvostustasoa tulee mielestämme tarkastella korkean teknologiatason alihankkijana, jonka tuloskehitystä on suhteellisen vaikea ennustaa ja jonka riskiprofiili on sitä kautta korkea. Yhtiöllä on mielestämme selkeä kilpailuetu omalla vahvuusalueellaan, korkea kannattavuus-potentiaali ja hyvät edellytykset kannattavalle kasvulle markkinatilanteen pysyessä hyvänä. Sijoitusprofiililtaan yhtiö on mielestämme korkeariskinen kasvuyhtiö.

Näkemyksemme mukaan yhtiön arvostusta tukee yhtiön erittäin hyvin edistynyt strategia. Asiakaskunnan laajentuminen ja pikatoimituksien osuuden pienentyminen laskevat suurimpia riskejä, joita ovat olleet riippuvuus yksittäisistä asiakkaista sekä kysynnän heikko ennakoitavuus. Tämä heijastuu arviomme mukaan pitkällä aikavälillä myös Aspocompin hyväksyttävään arvostustasoon. Mielestämme yhtiöllä on kilpailuetua ja strategisien onnistumisien ansiosta hyvä kokonaistarjonta. Lisäksi Aspocompin välitysluokituksen potentiaali on vielä osin piilossa ja sisältää merkittäviä mahdollisuuksia.

Toisaalta yhtiön hyväksyttävää arvostustasoa painaa heikko asema arvoketjussa. Tätä yhtiö on pystynyt parantamaan uusilla kyvykkyyksillä, mutta yhtiön hinnoitteluvoima on aina rajallinen suhteessa suuriin asiakkaisiin ja se toimii vahvasti kilpaillulla toimialalla, joka vaatii jatkuvia investointeja. Näin ollen hyväksyttävä arvostustaso on näkemyksemme mukaan maltillinen, mutta yhtiöllä on näyttöjä arvonluonnista.

Piirilevy-yhtiöiden normaali arvostustaso on P/E-luvulla mitattuna on historiassa ollut vain 10-12x tulosennusteella neutraalilla tulostasolla. EV/EBITDA-kertoimet ovat rahoitusrakenteesta riippuen noin 5-7x. Vastaavat kertoimet ovat varsin tyypillisiä myös muille elektroniikan arvoketjussa toimiville yhtiöille, joiden sijoitusprofiilit ovat samankaltaisia. Etukenoa arvostuskertoimissa ei juuri oteta tulostason ollessa suhteellisen normaali, minkä takia tällä hetkellä relevantteja ovat vuoden 2023 arvostuskertoimet.

## Arvostus on varsin maltillinen

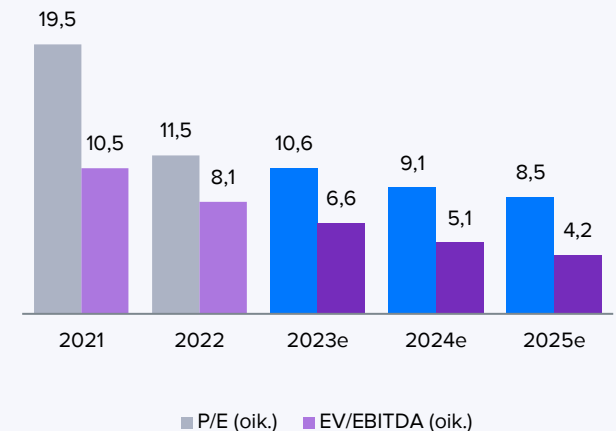
Aspocompin arvostuskertoimet ovat voimakkaan kurssilaskun jälkeen maltillisia vuoden 2023 ennusteiden selvästä laskusta huolimatta. Kuluvan vuoden tulosennusteilla oikaistu P/E on alle 11x ja EV/EBITDA alle 7x ilman tuloskasvuodotuksia, mihin näemme kuitenkin hyvät edellytykset tulevina vuosina. Vuoden 2024 ennusteilla, joihin luottamus on tässä vaiheessa matala, P/E painuu 9x tasolle ja EV/EBITDA on 5x. Vaikka vuoden 2024 tulosta on vielä hankala ennustaa, olemme varsin luottavaisia yhtiön kyvystä luoda arvoa ja saavuttaa tuloskasvua tulevaisuudessa.

