

# Componenta Oyj

Seurannan aloitus

19.9.2023 20:30



Erkki Vesola  
+358 50 549 5512  
erkki.vesola@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Nousun perusta on valettu

Aloitamme valimo- ja koneistuspalvelualan suurimpiin toimijoihin kuuluvan Componentan seurannan lisää-suosituksella sekä 3,20 euron tavoitehinnalla. Yhtiö on viimeisten 5-7 vuoden aikana läpikäynyt merkittävän rakennemuutoksen, jonka seurauksena toiminnan kulujoustavuus on lisääntynyt, kannattavuus parantunut ja riskitaso madaltunut. Odotamme lähivuosilta maltillista kasvua ja stabiilia kannattavuutta. Osakkeen arvostustaso on kaikilla mittareilla edullinen.

## Pirstaleiset ja melko hitaasti kasvavat asiakastoimialat

Valimoalalla asiakasläheisyys, laatu ja osaaminen sekä toimitusvarmuus ovat useimmiten tärkeimpiä kriteerejä kuin hinta yksistään. Tämän vuoksi valimotoimiala on luonteeltaan paikallinen tai alueellinen ja samalla hyvin pirstaleinen, mikä tekee koko markkinan analyysistä vaikeaa. Arvioimme kuitenkin Componentan valimoliike-toiminnan eurooppalaisen loppuasiakasmarkkinan kasvuksi vuosina 2023-2026 reilu +3 % p.a. Koneistus-palvelutoimiala on vielä selvästi valimotoimintaa hajanaisempi, sillä asiakkaat ovat osin samoja ja lisäksi toiminnan vaatimat investoinnit ovat selvästi pienempiä kuin valimoilla. Koneistuspalveluala tulee kasvamaan hieman valimotoimialaa nopeammin (n. +4...+5 % v/v) tarkkuuskomponenttien kysynnän kasvaessa ja vihreän siirtymän luodessa kysyntää uudenlaisille osille (aurinko- ja tuulivoimalat, ammoniakki- ja vetymootorit, sähköautot).

## Nimekäs ja sitoutunut asiakaskunta

Componentan asiakkaat ovat merkittävältä osin omien toimialojensa globaalisti johtavia konepajayrityksiä, joilla on huomattavaa valmistustoimintaa Suomessa. Tärkeimmät asiakassuhteet ovat vuosikymmenten mittaisia ja asiakasuskollisuus on vahvaa. Componenta onkin monissa nimikkeissä asiakkaan päätoimittaja. Componentan toiminnassa kilpailu käydään pääsääntöisesti tietyllä alueella toimivista asiakkaista, mutta Componenta ei ole kärsinyt asiakasmenetyksistä.

## Parantunut kulujousto turvaa kannattavuutta

Ennustemme Componentan liikevaihdon kasvuksi vuosina 2023-2026 perustuu odotuksiin tiedossa olevien, oletettujen tai mahdollisten asiakkaiden laitemyynnin liikevaihdosta. Näillä perusteilla Componentan liikevaihdon kasvu (CAGR) vuosina 2023-2026 on +3,1 % p.a. Kasvua hidastaa se, että asiakashintoihin vyörytettävistä eristä harkkoraudan, kierrätysteräksen ja sähkön hinnat tulevat laskemaan ennustejaksolla. Kannattavuuskehitys saa tukea selvästi alentuneesta kiinteiden kulujen osuudesta (nyt n. 39 % kun palkat luettu kiinteiksi), mihin mainittu hintaindeksointi on vaikuttanut. Arvioimmekin käyttökatemarginaalin vuosina 2023-2026 olevan melko stabiili (8,3...9,2 %), kun se oli 7,5 % jaksolla Q3'22-Q2'23. Osakekohtainen tuloskehitys saa vauhtia alentuvista rahoituskuluista ja lähivuosien nollaveroista.

## Osakkeen arvostustaso on alhaalla

Componentan osakkeen kokonaistuotto-odotus ylittää 12 %:n oman pääoman tuottovaatimuksen, joten riskikorjattu tuotto on houkutteleva. Kerroindiskontto suhteessa verrokkien mediaaniin on suurempi kuin perusteltuna pitämämme -30 % ja lisäksi koko verrokkiryhmän kertoimet ovat matalia. Osakkeen potentiaali DCF-mallin indikoimaan arvoon on mittava +42 %. Kaikkiaan osake tarjoaa selvän perustellun nousuvaran.

## Suositus

### Lisää

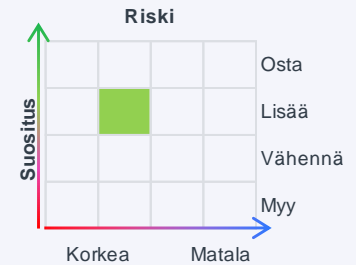
(aik. -)

**3,20 EUR**

(aik. -)

**Osakekurssi:**

2,73



## Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Liikevaihto</b>	109,1	113,7	115,7	118,5
<b>kasvu-%</b>	25 %	4 %	2 %	2 %
<b>EBIT oik.</b>	1,8	3,6	5,0	5,0
<b>EBIT-% oik.</b>	1,6 %	3,2 %	4,3 %	4,3 %
<b>Nettotulos</b>	0,1	1,5	3,4	3,6
<b>EPS (oik.)</b>	0,03	0,16	0,35	0,37
<b>P/E (oik.)</b>	90,5	17,2	7,7	7,3
<b>P/B</b>	0,9	1,0	0,9	0,8
<b>Osinkotuotto-%</b>	0,0 %	0,0 %	3,9 %	5,5 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	15,7	8,0	5,2	4,8
<b>EV/EBITDA</b>	3,9	3,1	2,5	2,3
<b>EV/Liikevaihto</b>	0,3	0,3	0,2	0,2

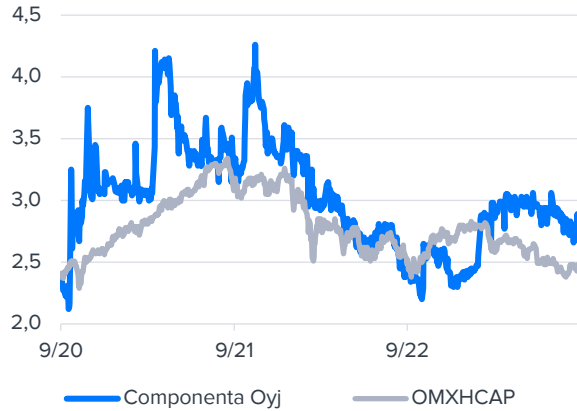
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

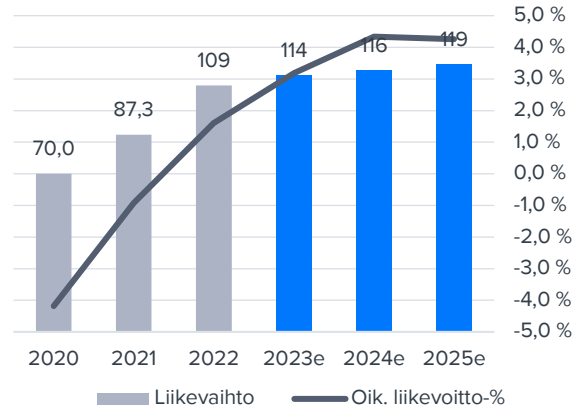
Componenta odottaa konsernin liikevaihdon vuonna 2023 olevan 110-120 MEUR. Käyttökateen odotetaan paranevan edellisvuodesta.

## Osakekurssi



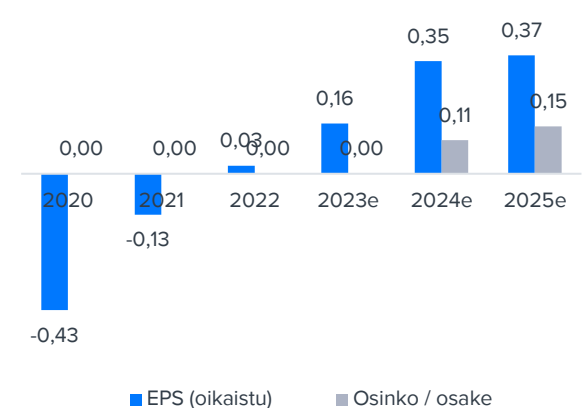
Lähde: Millstream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

- Asiakastoimialariski hyvin hajautunut
- Pitkäaikaiset asiakassuhteet globaaleihin OEM:iin
- Asiakkaiden käynnistämä toimitusketjujen kotiuttaminen
- Kustannusmuutokset siirrettävissä nopeasti omiin hintoihin
- Arvostuksessa paljon historiallista painolastia



### Riskitekijät

- Toimiala perinteisesti matalakatteinen
- Asiakastoimialat yksittäisinä syklisiä
- Yksi iso asiakasriippuvuus

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	2,73	2,73	2,73
Osakemäärä, milj. kpl	9,71	9,71	9,71
Markkina-arvo	27	27	27
Yritysarvo (EV)	29	26	24
P/E (oik.)	17,2	7,7	7,3
P/E	17,2	7,7	7,3
P/B	1,0	0,9	0,8
P/S	0,2	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,3	0,2	0,2
EV/EBITDA (oik.)	3,1	2,5	2,3
EV/EBIT (oik.)	8,0	5,2	4,8
Osinko/tulos (%)	0,0 %	30,0 %	40,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	3,9 %	5,5 %

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>6-11</b>
Sijoitusprofiili	<b>12-13</b>
Strategia	<b>14</b>
Toimiala ja kilpailu	<b>15-17</b>
Taloudellinen tilanne	<b>18-19</b>
Ennusteet	<b>20-25</b>
Arvonmääritys ja suositus	<b>26-31</b>
Vastuuvapauslauseke	<b>33</b>

# Componenta lyhyesti

Componenta valmistaa sekä valettuja ja koneistettuja metallikomponentteja että takeita, putkituotteita ja levyleikkeitä asiakkailleen, jotka ovat suomalaisia tai Suomeen etabloituneita globaaleja ajoneuvo-, kone- ja laitevalmistajia. Valmistuksen keskeiset yksiköt ovat valimot Karkkilassa ja Porissa sekä koneistuspalveluyksiköt, takomo, putki- ja materiaalipalvelukeskus Jyväskylässä ja Etelä-Pohjanmaalla lähellä strategisten asiakkaiden toimipaikkoja. Suoran viennin osuus liikevaihdosta on noin 20 %, mutta asiakkaiden valmistamien tuotteiden myötä kokonaisuutena paljon korkeampi.

