

ASPOCOMP

27.02.2025 08.30 EET



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS

LAAJA RAPORTTI



Kasvua puolijohdeteollisuuden imussa

Nostamme Aspocompin tavoitehinnan 4,0 euroon (aik. 3,4 €), mutta laskemme suosituksemme vähennä-tasolle (aik. lisää) 40 %:n kurssirallin jälkeen. Surkeiden vuosien jälkeen suunta on kääntynyt puolijohdeteollisuuden ja puolustussektorin imussa, ja näkymä vuodelle 2025 on vahva. Tänä vuonna tulos tekee tasokorjauksen ylöspäin, mutta osakkeeseen tämä on jo hinnoiteltu. Potentiaalia merkittävästi korkeammalle on sekä tuloksella että osakkeella, mutta mielestämme ensi vuoden tuloskasvuun nojaaminen tässä vaiheessa on turhan riskialtista.

Kyvykäs eurooppalainen piirilevy-palveluyhtiö

Aspocomp tarjoaa korkealaatuista piirilevyjen suunnittelu- ja valmistuspalvelua. Yhtiö on niche-toimija valtavalla toimialalla ja keskittyy strategisesti teknologisesti haastaviin piirilevyihin ja lyhyisiin tuotantosarjoihin, joissa yhtiön Oulun tuotantolaitos on hyvin kilpailukykyinen Euroopassa. Yhtiön kilpailuedut perustuvat tuotannon kyvykkyyksiin ja joustavuuteen, hyvään maineeseen sekä asiantuntevaan kokonaispalveluun. Viime vuosien hankaluuksista huolimatta Aspocomp on pystynyt säilyttämään asiakaskunnan luottamuksen ja on toimialalla arvostettu yhtiö. Kilpailuedut on mielestämme selkeät Euroopassa, mutta Aasian massavalmistajien joukossa Aspocomp jää helposti jalkoihin rajallisten resurssien takia. Onkin mielestämme kriittistä, että yhtiö on löytänyt oman markkinalokeronsa nopeasti kasvavilta puolijohdeteollisuuden ja turvallisuus-, puolustus- ja ilmailusektorin alueilta, joissa asiakkaat ovat haluttomia viemään tuotteidensa valmistusta Aasiaan. Oman tuotantonsa (arviolta yli 80 % liikevaihdosta) lisäksi yhtiö välittää yhteistyökumppaniensa volyymivalmistuspalveluita (arviolta alle 20 %), mikä antaa mahdollisuuden palvella asiakkaita tuotteen elinkaaren ajan.

Käänne on jo hyvässä vauhdissa

Aspocompin viime vuosien tuloskehitys on ollut vuoristorataa. Vuoden 2022 ennätystuloksesta romahdettiin rumasti tappiolle

vuonna 2023, minkä jälkeen kuoppa syveni vuonna 2024. Yhtiön lähestyessä jo rahoituskriisiä yhtiölle kriittisen puolijohdeteollisuuden kysyntä kääntyi voimakkaaseen kasvuun, Q3:lla tilauskanta pullistui muhkeaksi ja Q4:llä liike-tulos pinnisti plussalle. Rahoitustilanne on edelleen kireä ja tase heikkeni viime vuosina voimakkaasti, mutta tilanne on saatu vakautettua. Loppuvuonna kysyntää oli enemmän kuin kapasiteettia, ja kun yhtiö sai Oulun tehtaan ajettua ylös vuoden lopussa, näkymä vuodelle 2025 on erittäin hyvä. Odotamme Aspocompin liikevaihdon kasvavan yli 30 % vuonna 2025 ja liike-tuloksen nousevan 2,6 MEUR:oon (2024: -4,0 MEUR). Historiassa yhtiö on pystynyt merkittävästi parempaan-kin kannattavuuteen (2025e: liikevoittomarginaali 7,3 %), mutta ilman pikatoimituksien elpymistä huipputasoilta jäädään toistaiseksi. Odotamme tuloskasvun jatkuvan myös vuonna 2026, mutta näkyvyys rajoittuu toistaiseksi H1'25:lle suotuisasta markkinanäkymästä huolimatta. Odotamme yhtiöltä tänä vuonna strategiapäivitystä, jonka turvin yhtiön liiketoiminta saataisiin kestävämmiin nousu-uralle.

Tämän vuoden tulosparannus on jo hinnassa

Aspocomp onnistui loppuvuonna tuotannon ylösajossa ja rahoitustilanteen vakauttamisessa, mikä pienensi merkittävästi lyhyen aikavälin riskejä ja nosti tavoitehintaamme. Vahvan kurssinousun jälkeen vuoden 2025 arvostuskertoimet (P/E 14x ja EV/EBITDA 7x) ovat jo normaalisti hyväksyttäviä korkeampia, mitä kautta osakkeen nousuvara nojaa jo tuloskasvun jatkumiseen vuonna 2026. Tähän on mielestämme ennen-aikeista nojata erityisesti viime vuosien jälkeen. Suhteellinen arvostus tai kassavirtamalli eivät tässä vaiheessa myöskään tue merkittävää nousupotentiaalia, mitä kautta jäämme odottamaan sitä, että vahvistuvat fundamentit ottavat kiinni osakekurssia. Kallis osake ei edelleenkään ole ja vahvan momentumin mukana osake voi jatkaa nousuaan, mutta mielestämme riski/tuotto-suhde on kääntynyt turhan heikoksi.

Suositus

Vähennä

(aik. Lisää)

Tavoitehinta:

4,00 EUR

(aik. 3,40 EUR)

Osakekurssi:

4,15

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	28	36	40	44
kasvu-%	-15 %	31 %	10 %	9 %
EBIT oik.	-4,0	2,6	3,6	3,9
EBIT-% oik.	-14,4 %	7,3 %	9,0 %	9,0 %
Nettotulos	-3,5	2,1	3,3	3,8
EPS (oik.)	-0,64	0,30	0,49	0,56

P/E (oik.)	neg.	13,7	8,5	7,4
P/B	1,4	1,6	1,4	1,3
Osinkotuotto-%	0,0 %	2,6 %	4,1 %	5,4 %
EV/EBIT (oik.)	neg.	12,3	8,1	6,7
EV/EBITDA	neg.	7,2	5,2	4,6
EV/Liikevaihto	1,0	0,9	0,7	0,6

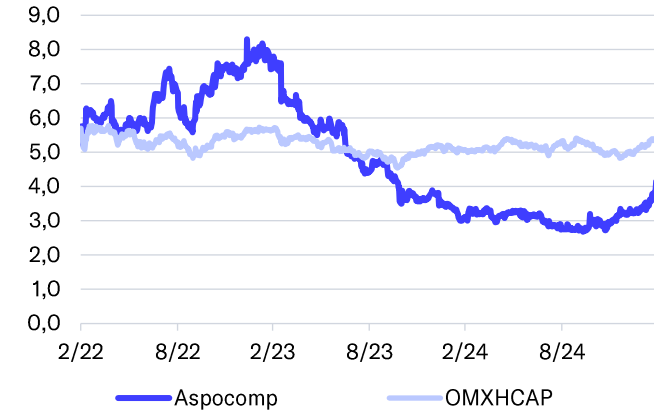
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Uusi ohjeistus)

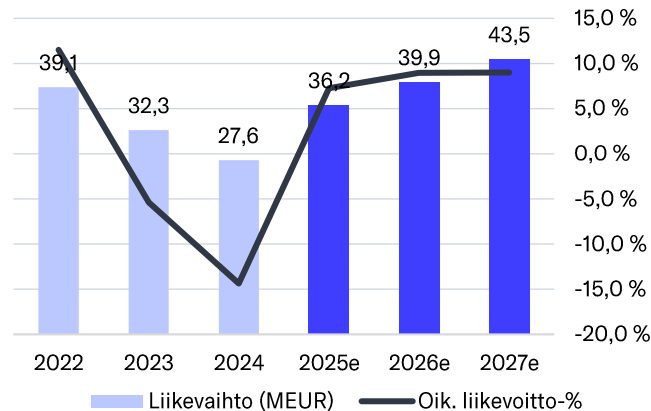
Aspocomp arvioi vuoden 2025 liikevaihdon kasvavan huomattavasti vuoden 2024 tasosta (27,6 MEUR) ja liike-tuloksen kääntyvän selvästi voitolliseksi (2024: -4,0 MEUR).

Osakekurssi



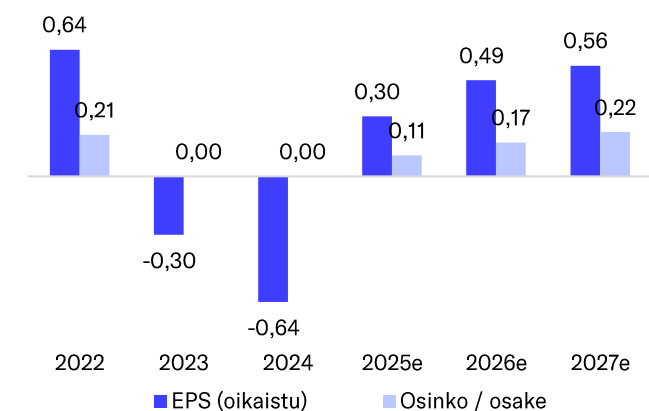
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Asiakaskunnan laajentaminen ja voimakas kasvu sektoreilla kuten puolijohdeteollisuus ja puolustusteollisuus
- Liiketoimintaprofiilin muuttuminen paremmin ennakoitaviin tuotekategorioihin
- Paikallisuuden merkityksen nousu
- Strateginen laajentuminen kokonaistoimituksiin ja tämän kehittäminen
- Hyväksyttävän arvostustason nousu riskiprofiilin pienentyessä hiljalleen

Riskitekijät

- Rahoitustilanne on edelleen kireä, vaikka tilanne on saatu vakautettua
- Globaalin piirilevymarkkinan kehitykseen liittyvä epävarmuus ja markkinahäiriöt
- Voimakkaasti vaihteleva ja vaikeasti ennustettava kysyntä
- Riippuvuus puolijohdeteollisuuden yksittäisien asiakkaiden kehityksestä
- Kilpailun oleellinen kiristyminen
- Operatiiviset haasteet kuten laatuongelmat

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	4,15	4,15	4,15
Osakemäärä, milj. kpl	6,84	6,84	6,84
Markkina-arvo	28	28	28
Yritysarvo (EV)	32	29	26
P/E (oik.)	13,7	8,5	7,4
P/E	13,7	8,5	7,4
P/B	1,6	1,4	1,3
P/S	0,8	0,7	0,7
EV/Liikevaihto	0,9	0,7	0,6
EV/EBITDA	7,2	5,2	4,6
EV/EBIT (oik.)	12,3	8,1	6,7
Osinko/tulos (%)	35,0 %	35,0 %	40,0 %
Osinkotuotto-%	2,6 %	4,1 %	5,4 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-8
Strategia ja kilpailuetu	9-11
Sijoitusprofiili	12-14
Toimiala ja kilpailu	15-18
Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne	19-22
Ennusteet	23-30
Arvonmäärittäminen	31-38
Muut taulukot	39
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	40

Aspocomp lyhyesti

Aspocomp on piirilevy-yhtiö, joka tarjoaa piirilevyjen suunnittelu- ja valmistuspalvelua. Yhtiö keskittyy teknologisesti haastaviin ja lyhyisiin tuotantosarjoihin, joissa sen Oulun tuotantolaitos on kilpailukykyinen. Lisäksi yhtiö välittää kumppaneiden palveluita.

4,7 % (CAGR)

Liikevaihdon kasvu 2015-2024

7,4 %

Käyttökate-% (2015-2024 keskiarvo)

27,6 MEUR (-15 % v/v)

Liikevaihto 2024

-4,0 MEUR (-14 % liikevaihdosta)

Liiketulos 2024

19,9 MEUR (+90 % v/v)

Tilauuskanta 2024

80 % / 20 %

Liikevaihdon jakauma: oma tuotanto / välitys*

* Inderesin arvio

VAIKEA MURROS

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

Liikevaihto kääntyy nousuun asiakaskunnan laajentuessa, ja kannattavuus paranee.

5G:n vahva veto nostaa yhtiön tulostasoa edelleen ja yhtiö tekee 2018-2019 vahvoja tuloksia.

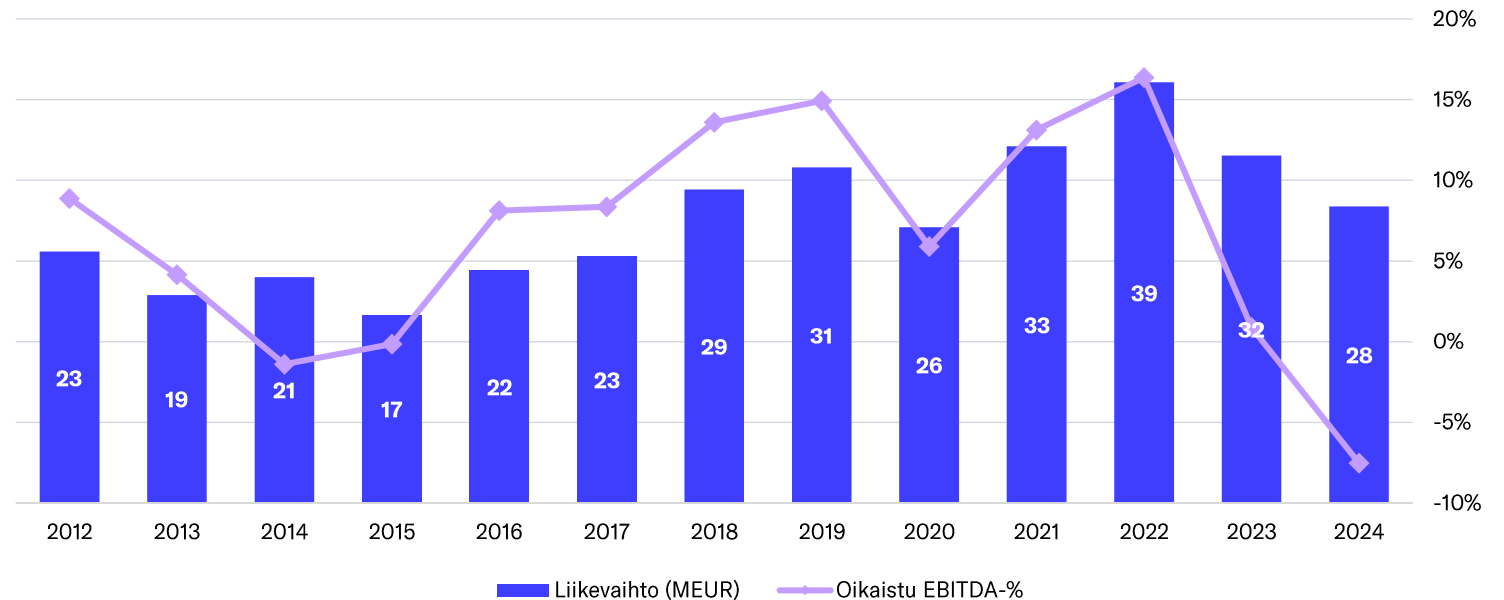
Yhtiö aloittaa merkittävän investointiohjelman ennen vuoden 2020 koronapandemiaa, mikä vahvistaa yhtiön asemaa puolijohdeteollisuudessa.

PUOLIJOHDEKUOPPA

Pandemian vaikutus on näkynyt vielä 2021 puolella, mutta H2'21 tilanne normalisoitui ja vuoden 2022 tulos oli vahva.

Vuonna 2023 piirilevy- ja puolijohdemarkkinat kääntyivät ääripäästä toiseen ja kysyntä heikentyi voimakkaasti.

Vuonna 2024 Aspocomp oli pahimmillaan rahoituskriisin partaalla, mutta sai käännettyä suunnan riittävän ajoissa.



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/3

Lyhyt yhtiökuvaus

Aspocomp tarjoaa piirilevyjen suunnittelu- ja valmistuspalvelua. Pienenä ja ketteränä yhtiönä valtavalla toimialalla se keskittyy strategisesti teknologisesti haastaviin, lyhyisiin tai 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 mahdollistaa jatkuvamman liiketoiminnan. Tuotantomäärien kasvaessa piirilevyjen tuotanto tehdään valtaosin Aasiassa, missä yksikkökustannukset saadaan painettua alas erittäin suurien volyymien ansiosta. Aasialaiset massavalmistajat ovat myös teknologisesti hyvin kyvykkäitä, mitä kautta Aspocomp on siirtänyt asiakasfokustaan yhä enemmän sektoreille, jotka rajaavat yhtiön kilpailukenttää Eurooppaan ja Yhdysvaltoihin. Silloin hintapaine tippuu oleellisesti.

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 on kilpailukykyinen. Yhtiö on investoinut merkittävästi uusiin kyvykkyyksiin ja pystyy nopeisiin toimituksiin myös rakenteeltaan monimutkaisten piirilevyjen osalta. Viime aikoina Aspocomp on tehostanut omaa tuotantoaan ja etsinyt alihankkijoita Oulun tehtaalla tuotannollisten pullonkaulojen kiertämiseen. Tällä hetkellä merkittävin pullonkaula on piirilevyjen kuparointi.

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 kriittisessä roolissa olleiden pikatoimituksien määrä on kuitenkin vuosien varrella laskenut ja arviomme mukaan osuus liikevaihdosta on laskenut 10 %:n tasolle (historiassa jopa yli 50 %). Näin ollen ne eivät enää ole ratkaisevassa roolissa, mutta tason elpyminen tulevaisuudessa olisi mielestämme tärkeää.

Tarjontaa laajentavat yhteistyökumppanit

Aspocomp ei ole resursseiltaan tai kapasiteetiltaan kilpailukykyinen aasialaisten massatuottajien rinnalla volyymituotannossa, minkä takia yhtiö on laajentanut tarjontaansa strategisien yhteistyökumppaneiden kautta. Näin yhtiö pystyy tarjoamaan teknologiaratkaisuja ja kilpailukykyisempiä tuotteita ”yhdestä osoitteesta” teknologiasta ja määrästä riippumatta. Aasian yhteistyökumppaniverkoston kautta yhtiö pääsee parhaimmillaan kiinni koko tuotteen elinkaareen.

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 kasvoi vuoteen 2022 asti voimakkaasti ja tätä kautta osuus liikevaihdosta nousi, mutta viime vuosina kehitys on käsitksemme mukaan ollut heikkoa. Lukuja ei ole julkistettu, mutta arvioimme osuuden olleen vuonna 2024 selvästi alle 20 %, kun korkeimmillaan taso oli yli 25 %.

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.



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/3

Asiakkaat

Aspocompin ylivoimaisesti suurin asiakassektori on historiallisesti ollut tietoliikenne, sillä yhtiö oli historiassa Nokian merkittävänä alihankkijana. Tietoliikennesektorin merkitys on kuitenkin kutistunut vuosien varrella ja vuonna 2024 se vastasi enää noin 9 % liikevaihdosta. Paino siirtyi vuonna 2022 puolijohdeteollisuuteen (41 % liikevaihdosta), mikä sekin osoittautui ongelmaksi sektorin kysynnän romahdettua seuraavina vuosina. Osuudet voivat heilua vuosittain voimakkaasti mm. isojen asiakkuuksien mukana.

Vuonna 2024 liikevaihtojakauma oli heikko, mutta sinänsä tasapainoinen: Puolijohdeteollisuus 31 %, Turvallisuus-, puolustus- ja ilmailu 24 %, Autoteollisuus 25 %, Teollisuuselektroniikka 12 % ja Tietoliikenne 9 %. Selvää kuitenkin on, että kaksi ensimmäistä tulevat kasvattamaan osuuttaan lähivuosina. Molempien kasvunäkymä on erittäin hyvä keskipitkällä aikavälillä, ja puolijohdeteollisuudessa lähdetään liikkeelle syklin pohjalta.

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. Vuosina 2019-2021 Aspocomp ei julkaissut vuosikertomuksessaan jakaumaa suurimpien asiakkaiden välillä, mutta raportointiin palattiin vuonna 2022. Arviomme mukaan syy löytyy puolijohdeteollisuuden voimakkaasta kasvusta, koska täällä avainasiakkaita on arviomme mukaan rajallisesti. Ottamatta kantaa Aspocompin suoraan asiakkaaseen puolijohdeteollisuudessa, arvioimme yhtiön olevan mukana ainakin ASML:n tuotantoketjussa.

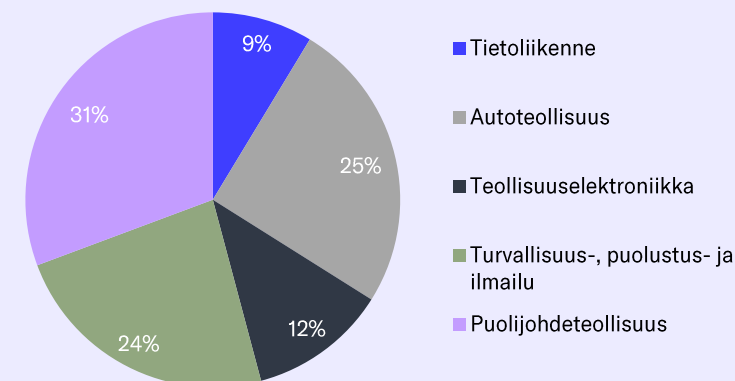
Kyseessä on käytännössä ainoa eurooppalainen yhtiö, jolla on merkittävä asema myös tekoälykissä (ASML:llä on käytännössä monopoliasema EUV-litografiakoneissa).