Mielestämme Aspocompilla on kaikki edellytykset myös pidempiaikaiseen tuloskasvuun ja yhtiössä on tapahtunut jatkuvasti selkeitä rakenteellisia parannuksia. Tämän takia pidämme nykyisiä arvostuskertoimia suhteellisen maltillisina, vaikka vuoden 2023 kertoimilla nousuvaraa ei olekaan. Niin sanottu turvamarginaali jää kuitenkin tällä hetkellä vähäiseksi, ja matkan varrella täytyy kestää merkittävää epävarmuutta.

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	6,48	6,48	6,48
Osakemäärä, milj. kpl	6,84	6,84	6,84
Markkina-arvo	44	44	44
Yritysarvo (EV)	43	38	33
P/E (oik.)	10,6	9,1	8,5
P/E	10,6	9,1	8,5
P/Kassavirta	9,3	7,0	6,1
P/B	1,8	1,6	1,4
P/S	1,1	1,0	0,9
EV/Liikevaihto	1,0	0,9	0,7
EV/EBITDA (oik.)	6,6	5,1	4,2
EV/EBIT (oik.)	9,8	7,6	6,2
Osinko/tulos (%)	40,0 %	45,0 %	45,0 %
Osinkotuotto-%	3,8 %	4,9 %	5,3 %

Lähde: Inderes

## Arvostuskertoimet ovat kohtuullisia



# Arvonmääritys 2/2

Nykyisessä epävarmassa talousympäristössä riski/tuotto-profiili ei mielestämme ole erityisen hyvä, mutta tuotto-odotus on juuri ja juuri riittävä lisää-suositukselle.

## Suhteellinen arvostus on neutraali

Aspocompin verrokkiryhmä ei ole erityisen hyvä, koska piirilevyjen massatuottajien kanssa yhtiöllä on lopulta varsin vähän yhteistä ja pienemmistä listatuista löytyy rajallisesti ennusteita. Silti alan verrokeista saa arvostukselle viitekehyyksen, ja tällä hetkellä Aspocompin arvostus on suunnilleen linjassa ”perinteisien” verrokkien kanssa. Piirilevyalan suhteellisen hajanaisesta verrokkiryhmästä löytyy sekä selvästi alhaisia että korkeampia arvostuksia. Mielestämme järkevien strategisien valintojen takia Aspocomp on tällä hetkellä keskimääräistä paremmassa asemassa hyötymään mm. paikallisen valmistuksen todennäköisestä vahvistumisesta Euroopassa. Näin ollen yhtiö mielestämme ansaitsee massavalmistajia korkeammat arvostuskertoimet.

Lisäksi Helsingistä löytyy samankaltaisen sijoitusprofiilin yhtiöitä, joista parhaita ovat Incap (2023e P/E 15x ja EV/EBITDA 10x) ja Scanfil (2023e P/E 13x ja EV/EBITDA 8x), jotka ovat kiinni elektroniikkateollisuuden alihankintaketjussa kuten Aspocomp. Aspocompin arvostus on edellä mainittuja alhaisempi, mutta mielestämme tämä on perusteltua yhtiöiden historiallisen näyttöjä pohjalta. Kokonaisuudessaan pidämme Aspocompin suhteellista arvostusta tällä hetkellä neutraalina.