## 1820

Högforsin ruukki perustetaan Karkkilaan.

## 1988

Porin valimo ostetaan Rauma-Repolalta. Componentan edeltäjä Santasalo-Vaihteet listautuu Helsingin Pörssiin.

## 2019

Componenta ostaa Komäs Oy:n ja kasvaa Suomen johtavaksi metallikomponenttivalmistajaksi.

## 114,9 MEUR (+17 % v/v)

Liikevaihto H2'22-H1'23

## 8,5 MEUR (7,4 % liikevaihdosta)

Käyttökate H2'22-H1'23

## 636

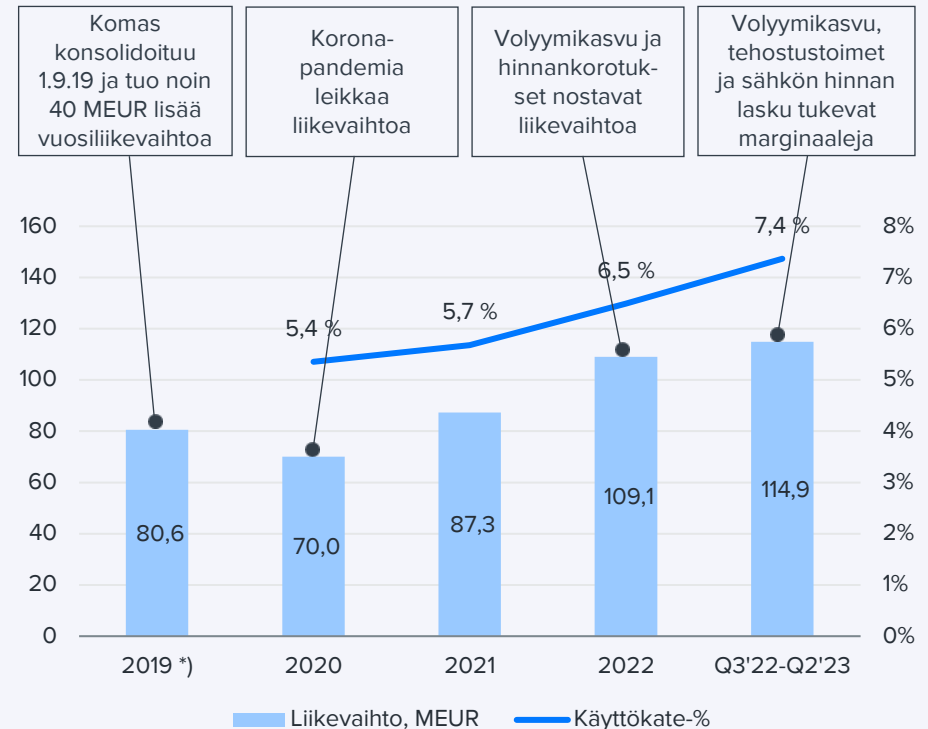
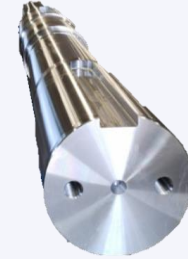
Henkilöstö 6/2023

# Päätuotteet

## Valukomponentit



## Koneistetut metallikomponentit



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/5

## Perinteet ovat valimopuolella

Componenta on suomalainen teknologiayhtiö, joka valmistaa ja toimittaa valettuja, koneistamattomia tai koneistettuja komponentteja asiakkailleen, jotka ovat paikallisia ja globaaleja ajoneuvo-, kone- ja laitevalmistajia. Componentan historia ulottuu vuoteen 1820, jolloin Högforsin valimo perustettiin Karkkilaan.

## Pitkä ja värikäs historia

Kansainvälistymisen nousu- ja laskukaudet ovat keskeinen osa Componentan historiaa. Vuonna 1990 Componentan edeltäjä JOT-Yhtiöt osti Främmedadin konepajan Ruotsista. Ulkomaan toiminnot laajenivat vuonna 2004, kun konserni hankki enemmistön hollantilaisen valimo-yrityksen De Globen ja turkkilaisen rauta- ja alumiinivalu-komponentteja valmistavan Döktas Dökümcüük Ticaret ve Sanayin osakkeista. Hollannin ja Turkin kauppojen myötä Componentasta tuli vuonna 2006 Euroopan toiseksi suurin itsenäinen valukomponenttityritys. Pro forma -liikevaihto oli tuolloin yli 600 MEUR ja henkilöstöä oli yli 5000. Ostettujen yhtiöiden samoin kuin koko konsernin kannattavuus pysyi kuitenkin epätydyttävänä. Suurin syy tähän oli valimoalan ylikapasiteetti sekä Componentan riippuvuus isoista kuorma-autovalmistajista, joiden suuntaan neuvottelu-asema oli heikko. Vuonna 2016 Componentan Suomen ja Ruotsin liiketoiminnot hakeutuivatkin yrityssaneeraukseen ja Componenta Hollantiin konkurssiin. Vuonna 2017 myös Turkin-liiketoiminnot myytiin.

Vuonna 2019 Componenta teki merkittävän laajennuksen arvoketjussa eteenpäin ostamalla Komasa Oy:n ja kasvamalla samalla Suomen johtavaksi metallikomponenttivalmistajaksi. Samana vuonna Componenta sai nykyisen muotonsa, kun Ruotsin tytäryhtiö Främmedstad AB hakeutui konkurssiin. Nykyisin konsernin liiketoiminnan rungon muodostavat valimotoimintaan keskittyvä Componenta Castings Oy sekä koneistus-, takomo- putki- ja levypalveluja tarjoava Componenta Manufacturing Oy (ent. Komasa).

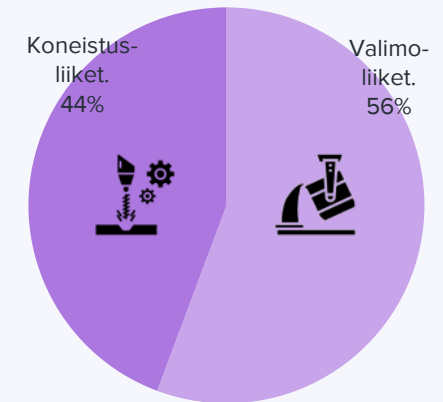
## Komasin osto oli keskeinen arvoketjun laajennus

Komasin hankintaa argumentoitiin sillä, että sen myötä laajentuva tuote- ja palveluvalikoima paransi Componentan asiakaspalvelua luomalla yhden luukun palvelun teollisuudenaloille, jotka haluavat ostaa valettuja ja koneistettuja eli valmiita komponentteja yhdeltä toimittajalta. Componentalla ja Komasailla oli myös jo akvisitiohetkellä monia yhteisiä asiakkaita.

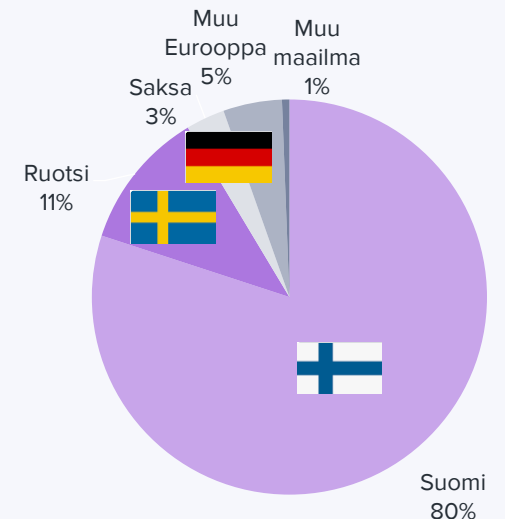
## Valurauta tuotetarjonnan ytimessä

Componentan tuotteiden ytimen on koko sen historian muodostanut valurauta. Yleisellä tasolla valuraudan käyttökohteita ovat esimerkiksi putket, koneiden osat, ajoneuvojen osat (mm. sylinterilohkot, jarrulevyt, pakosarjan osat) sekä monet sovellukset esimerkiksi sähkömoottoreissa, kunnallistekniikassa ja keittiövälineissä. Valurau-doille on tunnusomaista, että niiden hiilipitoisuus ylittää 2 % ja on siten yleisimpiä teräksiä (niukka- ja keskihiilisisissä < 0,6 %) selvästi korkeampi. Valuraudan suosio valumateriaalina johtuu sen

## Liikevaihto liiketoiminnoittain 2022



## Liikevaihto alueittain 2022



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/5

merkittävästi terästä alemmasta sulamispisteestä. Valuraudan etuja ovat iskunkestävyys sekä muokattavuus. Lisäksi valuraudalla saavutetaan terästä parempi värähtelyn vaimennuskyky ja varmistetaan muotojen ja mittojen säilyvyys lämpötilavaihtelujen yhteydessä. Heikkoutena suhteessa teräkseen on huonompi hitsattavuus.