Viiden suurimman asiakkaan osuus liikevaihdosta oli 76 % vuonna 2024, joka oli monella tavalla poikkeuksellinen vuosi. Vaihtuvuutta suurimmissa asiakkaissa on käsityksemme mukaan ollut muutenkin viime vuosina. Vaikka viime vuonna puolijohdeteollisuuden tuottama liikevaihto jäi alhaiseksi alkuvuonna, suurimmat asiakasriskit keskittyvät näkemyksemme mukaan sektoriin. 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. Viimeksi tämä riski realisoitui puolijohdeteollisuudessa viime vuosina.

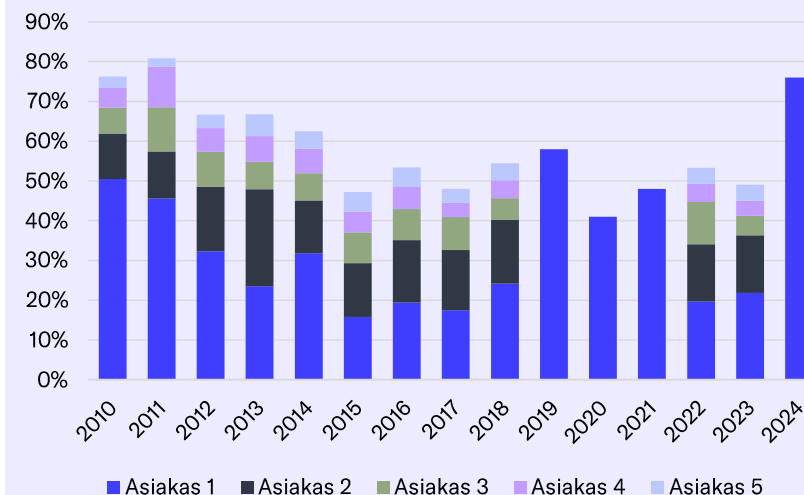
Liiketoimintamalli

Aspocompin omassa tuotannossa liiketoiminta perustuu tuotannon tehokkuuteen, korkeaan teknologiaseen tasoon, joustavuuteen ja tuotannon optimointiin. Haastavaksi tilanteen tekee kroonisesti heikko näkyvyys korkeakatteisiin pikatoimituksiin, ja toisaalta suurempien volyymien alaiset katteet. Lisäksi avainasiakkaiden kysynnän voimakas heilunta on aiheuttanut viime vuosina suuria haasteita. Tuotannon optimointi on merkittävästi helpompaa keskisuurilla ja ennustettavilla tuotesarjoilla. Oleellista on myös saanti (tai hävikin poisto), jonka kanssa yhtiöllä on ollut viime vuosina poikkeuksellisia hankaluuksia. Liiketoimintamallissa Aspocompin täytyy varmistaa riittävä tasainen volyymi, jotta tuotanto pysyy järkevästi käynnissä ja kattaa kaikissa tilanteissa kiinteät kulut. Tämä vaatisi laajaa asiakaskuntaa, jonka kysyntä ei korreloisi toisien kanssa.

Liikevaihdon jakautuminen 2024



Viiden suurimman asiakkaan osuus liikevaihdosta historiallisesti (%)



Huomio: Vuosina 2019-2021 ei raportoitu kuin 5 suurimman osuus (esitetty Asiakas 1), vuoden 2024 tiedot julkaistaan mahdollisesti myöhemmin vuosikertomuksessa.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/3

Käytännössä Aspocompin 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 ja asiakkaiden arvostamia pikatoimituksia voitaisi tehdä. Toisaalta kapasiteetin alikäyttö aiheuttaa taloudellisten ongelmien lisäksi prosessiongelmia ja kasvavaa tuotehävikkiä viime vuosien perusteella, mikä on tuhoisa yhdistelmä. Lisäksi yhtiön on kriittistä pystyä pitämään kiinni sen osaajista.

Aspocompin uusi toimitusjohtaja on lähtenyt yhteensovittamaan asiakaskysynnän vaihtelua ja yhtiön oman kapasiteetin hallintaa asettamalla eri asiakkaille kapasiteettirajoitteita. Käytännössä tämä tarkoittaa, että nyt jälleen voimakkaassa nousussa olevan puolijohdeteollisuuden osuutta kokonaiskapasiteetista rajoitetaan. Jos asiakas välttämättä haluaa enemmän toimituksia, nämä voidaan toimittaa pikatöille jätetystä kapasiteetista nopeasti – mutta hinnat ovat silloin luonnollisesti korkeampia. Tätä kautta Aspocompin kysynnän heilunnan pitäisi olla rajallisempaa, eikä yhtiö joudu enää vuoden 2024 kaltaiseen tilanteeseen.

Yhtiön tuotekatteen ovat yleensä korkeita (keskimäärin ~40 %). Katteen 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 erittäin suurta tulospainetta. Parhaat tuotekatteen ovat lyhyellä toimitusajalla tilatuissa korkean vaatimustason tuotekehityssarjoissa, joissa yhtiö saa merkittävän kompensaation pikatoimituksesta eikä

yksikkökustannuksella ole asiakkaalle suurta merkitystä. Kriittinen tekijä on aika ja T&K-prosessin eteneminen, joten Aspocompin hinnoitteluvoima on nopean läpimenoajan takia huomattava. Vastakkaisessa ääripäässä ovat suhteellisen alhaisen teknologisen vaatimustason tuotteet suuremmissa volyymisarjoissa, joissa vaihtoehtokustannus on tuotanto Aasiassa. Silloin katteen painuvat alhaisiksi, mutta Aspocomp tekee pidempiä sarjoja sekä alhaisen teknologiatason piirilevyjä nykyään erittäin vähän.

Välitysliiketoiminta

Tulevaisuuden kannattavuusrakenteeseen vaikuttaa volyymivälityksen kehitys. Tässä liiketoiminnassa katteen eivät ole niin korkeita kuin omassa tuotannossa, mutta toisaalta kiinteitä investointeja tai kuluja ei vaadita. Välitysliiketoiminnassa tuotekatteet 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 välitysliiketoiminnassa 10 %:n liikevoittotasoon.

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 oman kapasiteetin käyttöastetta ja vahvistaa asiakassuhteita. Viime vuosina välitysliiketoiminnan kehitys on käsityksemme mukaan ollut heikkoa, mikä voi osin johtua myös oman tuotannon priorisoinnista heikossa tilanteesta.



Oman tuotannon avaintekijät

Vahvuudet

- Tuotannon tehokkuus, joustavuus ja korkea teknologinen kyvykyys
- 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 sarjakokojen kasvaessa
- Kilpailukykyyn ylläpitäminen vaatii jatkuvia investointeja
- Näkyvyys kysyntään heikko ja kapasiteetin optimointi on haasteellista
- Kulurakenne pitkälti kiinteä



Välityksen avaintekijät

Vahvuudet

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

Heikkoudet

- Lisäarvon tuottaminen voi jäädä vähäiseksi ja katetasot ovat maltillisia
- Kilpailupaine Aasiasta on ajoittain todella voimakasta
- Ei sovi läheskään kaikille asiakkaille

Strategia ja kilpailuetu 1/2

Strategian ydin

Aspocomp on ainakin viimeisen viiden vuoden aikana pyrkinyt strategiassaan kohti kokonaisvaltaisempaa palvelua eli vastaamaan asiakkaiden kysyntään tuotteiden elinkaaren kaikissa vaiheissa. Arviomme mukaan yhtiön strategiaa tullaan päivittämään lähiaikoina ja oletettavasti siihen on tulossa ainakin tarkennuksia. Selvää on kuitenkin, että omalla tuotannollaan yhtiö ei pysty kilpailukykyiseen tuotantoon mittavassa sarjatuotannossa. Tämän takia yhtiö on rakentanut yhteistyökumppaniverkoston Aasiaan, jossa yhtiön tuotteita valmistetaan valituiden partnereiden kustannustehokkailla tuotantolinjoilla Aasiassa. Aspocompin suurin vahvuus on mielestämme nopea läpimenoaika lyhyillä ja keskisuurille 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 globaalisti yhdeksän toimittajaa kumppaniverkostossa. Kaikilla kumppaneilla on vaadittavat sertifikaatit ja niille on tehty asianmukaiset auditoinnit. Myös laatu- ja teknologiatasoja seurataan. Kumppanimallissa asiakassuhde pysyy Aspocompilla ja yhtiö määrittää, miten he käyttävät omaa tuotantoaan ja kumppanien tuotantoa. Loppuasiakkaan kannalta oleellista on kokonaiskustannus, jonka minimointi on kriittistä Aspocompin kilpailukyvyyn ja katteiden varmistamiseksi. Samalla Aspocomp myös vastaa kokonaistoimituksesta, joten kumppanien laatu ja toimitusvarmuus ovat kriittisiä.

Välitysliiketoiminnassa yksittäiset toimitukset ovat käsityksemme mukaan yleensä pieniä, alle 10 000 euron arvoisia (vaihteluväli voi olla suuri). Yksittäisten tuotteiden vuosivolyymit voivat kuitenkin olla 1 MEUR:n kokoluokassa tai enemmän. Varsinaisien massatuotteiden valmistuksessa Aspocomp ei siis ole mukana täälläkään. Prosessin sujuvuus on kannattavuuden ja skaalautuvuuden kannalta kriittistä. Oleellista olisi saada kasvavia asiakkaita, jotka toisivat vuosittain lisää volyymia.

Laajempi asiakaskunta ja tasaisempi kysyntä

Aspocompin tavoitteena oli pitkään laajentaa asiakassegmenttejään niin, ettei se olisi niin riippuvainen tietoliikennesektorista. Tässä yhtiö on onnistui, mutta käytännössä riskikeskittymä siirtyi puolijohdeteollisuuteen ja tämä riski realisoitui viime vuosina. Nyt yhtiö aikoo käsityksemme mukaan taklata ongelmaa rajuimmilla keinoilla eli aikaa rajoittaa yksittäisille asiakkaille myytävää kapasiteettia, mitä kautta jakauma tasoittuu väkisin.

Aspocompilla on vahvoja referenssejä ja omat selkeät vahvuutensa, joita hyödyntämällä yhtiöllä on hyvät mahdollisuudet voittaa uusia asiakkuuksia. Käsityksemme mukaan asiakkaita pyritään hankkimaan erityisesti sektoreilta, joilla Aspocomp olisi turvassa erityisesti kiinalaiselta kilpailulta. Silloin esille nousevat esimerkiksi turvallisuus- ja puolustus sekä puolijohdeteollisuus, joissa yhtiö on jo hyvässä vauhdissa. On kuitenkin hyvä huomata, että asiakaskunnan laajentaminen ja sieltä saatavan liikevaihdon kasvattaminen vaativat aikaa. Yleensä asiakkaat aloittavat uuden kumppanin kanssa varovaisesti pienillä tilauksilla, uusilla tuotteilla ja usein pitkällä testijaksolla. Tämän jälkeen tilaukset kasvavat hiljalleen Aspocompin onnistuessa.

Strategian pääpisteet (kausi 2017-2022)

Siirtyminen palveluuritytiksi

- Palvelumallien laajentaminen

Koko elinkaaren kattaminen

- Kumppaniverkoston vahvistaminen

Asiakaskunnan laajentaminen

- Kyvykkyyden kasvattaminen uuden asiakassegmentin tarpeisiin
- Tuotantokapasiteetin kasvattaminen
- Panostukset Pohjois-Amerikkaan

Taloudelliset tavoitteet

- 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

Odotamme Aspocompilta strategiapäivitystä vuoden 2024 kuluessa.

Strategia ja kilpailuetu 2/2

Kilpailuedut

Pienen Aspocompin täytyy näkemyksemme mukaan hakea kilpailuetua nopeudesta, ketteryydestä, teknologisesta kyvykkyydestä ja osaamisesta. Yhtiöllä on erityisesti eurooppalaisessa mittakaavassa erittäin hyvä teknologinen kyvykkyys, johon yhtiö on investoinut voimakkaasti. Mielestämme Aspocompin merkittävimmät kilpailuedut voidaan tiivistää seuraavasti:

- Osaaminen sekä tuotannon kyvykkyys, laatu, joustavuus ja organisaation ketteryyt
- Hyvämaineinen ja luotettava eurooppalainen toimija (merkittävä kilpailuetu tietyillä sektoreilla)
- Oulun tuotantolinjan nopea läpimenoaika pienissä sarjoissa
- Oman tuotannon tuoma teknologinen osaaminen (välittäjäkilpailussa)
- Korkea automaatiotaso ja kilpailukykyinen kokonaistarjonta (eurooppalaisia kilpailijoita vastaan)

Vahvimpia Aspocompin kilpailuedut ovat mielestämme tuotekehitykseen liittyvissä pikatoimituksissa, koska lyhyissä sarjoissa isot toimijat eivät yleensä pysty vastaamaan Aspocompin toimitusaikoihin. Mielestämme koko kilpailukyvyn kannalta on oleellista keskittyä alueille, joissa pääosin aasialaiset jätit eivät pysty toimimaan (ainakaan tehokkaasti). Globaalilla pelikentällä emme näe Aspocompilla muita etuja kuin nopeuden (vrt. Aasia), mutta Euroopan ja Yhdysvaltojen kilpailukentässä yhtiö on mielestämme hyvin kilpailukykyinen. Aspocompilla pitkä kokemus ja luotettavan sekä laadukkaan toimittajan maine, mikä 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 Euroopan mittakaavassa Aspocomp on merkittävä toimija, sillä suuria toimijoita täällä on vähän. Sama koskee teoriassa myös Yhdysvaltoja, jossa valmistus keskittyy käsityksemme mukaan strategisille toimialoille (puolustus).

Kilpailuhaitat

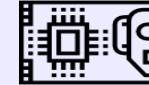
Aspocompilla ei ole mitään mahdollisuuksia kilpailla volyymituotannossa aasialaisten kilpailijoiden kanssa, mutta nykyisessä strategiassa yhteistyökumppanit hoitavat tämän. Ilman aikarajoitteita tehtävissä tilauksissa yhtiön hinnoitteluvoima on tiukan kilpailutilanteen vallitessa lähes olematon, jos esimerkiksi kiinalaiset ovat kilpailutuksissa mukana. 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 riittävät investoinnit pitääkseen tuotannollisen kilpailukyvyn hyvällä tasolla, mutta viime vuosien jälkeen kyky investoida on ainakin lyhyellä aikavälillä rajallinen.

Suuri ja jatkuva haaste on kysynnän voimakas heilunta ja heikko ennustettavuus, mikä johtuu pääosin liiketoiminnan luonteesta ja osittain suurimpien asiakkaiden heiluvista volyymeista. Tätä haastetta yhtiö pyrkii käsityksemme mukaan taklaamaan kapasiteettirajoituksilla.

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. Pidämme yhtiön kilpailukykyä erittäin hyvänä silloin, kun kilpailu rajoittuu Aasian ulkopuolelle.

Vahvat asiakkuudet kasvusektoreilla. Hankaluuksista huolimatta Aspocomp on rakentanut itselleen vahvoja asiakkuuksia puolijohdeteollisuudessa ja puolustussektorilla, joissa molemmissa asiakkaat arvostavat luotettavaa eurooppalaista toimittajaa. Uuden asiakkaan voittamisen ja merkittävän liikevaihdon välillä on alalla pitkä viive, mutta puolustussektorin volyymit ovat kasvussa ja puolijohdeteollisuuden kysyntä on palannut voimalla.

Strateginen kehitys laajentaa mahdollisuuksia.

Kumppaniverkoston kautta yhtiö voi tarjota asiakkailleen koko elinkaaren tuotannon ”yhdestä paikasta” kohtuulliseen kokonaiskustannukseen. Välitys on yhtiölle merkittävä potentiaalinen (tulos)kasvuajuri, mutta ensimmäisenä Aspocompin täytyy saada oman tuotanto kapasiteettiin.

Heikkoudet

Kilpailukyky suhteessa aasialaisiin jätteihin on heikko sekä teknologisesti että kustannustehokkuuden osalta. Tätä kautta Aspocompin täytyy mielestämme löytää sektoreita ja alueita, joilla kilpailukenttä rajoittuu erityisesti Kiinan ulkopuolelle.

Keskittynyt asiakaskunta on edelleen riski, vaikka

Aspocompin asiakaskunta on laajentunut sekä määrässä että sektoreissa. Yhtiön viiden suurimman asiakkaan osuus liikevaihdosta oli 76 % vuonna 2024 (2023: 43 %). Erityisesti puolijohdeteollisuuden merkitys kasvoi välillä kohtuuttoman suureksi, mitä kautta sektorin kysyntäkuoppa pilasi yhtiön kannattavuuden.

Asema arvoketjussa on haastava. Vaikka yhtiöllä on vahvuutensa omalla ydinalueellaan, voi neuvotteluasema suurempien ja isoissa volyymeissä hintasensitiivisten asiakkaiden kanssa olla haastava. Tilanne vaihtelee toimialan kapasiteettitilanteen mukana. ”Preferred Supplier” -asemasta huolimatta yhtiöllä ei ole yleensä suurta hinnoitteluvoimaa.

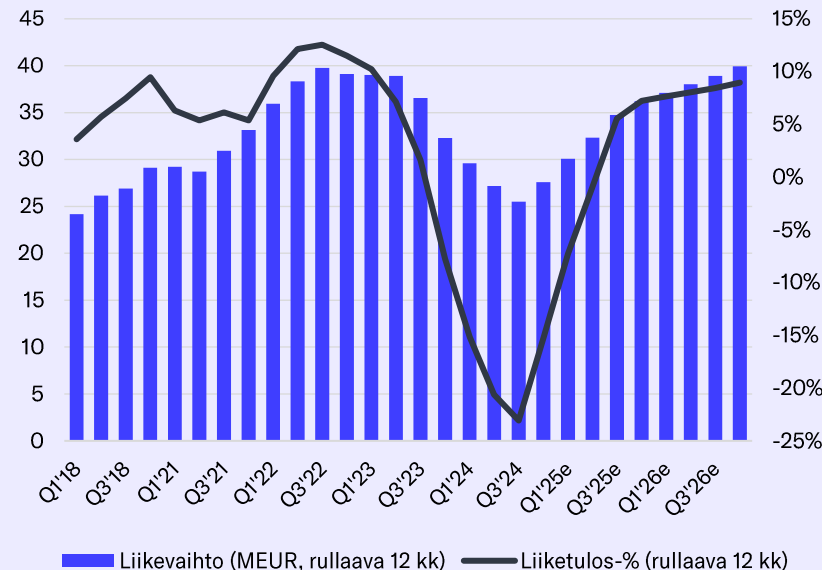
Kasvu sitoo käyttöpääomaa. Erityisesti suuremmat asiakkaat vaativat pitkiä maksuaikoja, mutta Aspocompin on vaikea saada vastaavia etuja sen toimittajilta. Rahoitustilanteen ollessa erittäin kireä vuonna 2024 yhtiö pystyi kuitenkin parantamaan ehtoja. Vuoden 2024 lopussa vaihto-omaisuus ja myyntisaamiset muodostivat 46 % taseesta. Näin ollen nettokäyttöpääoman kertyminen vaikeuttaa yhtiön kasvua.

Heikko näkyvyys kysyntään ja suuret kysynnän vaihtelut aiheuttavat tuloskehitykseen suuria heilahduksia, mikä tekee yhtiön tuloskehityksen ennustamisesta erittäin vaikeaa. Uuden toimintavan pitäisi kuitenkin pienentää heiluntaa.

Mahdollisuudet

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

Tuloskehitys on vaihdellut voimakkaasti



Sijoitusprofiili 2/2

Strategiapäivitys ja toimintamallin uudistaminen.

Odotamme Aspocompin päivittävän strategiaansa vuoden 2025 aikana, mitä pidämme lähtökohtaisesti mahdollisuutena. Odotamme yhtiöltä yhä erityisesti voimakasta fokusta aiempaa vakaamman ja ennustettavamman liiketoiminnan luomiseen sekä yhtiön kilpailualueiden kirkastamista.

Kasvu luotettavuutta vaativilla toimialoilla kuten puolustus ja turvallisuus sekä puolijohdeteollisuus. Näillä sektoreilla kilpailukenttä rajoittuu länsimaihin, jolloin Aspocomp on kilpailukykyinen ja katteet terveitä.

Uhat

Aasialaisten kasvu Euroopassa. Mielestämme on mahdollista, että 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 suoremmin myös keskisuurille asiakkaille Euroopassa. Riski on mielestämme olemassa, vaikka trendit nyt ovat toiseen suuntaan – arvoketjuja pyritään tuomaan lähemmäs.

Laatuongelmat / saanti. Aspocompilla on ollut viime vuosina poikkeuksellisia ongelmia tuotannon laadun ja saannin kanssa, mikä on nostanut voimakkaasti materiaalikustannuksia, viivästyttänyt toimituksia, aiheuttanut prosessiongelmia, johtanut heikkoon kannattavuuteen sekä oletettavasti häirinnyt asiakassuhteita. Piirilevyjen teknologisien vaatimuksien noustessa laatuongelmat voivat olla pysyvämpi ilmiö, vaikka lähtökohtaisesti oletamme yhtiön onnistuneen korjaamaan aiemmat haasteet.

Yhteenveto: korkean riskiprofiilin kasvuyhtiö

Aspocomp on historiassa todistanut olevansa kykenevä kannattavaan kasvuun, mutta viime vuosina tarina on murtunut pahasti. Yhtiön riskiprofiili onkin erittäin korkea, mutta toisaalta nyt riskit näyttävät osoittavan parempaan suuntaan.