## Kassavirtamalli tukisi korkeampaakin arvoa

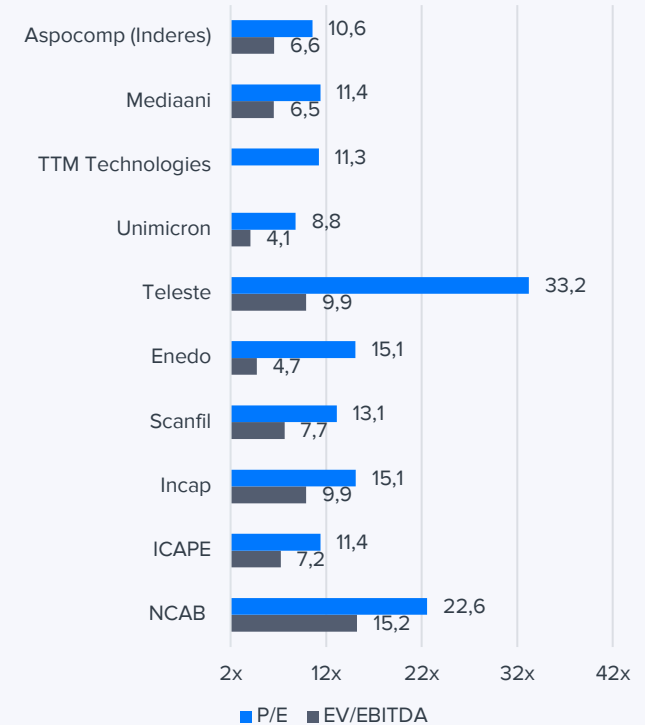
Kassavirtamallimme (DCF) antama arvo osakkeelle on noin 7,7 euroa mielestämme realistisilla odotuksilla, jotka yhtiö voi hyvin myös ylittää. Käyttämämme pääoman keskimääräinen kustannus (WACC) 9,3 % on mahdollisesti matalahko huomioiden nykyisin nopeasti heiluvat korko-odotukset, mutta oman pääoman tuottovaatimus (10,4 %) on mielestämme Aspocompille oikealla tasolla erityisesti pidemmällä aikavälillä.

Terminaalijakson painoarvo on mielestämme maltillinen 45 %, mikä kertoo maltillisista pitkän aikavälin ennusteista. DCF -laskelman indikoima arvo on erittäin herkkä muutoksille avainoletuksissa ja pidämme laskelmaa lähinnä varmistuksena siitä, että asettamamme tavoitehinta voidaan perustella järkevilla oletuksilla tulevista kassavirroista. Tarkempi kassavirtalaskelma löytyy liitetiedoista.

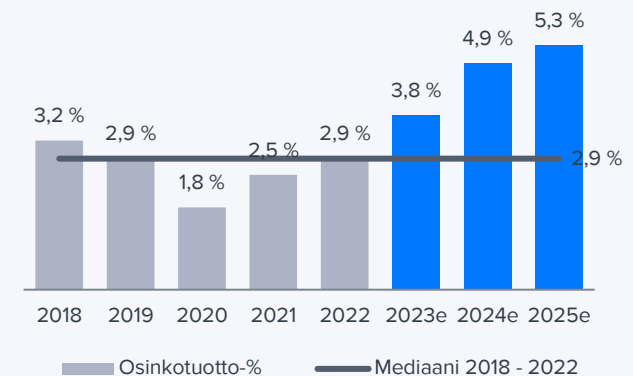
## Osingot tukevat tuotto-odotusta

Positiivisen kehityksen mukana Aspocompin tase on vahvistunut merkittävästi ja osinkoakin on luvassa kohtuullisesti. Osinkoehdotuksella (0,21 €/osake) osakkeen osinkotuotto on nykykurssilla noin 3,2 %. Yhtiön tavoitteena on jakaa tilikauden tuloksesta vähintään 1/3 osinkoina osakkeenomistajille, ja tämä olisi linjassa tavoitteen kanssa. Jatkossa odotamme osingon kasvavan suunnilleen tuloksen mukana (huomioiden kuitenkin taseen vahvistuminen) ja osingonjakosuhteen olevan 40-50 %:n tasolla.