## Leveä haitari nimikemäärissä, volyymeissä ja hinnoissa

Componentan pääasialliset asiakkailleen valmistamat tuotteet ovat koneistamattomia tai koneistettuja, maalaamattomia tai maalattuja valuraudasta valettuja komponentteja sekä takeita, hydrauliputkia ja levyleikkeitä. Valmistettavia nimikkeitä on tuhansia. Tähän sisältyy paljon sekä prototyyppi- että piensarjavalmistusta. Nimikkeiden määrä vaihtelee paljon myös asiakkaittain sillä asiakkaiden tuotevalikoimassa valu- tai työstettyjen komponenttien määrä voi vaihdella voimakkaasti (esim. hissi vs. traktori). Yksittäisten tuotteiden valmistusmäärät vaihtelevat tyypillisesti 1000:sta 10000 kpl:eseen / vuosi. Myytävien tuotteiden hintahaarukka on myös hyvin laaja, alle 1 eurosta/kpl aina 50000 euroon/kpl. Viime mainittu voi olla esim. moottorin sylinterilohko. Varsinaisen komponentti-valmistuksen lisäksi Componentan tarjoama sisältää myös tuotekehitystyötä yhdessä asiakkaan kanssa, sekä tuotteen koneistamisen, pintakäsittelyn ja kokoonpanon.

## Valmistustekninen osaaminen alkaa valamisesta

Componentan liiketoiminnan ydin on valmistusteknisessä osaamisessa, johon myös valaminen kuuluu. Valutuotteiden valmistusprosessin keskeiset vaiheet ovat seuraavat:

1. Valettavan kappaleen **suunnittelu, mallinnus ja valmistus**
2. **Valumuottien kaavaus**, jossa tuore- tai furaanihiekkää lasketaan ladottujen kehien sisällä olevien valumallien päälle. Muottien kovetuttua (n. 1 h) kehät hiekkoiheen irrotetaan mallista.
3. **Keernan valmistus**. Jos valukappaleessa on ontto osa, valmistetaan tätä kohtaa varten keerna eli hiekkasydän. Valmistus tapahtuu keernalaatikossa samaan tapaan kuin kaavaus. Kovettumisajan jälkeen valmis keerna viimeistellään ja pinnoitetaan.
4. **Muottien kasaus**, jossa valmiit muotinpuoliskot pinnoitetaan tulenkestävällä peitosteella. Alamuottiin asetetaan tuotetta varten valmistetut keernat, ylämuotti lasketaan alamuotin päälle ja kokonainen muotti valmistellaan valua varten sekä kuljetetaan valupisteeseen.
5. **Raaka-aineiden sulatus**. Käytettävä harkkorauta, murskattu kierrätysteräs ja valamisessa syntyvä oma kiertometalli sulatetaan induktiouunissa.
6. **Muottien valu**. Sula rauta kaadetaan valusenkkään, josta se valetaan muotteihin valupisteessä. Valulämpötila on yleensä noin 1300-1450 °C. Muotit puretaan valukappaleen koosta ja materiaalista riippuen 8-60 h valun jälkeen.
7. **Jälkikäsittely**. Valukappaleet puhdistetaan sinkopuhalluskoneella tai puhallusrobotilla, minkä jälkeen niistä poistetaan valukkeet ja kappaleet viimeistellään hiomalla. Valukappaleet voidaan myös tarvittaessa lämpökäsitellä ja maalata.
8. **Tarkastus ja asiakastoimitus**. Valukappaleiden mitoitus ja sisäinen tiiveys voidaan tarvittaessa tarkastaa ennen asiakastoimitusta. Asiakas maksaa itse kuljetuskulut.



## Valuprosessin vaiheet

- Valettavan kappaleen valmistus
- Valumuottien kaavaus
- Keernan valmistus
- Muottien kasaus
- Raaka-aineiden sulatus
- Muottien valu
- Jälkikäsittely
- Tarkastus ja asiakastoimitus

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/5

Valimotoiminta on huomattavan energiantensiivistä. Tyypillisesti rautavalimon energiankulutus on noin 2 MWh / tuotettu tonni.

Valimoteollisuus on käynyt viime vuosikymmeninä läpi kaksi suurta rakennemuutosta, joista toinen on alan ylikapasiteetin vähittäinen purkautuminen ja toinen valimotoiminnan ulkoistaminen isojen konepajayhtiöiden omasta toiminnosta alihankituksi palveluksi. Componentan tärkeimpien asiakkaiden globaali toiminta ja sen valimotoiminnalle asettamat vaatimukset laadun, osaamisen ja joustavuuden suhteen ovat ylläpitäneet Componentan asemaa kotimaisen valimoteollisuuden ykköstoimijana.

## Componenta Castingsilla on kaksi valimoa

Componentalla on nykyisin kaksi valimoa, yksi Karkkilassa ja yksi Porissa. Niiden keskeisimmät piirteet on esitetty oheisessa taulukossa.

Componentan valimot ovat Suomen suurimpia ja niiden yhteenlaskettu osuus koko maan rautavalimoiden kapasiteetista on noin 40 %. Ne ovat myös Suomen ainoat tuorehiekkavalimot. Tuorehiekkakaavausta käytetään vaativien sarjatuotantokappaleiden valussa ja Componenta pyrkiikin erottautumaan juuri näissä.

## Componenta Manufacturingin toiminta on erikoistunutta

Oheisessa taulukossa on kuvattu Componenta Manufacturingin toimipisteitä ja niiden toimintaa. Manufacturingin koneistuspalvelutoiminta on hyvin monipuolista ja taulukossa on vain osa tuote- ja palveluvalikoimasta. Arviomme mukaan nykyiset toimipisteet ovat niin erikoistuneita esim. koneistuskeskusten ja sorviluokkien suhteen, ettei niiden yhdistäminen olisi perusteltua. Myös sijainnit ovat hyviä asiakaskontakteja ajatellen.

Koneistus-, takomo-, putki- ja levypalveluiden keskeiset operatiiviset parametrit ovat seuraavat:

- **Materiaalit:** Valut, takeet, polttoleikkeet, rakenne- ja koneteräs, nuorutus- ja hiiletysteräs, alumiini, sinkitty teräsputki, musta teräsputki, haponkestävä putki, erikoislujat materiaalit, booriteräs
- **Tuotteet:** Akselit, runkorakenteet, kannattimet ja kiinnittimet, kannet, holkit, rengasmaiset tuotteet, palkit ja puomit, lohkot, hammaspyörät, kehät, kiekot, muottitakeet, hydrauliiikka-, jarru-, voitelu- ja suutinputket, hitsatut ja juotetut putket, levyleikkeet, koneistusaihiot
- **Muita palveluita:** Koneistuspalvelut, sahaus, kuumennus, avotaonta ja puristimet, kaasu- ja plasmaleikkaus, särmäys, sinkopuhallus, hitsaus, mankelointi ja lämpökäsittely, pesu, taivutus, liitin-asennus, kokoonpano, kovajuotos ja 3D-mittaus.



Componenta Castings Oy	Karkkila	Pori
Kapasiteetti tn/v	30 000	18 600
Materiaalit	Pallografiittirauta, ADI, harmaa valurauta	Pallografiittirauta, SSF, harmaa harmaa valurauta
Kappalepainot, kg	30-350	1-100
Sarjakoot, kpl/vuosi	100-60000	100-50000
Lämpökäsittely	ADI, jännityksen poisto, ferritointi, perlitointi	Ferritointi, perlitointi, hehkutus
Henkilöstö, noin	220	100

Lähde: Componenta, Inderesin arviot



Componenta Manufacturing Oy	Jyväskylä	Härmä	Kurikka	Leppävesi	Sastamala
Toiminta	Koneistuspalvelut, materiaali-palvelut (hydrauliiikka-putkien valmistus, takomo)	Koneistuspalvelut	Koneistuspalvelut	Materiaali-palvelut (levyleikkeet)	Koneistuspalvelut
Esimerkkituotteita ja -palveluja	Hydrauliiikka-, jarru-, voitelu-, suutin- ja juotetut putket (putki-valmistus); renkaat, kehät, kiekot ja muottitakeet (takomo)	Vaativien osien tarkkuuskoneistus ja haastavat kokoonpanot	Pienten metallikomponenttien tarkkuuskoneistus	Levyleikkeet, koneistusaihiot	Erikoisporaukset, -hionnat ja -sorsaukset
Henkilöstö, noin	120	60	40	25	40



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/5

## Materiaalihankinta on pääasiassa rautaa ja kierrätysterästä

Componentan valimojen (Castings) materiaalihankinta on pääasiassa harkkorautaa ja kierrätysterästä. Harkkorautaa hankitaan monista eri lähteistä mm. Kiinasta ja Amerikoista. Aiemmin IVY-maiden ja mm. Ukrainan osuus harkkoraudan Euroopan markkinasta oli kohtuullinen, mutta Venäjän hyökkäyssota on tietenkin muuttanut tilanteen. Harkkorautaa hankitaan paljon myös terästukkureiden kautta. Toinen osa valimoiden raaka-ainetarpeesta tyydytetään kierrätysteräksellä. Componenta suosii lajikkeita, jotka ovat yleensä terästuotteiden valmistajien prosessien ylijäämäterästä eivätkä esim. paljon epäpuhtauksia sisältäviä romutusteräksiä. Componenta pyrkii maksimoimaan kierrätysteräksen osuuden valimoissaan, mutta tähän vaikuttaa oikeanlaatuisten romun saatavuus. Perussaataavuuden varmistamiseksi Componentalla on tiettyjä volyymejä koskevia sopimuksia teräsromun kierrätykseen erikoistuneiden yhtiöiden kanssa.