Aspocomp profiloituu mielestämme pieneksi kasvuyhtiöksi. Osakkeen keskeisimmät arvoajurit ovat mielestämme vahva orgaaninen liikevaihdon ja tuloksen kasvu sekä riskiprofiilin asteittainen pientyminen nykyiseltä poikkeuksellisen korkealta tasolta. 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. Vaikka pikatoimituksien osuus kokonaisuudesta on pienentynyt merkittävästi, kannattavuus nojaa edelleen osin pikatoimituksiin, joissa näkyvyys on kroonisesti heikko. Tuloskehityksen arviointi yhtiön ulkopuolelta on haastavaa, joten sijoittajilla on hyvä olla korkea riskinsietokyky Aspocompin kyydissä.

Pitkällä aikavälillä Aspocompin haasteena on pyrkiä laajentamaan liiketoiminnan skaalaa Oulun tehtaan rajojen tullessa vastaan. Toimialan kilpailussa mukana pysyminen vaatii merkittäviä investointeja, jotka olisivat helpompia suuremmassa skaalassa. Samalla yhtiö pystyisi mahdollisesti pienentämään riippuvuutta tietyistä toimialoista ja asiakkaista, mitä kautta historiaa vakaampi positiivinen kehitys oli saavutettavissa.



SWOT-analyysin tiivistelmä

Vahvuudet

- Kilpailukykyinen oma tuotanto sekä investointien tuomat kyvykkyydet
- Vahvat asiakkuudet kasvusektoreilla
- Strateginen kehitys laajentaa mahdollisuuksia

Heikkoudet

- Kilpailukyky suhteessa aasialaisiin jätteihin
- Hinnoitteluvoima on osin heikko
- Kasvu sitoo pääomaa
- Keskittynyt asiakaskunta
- Heikko näkyvyys

Mahdollisuudet

- Paikallisuuden kasvava merkitys
- Strategiapäivitys ja toimintamallin uudistaminen
- Kasvu toimialoilla, joissa kilpailukenttä rajoittuu länsimaihin

Uhat

- Aasialaisten kasvu Euroopassa
- Laatuongelmien yleistyminen
- Kilpailun yleinen kiristyminen

Sijoitusprofiili

1

Hyvä asema merkittävillä kasvualueilla, kuten puolijohde- ja puolustusteollisuus

2

Kilpailukykyinen Euroopassa, mutta jää helposti jalkoihin Aasiassa

3

Yleensä heikko näkyvyys kysyntään nostaa riskiprofiilin korkeaksi

4

Merkittävä tulosparannuspotentiaali liikevaihdon kasvun mukana

5

Odotamme yhtiöltä strategiauudistusta, joka tekisi liiketoiminnasta vakaampaa

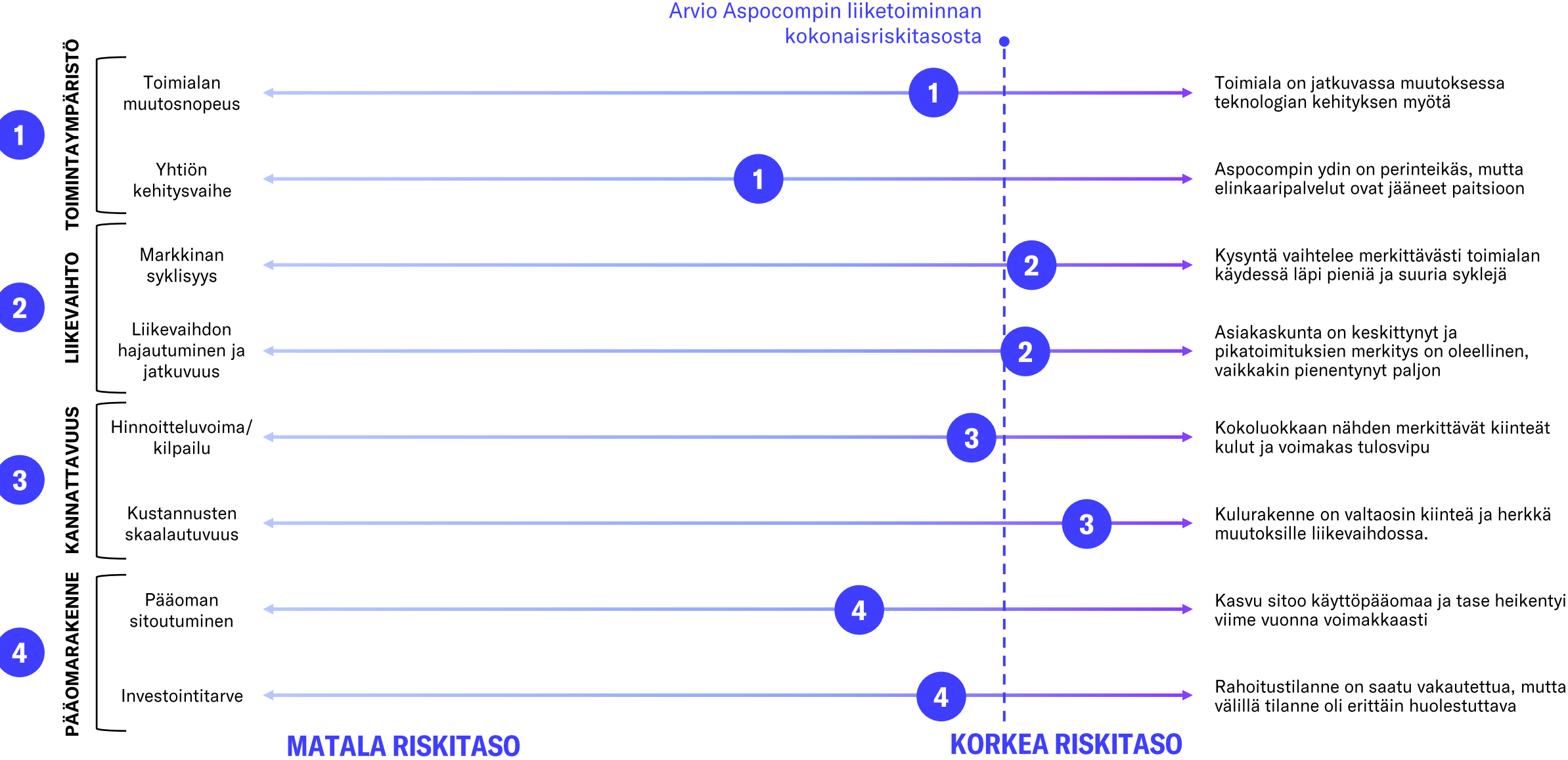
Potentiaali

- Aspocomp on niche-toimija valtavalla markkinalla
- Yhtiö on merkittävien investointien ansiosta kilpailukykyinen ja teknologisesti kyvykäs
- Kannattavuus tulee parantumaan voimakkaasti kysyntätilanteen mukana
- Oulun tehtaan kapasiteetin hallinta on saatava vakautettua
- Elinkaaristrategia mahdollistaa laajan kokonaistarjonnan

Riskit

- Näkyvyys rajallinen keskittyneen asiakaskunnan ja pikatoimituksien oleellisen roolin takia
- Globaalin piirilevymarkkinan markkinahäiriöiden edessä Aspocomp on välillä voimaton
- Kilpailukyky on hyvä Euroopassa, mutta ei riitä Aasiassa
- Kasvu ja suuret investoinnit vaativat pääomia
- Rahoitustilanne kiristyi nopeasti kriittiseksi

Liiketoiminnan riskiprofiili



Toimiala ja kilpailu 1/4

Perusteet

Piirilevy on pääasiallinen liitännäismenetelmä elektronisissa laitteissa: useimmissa elektronisissa laitteissa piirilevy toteuttaa komponenttien välisen kytkennän sekä toimii komponenttien asennusalueena. Globaali piirilevymarkkina on kooltaan noin 90 miljardia dollaria, mutta Aspocompille relevantin Euroopan osuus kokonaismarkkinasta on nykyään muutamia prosentteja (alle 5 %). Euroopassa suurin asiakassegmentti on ollut autoteollisuus, joka on ollut pahoissa vaikeuksissa viime vuosina. Euroopassa tehdään tyypillisesti pieniä tuotekehityssarjoja, mikä on Aspocompille houkuttelevin niche, ja mahdollisesti aloitetaan sarjatuotantoa. Volyyminvaiheessa tuotanto siirtyy yleensä Aasiaan ja erityisesti kuluttajatuotteiden massatuotanto on siellä, missä yksikkökustannukset ovat alhaisia. Aasian osuus piirilevymarkkinasta on jo yli 90 % ja Aasian massavalmistajat ovat käytännössä ylivoimaisia kilpailussa silloin, kun tuotantomäärät ovat suuria.

Piirilevymarkkinat kasvavat erilaisten elektronisten laitteiden vaatiessa lisää piirilevyjä ja piirilevyjen suhteellisen merkityksen kasvaessa elektroniikkateollisuudessa. Markkinan kasvun odotetaan olevan noin 5 % vuodessa, mutta Aspocompin kasvunäkymät eivät ole sidoksissa kokonaismarkkinan kasvuun. Oleellisempaa on se, että yhtiö pystyy kasvattamaan markkinaosuuttaan 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-markkinoilta. Tätä kautta vuosien 2022-2023 kaltaisilla markkinahäiriöillä voi olla suuria vaikutuksia Aspocompin kilpailutilanteeseen.

Aspocomp on marginaalinen toimija, mutta häiriötilanteet heijastuvat myös siihen

Aspocomp on marginaalinen toimija kokonaismarkkinalla, mutta markkinan kehitys vaikuttaa myös sen liiketoimintaympäristöön. Välillä markkinoille tulee uusia merkittäviä volyymituotteita (esimerkiksi uusi iPhone), jotka voivat väliaikaisesti täyttää volyyminvalmistajien kapasiteetin. Häiriötilanteen taustalla voi olla ongelma piirilevyjen volyymitoimituksissa ylikysynnän, onnettomuuden tai piirilevyille ladottavan komponentin toimituksissa. Toisaalta esimerkiksi koronapandemia aiheutti väliaikaista ylikapasiteettia markkinalle, mikä heijastui voimalla Aspocompin kysyntään vuonna 2020. Samankaltainen tilanne nähtiin myös vuosina 2022-2023, kun globaali piirilevymarkkina laski kaksinumeroisia lukemia.

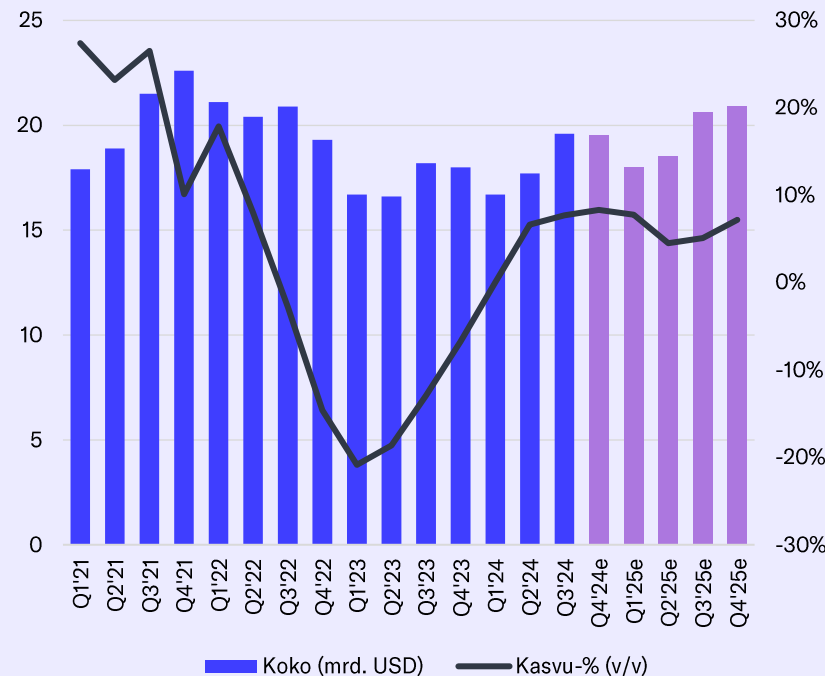
Elektroniikan toimitusketjuissa nousevan äkillisen tarpeen tyydyttäminen on hankalaa ja kustannustehotonta pitkiä sarjoja valmistavalle volyymitoimittajalle, jolloin Aspocompin tehdas pystyy väliaikaisesti paikkaamaan syntyneitä volyymitarvetta. Silloin Aspocomp näkee piikin kysynnässään, vaikka kapasiteettia ei yleensä käytetä volyymituotannossa.

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 merkittävät tietoliikenne-, auto- ja teollisuuselektroniikkasektoreilla. Lisäksi puolustusteollisuus on ymmärrettävistä syistä halunnut pitää tuotteidensa valmistusprosessit maan rajojen sisäpuolella.

Globaalin piirilevymarkkinan kehitys

(lähde: Prismark 12/2024)



Toimiala ja kilpailu 2/4

Yhdysvaltain paikallisen kilpailukentän taso ei ole erityisen vakuuttava, mikä tarjoaa 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 kuitenkin Yhdysvalloissa selkeästi haastaja, vaikka yhdysvaltalaisia asiakkaita yhtiöllä käsityksemme mukaan on merkittävä määrä.

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 tarkoita kaikille avointa huutokauppaa, mikä johtaisi helposti polkuhintoihin ylikapasiteettitilanteissa.

Alalla (ja Aspocompilla) käytetään lisäksi raamisopimuksia, joissa toimitusehdot on määritelty 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 edelleen erittäin paljon aktiivisia piirilevyvalmistajia, mutta käsityksemme mukaan sata suurinta valmistajaa kontrolloi volyymimarkkinaa. Alan suurimmat toimijat omaavat erittäin suuren tuotantokapasiteetin ja korkean teknologiatason, mitä kautta ne saavat 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 yleensä esimerkiksi Aspocompiin nähden valtavat 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 %). Vuonna 2021 valmistajien määrä oli enää 171 ja oletettavasti kiihtynyt murros on jatkunut. Pienten valmistajien suurin ongelma ovat yleensä investoinnit, joita tuotantokoneiston ajan tasalla pitäminen vaatii teknologioiden kehittyessä koko ajan.

Globaalien jätien skaala on Aspocompiin nähden valtava



Toimiala ja kilpailu 3/4

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.

Pienemmät toimijat joutuvat etsimään omat vahvuusalueensa, jotka perustuvat yleensä joustavuuteen, ketteryuteen, läpimenonopeuteen tai erityiseen teknologiseen osaamiseen esimerkiksi 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 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.

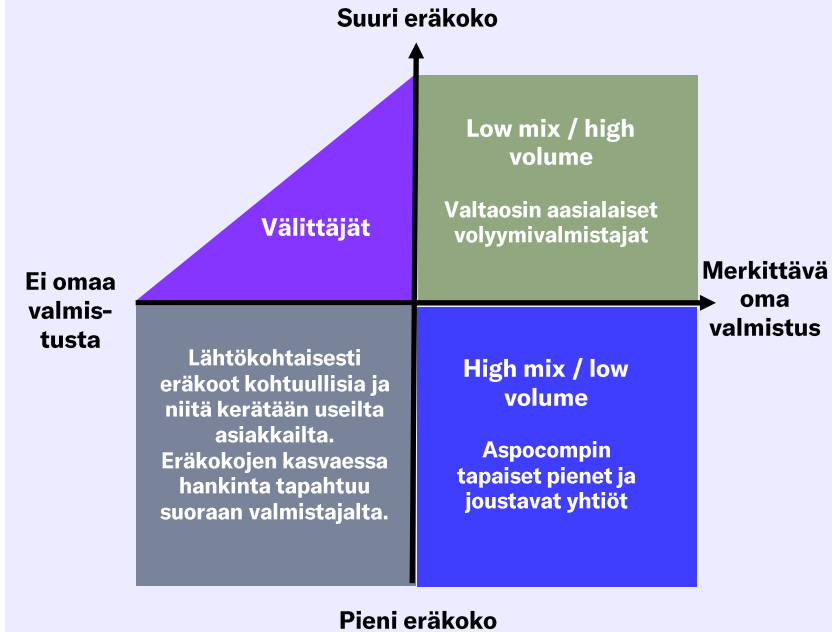
Aspocomp kilpailee välittäjiä vastaan omassa volyymivalmistusvälityspalvelussaan, mutta yhtiöllä on myös

omaa valmistusta. Tämä antaa yhtiölle edun teknologisessa osaamisessa ja lisää 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 erikoisosaajilta 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 korreloi kysyntätilanteen kanssa

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

Yleisesti 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, mutta viime vuosina on nähty poikkeustilanteita, jolloin vapaana ollutta kapasiteettia on pyritty täyttämään hyvinkin alhaisilla hinnoilla. Jos kokonaismarkkina ei kasva, se heijastelee nopeasti myös kilpailutilanteeseen negatiivisesti.



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

Toimiala ja kilpailu 4/4

Nyt markkinatilanne näyttää jälleen normalisoituneen muutamien todella vaikeiden vuosien jälkeen. Mielestämme kilpailutilanne ei anna mitään ilmaiseksi, muttei myöskään estä menestystä oikein valituilla strategisilla painopistealueilla. Aspocompilla on mielestämme hyvät edellytykset pärjätä kilpailussa Euroopassa ja yleensäkin länsimarkkinoilla.

Yhteistyömalli muuttaa kokonaiskuvaa

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 toimi mielestämme pitkään suhteellisen hyvin, mutta viime vuosina välitysliiketoiminta on käsityksemme mukaan kutistunut selvästi. Tämä johtunee osittain kiristyneestä markkina- ja kilpailutilanteesta, mutta merkittävin osin myös Aspocompin omista haasteista. Yhtiölle ensiarvoisen tärkeää on kuitenkin saada oman Oulun tehtaan kapasiteetin käyttöaste järkeväksi, koska ilman tätä tehtaan kiinteät kulut iskevät ikävästi läpi. Viimeaikoina fokus onkin käsityksemme

mukaan ollut vahvasti oman tuotannon kasvattamisessa sekä tuotanto-ongelmien ratkaisemisessa, mitä kautta välitysliiketoiminta on jäänyt vähemmälle huomiolle.

Ala konsolidoituu hiljalleen

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

Selkein syy yritysoistolle olisi asiakasportfolion vahvistaminen uusilla asiakkuuksilla sekä laajentaminen tietyille toimialalle. Vaikka Aspocomp on strategiassaan nostanut esille myös epäorgaanisen kasvun kartoittamisen, ei yritysoistoja ole tapahtunut. Viime aikoina ne on estänyt myös kireä rahoitustilanne. Keskipitkällä aikavälillä yritysoistojen todennäköisyydet kuitenkin kasvavat, kun Oulun tehtaan kapasiteetti voi tulla vastaan. Aiemmin todennäköisin ostokohde olisi arviomme mukaan ollut välitysliiketoiminnan vahvistaminen kohdistetulla yritysoistolla. Tällä segmentillä erityisesti NCAB ja ICAPE ovat olleet erittäin aktiivisia.

Emme pidä Aspocompia erityisen potentiaalisena yritysostokohteena teolliselle ostajalle. Teoriassa ostajia voisivat olla esimerkiksi aasialaiset, jotka haluaisivat jalansijaa Euroopasta. Myös edellä mainittu sarjayhdistelyä tekevät välittäjät voisivat jossain vaiheessa olla kiinnostuneita hankkimaan myös valmistusta ja siihen liittyvää osaamista.

Valikoituja Aspocompin kilpailijoita



Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne 1/2

Historiallinen tuloskehitys on ollut vuoristorataa

Aspocompin taloudellinen kehitys oli 2000-luvun alussa todella heikkoa, mutta suunta kääntyi vuonna 2015 ja trendi pysyi pääosin positiivisena vuoteen 2022 asti. Tähän asti kannattavuus oli pääsääntöisesti hyvällä tasolla pandemian vaikutusaika pois lukien, mutta vuonna 2023 alamäki oli jyrkkä ja vuosi 2024 oli vielä heikompi. Aspocompin keskimääräinen käyttökate on ollut noin 8 % vuosina 2016-2024 viime vuosien surkeiden suorituksien jälkeen. Vastaavan jakson liikevoittomarginaali oli vain 3,3 % heiluen voimakkaasti. Vuosina 2018-2019 ennen koronaa yhtiö ylsi 10 %:n liikevoittoon, ja vuonna 2022 liikevoittomarginaali oli jälleen erittäin hyvä 11,5 %. Toisaalta pohjataso oli viime vuosi, jolloin liikevoittomarginaali oli -5,4 %.

Korkealla kapasiteetin käyttöasteella yhtiö tekee vahvoja tuloksia hyvällä kannattavuudella. Kannattavuus riippuu myyntimixistä (joka on parantunut teknologisen vaatimustason mukana), kuorman tasaisuudesta ja saannista 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 volyyimiväilyksen (arviolta 20 % liikevaihdosta) ja oman tuotannon (80 %) painotuksilla on merkitystä. Pikatoimituksissa ja vaativissa levyissä Aspocompin kilpailuetu- ja hinnoitteluvoima on ylivoimaisesti suurin.