Verrokkiryhmän arvostuskertoimet (2023e)



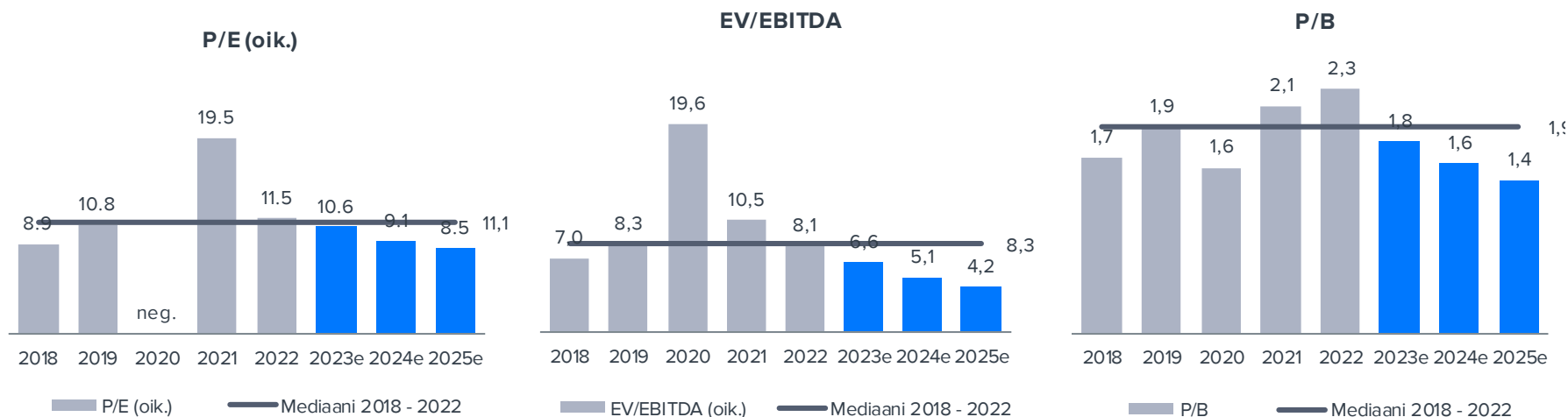
Osinkotuotto-%



# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	3,70	5,26	3,92	6,00	7,34	<b>6,48</b>	<b>6,48</b>	<b>6,48</b>	<b>6,48</b>
Osakemäärä, milj. kpl	6,67	6,70	6,84	6,84	6,84	<b>6,84</b>	<b>6,84</b>	<b>6,84</b>	<b>6,84</b>
Markkina-arvo	25	35	27	41	50	<b>44</b>	<b>44</b>	<b>44</b>	<b>44</b>
Yritysarvo (EV)	28	39	30	43	52	<b>43</b>	<b>38</b>	<b>33</b>	<b>31</b>
P/E (oik.)	8,9	10,8	neg.	19,5	11,5	<b>10,6</b>	<b>9,1</b>	<b>8,5</b>	<b>9,1</b>
P/E	7,6	9,0	neg.	19,5	11,5	<b>10,6</b>	<b>9,1</b>	<b>8,5</b>	<b>9,1</b>
P/Kassavirta	neg.	>100	10,0	31,0	15,8	<b>9,3</b>	<b>7,0</b>	<b>6,1</b>	<b>8,6</b>
P/B	1,7	1,9	1,6	2,1	2,3	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>
P/S	0,8	1,1	1,0	1,2	1,3	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>
EV/Liikevaihto	0,9	1,2	1,2	1,3	1,3	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>
EV/EBITDA (oik.)	7,0	8,3	19,6	10,5	8,1	<b>6,6</b>	<b>5,1</b>	<b>4,2</b>	<b>4,0</b>
EV/EBIT (oik.)	9,5	11,4	neg.	19,0	11,5	<b>9,8</b>	<b>7,6</b>	<b>6,2</b>	<b>5,6</b>
Osinko/tulos (%)	24,7 %	25,5 %	neg.	48,7 %	32,8 %	<b>40,0 %</b>	<b>45,0 %</b>	<b>45,0 %</b>	<b>50,0 %</b>
Osinkotuotto-%	3,2 %	2,9 %	1,8 %	2,5 %	2,9 %	<b>3,8 %</b>	<b>4,9 %</b>	<b>5,3 %</b>	<b>5,5 %</b>