Componenta Manufacturingin hankinnat ovat suurelta osin levyjä, putkia, tankoja, kiinnitystarvikkeita ja esim. alumiinia. Manufacturing hankkii merkittävän osan valuistaan konsernin sisältä Castingsilta, mutta osuutta optimoidaan konsernitasolla. Componenta voi tarkastella spesifikaatiokohtaisesti kannattaako jokin Castingsin valu jatkojalostaa itse Manufacturingissa vai onko taloudellisesti järkevämpää, että ko. valu myydään ulkopuoliselle ja Manufacturing hankkii tarvitsemansa valun muualta. Pidämme myönteisenä, että Componentan omat valimot

kilpailutetaan myös konsernin sisällä.

## Pääosa asiakastoimialoista on syklisiä

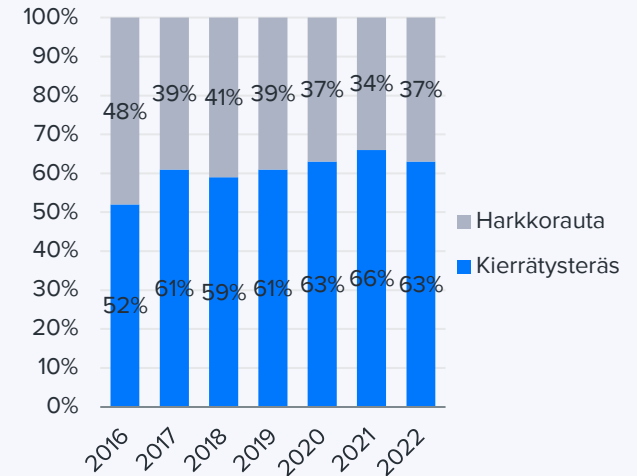
Componentan tärkeimmät asiakasryhmät ovat koneenrakennus (osuus liikevaihdosta 43 % Q3'22-Q2'23), maatalouskoneiden valmistus (33 %), metsäkonevalmistus (7 %), energiateollisuus (8 %) ja puolustusvälineiteollisuus (3 %) lopun (5 %) muodostuessa muista teollisuudenaloista. Pääosa asiakastoimialoista on syklisiä. Componentan omaa syklistyyttä vähentävät kuitenkin seuraavat seikat: 1) Asiakastoimialoja on paljon ja ne voivat olla myös eri vaiheissa sykliä sekä 2) Energia-teollisuuden ja puolustusvälineiteollisuuden suhdannevaihteluilla on suurelta osin eri ajurit kuin muilla mainituilla teollisuudenaloilla.

## Asiakkaat toimialojensa kärkeä

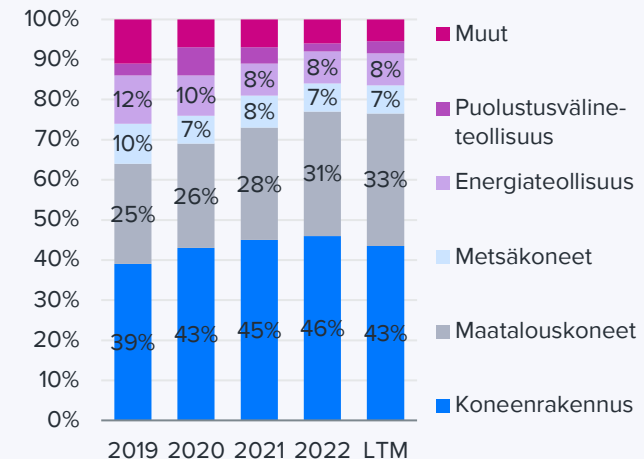
Componentan Castings- ja Manufacturing-liiketoiminnoilla on paljon yhteisiä asiakkaita, mutta näiden lukumäärää ei julkisteta. Componentan asiakasmäärä on kolminumeroinen, mutta yhtiö ei ole antanut asiasta tarkempaa indikaatiota. Asiakkaat ovat merkittävältä osin omien toimialojensa globaalisti johtavia yrityksiä, joilla on huomattavaa valmistustoimintaa Suomessa.

Componenta ei julkista pääasiakkaidensa nimiä. Kuitenkin vuoden 2014 pääomamarkkinapäivän materiaalissa asiakasteollisuuksien edustajina mainittiin mm. KONE, Wärtsilä ja AGCO. Koska kaikilla em. yhtiöillä on edelleen valmistustoimintaa Suomessa (KONEella Hyvinkäällä, Wärtsilällä Vaasassa ja AGCO:lla Suolahdella sekä Linnavuorella) ja koska Componentan mukaan se ei

## Konsernin valimoiden raaka-ainekäyttö



## Asiakastoimialojen liikevaihto-osuudet



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/5

ole menettänyt asiakkaita, uskomme em. yhtiöiden olevan edelleen keskeisiä asiakkaita. Lisäksi julkisten lähteiden mukaan mm. Cargotec on ollut asiakas jo Komasilille ja uskomme myös Cargotecin olevan Componentan asiakaslistalla. Yleiskäsityksemme on, että käytännössä kaikkien Helsingin Pörssin päällisten konepajayhtiöiden Suomen-yksiköt ovat Componentan asiakkaita. Suurin yksittäinen asiakas (27 % liikevaihdosta v. 2022) ei kuitenkaan arviomme mukaan ole kotimainen.

## Vanhoja ja syviä toimittajasuhteita

Componentan mukaan asiakkaan toimittajavalinnan ratkaisevat osaamisen lisäksi perinteiset kriteerit eli laatu, toimitusvarmuus ja -nopeus sekä myös hinta. Componentan tärkeimmät asiakassuhteet ovat vuosikymmenten mittaisia ja asiakasuskollisuus on vahvaa. Vaikka Componenta ei ole menettänyt asiakkaita, on se esim. hinnoittelun kautta irrottanut joistakin sellaisista, joiden kanssa yhteistyö ei ole ollut tavoitteiden mukaista. Peruspalveluun kuuluu myös tuotteiden valmistettavuuteen liittyvää tuotekehitysyhteistyötä, johon liittyy konsultointia ja prototyyppi-valmistusta. Monissa yksittäisissä nimikkeissä Componenta on asiakkaan ainoa toimittaja.

## Asiakkaat kotiuttavat toimitusketjujaan

Componenta sanoi H1'23-raportissaan, että yhtiön asiakkaat viestivät entistä aktiivisemmin aikomuksistaan kotiuttaa tuotantoketjuja lähemmäs eli Eurooppaan ja sen lähialueille toiminnan parantamiseksi sekä riskien hallinnan että vastuullisuuden näkökulmasta. Mahdollisista

asiakkaista esimerkiksi Konecranes kertoo omilla IR-sivuillaan tästä, mutta trendin vaikutusta Componentaan kokonaisuutena on vielä vaikea arvioida.

## Sopimuksissa suojaudutaan kustannusriskeiltä

Toimitussopimukset kattavat volyymit, laadun, toimitusajat ja hinnat. Componentalla on asiakkaidensa kanssa joitakin raamisopimuksia ja joissakin tapauksissa voidaan kapasiteettia varata asiakkaalle tietyn peruskuorman verran. Käytännöt vaihtelevat kuitenkin asiakkaittain. Osassa sopimuksia Componentalla on suora pääsy asiakkaan tuotantosuosinon, mutta monesti esitetyt ennusteet ovat paljon väljempinä. Componentan oma kapasiteetin karkeasuunnittelu nojaa kerran kuukaudessa päivitettävään ennusteeseen asiakkaiden seuraavien 12 kuukauden tuotantotarkymästä. Componenta ei ylläpidä kaupintavarastoja ja asiakkailta tulevan kysynnän heilahteluissa yhtiön joustavuus ja toimitusnopeus ovat keskeisiä kilpailuetuja.

Componentan hinnoittelu on lähtökohtaisesti kustannuspohjaista, johon lisätään tavoiteltu marginaali (cost-plus pricing). Marginaalin koko määräytyy tuotteen, asiakkaan ja kilpailutilanteen mukaan. Lähes kaikissa Componentan toimitussopimuksissa on nykyisin raaka-aineiden ja energian (sähkö) markkinahintoihin liittyvät hintaklausuulit, jotka tulevat voimaan yhden kvartaalin viiveellä. Näin ollen Componenta on varsin hyvin suojautunut keskeisiltä tuotannon-tekijöihin liittyviltä kustannusriskeiltä.