Arviomme mukaan Oulun tehtaan liikevaihdosta noin 10 % voidaan luokitella pikatoimituksiksi vuonna 2024. Osuus on arviomme mukaan laskenut voimakkaasti, kun tietoliikennesektorin (myynti vahvasti painottunut pikatoimituksiin) osuus liikevaihdosta on laskenut. Historiassa

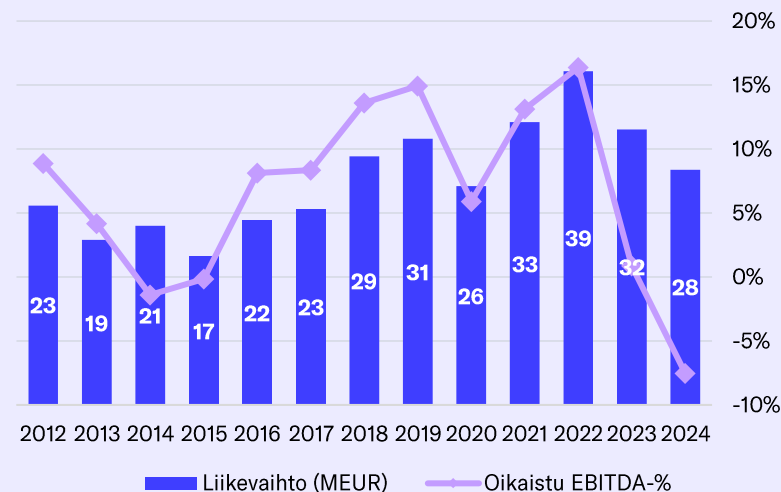
taso on ollut yli 50 %. Suurista volyymitoimituksista voidaan saada liikevaihtoa, mutta kannattavuus jää helposti alhaiseksi. Ideaalitalanteessa pieniä teknologisesti haastavia sarjoja ja pikatoimituksia tulisi koko ajan sopivasti pitäen kapasiteetin käyttöasteen hyvällä tasolla. Suuri mahdollisuus on teknologisesti haastavat piirilevyt puolijohdeteollisuudessa, joissa katetaso on arviomme mukaan erittäin hyvä. Kriittinen tekijä on myös tuotannon saanti, eli hävikkiin päätyvien piirilevyjen ja materiaalien minimointi.

Rahoitustilanne lähenteli pahimmillaan kriisitilaa

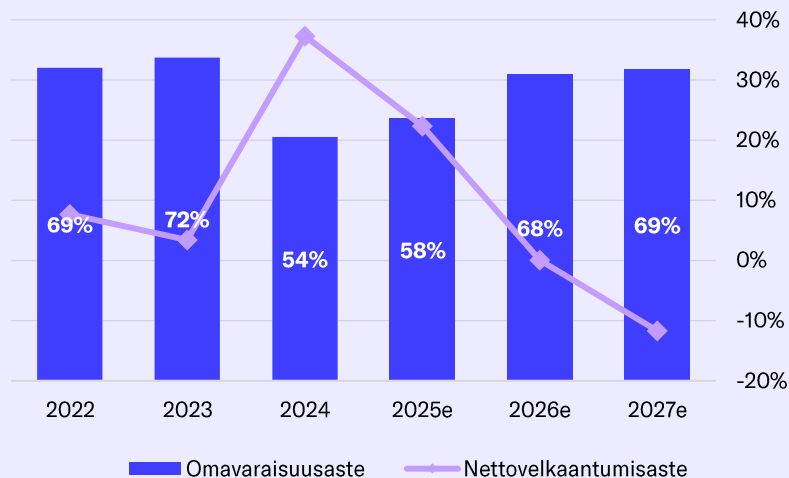
Aspocompin tase oli pitkään terve, mutta viime vuosien surkean tuloskehityksen takia tilanne on heikentynyt selvästi. Vuoden 2024 lopussa yhtiön omavaraisuusaste oli 54 % ja nettovelkaantumisaste 37 %, kun vielä vuoden 2023 lopussa vastaavat luvut olivat 72 % ja 3 %. Radikaali muutos vain vuodessa kertoo, miten syvä tuloskuoppa oli ja toisaalta se kertoo liiketoiminnan korkeasta riskiprofiilista.

Taseen tunnusluvut eivät vielä ole varsinaisesti hälyttäviä, mutta yhtiön rahoitus- ja likviditeettitilanne kiristyi voimakkaasti ja oli välillä huolestuttava. Q3'24:n lopussa yhteensä 6,0 MEUR:n luottolimiitistä oli käytössä 5,6 MEUR. Merkittävistä ongelmista huolimatta rahoitustilanne ratkesi yhtiön järjestelyillä ja toimenpiteillä (kasvatettu luottolimiitti ja neuvoteltu maksuehtoja) sekä lisäpuskuria tarjoavalla laskuluototussopimuksella (factoring), jota otettiin käyttöön Q4'24:llä. Lisäksi Aspocomp omistaa oman Oulun tehdaskiinteistönsä, mikä antaa yhtiölle tiettyä joustoa taseeseen ja rahoitukseen. Rahoitustilanne on edelleen kireä, mutta tilanne on vakautunut käänteeseen ja yhtiön toimenpiteiden ansiosta. Rahoitusriski on siis laskenut merkittävästi, mutta liikkumavaraa tai varaa virheisiin yhtiöillä ei ole liikevaihdon kasvun lähtökohtaisesti sitoessa pääomia.

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Taseen avainluvut



Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne 2/2

Toimialan luonne ja erityisesti viime vuoden tiukat paikat huomioiden uskomme, että Aspocompin tavoitteena on jatkossa ylläpitää vahvaa tasetta ja maltillista velkamäärää. Yhtiön hakema liikevaihdon kasvu sitoo käyttöpääomaa ja vahva tase antaa yhtiölle yleensäkin liikkumavaraa.

Investointiohjelman jälkeen on ollut hiljaisempaa

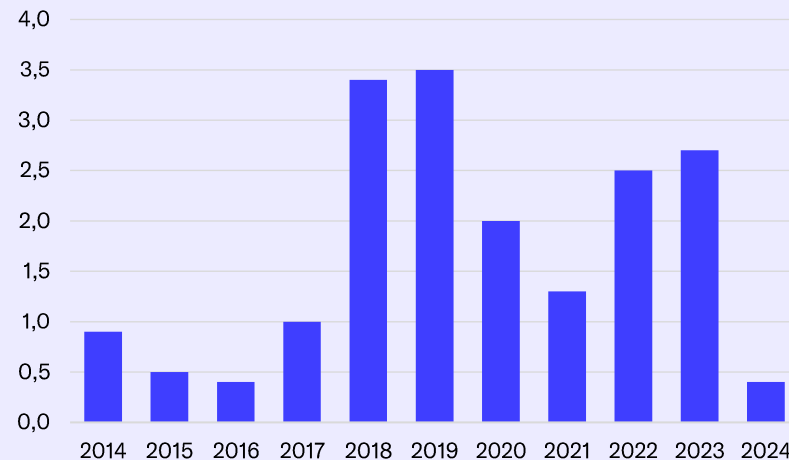
Aspocomp kertoi vuoden 2017 lopussa investoivansa noin 10 MEUR uuteen teknologiaan Oulun tehtaassaan. Investoinneilla parannettiin ensin tehtaan teknologisia kyvykkyyksiä (ajoittuen suunnilleen 2020-2021) ja myöhemmin fokus siirtyi kapasiteetin kasvattamiseen. Kapasiteettivaiheeseen liittyvät investoinnit saatiin valmiiksi vuonna 2023, mikä osoittautui jälkeensä todella heikoksi ajoitukseksi kysynnän romahdettua pian tämän jälkeen. Investointiohjelman aikataulu on venynyt matkan varrella mm. pandemian takia, mutta yhtiö sai investointeihin kehittämisavustusta noin 25 % hankkeen kokonaiskustannuksista. Tämä asettaa investointien tuottovaatimuksen alemmaksi, mutta luonnollisesti tulostaso täytyy saada nostettua merkittäväksi korkeammaksi.

Ensimmäisessä vaiheessa kyvykkyyssinvestoinnit suuntautuivat käsityksemme mukaan erityisesti puolijohdeteollisuuden tarpeisiin. Tämä mahdollisti Aspocompin läpimurron segmentillä, joka on edelleen tulevaisuuden kannalta kriittinen. 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 sisälsi myös tuotannon automaatiota tai läpimenoaikoja parantavia laitteistoja.

Ohjelman jälkeen investointeja ei ole juuri tehty, mutta niitä

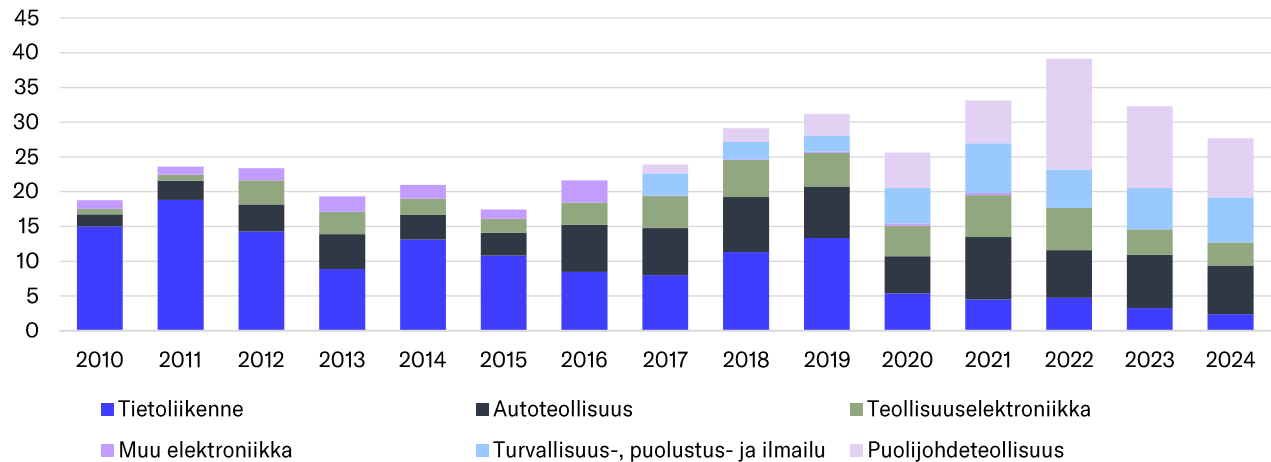
vaaditaan myös tulevaisuudessa kilpailukyvyyn ylläpitämiseksi teknologian kehittyessä jatkuvasta. Pian yhtiön täytyykin aloittaa jälleen nostaa investointitasoa merkittävästi vuodesta 2024, jolloin investoinnit olivat vain 0,4 MEUR. Arviomme mukaan Aspocomp pyrkii nostamaan investoinnit takaisin noin 2 MEUR:n tasolle vuonna 2025, mutta todennäköisesti panostuksia voidaan tehdä vasta vuoden loppupuolella. Tämä on arviomme mukaan myös taso, jota kilpailukykyisen tuotantokoneiston ylläpitäminen vaatii keskipitkällä aikavälillä.

Bruttoinvestoinnit käyttöomaisuuteen (MEUR)

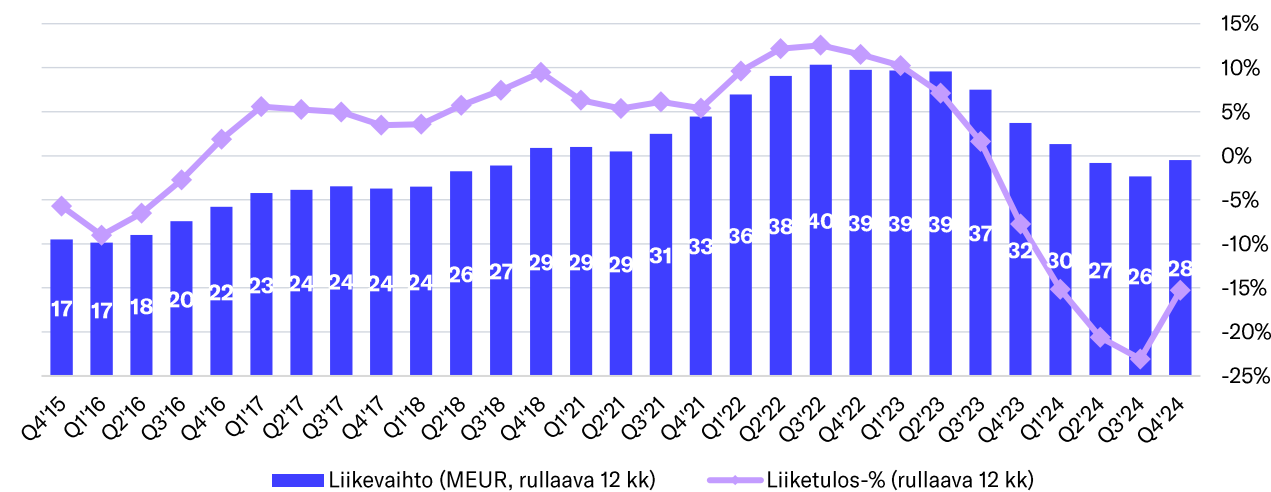


Historiallinen kehitys ja taserakenne

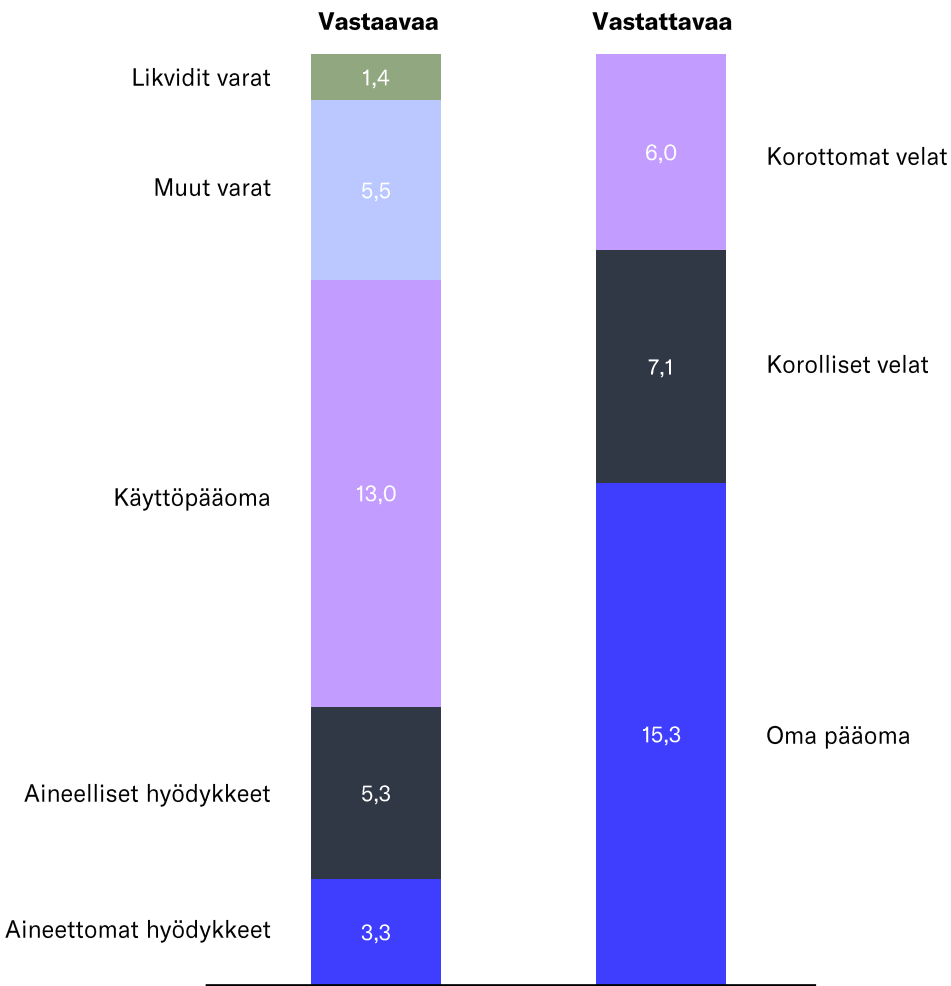
Liikevaihdon kehitys asiakassegmenteillä (MEUR)



Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Yksinkertaistettu taserakenne 2024 (MEUR)



Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	14,7	14,0	13,3	12,4	11,7
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	3,3	3,3	3,4	3,5	3,6
Käyttöomaisuus	6,7	5,3	5,4	5,5	5,7
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	4,5	5,4	4,4	3,4	2,4
Vaihtuvat vastaavat	11,5	14,4	16,7	17,6	21,1
Vaihto-omaisuus	5,2	5,7	5,8	6,0	6,5
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	5,0	7,3	9,1	9,6	10,4
Likvidit varat	1,3	1,4	1,8	2,0	4,1
Taseen loppusumma	26,2	28,4	29,9	30,0	32,8

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	18,8	15,3	17,4	20,0	22,7
Osakepääoma	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Kertyneet voittovarot	13,0	9,5	11,6	14,2	16,9
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	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	1,1	6,1	4,3	1,7	1,3
Laskennalliset verovelat	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	0,8	5,8	4,0	1,4	1,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Lyhytaikaiset velat	6,3	7,0	8,2	8,3	8,8
Korolliset velat	1,2	1,3	1,7	1,1	1,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	5,1	5,7	6,5	7,2	7,8
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	26,2	28,4	29,9	30,0	32,8

Ennusteet 1/6

Tuloskehityksen ennustaminen on erittäin vaikeaa

Aspocompin tuloskehitys on historiassa nojannut paljon pikatoimituksiin, joissa ei ole oleellista tilauskantaa tai näkyvyyttä. Tämä aiheutti tulosyllätyksiä molempiin suuntiin. Viimeisen vuosikymmenen aikana pikatoimituksien rooli on pienentynyt, mutta ennustettavuus on ollut silti heikkoa. Viime vuoden tuloskuoppa oli syvempi kuin olisimme koskaan osanneet odottaa, mikä kertoo äärimmäisestä kysynnän heilunnasta yhtiölle tärkeillä puolijohdesektorilla.

Kulurakenteen ollessa merkittävin osin kiinteä, liikevaihtotaso määrää pitkälti myös tulostason. Lisäksi myyntimixin eli haastavien levyjen sekä pikatoimituksien osuus liikevaihdosta vaikuttaa paljon kannattavuuteen. Tuote- ja toimitusprofiilit sekä -määrät vaihtelevat voimakkaasti, eikä tuotemix ole helposti ennustettavissa yhtiön ulkopuolelta.

Toimialajakauman pohjalta voimme tehdä ennusteita, mutta silti keskimääräiset tuotekatteen voivat vaihdella merkittävästi. Tämä vaikeuttaa tuloskehityksen ennustamista edelleen. Lisäksi muuttava osa on tuotannon onnistuminen eli saanti, missä on ollut viime vuosina paljon ongelmia. Isossa kuvassa Aspocompin kustannusrakenne ja sitä kautta tuloskehitys on kuitenkin suhteellisen hyvin ennustettavissa olettaen, että liikevaihtoennuste osuu oikeaan. Sivussa olemme esittäneet yhtiön kulurakenteen, joka on kehittynyt pääosin ennakoitusti 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 luvassa myös tulevaisuudessa.

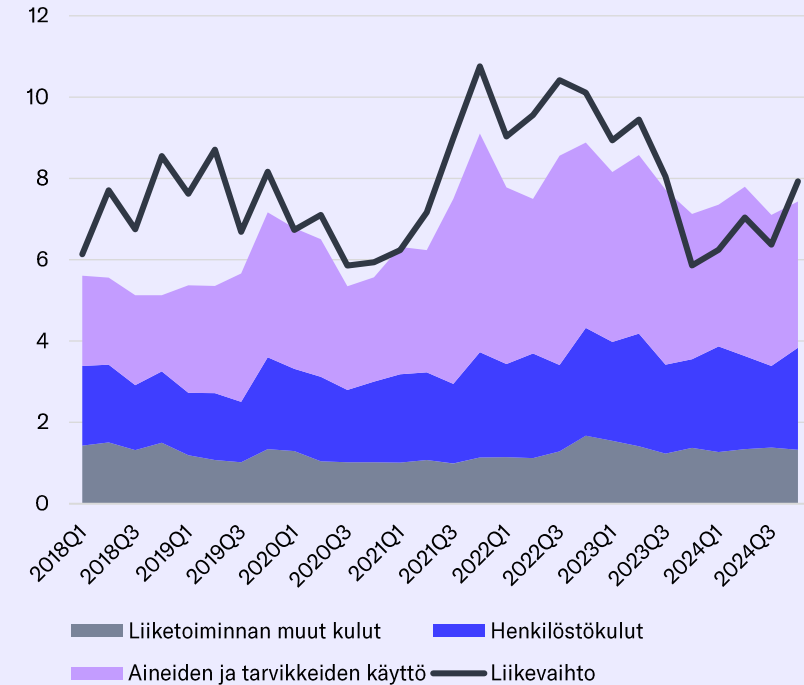
Kysyntätilanne eri asiakassegmenteissä

Viimeiset viisi vuotta ovat olleet yhtä vuoristorataa. Ensin kysyntä heikentyi voimakkaasti koronapandemian epävarmuuden keskellä vuonna 2020, mutta seuraavina vuosina kysyntää oli jälleen tarjontaa enemmän. Vuonna 2023 erityisesti puolijohdeteollisuuden arvoketju veti toisesta ääripäästä toiseen ja kysyntä heikentyi voimakkaasti. Tämä kuoppa oli myös erittäin pitkä ja jatkui pitkälle vuoteen 2024. Nyt erityisesti puolijohdeteollisuus on tullut voimalla takaisin, ja olemme oletettavasti jälleen vahvasti noususyklissä.