Lähde: Inderes



# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e
NCAB	835	886	18,3	16,1	15,2	14,1	22,6	20,4	2,4	2,4	6,6
ICAPE	116	141	9,7	6,4	7,2	5,2	11,4	7,5	2,6	4,0	3,4
Incap	518	504	10,8	9,3	9,9	8,5	15,1	13,4	0,9	1,1	3,3
Scanfil	486	518	10,3	8,7	7,7	6,4	13,1	11,9	3,1	3,3	1,8
Enedo	17	23	11,5	9,2	4,7	5,3	15,1	10,3			1,9
Teleste	65	99	27,4	10,9	9,9	6,3	33,2	11,0	2,3	3,4	1,0
AT & S	1035	2027	16,1	10,5	4,0	3,7	6,9	6,3	4,9	5,8	1,1
Lagercrantz	2342	2572	27,5	26,0	20,2	19,1	31,6	30,2	1,3	1,5	8,4
Sanmina	3168	2795	5,5	4,8	4,7	4,5	9,0	8,1			
Unimicron	6195	5622	6,2	5,0	4,1	3,3	8,8	7,1	5,0	5,4	2,0
Compeq	1635	1725	6,4	5,3	3,8	3,5	8,0	6,1	5,1	5,9	1,3
TTM Technologies	1198	1711	10,5	8,0	6,5	5,7	11,3	8,6			0,8
Ibiden	4888	4632			4,9	4,4	13,5	13,1	1,0	1,1	1,7
Tripod Technology	1786	1554	7,3	6,3	4,1	3,7	9,8	8,5	6,5	6,8	1,3
<b>Aspocomp (Inderes)</b>	<b>44</b>	<b>43</b>	<b>9,8</b>	<b>7,6</b>	<b>6,6</b>	<b>5,1</b>	<b>10,6</b>	<b>9,1</b>	<b>3,8</b>	<b>4,9</b>	<b>1,8</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>12,9</b>	<b>9,7</b>	<b>7,6</b>	<b>6,6</b>	<b>14,4</b>	<b>11,3</b>	<b>3,1</b>	<b>3,6</b>	<b>2,5</b>
<b>Mediaani</b>			<b>10,5</b>	<b>8,7</b>	<b>6,5</b>	<b>5,3</b>	<b>11,4</b>	<b>8,6</b>	<b>2,5</b>	<b>3,4</b>	<b>1,7</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>			<b>-7 %</b>	<b>-12 %</b>	<b>1 %</b>	<b>-2 %</b>	<b>-7 %</b>	<b>6 %</b>	<b>52 %</b>	<b>47 %</b>	<b>6 %</b>