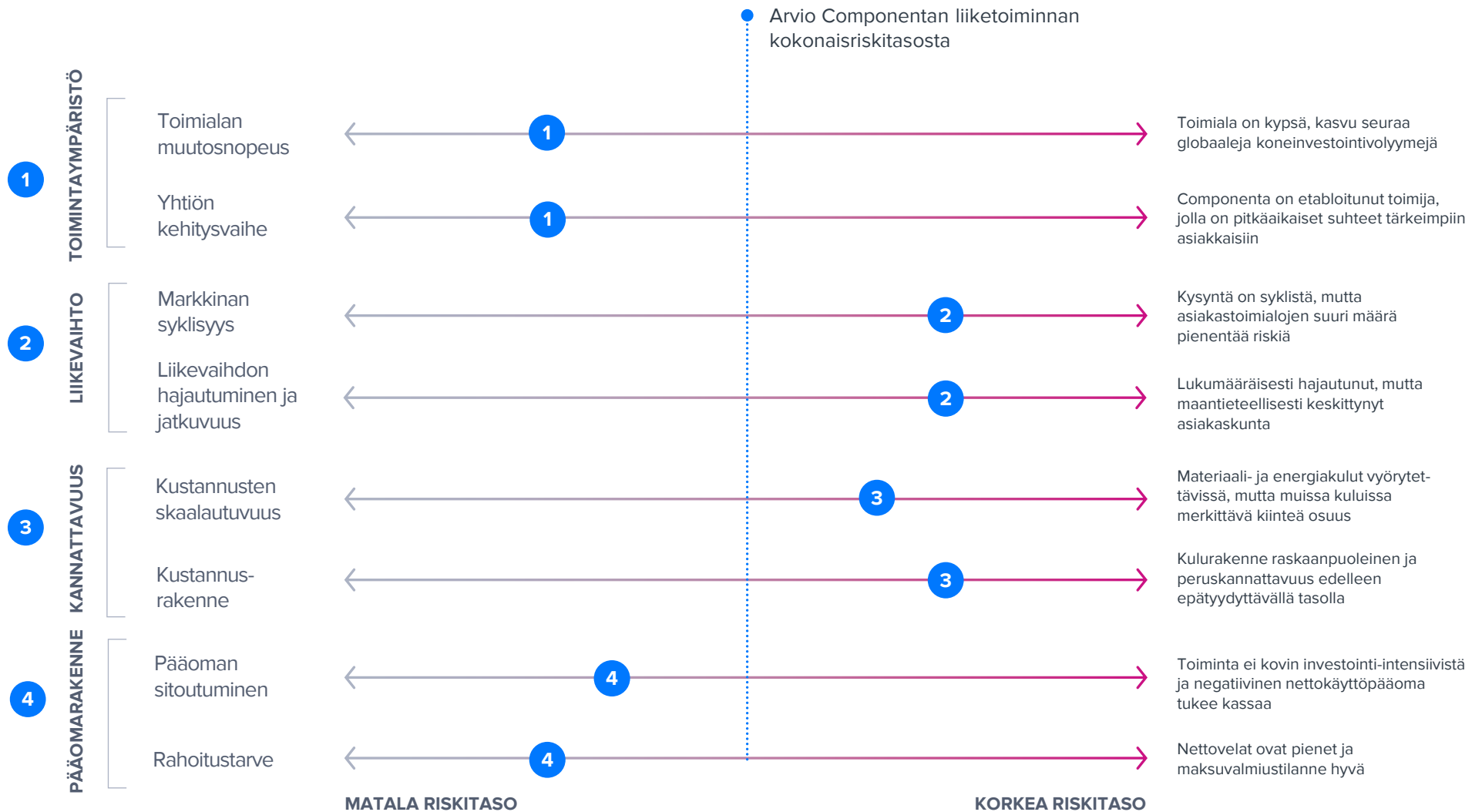
## Arviomme keskeisistä asiakkaista:



## Mahdollisia muita asiakkaita:



# Liiketoimintamallin riskiprofiili



# Sijoitusprofiili 1/2

## Profiilin kirkastuminen on käynnissä

Componenta on perinteikäs teollisuusyhtiö, jolla on pitkä historia, ainakin kotimaassa vakiintunut asema ja asiakaskunta sekä tehtyjen rakennjärjestelyjen ja strategialinjausten jälkeen paraneva kannattavuus. Asemaa sijoittajien silmissä ovat kuitenkin rasittaneet takavuosien aggressiivisen kansainvälistymisen epäonnistuminen ja sitä seurannut yrityssaneeraus, yhtiön ja koko toimialan syklistyys ja historiallisesti alhainen kannattavuus sekä mielikuva heikosta neuvotteluasemasta suhteessa päämiehiin. Tehdyt rakennjärjestelyt ja Komasin hankinnan myötä tapahtunut eteneminen arvoketjussa, asiakaskunnan leventyminen, kulurakenteen joustavuuden lisääntyminen ja jo hankitut näytöt kannattavuuden parantumisesta ovat kuitenkin tekijöitä, joiden perusteella Componentassa on sijoittajan kannalta monia kiinnostavia elementtejä ja ominaisuuksia. Seuraavassa on lueteltu mielestämme keskeiset positiiviset ja negatiiviset arvoajurit lähivuosille.

## Positiiviset arvoajurit

### Strategia on osoittanut toimivuutensa:

Componentan divestoinnit, Komasin hankinta, keskittyminen lyhyisiin tuotantosarjoihin ja joustavuuteen sekä etäisyyden hakeminen raskaasti kilpailtuun kuorma-autovalmistukseen on johtanut yhtiön taloudellisen kehityksen merkittävään parannukseen.

**Vahvat asiakasreferenssit:** Lähes kaikki Suomessa valmistustoimintaa harjoittavat isot konepajayhtiöt kuuluvat Componentan

asiakkaisiin. Asiakkaat ovat erittäin vaativia, mikä kertoo Componentan palvelukyvyistä. Samalla niiden kynnys vaihtaa Componenta johonkin toiseen toimittajaan on korkea. Componenta tavoittelee merkittävää kasvua myös tarjoamalla uusia tuotteita ja palveluja nykyasiakkaille. Lisäkasvu nykyasiakkaissa on mahdollista myös asiakkaan kotiuttaessa toimitusketjuun eli siirtäessä hankintoja fyysisesti lähemmäs vähärisemmille sekä vastuullisemmin toimiville alueille.

**Kulurakenne on muuttunut joustavammaksi:** Jos operatiivisista kulueristä kaikki muut paitsi aine- ja tarvikekulut, ulkopuoliset palvelut, vuokratyövoima, energiakulut ja tuotantotyökulut ovat lyhyellä aikavälillä kiinteitä, on Componentan kiinteiden kulujen osuus kaikista kuluista laskenut vuoden 2020 51 %:sta nykyiseen 39 %:iin. Lisäksi Componenta on indeksoinut sekä materiaali- että energiakulut toimitussopimustensa hinnoitteluun, jolloin myyntihinnat reagoivat näihin kustannuksiin vain yhden kvartaalin viiveellä.

**Lähivuosien alhainen veroaste:** Componentan takavuosien vähennyskelpoiset tappiot pitävät konsernin veroasteen ennusteissamme lähellä nollaa ainakin vuodet 2023-2026.

**Kasvumahdollisuus akvisitioilla:** Epäorganainen kasvu on Componentan nykyisenkin strategian osa. Akvisitiokriteereinä ovat ainakin hyvä sopivuus nykystrategiaan, hankittavat asiakkuudet sekä maantieteellinen näkökulma (esim. Ruotsi).

**Kunnossa oleva tase:** Konsernin nettovelkaantumisasaste oli vain 7 % ja nettovelat/käyttökate-

suhdeluku 0,2x Q2'23:n lopussa.

## Negatiiviset arvoajurit ja riskit

### Historiallinen painolasti sijoittajamielikuvassa:

Componentalla on edelleen tekemistä sijoittajamielikuvan korjaamisessa 2000-luvun alun aggressiivisesta kansainvälistymisestä ja sitä seuranneista tappioista ja yrityssaneerauksesta.

**Markkinan syklistyys:** Componentan asiakastoimialat edustavat investointitarvateollisuutta, joka on luonteeltaan syklistä. Suhdanteet voivat kuitenkin joiltakin osin tasata toisiaan.

**Yksittäiset asiakasriskit ovat isoja:** Componentan suurin yksittäinen asiakas vastasi 27 %:sta konsernin liikevaihtoa vuonna 2022.

**Alhainen peruskannattavuus:** Vielä nykymuotoisenkin Componentan peruskannattavuus on ollut alhainen: käyttökate marginaali jaksolla 2020-Q2'23 oli +5,4...+7,5 % ja vastaavasti EBIT-marginaali -2,9...+2,6 %. Siksi tulos voi painua herkästi tappiolle jos kysyntä laskee nopeasti.

**Taloudellisten tavoitteiden julkistamattomuus:** Tämä seikka ylläpitää sijoittajien keskuudessa epävarmuutta siitä, millaista taloudellista kehitystä yhtiö tavoittelee ja mihin se uskoo.

**Osakkeen likviditeetti on ohut:** Syyskuusta 2022 elokuuhun 2023 osakkeen likviditeetti oli melko alhainen eli 32 %. Tämä saa osan institutionaalisista sijoittajista karttamaan osaketta, sillä merkittävien määrien ostoa ja myyntiä on haasteellista.

# Sijoitusprofiili 2/2

1.

**Fokus on siirtynyt massatuotteista räätälöidympäin tarjoomaan**

2.

**Asiakasreferenssit ovat edustavia**

3.

**Kannattavuus ja kulurakenteen joustavuus parantuneet selvästi takavuosista**

4.