Puolijohdeteollisuudessa (2024: 31 %) Aspocompin kysynnän suurin ajuri liittyy puolijohteiden testaamiseen, ja testilaitteiden markkina kasvaa vielä nopeammin kuin itse puolijohdemarkkina. Uusien sirujen testaaminen kestää pidempään ja prosessiin tarvitaan enemmän testereitä, mitä kautta kysyntänäkymä on isossa kuvassa erittäin hyvä.

Sektorilla myös heilunta on ollut voimakkainta. Kehitys oli suhteellisen tasaista aina vuoteen 2021, jolloin liikevaihtoa kertyi 6,2 MEUR. Vuonna 2022 sektorin liikevaihto oli 15,9 MEUR ja vastasi 41 % Aspocompin liikevaihdosta. Kysyntä oli komponenttipulan keskellä äärimmäisen vahvaa ja investointeja tehtiin paljon. Juhla ei kestänyt kauaa, vaan puolijohdeteollisuuden liikevaihto laski 11,8 MEUR:oon (-26 %) vuonna 2023 ja voimakas lasku jatkui valtaosan vuotta 2024. Heikommalla 12 kuukauden jaksolla, joka päättyi Q3'24, puolijohdeteollisuuden liikevaihto oli vain 5,6 MEUR. Käytännössä huippulukemista tultiin 2/3-osaa alas nopeassa aikataulussa. Käännös ylöspäin tapahtui vuoden 2024 lopussa ja Q4:llä puolijohdeteollisuuden liikevaihto oli 4,5 MEUR.

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 sekä tuotannon saannin mukana.

Henkilöstökulut ovat noin 30 % kaikista operatiivisista kuluista. Henkilöstökuluissa on joustoa tuotantohenkilöstön osalta, sillä työajoissa voidaan käyttää liukumaa ja negatiivisessa skenaariossa lomautuksia. Jousto on kuitenkin rajallista.

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

Ennusteet 2/6

Odotamme Aspocompin liikevaihdon nousevan puolijohdeteollisuudessa suunnilleen 15 MEUR:n tasolle vuonna 2025. Käsityksemme mukaan kysyntää olisi tällä hetkellä niin paljon, että Aspocomp pystyisi täyttämään koko kapasiteettinsa pelkästään puolijohdeteollisuuden kysynnällä. Tämä ei kuitenkaan olisi pidemmällä aikavälillä kestävää, koska Aspocomp ei välttämättä selviäisi sektorin syklin seuraavasta pohjasta. Yhtiö on käsityksemme mukaan rajoittanut puolijohdeasiakkaille annettavaa kapasiteettia, jotta se pystyy palvelemaan myös muita asiakasryhmiä ja kasvamaan kestävästi pidemmällä aikavälillä. Rajoitukset vaikuttavat käsityksemme mukaan asteittain vuoden 2025 edetessä. Pikatoimituksina puolijohdeasiakkaat saavat ostaa niin paljon kuin haluavat, mutta hinnat ovat paljon korkeampia.

Aspocomp on investoinut puolijohdeteollisuuden vaatimiin kyvykkyyksiin merkittävästi ja pystynyt saavuttamaan sektorilla jo hyvän aseman. Arviomme mukaan Aspocomp toimii käytännössä ASML:n arvoketjussa, vaikkei yhtiö välttämättä ole Aspocompin suora asiakas. Tätä parempaa asiakasta sektorilta ei Euroopassa ole olemassa, ja tämä antaa yhtiölle sektorilla myös vahvan pitkän aikavälin kasvunäkymän.

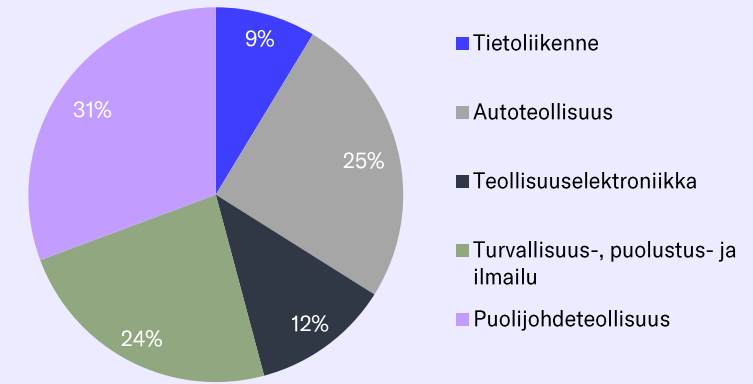
Turvallisuus- puolustus- ja ilmailusektorin (2024: 24 %) näkymä on mielestämme erinomainen Euroopan puolustusbudjettien jatkaessa nousuaan tulevina vuosina. Aspocomp on ajanut sektorin uusia asiakkuuksia vuodesta 2022. Liikevaihto on kertynyt hitaasti segmentin tilaus- ja kehityssykliden ollessa pitkiä, mutta vuonna 2025 aiempien ponnisteluiden pitäisi alkaa tuottamaan kunnan tuloksia. Tällä ja puolijohdesektoreilla näemme myös Aspocompin kilpailukyvyyn poikkeuksellisen hyvänä, koska kummallakaan sektorilla asiakkaat eivät ole valmiita hankkimaan piirilevyjä kiinalaisilta kilpailijoilta. Puolustussektorilla tämä on selkeintä, mutta myös puolijohdeteollisuudessa teknologia halutaan

pitää pois kiinalaisista käsistä. Piirilevyjen ominaisuuksista on pystytty tutkimaan uusien tuotteiden ominaisuuksia ja osin jopa kopioimaan niitä, mitä kautta luotettavuus on kriittinen kilpailuetu näillä sektoreilla. Tämä selkeä etu rajaa kilpailun pitkälti Eurooppaan. Yleisesti asema sektorin kumppanina on vaikeampi saavuttaa kuin menettää. Aspocompilla on hyvä ja luotettava maine puolustussektorilla, ja myös siellä vaadittavia sertifikaatteja. Teknologiset vaatimukset ovat molemmissa korkeita, mikä tarkoittaa myös korkeampia katteita.

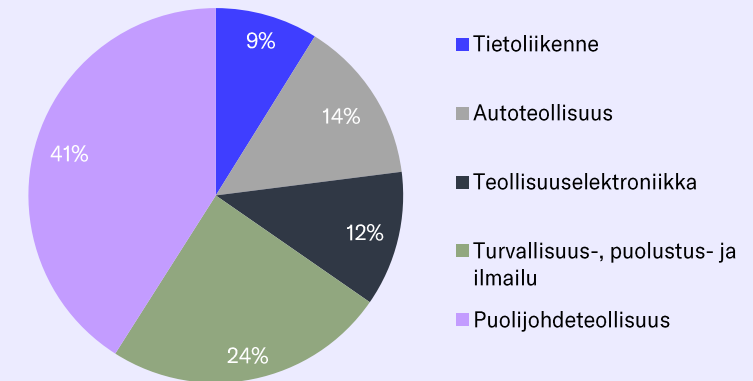
Euroopan **autoteollisuuden** (2024: 25 %) tilanne on ollut jo pidempään vaikea toimialan murroksen keskellä ja näkymä on edelleen heikko. Loppuasiakkaiden kysyntä on heikkoa ja kilpailu on sektorilla kireää. Aspocompin positio autoteollisuudessa perustuu erityisesti raskaan kuljetuskaluston hankintaketjuun, missä tilanne on asteen parempi kuin henkilöautoissa. Toisaalta kysyntä on syklistä, kun hankinnat ovat suurempia. Aspocomp sai vuonna 2021 [merkittävät projektitoimitukset](#), jotka käynnistyivät käsityksemme mukaan kunnolla vuonna 2023. Tästä huolimatta ennustamme Autoteollisuuden liikevaihdon laskevan selvästi vuonna 2025, minkä lisäksi arvioimme autoteollisuuden katteiden olevan heikoimpien joukossa Aspocompin asiakaskunnassa.

Teollisuuselektroniikan (2024: 12 %) kysyntä on ollut viime vuosina heikkoa, ja näkymä on edelleen vaisu tai epävarma. Aspocompin asiakasportfolioon mahtuu varmasti sekä voittajia että häviäjiä vallitsevassa markkinassa, mutta Euroopan teollisuuden perusvireen perusteella oletamme kysyntänäkymän olevan vaikea. Mielestämme vuoden 2025 liikevaihtonäkymä on suhteellisen vakaa. Pitkällä tähtäimellä mahdollisuuksia sektorilla varmasti on, mutta odotamme suurempaa kasvua muualta. Myös kilpailu on arviomme mukaan suhteellisen kireää teollisuuselektroniikassa.

Liikevaihdon jakautuminen 2024



Liikevaihdon jakautuminen 2025e



Ennusteet 3/6

Aspocompille historiassa erittäin tärkeän **tietoliikennesektorin** (2024: 9 %) kysyntä pysyi erittäin alhaisella tasolla viime vuonna. Sektorin ”matalakausi” on kestänyt sen verran pitkään, että epäilemme ongelman olevan osin krooninen eikä pelkästään riippuvainen esimerkiksi tuotekehityssyyskien ajoittumisesta. Aiemmin Aspocompin liikevaihdollisesti suurimmasta sektorista onkin tullut yhtiön pienin sektori.

Käsityksemme mukaan Nokia ja Ericsson ovat sektorilla erittäin tärkeitä asiakkaita, mutta koko 5G:n kehityssyyskien ajan Aspocompin kysyntä on ollut mielestämme suhteellisen vaimeaa. Pidämme mahdollisena, että yhä suurempi osa myös tuotekehitykseen liittyvistä hankinnoista tehdään nykyään kustannustehokkuuden nimissä Aasiasta. Segmentin näkyvyys on kroonisesti heikko tilauskannan 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, asiakassektorin tulosvaikutus voisi olla merkittävä. Odotamme sektorin tuoman liikevaihdon kasvavan tänä vuonna voimakkaasti, mutta absoluuttisen liikevaihtotason olevan kuitenkin matala (2025e: 3,2 MEUR). Varsinaisena tulevaisuuden ajurina emme sektoria näe.

Tilauskannassa käänne tapahtui jo aikaisemmin

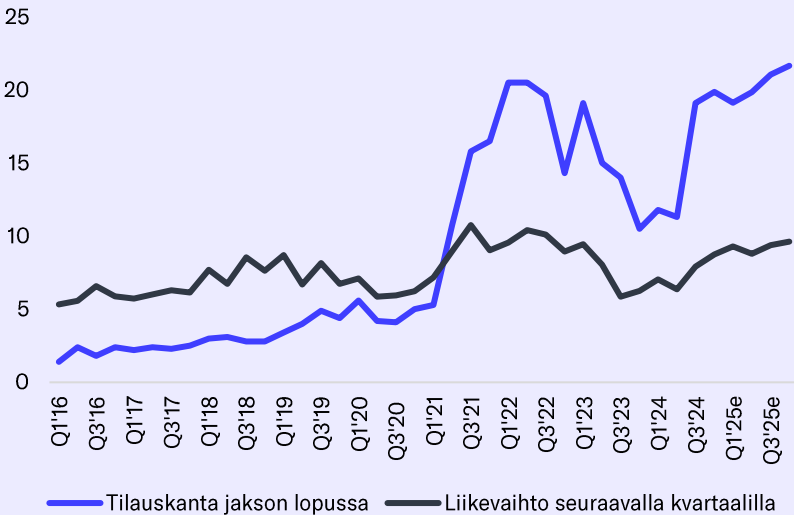
Aspocompin tilauskanta on historiassa ollut lyhyt, mutta kasvoi ja pidentyi voimakkaasti pandemian jälkeen toimitusaikojen mukana. Tämän jälkeen uusissa tilauksissa ja tilauskannassa nähtiin kuoppa erityisesti vuoden 2024 alkupuoliskolla, mutta Q3'24:lla voimakkaasta käännteestä parempaan saatiin vahvistus. Uudet tilaukset olivat kvartaalilla 14,1 MEUR, kun

H1'24:llä saatiin tilauksia yhteensä vain 11,3 MEUR:lla. Puolijohdeteollisuus oli vihdoin vironnut ja tehnyt sen voimalla, ja Q3'24:n lopussa tilauskanta oli jälleen yli 19 MEUR. Q4:llä saadut tilaukset olivat 8,7 MEUR, mikä on hyvä taso, mutta todellinen kysyntä oli ilmeisesti merkittävästi parempi. Ero johtuu siitä, että Aspocomp on rajoittanut tietyille asiakkaille allokoitavaa kapasiteettia ja sitä kautta toimitusajat ovat pidentyneet voimakkaasti. Tässä tilanteessa on luonnollista, että kyseiset asiakkaat lykkäävät tilauksiaan pidemmälle. Kuten sivussa olevasta graafista nähdään, historiaan nähden nykyinen tilauskanta (Q4'24: 19,9 MEUR) on erittäin korkea. Kauempana historiassa Aspocompin tilauskanta ei kattanut edes seuraavaa neljännestä, koska pikatoimituksien rooli oli niin merkittävä. Nyt näkyvyyttä on merkittävästi enemmän, mikä parantaa huomattavasti yhtiön mahdollisuuksia optimoida kapasiteetin käyttöastetta ja kannattavuutta. Viime vuosien jälkeen kuitenkin nähdään, ettei korkea tilauskanta ole automaattisesti oikotie onneen.

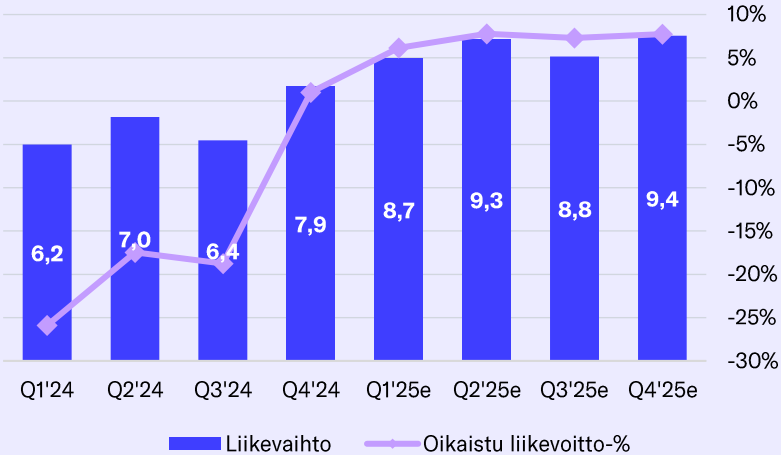
Vuoden 2025 ennusteet

Aspocomp ohjeisti vuoden 2025 liikevaihdon kasvavan huomattavasti vuoden 2024 tasosta (27,6 MEUR) ja liiketuloksen kääntyvän selvästi voitolliseksi (2024: -4,0 MEUR). Ohjeistuksen varsinaista merkitystä on hankala tulkita, mutta yhtiön johdon mukaan aiempi lähes 40 %:n liikevaihdon kasvua odottanut ennusteemme olisi linjassa ohjeistuksen kanssa. Absoluuttisina lukuina 8,6 MEUR:n liikevaihdon kasvu on antaa astetta maltillisemman kuvan Aspocompin tuotannon rullatessa tällä hetkellä ilmeisesti täydellä kapasiteetilla. Erityisesti alkuvuosi 2024 oli Aspocompille poikkeuksellisen heikko, mikä selittää osittain hurjia kasvulukemia. Myös liiketulosennusteemme 2,6 MEUR on käsityksemme mukaan linjassa ohjeistuksen ”selvästi voitollinen” kanssa.

Tilauskanta ja liikevaihto (MEUR)



Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Ennusteet 4/6

Näkemyksemme mukaan vuoden 2025 pitäisi olla yhtiölle vahva, kun tilauskanta on jo kasvanut, tuotanto on saatu jälleen toimimaan, puolijohdeteollisuus rullaa oletettavasti täydellä voimalla ja puolustussektorin näkymä on vahva. Aspocomp arvioi markkinanäkymissään sen tuotteiden kysynnän jatkuvan hyvällä tasolla vuonna 2025. Etenkin puolijohdemarkkinan kysynnän odotetaan kehittyvän suotuisasti muun muassa tekoälysovelluksiin ja datakeskuksiin tehtävien mittavien investointien ansiosta. Myös Turvallisuus-, puolustus- ja ilmailu -asiakassegmentissä kysynnän kasvun arvioidaan jatkuvan hyvänä. Muiden sektoreiden suhteen näkymät eivät ole erityisen hyvät, mutta selvästi negatiivista kehitystä ei mielestämme voi odottaa autoteollisuuden ulkopuolella. Tätä kautta suunta on mielestämme selvä, mutta kasvun kulmakertoimeen ja kannattavuuteen liittyy merkittävästi epävarmuutta.

Odotamme Aspocompin liikevaihdon kasvavan noin 31 % vuonna 2025, mutta haarukka voi lopulta olla 25-40 %. Voimakkaasti vahvistuneen tilauskannan takia oletamme myös alkuvuoden olevan vahva, vaikka erityisesti Q1 on perinteisesti kausiluontoisesti vaisu. Kun ensimmäisten kolmen neljänneksen vertailuluvut ovat heikkoa, odotamme kasvulukemien olevan todella voimakkaita aina Q4:llä asti. Odotamme puolijohdeteollisuuden palaavan ylivoimaisesti suurimmaksi asiakassegmentiksi ja Turvallisuus-, puolustus- ja ilmailun olevan toiseksi suurin.

Ennustamme vuoden 2025 liikevoittomarginaalin asettuvan noin 7 %:n tasolle (haarukka 5-10 %), minkä pitäisi olla täysin saavutettavissa ennustamillamme liikevaihtotasolla. Vuonna 2022 Aspocomp teki 39 MEUR:n liikevaihdolla 11,5 %:n liikevoittomarginaalin, eikä vastaavien tasojen pitäisi olla epärealistisia nytkään. Merkittävien volyymien lisäksi arvioimme puolijohdeteollisuuden sekä puolustussektorin kannattavuuksien olevan keskimääräisiä parempia, koska

sektorin tuotteet ovat teknologisesti haastavia ja kilpailu rajatumpaa. Tätä kautta myös myyntimixin pitäisi antaa selkeää tukea kannattavuudelle.

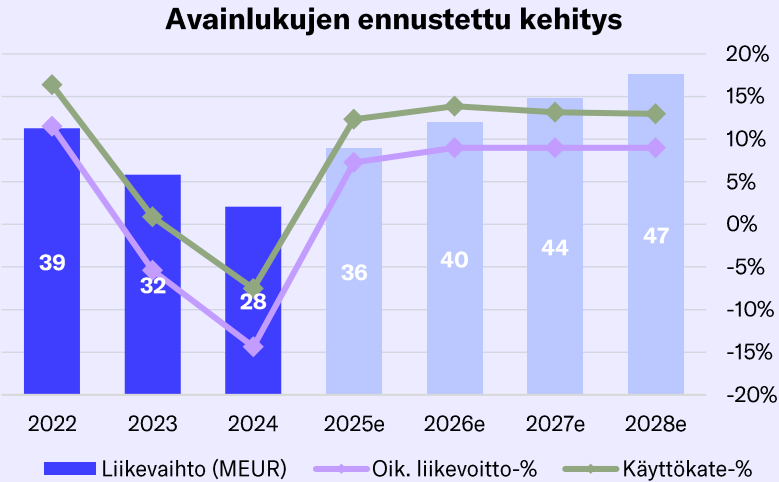
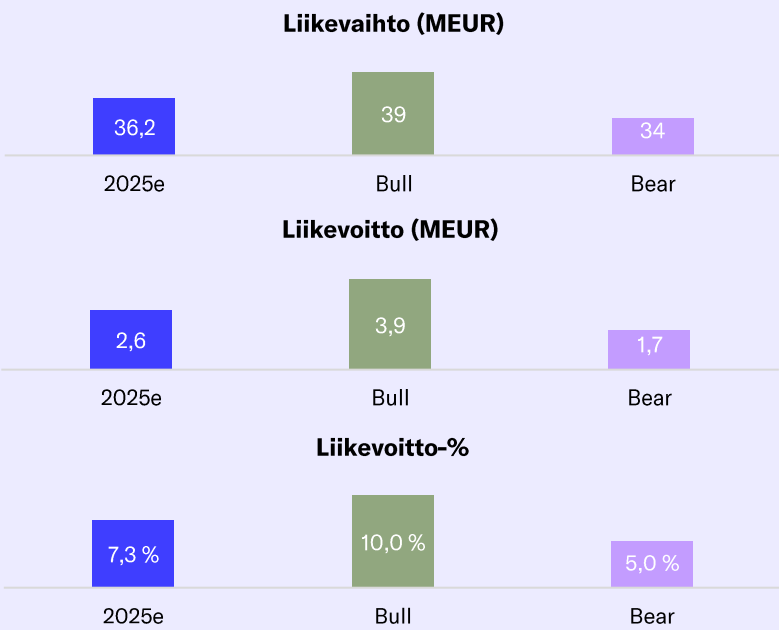
Koska Aspocompin tuloskehitystä on hankala ennustaa, tarjoamme vuoden 2025 ennusteille lisäksi haarukan, mihin uskomme tuloksen osuvan korkealla todennäköisyydellä. Tämä on liikevaihto 34-39 MEUR ja liikevoitto 1,7-3,9 MEUR. Viime vuodesta tulosparannus olisi valtava, mutta samalla on tärkeää huomioda, että vuosi 2024 oli yhtiölle heikoin miesmuistiin. Tätä kautta selvän tasokorjauksen pitäisi olla päivänselvää.