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



# DCF-laskelma

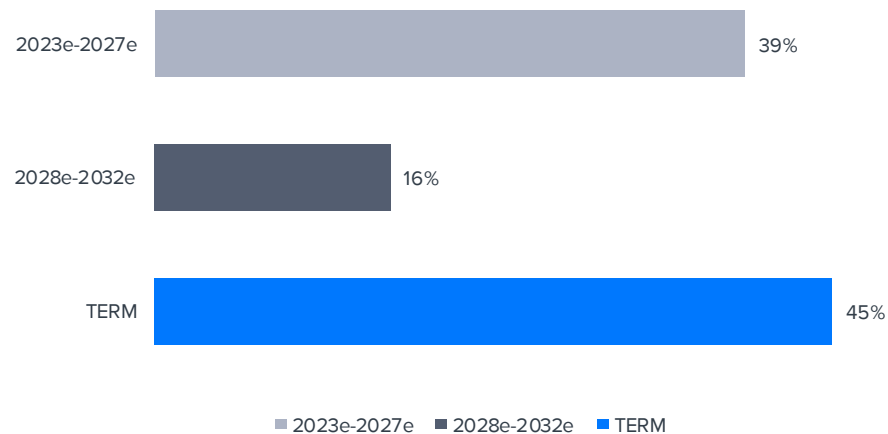
DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	18,0 %	5,5 %	9,3 %	8,0 %	8,0 %	6,0 %	5,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	3,0 %	3,0 %
Liikevoitto-%	11,5 %	10,6 %	11,1 %	11,0 %	10,5 %	10,0 %	9,0 %	8,5 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>4,5</b>	<b>4,4</b>	<b>5,0</b>	<b>5,4</b>	<b>5,5</b>	<b>5,6</b>	<b>5,3</b>	<b>5,2</b>	<b>5,1</b>	<b>5,3</b>	<b>5,4</b>	
+ Kokonaispoistot	1,9	2,2	2,4	2,6	2,2	2,1	2,3	2,4	2,5	2,4	2,5	
- Maksetut verot	0,8	1,0	1,0	1,0	0,6	-1,1	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,1	
- 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 rahoitusuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-2,9	0,2	0,5	-0,2	-0,7	-0,6	-0,5	-0,4	-0,5	-0,5	-0,4	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>4,3</b>	<b>7,8</b>	<b>8,9</b>	<b>8,7</b>	<b>7,5</b>	<b>6,0</b>	<b>6,0</b>	<b>6,1</b>	<b>6,1</b>	<b>6,1</b>	<b>6,4</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-2,4	-3,0	-2,6	-1,4	-2,4	-2,7	-2,8	-2,8	-2,3	-2,8	-2,8	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>1,8</b>	<b>4,8</b>	<b>6,3</b>	<b>7,3</b>	<b>5,1</b>	<b>3,3</b>	<b>3,2</b>	<b>3,2</b>	<b>3,8</b>	<b>3,3</b>	<b>3,6</b>	
+/- Muut	1,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	3,2	4,8	6,3	7,3	5,1	3,3	3,2	3,2	3,8	3,3	3,6	58,6
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>	<b>4,4</b>	<b>5,4</b>	<b>5,7</b>	<b>3,7</b>	<b>2,1</b>	<b>1,9</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>24,4</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		54,3	49,8	44,4	38,8	35,1	33,0	31,1	29,3	27,4	26,0	24,4
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>54,3</b>										
- Korolliset velat		-3,1										
+ Rahavarat		1,4										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>52,6</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>7,69</b>										

## Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	15,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	15,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,45
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,00 %
Riskitön korko	2,5 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>10,4 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>9,3 %</b>

Lähde: Inderes

## Rahavirranjakauma jaksoittain



# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	25,6	33,2	39,1	41,3	45,1	EPS (raportoitu)	-0,01	0,31	0,64	0,61	0,71
Käyttökate	1,5	4,1	6,4	6,5	7,5	EPS (oikaistu)	-0,06	0,31	0,64	0,61	0,71
Liikevoitto	-0,1	2,2	4,5	4,4	5,0	Operat. kassavirta / osake	0,46	0,33	0,63	1,13	1,30
Voitto ennen veroja	-0,4	2,2	4,4	4,2	4,9	Vapaa kassavirta / osake	0,39	0,19	0,47	0,70	0,93
Nettovoitto	-0,1	2,1	4,4	4,2	4,9	Omapääoma / osake	2,51	2,80	3,19	3,59	4,06
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,07	0,15	0,21	0,25	0,32
<b>Tase</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>
Taseen loppusumma	27,0	31,5	31,4	36,0	40,3	Liikevaihdon kasvu-%	-18 %	29 %	18 %	5 %	9 %
Oma pääoma	17,1	19,2	21,8	24,6	27,7	Käyttökateen kasvu-%	-68 %	168 %	58 %	2 %	14 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	-104 %	-1812 %	101 %	-3 %	15 %
Nettovelat	2,9	1,7	1,7	-1,5	-6,0	EPS oik. kasvu-%	-113 %	-595 %	108 %	-4 %	16 %
<b>Kassavirta</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	Käyttökate-%	5,9 %	12,2 %	16,4 %	15,8 %	16,5 %
Käyttökate	1,5	4,1	6,4	6,5	7,5	Oik. Liikevoitto-%	-0,5 %	6,8 %	11,5 %	10,6 %	11,1 %
Nettokäyttöpääoman muutos	2,0	-1,8	-2,9	0,2	0,5	Liikevoitto-%	-0,5 %	6,8 %	11,5 %	10,6 %	11,1 %
Operatiivinen kassavirta	3,1	2,2	4,3	7,8	8,9	ROE-%	-0,6 %	11,6 %	21,4 %	18,1 %	18,6 %
Investoinnit	-1,7	-1,1	-2,4	-3,0	-2,6	ROI-%	-0,6 %	9,7 %	18,6 %	16,4 %	16,8 %
Vapaa kassavirta	2,7	1,3	3,2	4,8	6,3	Omavaraisuusaste	63,6 %	60,8 %	69,4 %	68,2 %	68,9 %
						Nettovelkaantumisaste	16,6 %	8,7 %	7,6 %	-6,1 %	-21,6 %
<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>						
EV/Liikevaihto	1,2	1,3	1,3	1,0	0,9						
EV/EBITDA (oik.)	19,6	10,5	8,1	6,6	5,1						
EV/EBIT (oik.)	neg.	19,0	11,5	9,8	7,6						
P/E (oik.)	neg.	19,5	11,5	10,6	9,1						
P/B	1,6	2,1	2,3	1,8	1,6						
Osinkotuotto-%	1,8 %	2,5 %	2,9 %	3,8 %	4,9 %						