**Markkinat ovat sykliset**

5.

**Peruskannattavuus on koko toimialalla matala**

## Potentiaali



- Tuote- ja palvelutarjonnan kasvattaminen nykyasiakkaille
- Asiakkaan toimitusketjun mahdollisesta lähimarkkinoille kotiuttamisesta seuraava uusmyyntipotentiaali
- Vahvojen asiakasreferenssien ansiosta helpottuva uusasiakashankinta
- Joustavan kulurakenteen mahdollistama peruskannattavuuden tasonnosto
- Valikoidut yritysostot lähialueilla

## Riskit



- Markkinan syklisyys
- Iso yksittäinen asiakasriski
- Yhä melko alhainen peruskannattavuus, jolloin tulos herkästi tappiolle kysynnän laskiessa nopeasti
- Osakkeen likviditeetti on melko ohut, mikä karsii institutionaalisia sijoittajia

# Componentan strategia

## Strategiakausi on päättymässä

Componentan meneillään oleva strategiakausi kattaa vuodet 2019-2023 eli se on lähestymässä loppuaan. Uuden strategian valmistelu vuosille 2024-2026 on käynnissä.

Nykyisen strategian ytimenä on tavoite olla asiakkaille ensisijainen laajan tarjooman palveleva kokonaistoimittaja. Strategian keskeiset komponentit ja niiden sisällöt ovat seuraavat:

**Asiakaslähtöinen kannattava kasvu:** ”Vanhan” Componentan oltua huomattavan teknologialähtöinen ja tuotetarjonnaltaan kapea on nykyisessä strategiassa pyritty paremmin ymmärtämään asiakkaan todellinen tarve. Tarjoomaa ei rajoiteta omiin yksiköihin vaan sitä voidaan täydentää alihankinnoilla ja samalla Componentan osuutta asiakkaan hankinnoista (”share of wallet”) kasvatetaan.

**Epäorgaaninen kasvu:** Yritysoistoissa ollaan proaktiivisia ”uuden Componentan” ja vahvistuneen taseen luotua paremmat edellytykset hankinnoille. Keskeisintä on ostokohteen kyky palvella Componentan nykyisiä ja myös uusia asiakkaita.

**Kilpailukyvyyn parantaminen:** Koostuu useista ohjelmista, joilla tuottavuutta ja laatua kohotetaan. Investointisuunnitelmassa pysyminen on keskeisessä asemassa tavoitteiden saavuttamiseksi.

**Tarjooman laajentaminen:** Tarjoomaa kasvatetaan etupäässä alihankintaketjun kautta, mutta myös kohdennetuilla yritysostoilla. Keskeistä on kyky vastata todennetun (uuden) asiakastarpeen täyttämiseen.

**Henkilöstön ja johtamisen kehittäminen:** Ohjelmassa keskitytään esihenkilöiden päivittäisjohtamistaitoihin, joihin tarjotaan koulutusta. Osa-alueita ovat mm.

ympäristö-, terveys-, työkyky- ja turvallisuusjohtaminen.

## Taloudellisia tavoitteita ei ole julkistettu






Componenta ei ole julkistanut taloudellisia tavoitteitaan. Tätä on perusteltu takavuosien divestointi- ja saneerausohjelmilla sekä heikolla taloudellisella kehityksellä. Componenta ei kuitenkaan poissulje taloudellisten tavoitteiden julkistamista tulevaisuudessa.

## Strategian arviointi ei nyt kovin mielekästä, taloudellisten tavoitteiden julkistusta kaivataan

Strategiakauden ollessa päättymässä ja ennen kuin uutta on julkistettu ei strategian arviointi ole kovinkaan mielekästä. Toteutuneen taloudellisen kehityksen valossa vanhan strategian toimeenpano on kuitenkin ollut varsin menestyksekkästä.

Odotamme uudelta vielä julkistamattomalta strategialta lisää konkretiaa kasvun komponenteista (tarjooma, uudet asiakkuudet, maantieteellinen laajentuminen, akvisitiot) ja kannattavuuden parannuskeinoista. Erityisesti kuitenkin toivomme yhtiön lähiaikoina julkistavan taloudelliset tavoitteensa. Taseen ollessa jo hyvässä kunnossa ja kasvutavoitteen ollessa mahdollisesti ympäröyvä (esim. ”markkinaa nopeampi kasvu”), kohdistuu mielenkiintomme etenkin kannattavuustavoitteeseen ja osinkopolitiikkaan. Kun huomioidaan Componentan asema arvoketjussa ja vahvat päämiehet, voi kannattavuustavoitteen julkistaminen olla herkkä aihe. Mielestämme kuitenkin esimerkiksi >10 %:n käyttökatemarginaalitavoite ja/tai >5 %:n EBIT-marginaalitavoite yli syklin olisivat tasoa, jotka eivät vielä aiheuttaisi merkittävämpiä reaktiota tärkeimpien päämiesten keskuudessa.

## 2019-2023 strategian kulmakivet

- Asiakaslähtöinen kannattava kasvu 
- Epäorgaaninen kasvu 
- Kilpailukyvyyn parantaminen 
- Tarjooman laajentaminen 
- Henkilöstön ja johtamisen kehittäminen 

Lähde: Componenta

# Toimiala ja kilpailu 1/3

## Valimomarkkina on iso ja pirstaleinen

Valimoteollisuus on kypsä ja voimakkaasti pirstaloitunut toimiala, jota harjoitetaan kaikkialla maailmassa. Maailman valimoteollisuusyhdistyksen (WFO) mukaan maailmassa tuotettiin yli 45000 valimossa 113 miljoonaa tonnia valutuotteita vuonna 2021. Kiinan osuus tästä määrästä oli noin 44 %, Intian 12 % Euroopan 15 % ja Yhdysvaltojen 10 %. Valuista oli Componentan segmenttiä eli rautavaluja noin 70 %, teräsvaluja noin 10 % ja ei-ferrittisiä metalleja kuten kupari- ja alumiinivaluja loput 20 %. Myös Euroopassa toimialaa leimaa voimakas pirstaloituneisuus. Euroopan valimoteollisuusyhdistyksen (CAEF) mukaan Euroopassa toimii 6000 valimoa, joiden tuotannon yhteenlaskettu arvo oli vuonna 2021 noin 41 miljardia euroa ja tästä rauta- ja teräsvalimoiden osuus oli 20 miljardia euroa. Mainituista 6000 valimosta 70 %:ssa henkilöstöä on alle 50. Toimialalle keskeinen piirre onkin paikallisuus tai alueellisuus ja keskittyminen lähellä toimiviin asiakkaisiin.

## Asiakassuhteet ja läheinen sijainti avainasemassa

Vaikka valimoiden operatiivisessa toiminnassa on saavutettavissa selviä skaalaetuja, tekee asiakastarpeiden yksilöllisyys valutuotteiden ominaisuuksien ja toimitusten joustavuuden / nopeuden vuoksi skaalaeduista melko merkityksettömiä. Toimialalla asiakassuhteiden ja asiakasyhteistyön tiivyyden, laadun ja osaamisen sekä toimitusvarmuuden merkitys onkin useimmissa tapauksissa keskeisempää kuin kyky tuottaa alhaisimmilla operatiivisilla kustannuksilla. Koska valujen keskimääräinen arvo per painoyksikkö on melko alhainen, on myös kuljetuskustannuksilla huomattava merkitys. Tämän vuoksi valimon sijainti kohtuullisen lähellä asiakasta on selvä kilpailutekijä.

Vaikka Keski- ja Etelä-Euroopasta ja jopa Turkista tuodaan jonkin verran valimotuotteita Suomeen, rajaa Componenta oman kohdemarkkinansa käytännössä Itämeren alueelle ja pohjoiseen Manner-Eurooppaan.

## Valimotuotteiden markkina lähivuodet reilun +3 %:n kasvussa

Valimotuotteiden markkinoiden kehitys seuraa luonnollisesti asiakkaiden markkinoiden kehitystä. Kyse on investointitavaroista, joiden kysyntään mm. kohonnut korkotaso vaikuttaa selvästi. Tämän vuoksi viimeaikaiset ennusteet joidenkin Componentan loppuasiakastoimialojen markkinakehityksestä tuntuvat optimistisilta: Grand View Research ennustaa globaalin traktorimarkkinan volyymikasvuksi keskimäärin peräti +6,9 % p.a. vuosina 2023-2030 ja globaalin hissimarkkinan nominaalikasvuksi +6,4 % p.a. samaan aikaan. Lisäksi Mordor Intelligence ennustaa globaalin metsäkonemarkkinan nominaalikasvuksi +5,0 % p.a. vuosina 2023-2028. Näihin lukuihin verrattuna esimerkiksi Conference Boardin elokuun 2023 odotus globaalin bkt:n vain +2,6 %:n p.a. reaalikasvusta vuosina 2023-2029 on alhainen.

Koska valimotuotteiden loppuasiakasmarkkinan ja sen eri alasegmenttien kehityksen yksityiskohtainen ennustaminen olisi hyvin työlästä, olemme arvioineet valimotuotteiden markkinaa yleisempien ajureiden perusteella. Arvioimme Componentan Suomessa toimivien päämiesten ehdottomasti tärkeimmäksi markkinaksi Euroopan. Bloombergin konsensusennusteissa EU:n ja Iso-Britannian yhteenlaskettu bkt:n reaalikasvu, teollisuustuotannon kasvu ja investointien reaalikasvu jäävät kaikki keskimäärin noin +1 %:in p.a. tai hieman sen alle vuosina 2023-2025. Odotus keskimääräisestä inflaatiosta samalle alueelle vuosiksi 2023-2025 on reilu +3 % p.a.