Tulevina vuosina haetaan ”normaalia tuloskuntoa”

Näkyvyyttä vuoteen 2026 ei toistaiseksi ole ja sitä ennen ehtii tapahtua vielä paljon, mitä kautta ennusteisiin liittyy erittäin suurta epävarmuutta. Lähtökohtaisesti tärkeimpien asiakassegmenttien näkymät ovat kuitenkin hyvät ja Aspocompilla pitäisi olla kaikki edellytykset positiivisen kehityksen jatkamiseen. Mahdollisia ulkoisia shokkeja vastaan yhtiö ei kuitenkaan pysty kauheasti tekemään, vaikka yhtiö on mielestämme valinnut asiakassegmenttinsä viisaasti. Mahdollinen positiivinen ajuri on myös Euroopan suhteellinen kasvu erityisesti Aasian kustannuksella, jos yhtiöt päättävät tiivistää ja paikallistaa arvoketjujaan.

Odotamme liikevaihdon kasvun olevan suunnilleen 8-10 %:n tasolla vuosina 2026-2028. Edellytyksiä olisi merkittävästi nopeampaan kasvuun ja sellaisia vuosia on varmasti edessä, mutta todennäköisesti joukkoon mahtuu myös merkittävästi vaikeampia vuosia. Ennusteamme on tietynlainen keskittien skenaario, jossa yhtiö onnistuu hyvin Oulun tehtaan käyttöasteen ylläpitämisessä, onnistuu nostamaan asteittain kapasiteettia ja kasvaa keskipitkällä aikavälillä merkittävästi myös välityслиiketoiminnassa.

Hahmotelma luottamusvälistä vuoden 2025 ennusteille



Ennusteet 5/6

Odotamme vuoden 2026 liikevoittomarginaalin olevan noin 9 %, minkä ympärille kannattaa kuitenkin lisätä suuri ”luottamusväli” korkean epävarmuuden takia. Ennustamme kannattavuuden myös pysyvän tällä tasolla 2026-2028. Kulurakenteessa emme odota suuria muutoksia, mutta pidemmällä aikavälillä rakenne voi muuttua esimerkiksi välitysliiketoiminnan kasvattaessa osuuttaan. Kannattavuuden osalta luotamme sinänsä yhtiön tekemiseen, ja suurin tekijä on liikevaihtotaso (johon heijastuu myös markkinatilanne). Erityisesti viime vuosien jälkeen meidän on hankala arvioida yhtiön normalisoitua kannattavuustasoa, mutta hyvässä markkinatilanteessa arvioimme yhtiön pystyvän yli 10 %:n liikevoittomarginaaleihin ja toisaalta vaisussa tilanteessa yleensä yli 5 %:n marginaaliin. Arvioimmekin normalisoidun liikevoittomarginaalin olevan noin 7-8 %:n (terminaalissa oletus 7,5 %), mutta pidemmällä aikavälillä poikkeamia nähdään varmasti molempiin suuntiin.

Pidemmän aikavälin ennusteet olemme tehneet

oletuksella, että yhtiön strategia etenee pääosin suunnitellusti, markkina kasvaa kohtuullisesti, kilpailutilanne pysyy neutraalina ja yhtiö pystyy voittamaan uusia asiakkuuksia historian tapaan. Käytännössä on varmaa, ettei ennustamamme tasainen kehitys tule toteutumaan, mutta toisaalta markkinakäänteiden ajoittaminen on mahdotonta tehtävä. Tätä kautta ainoa järkevä tapa on mielestämme pyrkimys hahmottamaan kehitystä neutraalissa skenaariossa.

Investoinnit nousevat, ja pääoman allokontipäätöksiä on edessä ennen pitkää

Aspocompin investoinnit olivat vuonna 2024 kireän rahoitustilanteen takia minimaaliset 0,4 MEUR, mikä ei ole missään tapauksessa kestävä taso. Ennustamme tason nousevan vuonna 2025 noin 2 MEUR:n tasolle, mikä todennäköisesti painottuu loppuvuoteen edelleen kireän rahoitustilanteen takia. Näkemyksemme mukaan tämä vastaa suunnilleen tasoa, joka yhtiöltä vaaditaan nykyisen

tuotantokoneiston kilpailukykyisenä pitämiseen vuosittain myös pitkällä aikavälillä. Taso on luonnollisesti merkittävästi korkeampi, jos yhtiö lähtee merkittävässä määrin nostamaan kapasiteettiaan (pois lukien ns. pullonkaulat).

Keskipitkällä aikavälillä Aspocompin eteen tulee merkittäviä päätöksiä, koska Oulun tehtaan kapasiteetti tulee täyttymään yhtiön kasvaessa. Tästä tulee merkittävä epäjatkuvuuskohta, johon odotamme yhtiöltä kommentteja strategiapäivityksen yhteydessä. Erilaisia mahdollisuuksia on monia, ja periaatteessa myös yritysjärjestelyt ovat tässä vaiheessa mahdollisia. Mahdollisesti todennäköisempiä voisivat olla erilaiset yhteistyöjärjestelyt (kuten tällä hetkellä välitysliiketoiminnassa), joiden kautta Aspocomp pääsisi hyödyntämään vahvaa osaamistaan suuremmalla mittakaavalla. Tavalla tai toisella Aspocompin pitäisi mielestämme pystyä kasvamaan pitkällä tähtäimellä ulos nykytilanteesta, jossa liiketoiminta nojaa voimakkaasti Oulun piirilevytehtaaseen.

Ennustemuutokset	2024e	2024	Muutos	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Toteutunut	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	27,9	27,6	-1 %	37,7	36,2	-4 %	41,4	39,9	-4 %
Käyttökate	-2,0	-2,1	-2 %	4,7	4,5	-5 %	6,0	5,5	-8 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	-4,0	-4,0	0 %	2,6	2,6	0 %	3,6	3,6	-1 %
Liikevoitto	-4,0	-4,0	0 %	2,6	2,6	0 %	3,6	3,6	-1 %
Tulos ennen veroja	-4,5	-4,3	4 %	2,1	2,1	-2 %	3,4	3,3	-3 %
EPS (ilman kertaeriä)	-0,66	-0,64	4 %	0,31	0,30	-2 %	0,50	0,49	-3 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00	0 %	0,00	0,00	0 %	0,18	0,17	-3 %

Lähde: Inderes

Ennusteet 6/6

Pidemmällä aikavälillä välitysliiketoiminnan ja tulevien kapasiteetti-investointien merkitys korostuu huomattavasti. Odotamme välityksen osuuden liikevaihdosta kasvavan asteittain pitkällä aikavälillä. Tähän vaikuttavat kuitenkin myös muut yhtiön strategiset valinnat. Välitysliiketoiminnan selkeä vahvuus on, ettei se vaadi investointeja omaan kapasiteettiin eikä se tätä kautta sido merkittäviä pääomia. Lopulta kysymys on siitä, mitä Aspocompin asiakkaat yhtiöltä kaipaavat.

Tase tervehtyy ennusteissamme suhteellisen nopeasti

Aspocomp kävi syksyllä 2024 suhteellisen lähellä rahoituskriisiä ja yhtiön tase on heikentynyt viime vuosina voimakkaasti. Tämä nostaa edelleen rahavirta- ja tase-ennusteiden merkitystä, mutta ei tee niiden ennustamisesta helpompaa. Odotamme Aspocompin liiketoiminnan rahavirran kääntyvän vuonna 2025 selvästi positiiviseksi, vaikka kasvun mukana käyttöpääomaa sitoutuu edelleen. Suurin kasvuloikka nähtiin jo Q4:llä ja tätä kautta nyt vaikutuksien pitäisi olla astetta maltillisempia. Arviomme mukaan rahavirta on lähivuosina selvästi positiivinen myös investointien (ennuste 2,0 MEUR vuosittain) jälkeen. Tätä kautta odotamme Aspocompin rahoitustilanteen helpottuvan asteittain käänteeseen edetessä, mutta tiukkaa yhtiöllä on vielä ainakin alkuvuonna 2025. Arviomme mukaan yhtiö pääsee kuitenkin tiukan paikan yli ainakin laskuluototussopimusta (factoring) hyödyntämällä. Tämä nostaa rahoituskustannuksia, koska korkotaso on merkittävästi luottolimiittiä korkeampi.

Sovellamme ennusteissamme rahoituskuluihin 5 %:n korkoa, mikä on oletettavasti selvästi yläkanttiin valtaosan ollessa luottolimiittiä. Yhtiöllä on kuitenkin aina kertaluontoisia

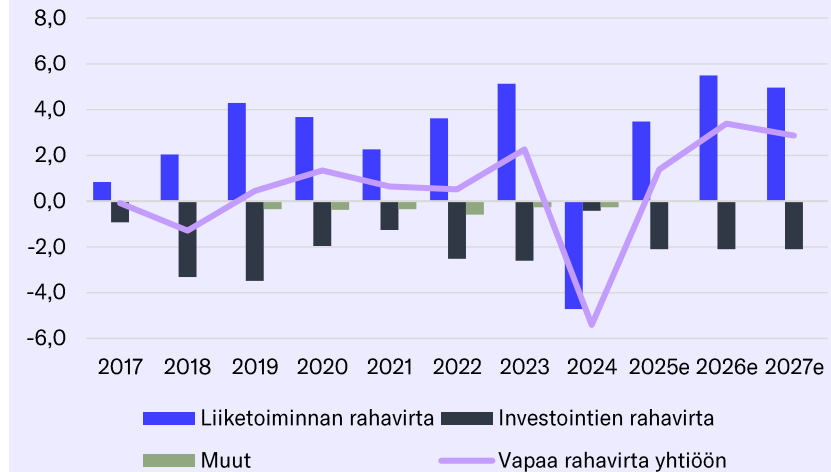
kuluja rahoitusjärjestelyihin liittyen, mitä kautta ennuste on todennäköisesti suhteellisen realistinen.

Taseen tunnusluvut paranevat ennusteissamme voimakkaasti tulevina vuosina, ja tulostason mukana velanhoitokyky paranee voimakkaasti. Tätä kautta vuonna 2024 useasti rikkoutuneiden lainoihin liittyvien kovenanttien pitäisi ratketa vuoden 2025 edetessä. Käsitksemme mukaan kovenantit liittyvät yleensäkin rahoituslainoihin, kun valtaosa Aspocompin korollisesta velasta on itse asiassa luottolimiittiä.

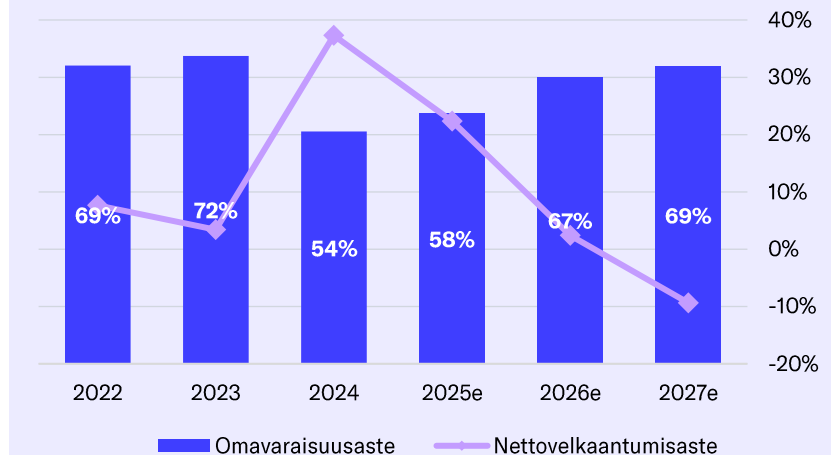
Veroprosentti pysyy lähivuodet nollassa

Arvoimme mukaan Aspocompin veroprosentti tulee olemaan lähivuosina nollan likiarvo. Yhtiöllä on taseessa 5,4 MEUR:lla verosaamisia ja käsityksemme mukaan yhtiöllä on muitakin vahvistettuja ja vahvistamattomia tappioita historiasta, vaikka osa näistä on jo vanhentunut. Tappiot ovat Suomessa ja organisaatio on yksinkertainen (ei oleellisia ulkomaisia tytäryhtiöitä merkittäville verotaakoilla), joten tuloverojen pitäisi jäädä lähelle nollaa. Ennustamme nyt verojen jäävän nolnaan vuoteen 2027 asti (2028e: 10 %). Samalla yhtiön taseessa oleva verosaaminen tulee käsityksemme mukaan pienentymään ja lopulta poistumaan. Tämä aiheuttanee vuoden 2024 kaltaisia teknisiä verokirjauksia (tuloslaskelmaan kirjattu +0,9 MEUR laskennallisten verosaamisten muutosta), mutta rahavirtoihin nämä eivät vaikuta. Siten kirjaukset ovat teknisiä ja olemme pyrkineet oikaisemaan ne analyysissä.

Yksinkertaistetut rahavirrat (MEUR)

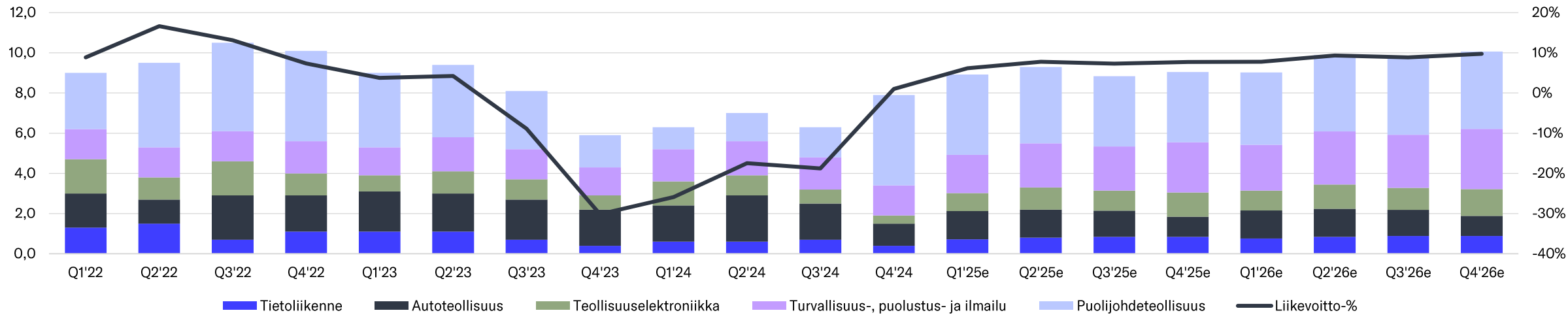


Taseen avainluvut

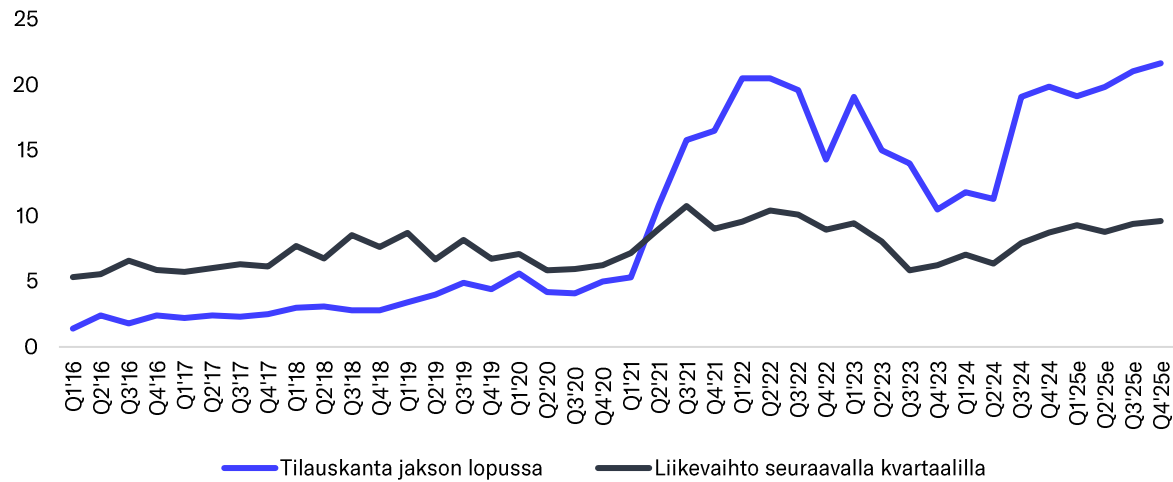


Tärkeimmät ennustegraafit

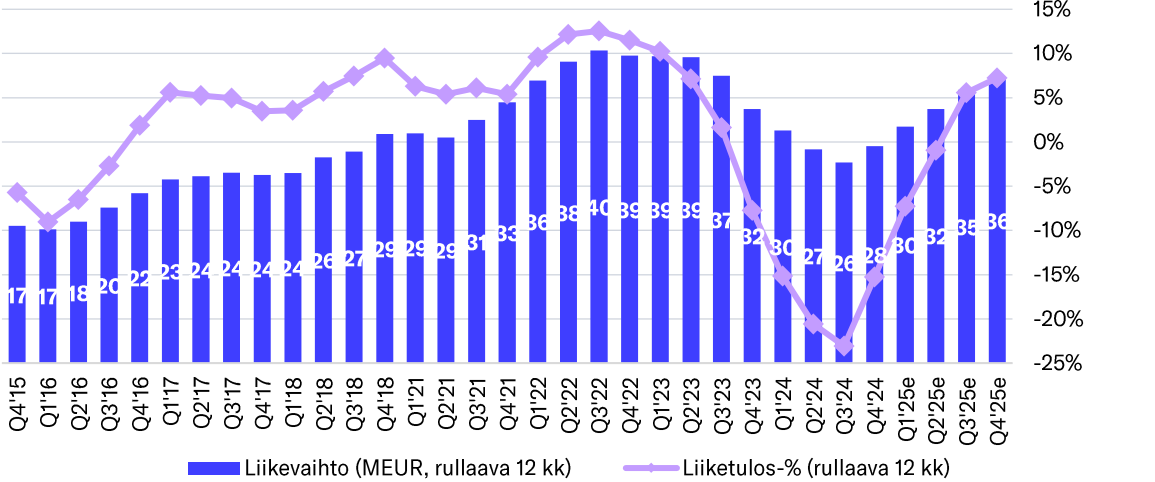
Liikevaihdon kehitys asiakassegmenteillä (MEUR) ja yhtiön liikevoitto-%



Tilaukanta ja liikevaihto (MEUR)



Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25e	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	32,3	6,2	7,0	6,4	7,9	27,6	8,7	9,3	8,8	9,4	36,2	39,9	43,5	47,0
Aspocomp	32,3	6,2	7,0	6,4	7,9	27,6	8,7	9,3	8,8	9,4	36,2	39,9	43,5	47,0
Käyttökate	0,3	-1,1	-0,8	-0,7	0,5	-2,1	1,0	1,2	1,1	1,2	4,5	5,5	5,7	6,1
Poistot ja arvonalennukset	-2,0	-0,5	-0,5	-0,5	-0,4	-1,9	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-1,8	-2,0	-1,8	-1,9
Liikevoitto ilman kertaeriä	-1,7	-1,6	-1,2	-1,2	0,1	-4,0	0,5	0,7	0,6	0,7	2,6	3,6	3,9	4,2
Liikevoitto	-1,7	-1,6	-1,2	-1,2	0,1	-4,0	0,5	0,7	0,6	0,7	2,6	3,6	3,9	4,2
Aspocomp	-1,7	-1,6	-1,2	-1,2	0,1	-4,0	0,5	0,7	0,6	0,7	2,6	3,6	3,9	4,2
Nettorahoituskulut	-0,3	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	-0,4	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,6	-0,3	-0,1	-0,1
Tulos ennen veroja	-2,0	-1,7	-1,3	-1,3	0,0	-4,3	0,4	0,6	0,5	0,6	2,1	3,3	3,8	4,2
Verot	0,9	0,0	0,0	0,0	0,4	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	-1,6	-1,7	-1,3	-1,3	0,9	-3,5	0,4	0,6	0,5	0,6	2,1	3,3	3,8	3,8
EPS (oikaistu)	-0,30	-0,24	-0,19	-0,20	0,00	-0,64	0,06	0,08	0,07	0,09	0,30	0,49	0,56	0,55
EPS (raportoitu)	-0,24	-0,24	-0,19	-0,20	0,13	-0,51	0,06	0,08	0,07	0,09	0,30	0,49	0,56	0,55

Tunnusluvut	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25e	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	-17,4 %	-30,2 %	-25,5 %	-20,9 %	35,3 %	-14,6 %	40,0 %	32,0 %	38,0 %	18,5 %	31,3 %	10,3 %	9,0 %	8,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%													9,4 %	8,0 %
Käyttökate-%	0,9 %	-17,8 %	-10,7 %	-11,5 %	6,6 %	-7,5 %	11,3 %	12,6 %	12,6 %	12,7 %	12,3 %	13,9 %	13,1 %	13,0 %
Oikaistu liikevoitto-%	-5,4 %	-25,9 %	-17,5 %	-18,8 %	1,0 %	-14,4 %	6,2 %	7,8 %	7,3 %	7,7 %	7,3 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %
Nettotulos-%	-5,1 %	-26,6 %	-18,8 %	-21,2 %	10,8 %	-12,6 %	4,4 %	6,2 %	5,6 %	6,7 %	5,7 %	8,3 %	8,8 %	8,0 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 1/3

Hyväksyttävän arvostuksen perustekijät

Aspocompin arvostustasoa tulee mielestämme tarkastella korkean teknologiatason alihankkijana, jonka tuloskehitystä on vaikea ennustaa ja jonka riskiprofiili on korkea. Yhtiöllä on mielestämme selkeä kilpailuetu omalla vahvuusalueellaan, korkea kannattavuuspotentiaali ja hyvät edellytykset kannattavalle kasvulle markkinatilanteen pysyessä hyvänä yhtiölle tärkeillä sektoreilla. Sijoitusprofiililtaan yhtiö on korkeariskinen kasvuyhtiö.