Lähde: Inderes

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

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

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

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

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

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoitavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

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

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

## Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
23.10.2019	Myy	5,20 €	6,72 €
30.10.2019	Vähennä	5,50 €	5,44 €
4.11.2019	Vähennä	5,75 €	5,70 €
29.11.2019	Lisää	5,75 €	5,28 €
5.2.2020	Vähennä	5,60 €	5,62 €
11.3.2020	Vähennä	4,20 €	4,25 €
6.5.2020	Vähennä	4,20 €	4,38 €
4.6.2020	Lisää	4,75 €	4,31 €
17.7.2020	Vähennä	4,00 €	3,98 €
13.8.2020	Lisää	3,80 €	3,56 €
15.9.2020	Vähennä	3,80 €	3,83 €
5.11.2020	Vähennä	3,80 €	3,86 €
4.1.2021	Lisää	4,20 €	3,92 €
18.1.2021	Lisää	4,20 €	3,95 €
11.3.2021	Lisää	4,20 €	4,03 €
28.4.2021	Lisää	4,80 €	4,46 €
13.8.2021	Lisää	5,20 €	4,65 €
8.11.2021	Lisää	6,20 €	5,56 €
11.3.2022	Lisää	6,80 €	6,28 €
27.4.2022	Vähennä	6,80 €	6,50 €
16.6.2022	Lisää	6,80 €	5,66 €
21.7.2022	Lisää	7,40 €	6,70 €
11.11.2022	Lisää	8,00 €	6,90 €
17.3.2023	Lisää	7,00 €	6,48 €

Inderes yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Asiakkainamme on yli 400 pohjoismaista pörssiyritystä, jotka haluavat palvella sijoittajia tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Yhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista sijoittajaa.

Yhteiskunnallisena tavoitteenamme on demokratisoida tieto finanssimarkkinoilla.

Rakennamme pörssiyrityksien tarpeisiin ratkaisuja, joiden avulla voidaan tehdä tehokasta ja oikeat kohderyhmät tavoitettavaa sijoittajaviestintää. Liikevaihdostamme suurin osa muodostuu pörssiyrityksiä asiakkailta, joille tarjottavia päätuotteitamme ovat Tilausanalyysi, Virtuaalitapahtumaratkaisut (Flik), Yhtiökokousratkaisut sekä Teknologia- ja IR-ratkaisut.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla jäsenet voivat oppia ja kehittyä, tutustua muihin sijoittajiin sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North markkinapaikalla ja toimii Suomessa, Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa.

### Inderes Oyj

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen  
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen  
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Olli Koponen  
2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**