## Valimoteollisuuden tunnuslukuja

Valimoiden määrä

- Globaalisti ~45000 kpl, joista 80 % rauta- ja teräsvalimoita
- Euroopassa 6000 kpl, joista 45 % rauta- ja teräsvalimoita
- Suomessa 30 kpl, joista 15 kpl rauta- ja teräsvalimoita

Rauta- ja teräsvalimoiden tuotannon arvo 2021

- Globaali 123 mrd EUR
- Eurooppa 20 mrd EUR
- Suomi 0,15 mrd EUR

# Toimiala ja kilpailu 2/3

Inflaatio on kuitenkin hidastumassa noin +2 %:iin vuosina 2024-2025. Kun kaikki mainitut tekijät otetaan huomioon, arvioimme Componentan keskeisimmän loppuasiakasmarkkinan nominaalikasvuksi ennustejaksollamme 2023-2026 reilu +3 % p.a. Mielestämme tämä antaa riittävän likiarvon myös valutuotteiden markkinan kasvuksi em. jaksolla.

## Koneistuspalvelut ovat iso, hajautunut ja kasvava toimiala

Componentan toinen pääsegmentti eli koneistuspalvelut on vielä selvästi valimotoinintaakin pirstaloituneempi toimiala. Koneistuspalvelut ovat samalla lailla globaaleja ja lisäksi toiminnan käynnistämisen ja ylläpidon vaatimat investoinnit ovat selvästi pienempiä kuin valimoilla.

Koneistuspalvelujen globaalisti suurimpia asiakastoimialoja ovat ajoneuvoteollisuus, konepajateollisuus, lentokone-, telakka- ja rautatieteollisuus, puolustusvälineiteollisuus, energiateollisuus, terveydenhuoltoalan teollisuus ja kuluttajatuoteteollisuus. Toimialan kooksi globaalisti on arvioitu noin 340 miljardia euroa (lähde: Precedence Research) ja EU:ssa noin 90 miljardia euroa (lähde: IBIS World), joten se on selvästi valimoteollisuutta kookkaampi. IBIS:n mukaan pelkästään EU:ssa toimialalla on yli 127000 yritystä ja ne työllistävät noin 715000 henkilöä, joten keskimääräinen työntekijöiden lukumäärä yrityksissä on vain kuusi. Suomessa toimialanimikkeellä ”metallien työstö” toimi vuonna 2021 kaikkiaan 1886 yritystä. Toimialan liikevaihto oli vastaavasti 2,9 miljardia euroa ja keskimääräinen työntekijöiden lukumäärä seitsemän. Toimialan yritysten suurta lukumäärää selittää lisäksi määritelmän laajuus ja eri

työstömenetelmien määrä (esim. sorvaus, jyrsintä, hionta, poraus, avarrus ja CNC-koneistus).

Ennusteet globaalin koneistuspalvelujen markkinan (ja niiden indikaattorina toimivan työstökonemarkkinan) kasvusta vuosina 2023-2030 ovat yleensä +4...+5 % p.a. (mm. Technavio, Grand View Research, Polaris Market Research). Palvelujen kysynnän ajureina ovat vähitellen toipuvan investointikysynnän lisäksi mm. tarkkuuskomponenttien kysynnän kasvu yleisesti sekä vihreän siirtymän luoma kysyntä uudentyypisille komponenteille (aurinko- ja tuulivoimalat, ammoniakki- ja vetymootorit, sähköautot).

## Kilpailu on alueellista

Sekä valimotuotteissa että koneistetuissa tuotteissa kilpailu on pitkälti paikallista tai alueellista johtuen varsin korkeista vaatimuksista, jotka liittyvät joustavuuteen, toimitusaikoihin ja muutoinkin tiiviiseen asiakaskasyhteydenpitoon. Koska kilpailu tämän vuoksi tarkoittaa pääsääntöisesti kilpailua tietyllä alueella toimivista asiakkaista, ei esimerkiksi markkinaosuuden seuranta maa- tai maanosatasolla ole kovin mielekäs mittari kilpailuaseman arvioinnissa.

Vertailua muihin alan yhtiöihin vaikeuttaa lisäksi se, että Componentalla ei ole suoraa kilpailijaa, jolla olisi vastaava tarjooma. Componentan keskeiset kilpailijat koostuvatkin siten kahdesta yhtiöryhmästä eli 1) valimoyhtiöistä ja 2) koneistuspalveluyhtiöistä, jotka molemmissa tapauksissa ovat etupäässä kotimaisia, ruotsalaisia ja saksalaisia. Olemme vertailleet kilpailijoiden / verrokkiyhtiöiden kasvu- ja kannattavuusprofileja Componentaan ja tulokset esitetään seuraavalla sivulla.



## Koneistuspalvelualan tunnuslukuja

Yritysten lukumäärä

- Euroopassa 127000 kpl, joissa keskimäärin 6 työntekijää
- Suomessa n. 1900 kpl, joissa keskimäärin 7 työntekijää

Toimialan liikevaihto 2021, 2022

- Globaali 340 mrd EUR
- EU 90 mrd EUR
- Suomi 2,9 mrd EUR



# Toimiala ja kilpailu 3/3

Componentan pidemmän aikavälin historiallisen suorituksen vertailua muihin yhtiöihin hankaloittaa yhtiön läpikäymä perusteellinen rakennemuutos, josta kerrottiin aiemmin. Rakennemuutos on koskenut ennen muuta Castings-liiketoimintaa, joka kävi läpi rankan divestointi- ja saneerausohjelman vuosina 2016-2019. Koska Castingsin historiallisia pro forma – lukuja ei ole ollut käytettävissämme, olemme kyetneet ainoastaan eliminoimaan merkittävimmät kertaerät vuosien 2016-2017 tulosluvuista.

Keskeisimmät havainnot Componentan toimialan yhtiöistä ja segmenteistä ovat seuraavat:

- Verrokkiyhtiöiden mediaaniliikevaihdot eri vuosina ovat valimoyhtiöissä noin 20...40 MEUR ja koneistuspalveluyhtiöissä n. 60...80 MEUR, joten ne sopivat kokonsa puolesta hyvin vertailuun Componenta Castingsin ja Componenta Manufacturingin kanssa. Tuotteissa, asiakasryhmissä, liiketoimintamalleissa ja tulosajureissa voi verrokkiyhtiöiden välillä tietenkin olla merkittäviäkin eroja.
- Valimoyhtiöverrokkien mediaanikasvu (CAGR) vuosina 2016-2022 oli 3 %, mikä on linjassa edellä esitetyn toimialan kasvua koskevan arviomme kanssa. Rakennemuutosten vuoksi vastaavaa lukua ei voida laskea Componenta Castingsille.
- Koneistuspalveluyhtiöiden mediaanikasvu (CAGR) oli samaan aikaan +4...+5 % ja Componenta Manufacturingin +8 % p.a., mikä on positiivinen signaali liiketoiminnan kilpailukyvästä.
- Koneistuspalveluyhtiöiden EBIT-marginaali on ollut selvässä nousussa jopa koronaa edeltävästä ajasta, kun taas valimoyhtiöiden marginaalin mediaani on juuttunut 2...4 %:iin. Valimoyhtiöitä on vaivannut alan ylikapasiteetti ja kova hintakilpailu,

asiakkaiden iso neuvotteluvoima eräissä segmenteissä (mm. raskaat kuorma-autot) ja sopimusvalmistusta leimaava oman jalostusarvon pienuus. Kannattavuusero koneistuspalveluyhtiöihin kuvaa viime mainittujen mahdollisuutta erikoistua, mutta valimoyhtiöillä tämä on vaikeampaa.

- Valimoyhtiöiden rakenteellisesti matala kannattavuus hillinnee hintakilpailun kiristymistä edelleen.
- Componentan kannattavuus on ollut perinteisesti verrokkien mediaania alhaisempi, mutta toteutettu rakennemuutos on selvästi edesauttanut eron umpeen kuromisessa vuoden 2019 jälkeen.