Näkemyksemme mukaan yhtiön arvostusta tukee yhtiön hyvä asema selkeillä kasvusektoreilla kuten puolijohdeteollisuus ja puolustus. Vahvan tilauskannan mukana näkyvyys on myös tällä hetkellä kohtuullinen. Arviomme mukaan yhtiön tuleva strategiapäivitys ja osin jo tehdyt toimenpiteet (kuten kapasiteettiallokaatiomalli) luovat pohjaa myös kestävämmälle kannattavalle kasvulle, mutta strategian toimivuuden arviointi on tuki toistaiseksi ennenaikaista. Joka tapauksessa arvioimme, että Aspocompin riskiprofiili on pitkää aikaa laskusuunnassa, kun yhtiön rahoitusriski on merkittävästi pienentynyt ja yhtiö on tehnyt selkeitä toimenpiteitä asiakasriskien pienentämiseksi. Luonnollisesti lyhyellä aikavälillä kysyntään liittyvä riski on myös poikkeuksellisen pieni, kun kysyntää on poikkeuksellisesti merkittävästi enemmän kuin kapasiteettia. Tämä antaa samalla yhtiölle voimakkaan tuloskasvuajurin erityisesti heikko lähtötaso huomioon. Näemme positiivisia mahdollisuuksia myös välitysluokkien kasvussa lähivuosina.

Toisaalta yhtiön hyväksyttävää arvostustasoa painaa heikko näkyvyys sekä 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 väkisin maltillinen, vaikka poikkeuksellisessa tilanteessa yhtiölle voidaan väliaikaisesti hyväksyä korkeampia kertoimia.

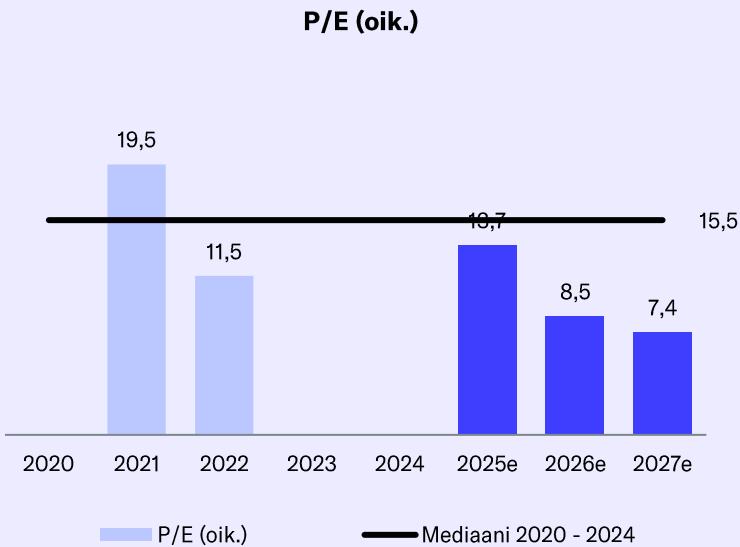
Piirilevy-yhtiöiden normaali arvostustaso on P/E-luvulla mitattuna on historiassa ollut vain 10-12x tulosennusteella neutraalilla tulostasolla. EV/EBITDA-kertoimet ovat rahoitusrakenteesta riippuen noin 5-7x ja EV/EBIT-kertoimet ovat olleet suunnilleen kokoluokassa 8-10x. Aspocompin taseen heikennyttä painotamme arvonmäärityksessä astetta enemmän EV-pohjaisia kertoimia, jotka huomioivat paremmin yhtiön nettovelat. 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 2025 arvostuskertoimet.

Vuoden 2025 kertoimia on jo venytetty

Aspocompin kuluvan vuoden P/E on noin 14x ja EV/EBITDA alle 8x, mitkä ovat astetta normaalia korkeampia. Vuoden 2025 tulosennusteet sisältävät jo massiivisen tulosparannuksen surkeasta vuodesta 2024, mutta mielestämme tämä tuloskasvu on kuitenkin poikkeuksellisen vankalla pohjalla sekä tilauskannan että kysyntänäkymän ollessa vahvoja. Lisäksi huomionarvoista on, että vuoden 2025 ennusteiden toteutuessa kannattavuus- ja tulostaso ovat kuitenkin edelleen kaukana yhtiön potentiaalista. Nopea liikevaihdon kasvu sekä skaalautuva kannattavuus antavat sinänsä hyvän syyn venyttää väliaikaisesti hyväksyttäviä arvostuskertoimia, mutta kestäviä nykyiset kertoimet eivät mielestämme ole.

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	4,15	4,15	4,15
Osakemäärä, milj. kpl	6,84	6,84	6,84
Markkina-arvo	28	28	28
Yritysarvo (EV)	32	29	26
P/E (oik.)	13,7	8,5	7,4
P/E	13,7	8,5	7,4
P/B	1,6	1,4	1,3
P/S	0,8	0,7	0,7
EV/Liikevaihto	0,9	0,7	0,6
EV/EBITDA	7,2	5,2	4,6
EV/EBIT (oik.)	12,3	8,1	6,7
Osinko/tulos (%)	35,0 %	35,0 %	40,0 %
Osinkotuotto-%	2,6 %	4,1 %	5,4 %

Lähde: Inderes



Arvonmääritys 2/3

Vuoden 2026 ennusteilla, joihin luottamus on tässä vaiheessa matala, P/E painuu 9x tasolle ja EV/EBITDA on 5x. Nämä kertoimet ovat jo houkuttelevia ja niissä on mielestämme nousuvaraa, mutta näkyvyys ensi vuoteen on mielestämme liian heikko niihin nojaamiseksi. Potentiaalia vuoden 2026 suhteen antaa kuitenkin osittaisen argumentin nykyisien arvostuskertoimien venyttämiseen. Jos yhtiö palaa yli 10 %:n liikevoittomarginaaleihin ja liikevaihto pysyy tukevasti kasvu-uralla, nousupotentiaalia on vielä paljon jäljellä. Tätä voi hahmottaa katsomalla EV/S-kertoimia, jotka olivat luonnollisesti merkittävästi korkeampia Aspocompin kannattavuuden ollessa vahva.

Suhteellinen arvostus on kokonaisuutena neutraali

Aspocompin verrokkiryhmä ei ole erityisen hyvä, koska yhtiöllä on lopulta varsin vähän yhteistä piirilevyjen massatuottajien kanssa ja pienemmistä listatuista löytyy rajallisesti ennusteita. Aspocompille käyttämämme verrokkiryhmä koostuu pääasiassa piirilevyjen massavalmistajista, mutta olemme ottaneet mukaan Helsingin pörssistä suunnilleen samankaltaisen sijoitusprofiilin yhtiöitä. Verrokkeista saa Aspocompin arvostukselle kohtuullisen viitekehysten, jonka sisällä yhtiön arvostus on valtaosan ajasta.

Tällä hetkellä suhteellinen arvostus vahvistaa käytännössä absoluuttisten arvostuskertoimien tarinan. Aspocompin arvostuskertoimet ovat koholla suhteessa verrokkiryhmään vuoden 2025 ennusteilla (katso graafi), mutta painuvat mediaanin alapuolelle vuoden 2026 ennusteilla (2026e mediaani P/E 11x ja EV/EBITDA 6x). Piirilevyalan suhteellisen hajanaisesta verrokkiryhmästä löytyy sekä selvästi alhaisia että hieman korkeampia arvostuksia. Mielestämme

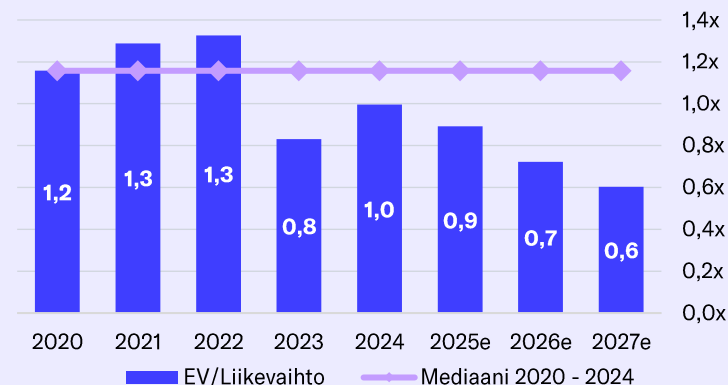
Aspocomp on tällä hetkellä keskimääräistä paremmassa asemassa hyötymään mm. paikallisen valmistuksen todennäköisestä vahvistumisesta Euroopassa sekä täällä vallitsevasta helpommasta kilpailutilanteesta. Silti olisi mielestämme kyseenalaista hyväksyä Aspocompille verrokkeja oleellisesti korkeampia arvostuskertoimia keskipitkällä aikavälillä.

Helsingin pörssistä mahdollisesti parhaita verrokkeja ovat Incap (2025e P/E 17x ja EV/EBIT 12x) ja Scanfil (2025e P/E 12x ja EV/EBIT 9x), jotka ovat kiinni samassa elektroniikkateollisuuden alihankintaketjussa kuin Aspocomp. Lisäksi mukana on Teleste samankaltaisen sijoitusprofiilin takia. Aspocompin arvostus on edellä mainittuja alhaisempi, mutta mielestämme tämä on perusteltua yhtiöiden historiallisien näyttöjä pohjalta. Kokonaisuudessaan pidämme Aspocompin suhteellista arvostusta tällä hetkellä neutraalina, vaikka vuoden 2025 kertoimet ovatkin mielestämme koholla.

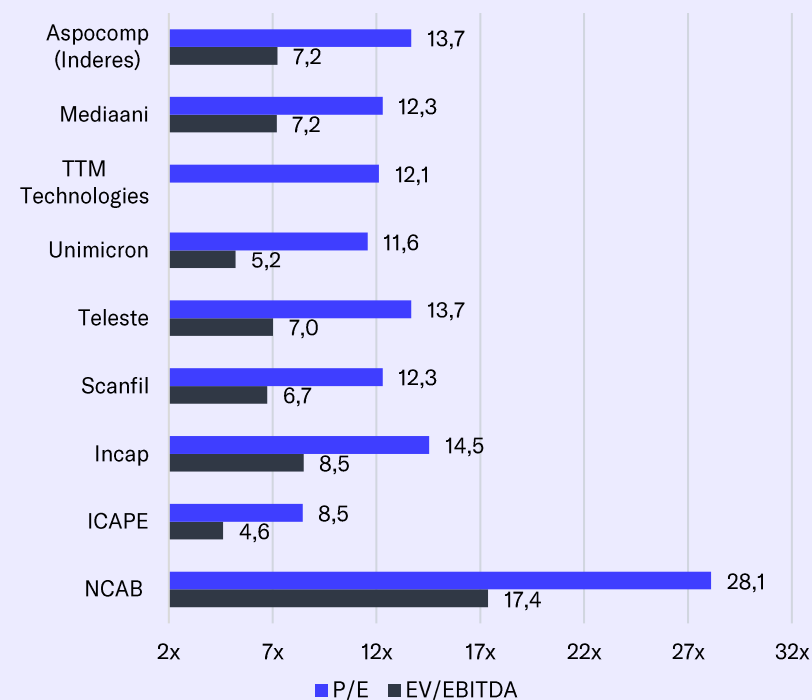
Kassavirtamalli kertoo liiketoiminnan vaatimuksista

Kassavirtamallimme (DCF) antama arvo osakkeelle on noin 4 euron arvon nykyisellä mielestämme realistisella ennusteskenaariolla. Käyttämämme pääoman keskimääräinen kustannus (WACC) 10,3 % on mielestämme kohtuullinen huomioiden viime vuosien haasteet, mutta kuitenkin vakautunut rahoitustilanne. Tämä vakautumisen ansiosta olemme laskeneet oman pääoman tuottovaatimusta (11,0 %) selvästi aiemmasta tasosta (12,9 %), joka antoi oleellisen mahdollisuuden rahoituskriisille. Neutraalitaso Aspocompille on mielestämme reilut 10 %, jos käänne etenee jatkossakin suunnitelmien mukaan.

EV/Liikevaihto



Verrokkiryhmän arvostuskertoimet (2025e)



Arvonmääritys 3/3

Terminaalijakson painoarvo on mielestämme varsin maltillinen 48 %, mikä kertoo kohtuullisista pitkän aikavälin ennusteista. DCF-laskelman indikoima arvo on erittäin herkkä muutoksille avainoletuksissa, joita olemme viime vuosina joutuneet muuttamaan merkittävästi. Suhteellisen korkeiden investointivaatimuksien takia rahavirrassa on merkittävä vipu tulos- ja kannattavuusennusteiden suhteen. Itse pidämme kassavirtalaskelmaa lähinnä varmistuksena siitä, että asettamamme tavoitehintaa voidaan perustella järkevillä oletuksilla tulevasta kassavirroista. Tarkempi kassavirtalaskelma löytyy liitetiedoista.

Käypä arvo riippuu normalisoidusta kannattavuudesta

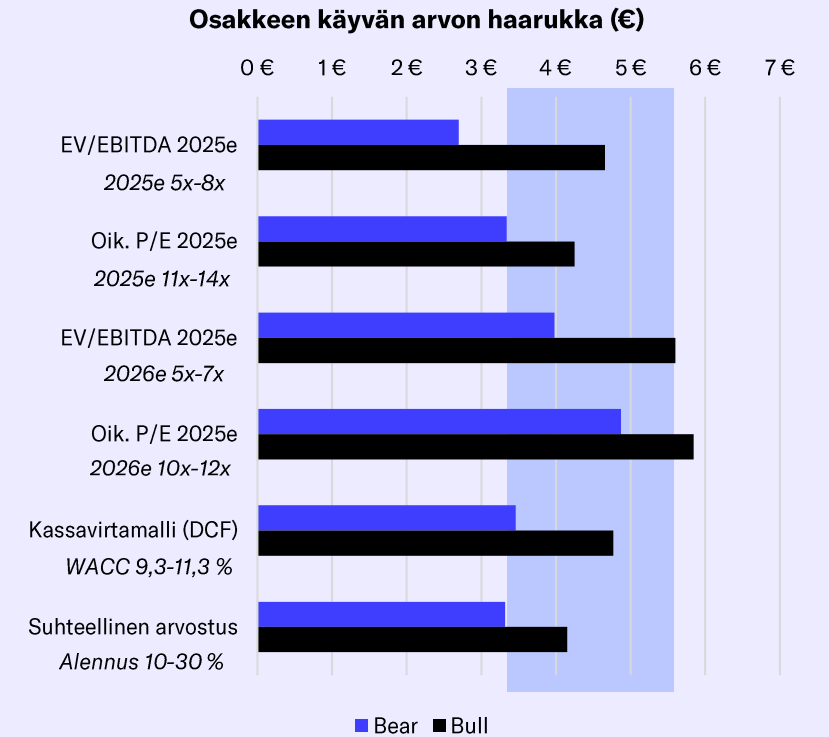
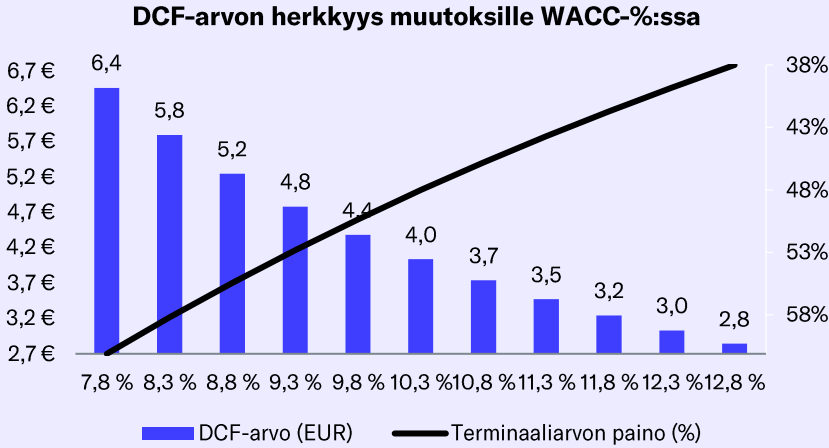
Isossa kuvassa Aspocompin arvostus on joko erittäin kallis perustuen viime vuosien suoritukseen tai edelleen edullinen yhtiön pystyessä palaamaan historiallisiin hyviin vuosiin. On vaikeaa arvioida, mille tasolle yhtiön ”normalisoitu” kannattavuus lopulta asettuu, mitä kautta osakkeen käypää arvoa on hankala arvioida.

Nykyisillä ennusteillamme osakkeen käyvän arvon haarukka voidaan mielestämme asettaa suunnilleen 4-5 euron osakekohtaisen hinnan ympärille, mutta nousu viiden euron tasolle vaatii 1) lähivuosien voimakkaan tulokasvun toteutumista sekä 2) tulevaisuuden näkymän vakauttamista. Nykyisellä kassavirtalaskelmalla yhden prosenttiyksikön pienempi WACC, mikä olisi mielestämme näillä oletuksilla realistista, veisi osakkeen arvon noin 4,8 euron tasolle. Tämä on mielestämme lähellä osakkeen käypää arvoa, jos kuluven vuoden kehitys sujuu odotuksiemme mukaisesti. Olisi mielestämme kuitenkin ennen aikaista hinnoitella osaketta käyvän arvon mukaisesti tässä vaiheessa, kun vuoden 2025 voimakas tulospurkaus on vasta alkamassa.

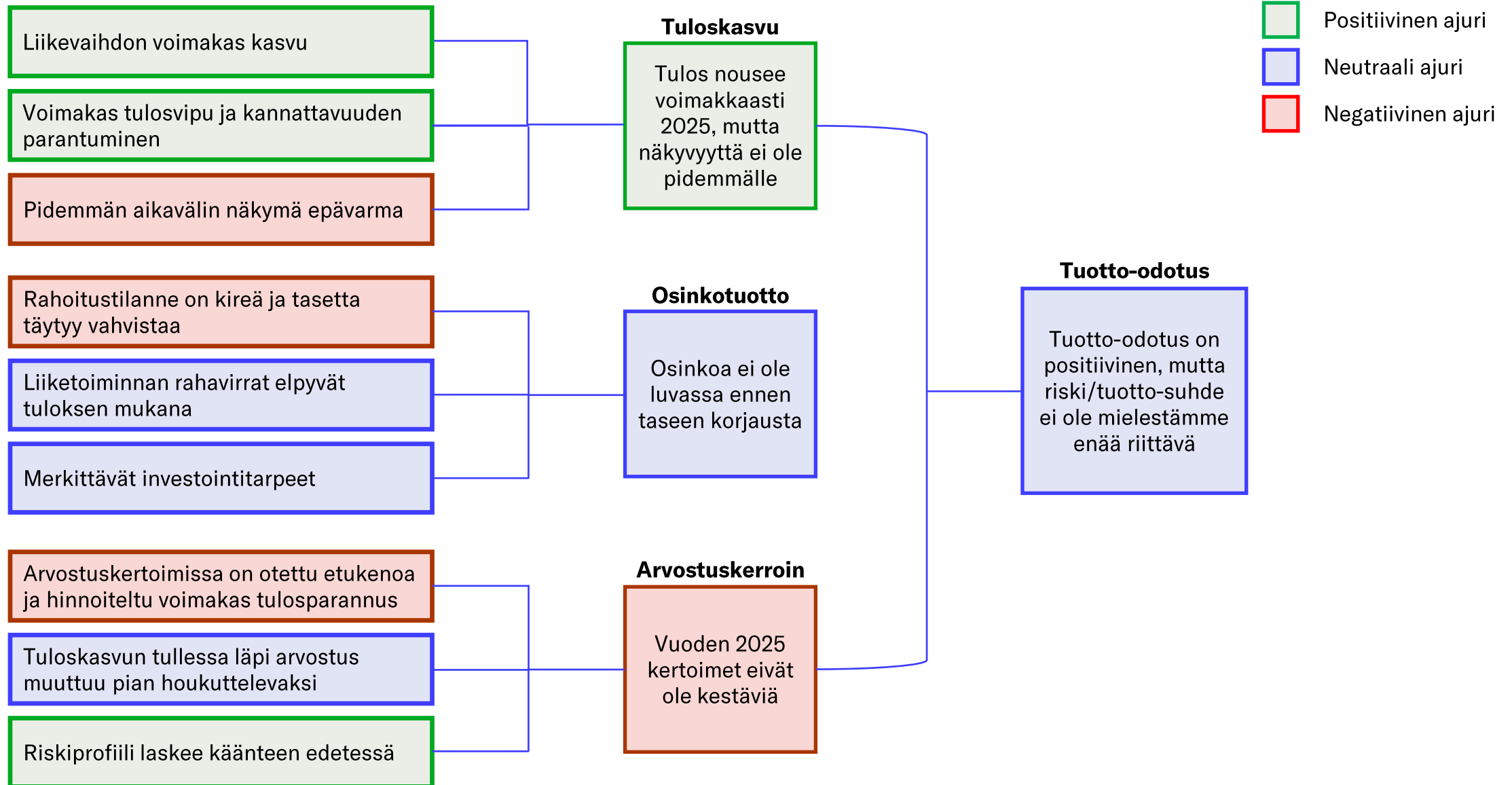
Arvotuksen ja ajurien yhteenveto

Olemme edellisissä päivityksissä kertoneet, että Aspocompilla on tuleville neljänneksille selkeät arvoajurit: 1) käänteiden todistaminen liikevaihdossa, kannattavuudessa ja rahavirrassa sekä 2) rahoitustilanteen vakauttaminen. Näiden suhteen yhtiö on ottanut viimeisillä neljänneksillä merkittäviä edistysaskeleita ja tilauskanta sekä näkymä luovat uskoa kehityksen jatkumiseen myös vuonna 2025. Tätä kautta yhtiön riskiprofiili on laskenut merkittävästi, mikä tukee hyväksyttävää arvostusta. Vielä merkittävämpi ajuri osakkeelle on tänä vuonna oletettavasti nähtävä voimakas liikevaihdon kasvu ja tasokorjaus tuloksessa.

Ajureiden ollessa tällä hetkellä erittäin positiivisia osakekurssi voi hyvin jatkaa voimakasta nousuaan (edellisestä päivityksestä +40 %), mutta mielestämme arvostuskertoimien venyttäminen tässä vaiheessa sisältää turhan suuria riskejä. Tätä kautta laskemme suosituksemme vähennä-tasolle (aik. lisää). Tavoitehintamme nostamme 4,0 euroon (aik. 3,4 euroa) yhtiön käänteiden edettyä toistaiseksi odotuksiemme mukaisesti ja yhtiön riskiprofiilin laskettua merkittävästi. Jos käänne jatkuu voimakkaana ja aikataulussa, näemme osakkeessa edelleen merkittävää nousuvaraa. Mielestämme sijoittajien täytyykin viime vuosien jälkeen saada ennusteriiskien kantamisesta merkittävä nousupotentiaali. Näemme riskien olevan toistaiseksi sen verran suuria, että mielestämme osakkeen riski/tuotto-suhde on kääntynyt kurssinousun mukana lievästi negatiiviseksi. Tässä vaiheessa onkin mielestämme kuitenkin hyvä antaa fundamenttien vahvistua ennen suurempaa etukenoa arvostuksessa.



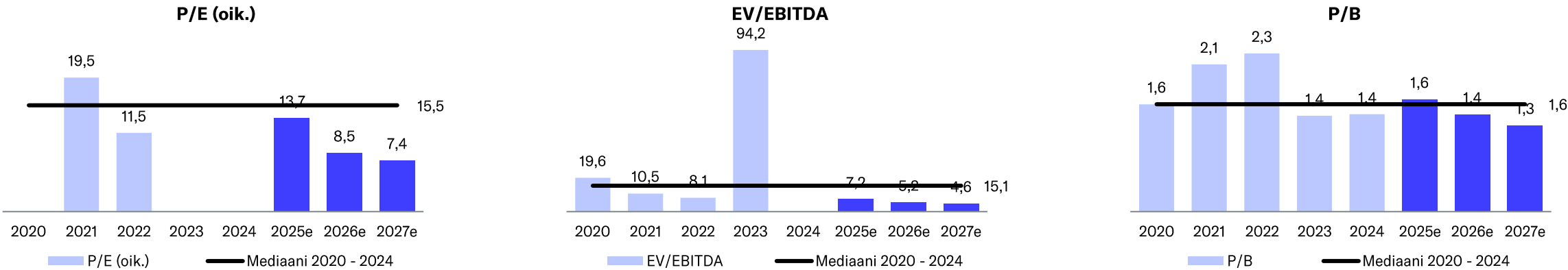
Osaketuoton ajurit



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	3,92	6,00	7,34	3,83	3,18	4,15	4,15	4,15	4,15
Osakemäärä, milj. kpl	6,84	6,84	6,84	6,84	6,84	6,84	6,84	6,84	6,84
Markkina-arvo	27	41	50	26	22	28	28	28	28
Yritysarvo (EV)	30	43	52	27	27	32	29	26	24
P/E (oik.)	neg.	19,5	11,5	neg.	neg.	13,7	8,5	7,4	7,6
P/E	neg.	19,5	11,5	neg.	neg.	13,7	8,5	7,4	7,6
P/B	1,6	2,1	2,3	1,4	1,4	1,6	1,4	1,3	1,1
P/S	1,0	1,2	1,3	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6
EV/Liikevaihto	1,2	1,3	1,3	0,8	1,0	0,9	0,7	0,6	0,5
EV/EBITDA	19,6	10,5	8,1	94,2	neg.	7,2	5,2	4,6	3,9
EV/EBIT (oik.)	neg.	19,0	11,5	neg.	neg.	12,3	8,1	6,7	5,7
Osinko/tulos (%)	neg.	48,7 %	32,8 %	0,0 %	0,0 %	35,0 %	35,0 %	40,0 %	50,0 %
Osinkotuotto-%	1,8 %	2,5 %	2,9 %	0,0 %	0,0 %	2,6 %	4,1 %	5,4 %	6,6 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e
NCAB	873	942	21,6	17,7	17,4	14,9	28,1	22,6	2,1	2,4	6,0
ICAPE	61	88	6,5	4,7	4,6	3,6	8,5	5,6	3,1	5,4	1,5
Incap	365	329	9,9	8,0	8,5	7,0	14,5	12,6			2,0
Scanfil	548	546	9,3	8,2	6,7	6,0	12,3	11,0	3,1	3,3	1,6
Teleste	53	77	12,7	9,5	7,1	5,9	13,9	9,6	3,5	4,2	0,9
AT & S	492	2505		27,3	7,5	5,0			0,6	0,1	0,5
Lagercrantz	4272	4581	35,4	31,2	25,4	22,9	47,7	40,5	0,9	1,0	11,0
Sanmina	4336	4170	9,5	8,4	7,4	7,1	13,9	12,0			2,0
Unimicron	5753	5735	10,1	7,0	5,2	4,0	11,6	8,2	3,2	4,8	1,8
Compeq	2340	2191	8,8	7,1	5,0	4,4	11,6	9,3	4,0	5,5	1,7
TTM Technologies	2358	2764	10,4	9,4	7,5	7,0	12,1	10,8			1,5
Ibiden	3290	3234			5,3	4,0	16,9	14,0	1,1	1,3	1,0
Tripod Technology	3121	2566	8,0	7,1	5,3	4,9	11,4	10,2	5,0	5,9	2,0
Meiko Electronics	1278	1762			8,4	7,0	12,0	10,0	1,1	1,4	1,7
Aspocomp (Inderes)	28	32	12,3	8,1	7,2	5,2	13,7	8,5	2,6	4,1	1,6
Keskiarvo			12,9	12,1	8,7	7,4	16,5	13,6	2,5	3,2	2,5
Mediaani			9,9	8,3	7,2	6,0	12,3	10,8	3,1	3,3	1,7
Erotus-% vrt. mediaani			25 %	-3 %	0 %	-13 %	12 %	-21 %	-17 %	23 %	-4 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

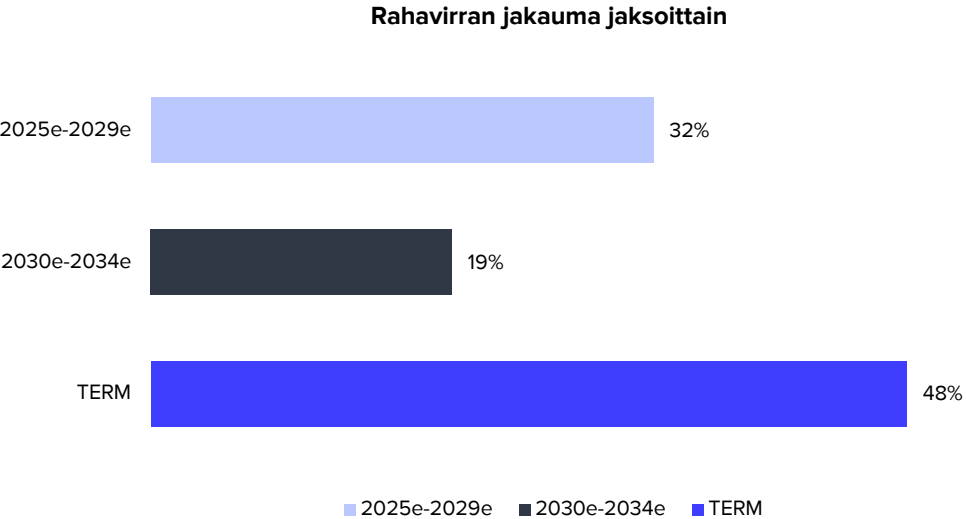
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-14,6 %	31,3 %	10,3 %	9,0 %	8,0 %	6,0 %	6,0 %	5,0 %	4,0 %	4,0 %	3,0 %	3,0 %
Liikevoitto-%	-14,4 %	7,3 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	8,5 %	8,0 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %
Liikevoitto	-4,0	2,6	3,6	3,9	4,2	4,2	4,2	4,2	4,3	4,5	4,6	
+ Kokonaispoistot	1,9	1,8	2,0	1,8	1,9	1,9	1,9	1,9	2,0	2,1	2,0	
- Maksetut verot	0,0	1,0	1,0	1,0	0,6	0,6	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9	
- verot rahoituskuluista	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-2,2	-1,0	-0,1	-0,8	-0,7	-0,6	-0,6	-0,6	-0,5	-0,5	-0,4	
Operatiivinen kassavirta	-4,4	4,5	6,5	6,0	5,9	6,1	4,6	4,7	5,0	5,2	5,3	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-0,4	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	-2,0	-2,1	-2,3	-2,3	-1,9	-2,3	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-4,8	2,4	4,4	3,9	3,8	4,2	2,6	2,4	2,7	3,3	3,0	
+/- Muut	0,0	-1,0	-1,0	-1,0	-0,6	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-4,8	1,4	3,4	2,9	3,3	3,6	2,6	2,4	2,7	3,3	3,0	42,5
Diskontattu vapaa kassavirta		1,3	2,8	2,2	2,2	2,2	1,4	1,2	1,2	1,4	1,1	16,1
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		33,3	32,0	29,2	27,0	24,8	22,5	21,1	19,9	18,6	17,3	16,1
Velaton arvo DCF		33,3										
- Korolliset velat		-7,1										
+ Rahavarat		1,4										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		27,5										
Oman pääoman arvo DCF per osake		4,0										

Pääoman kustannus (WACC)

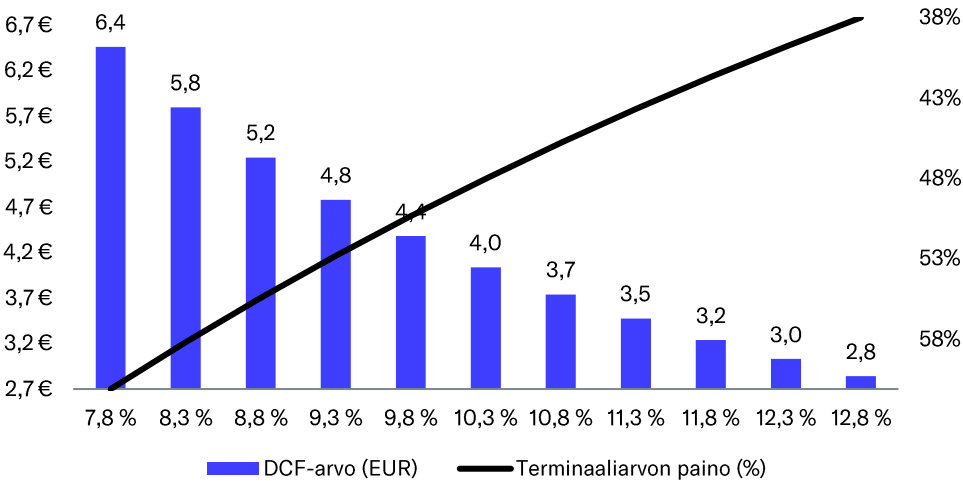
Vero-% (WACC)	15,0 %
Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,50
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,40 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	11,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,3 %

Lähde: Inderes

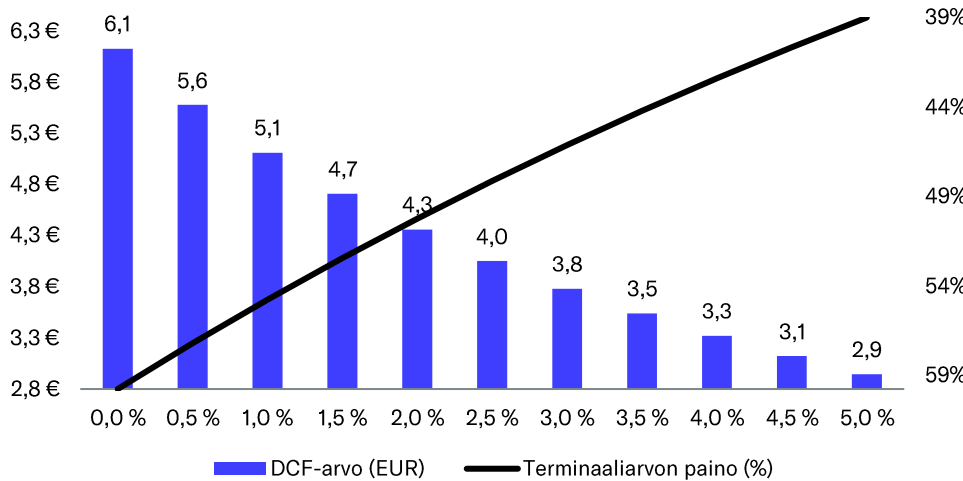


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

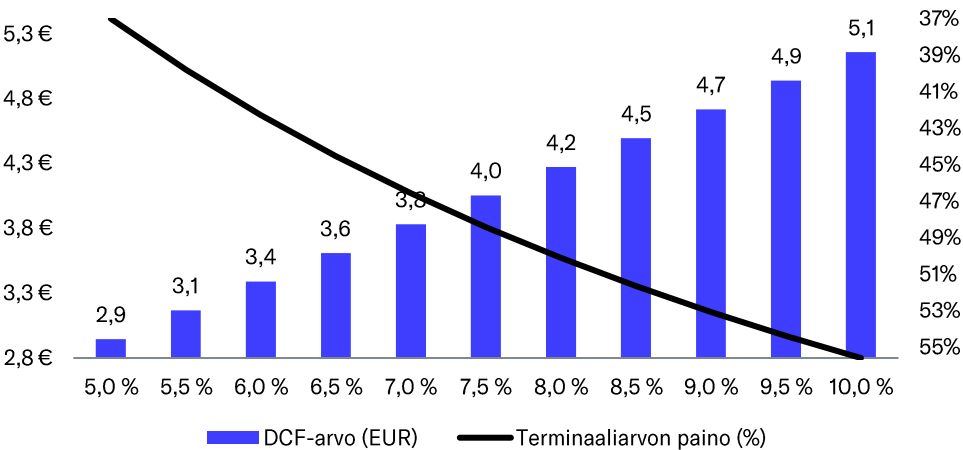
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



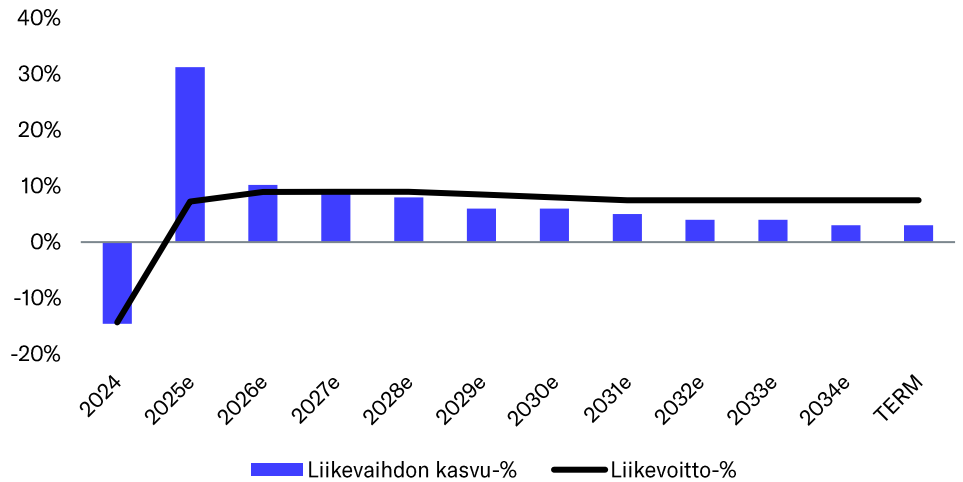
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



DCF-arvon herkkyys muutoksille terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Lähde: Inderes. Huomaa, että terminaaliarvon paino (%) on esitetty käänteisellä asteikolla selkeyden vuoksi.

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	39,1	32,3	27,6	36,2	39,9
Käyttökate	6,4	0,3	-2,1	4,5	5,5
Liikevoitto	4,5	-1,7	-4,0	2,6	3,6
Voitto ennen veroja	4,4	-2,0	-4,3	2,1	3,3
Nettovoitto	4,4	-1,6	-3,5	2,1	3,3
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	31,4	26,2	28,4	29,9	30,0
Oma pääoma	21,8	18,8	15,3	17,4	20,0
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettovelat	1,7	0,6	5,7	3,9	0,5

Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e
Käyttökate	6,4	0,3	-2,1	4,5	5,5
Nettokäyttöpääoman muutos	-2,9	4,6	-2,2	-1,0	-0,1
Operatiivinen kassavirta	4,3	4,8	-4,4	4,5	6,5
Investoinnit	-2,4	-2,2	-0,4	-2,1	-2,1
Vapaa kassavirta	3,2	3,6	-4,8	1,4	3,4

Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e
EV/Liikevaihto	1,3	0,8	1,0	0,9	0,7
EV/EBITDA	8,1	94,2	neg.	7,2	5,2
EV/EBIT (oik.)	11,5	neg.	neg.	12,3	8,1
P/E (oik.)	11,5	neg.	neg.	13,7	8,5
P/B	2,3	1,4	1,4	1,6	1,4
Osinkotuotto-%	2,9 %	0,0 %	0,0 %	2,6 %	4,1 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
EPS (raportoitu)	0,64	-0,24	-0,51	0,30	0,49
EPS (oikaistu)	0,64	-0,30	-0,64	0,30	0,49
Operat. kassavirta / osake	0,63	0,70	-0,64	0,65	0,95
Vapaa kassavirta / osake	0,47	0,53	-0,71	0,20	0,49
Omapääoma / osake	3,19	2,74	2,24	2,55	2,93
Osinko / osake	0,21	0,00	0,00	0,00	0,17

Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	18 %	-17 %	-15 %	31 %	10 %
Käyttökatteen kasvu-%	58 %	-96 %	-829 %	-315 %	24 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	101 %	-139 %	128 %	-166 %	36 %
EPS oik. kasvu-%	108 %	-146 %	115 %	-148 %	60 %
Käyttökate-%	16,4 %	0,9 %	-7,5 %	12,3 %	13,9 %
Oik. Liikevoitto-%	11,5 %	-5,4 %	-14,4 %	7,3 %	9,0 %
Liikevoitto-%	11,5 %	-5,4 %	-14,4 %	7,3 %	9,0 %
ROE-%	21,4 %	-8,1 %	-20,4 %	12,7 %	17,8 %
ROI-%	18,6 %	-7,6 %	-18,3 %	11,6 %	15,7 %
Omavaraisuusaste	69,4 %	71,7 %	54,0 %	58,2 %	66,8 %
Nettovelkaantumisaste	7,6 %	3,4 %	37,3 %	22,3 %	2,4 %

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitusuusituksia 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 latineilla analytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin latineen analytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n mallisalkussa.

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

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

Suositusistoria (>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 €
21.4.2023	Lisää	7,00 €	6,24 €
18.7.2023	Lisää	6,00 €	5,04 €
21.7.2023	Lisää	5,80 €	5,04 €
30.10.2023	Lisää	4,00 €	3,56 €
10.11.2023	Lisää	4,20 €	3,61 €
11.1.2024	Vähennä	3,50 €	3,44 €
15.3.2024	Lisää	3,50 €	3,20 €
19.4.2024	Vähennä	3,30 €	3,12 €
19.7.2024	Vähennä	3,00 €	3,17 €
30.8.2024	Vähennä	3,00 €	2,74 €
24.10.2024	Vähennä	3,30 €	3,20 €
5.12.2024	Lisää	3,40 €	2,97 €
27.2.2025	Vähennä	4,00 €	4,15 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderesin yhdistää sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyhtiötä, jotka haluavat palvella omistajiaan ja sijoittajayhteisöä tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Sijoittajayhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista osakesijoittamisesta kiinnostunutta jäsentä.

Inderesin yhteiskunnallisena tavoitteena on demokratisoida sijoittajatieta. Uskomme sijoittajien yhtäläisiin mahdollisuuksiin saada tietoa, jonka avulla säästää ja sijoittaa tulevaisuuteensa.

Pörssiyhtiöille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyhtiön sijoittajaviestinnän tarvitsemat ratkaisut. Päätuotteitamme ovat osakeanalyysi, IR-tapahtumat, IR-ohjelmistot ja yhtiökokoukset.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla yhteisön jäsenet voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi, verkostoitua muiden sijoittajien kanssa sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North -markkinapaikalle ja se toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

Vattugatan 17, 5tr
Stockholm
+46 8 411 43 80

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

inderes.se

**inde
res.**