## Componentan kilpailuasema on vahva

Kokonaisuutena pidämme Componentan kilpailuasemaa vahvana. Yhtiön asiakaskanta on monipuolinen ja pääasiakkaat edustavat alansa johtavia toimijoita. Valimotoinnassa Componenta on erikoistunut lyhyisiin ja keskiisuuriin tuotantosarjoihin, mikä mahdollistaa asiakkaille tarpeellisen joustavuuden. Koneistuspalveluissa yhtiön palvelutarjonta ja osaaminen ovat monipuolisia. Yhteenvetomme Componentan kilpailuasemasta on seuraava:

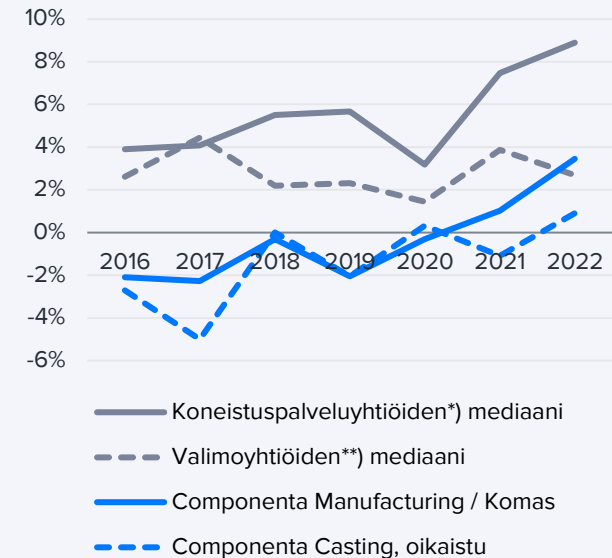
### Vahvuudet:

- + Nimekkäät asiakkuudet ja asiakassuhteissa hankittu osaaminen
- + Erinomainen palvelukyky (laaja tarjooma, kyky joustaviin ja nopeisiin toimituksiin, pitkien asiakassuhteiden luoma mutkattomuus)

### Heikkoudet:

- Automaatioaste ei yllä joidenkin kilpailijoiden tasolle
- Henkilöstökulut isommat kuin esim. Itä-Euroopassa

## Componentan pääliiketoimintojen EBIT-marginaali suhteessa verrokkeihin



\*) OSTP Finland Oy, HT Laser Oy, Suomen Vesileikkaus Oy, Leden Finland Oy, Ferrum Steel Oy, Leax Group AB, Sibbhultsverken Group AB, Georg Fischer Machining Solutions

\*\*) Suomivalimo Oy, LeinoCast Oy, Peiron Oy, Ulefos Oy, Uudenkaupungin Rautavalimo Oy, Arvika Gjuteri AB, Baettr Guldsmidshyttan AB, Åkers Sweden AB, Gießerei Heunisch GmbH, Industrie Holding Isselburg GmbH, Georg Fischer Castings Solutions

# Taloudellinen tilanne 1/2

## Saneerausvelkojen poismaksu vapautti konsernin isosta painolastista

Uuden Componentan historia alkaa oikeastaan vasta elokuusta 2019, jolloin Komasa Oy (nyk. Componenta Manufacturing Oy) hankittiin. Tuolloin emoyhtiö Componenta Oyj:n sekä tytäryhtiö Componenta Castings Oy:n saneerausohjelmat olivat kuitenkin edelleen käynnissä ja konsernin ulkoiset saneerausvelat olivat 12,3 MEUR vuoden 2019 lopussa. Marras-joulukuussa 2020 Componenta toteutti merkintäetuoikeusannin, jolla kerättiin 9,5 MEUR:n bruttovarat. Annin tarkoituksena oli saneerausvelkojen ennenaikainen takaisinmaksu vuonna 2021. Componenta Oyj maksoikin 5,9 MEUR:n saneerausvelat maaliskuussa 2021 ja emoyhtiön saneerausohjelma päättyi huhtikuussa 2021. Samalla tavoin Componenta Castings Oy maksoi 5,6 MEUR:n saneerausvelat lokakuussa 2021 ja yhtiön saneerausohjelma päättyi samassa kuussa. Näin ollen kaikki Componenta-konsernin saneerausohjelmat päättyivät vuoden 2021 aikana.

## Kasvu on ollut toimialan parhaimmistoa

Tapahtuneiden rakennemuutosten vuoksi Componenta-konsernin vertailukelpoisen kasvun arviointi pidemmältä aikaväliltä on vaikeaa. Konserniyhtiöistä Componenta Manufacturingin / Komasin rakenne on säilynyt muuttumattomana vuodesta 2018 ja yhtiön liikevaihdon keskimääräinen kasvuvauhti vuosina 2019-2022 oli melko vaatimaton +3 % p.a. Kehitykseen vaikutti tietenkin koronapandemia. Korona ei kuitenkaan vaikuttanut juurikaan Componenta Castingsin liikevaihdon kehitykseen ja kasvuvauhti oli +13 % p.a. Kasvu sai tukea sekä volyymi- että hintatekijöistä. Eri lähteistä kerättyjen lukujen perusteella arvioimme nykymuo-

toisen Componenta-konsernin liikevaihdon kasvusta jaksolla 2019-2022 on +7 % p.a., mitä pidämme hyvänä saavutuksena hankalassa toimintaympäristössä.

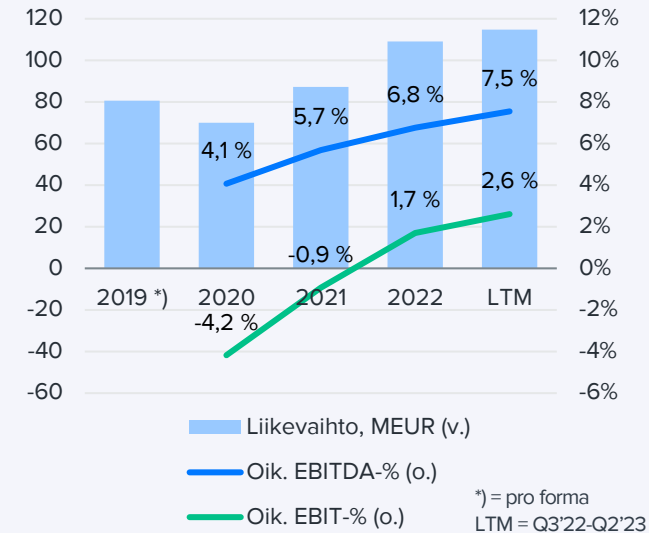
## Kannattavuus vaatii volyymejä

Kuten Toimiala ja kilpailu -osiossa todettiin, etenkin valimoalan kannattavuus on historiallisesti ollut matala. Myös Componenta-konsernin kannattavuus on pitkään ollut matalalla tasolla, mutta viime aikojen trendi on ollut positiivinen. Varsinkin käyttökate-marginaali (EBITDA-%) alkaa lähestyä tyydyttävää tasoa kun huomioidaan toimialan luonne. On huomattava, että Componentan poistot ovat noin 5 % liikevaihdosta eli noin 2,5 %-yksikköä enemmän kuin suomalaisten listattujen konepajayhtiöiden mediaani. Tämän vuoksi käyttökate voi olla liikevoittoa parempi mittari Componentan operatiivisen kannattavuuden tarkastelussa ja vertailussa konepajayhtiöihin.

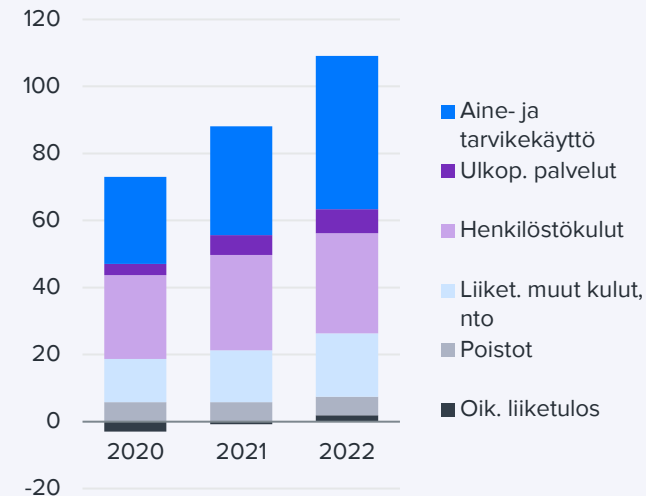
Merkittävin vaikutus Componentan parantuneeseen kannattavuuteen on ollut volyymikasvulla sekä omilla tehostamistoimilla, mutta viime mainittujen sisältöä ja vaikutusta ei ole yksilöity. Vaikka Componentan toimitussopimuksissa on klausuulit sekä materiaalien että sähkön hintojen muutosten siirtymisestä konsernin omiin myyntihintoihin, tapahtuu muutos kvartaalin viiveellä ja suhteessa 1:1, joten kustannusten ollessa nousussa on tällä negatiivinen vaikutus marginaaleihin.

Vaikka kiinteiden kulujen osuus on aiemmin kuvatulla tavalla laskenut selvästi, on se yhä merkittävä (39 %). Tämä yhdessä vielä melko alhaisen kannattavuustason kanssa merkitsee yhtiön liiketuloksen laskua herkästi tappiolliseksi jos liikevaihto putoaisi selvästi. Toisaalta vuokratyövoiman tuoman jouston lisäksi

## Liikevaihto ja kannattavuus 2019-Q2'23



## Liikevaihdon jako kuluihin ja tulokseen, MEUR



# Taloudellinen tilanne 2/2

myös suomalainen lomautuskäytäntö tarjoaa joustomahdollisuuden tällaisten tilanteiden varalta, toisin kuin ulkomaisilla verrokeilla.

## Maksettavat korot ovat edelleen korkealla

Componentan korollinen nettovelkamäärä on pieni (4,8 MEUR 31.12.2022 ja 1,8 MEUR 30.6.2023). Tästä huolimatta nettorahoituskulut ovat korkeat; jaksolla Q3'22-Q2'23 noin -2,1 MEUR. Vuositasolla kuluja kasvattavat vuokrasopimusvelkojen korot (n. -0,5 MEUR), factoring-rahoituksen korot (arviolta -0,6...-0,7 MEUR) ja rahoitusvelkojen palkkiokulut mm. luottolimiiteistä (-0,3...-0,4 MEUR). Tästä huolimatta uskomme, että varsinaisten rahalaitoslainojen korko voi olla yli 7%. Lainoissa on finanssikovenantteja, mutta Componenta indikoi, että turvamarginaalit kovenantteihin ovat tällä hetkellä mittavat. Uskomme, että jälleenrahoituksen yhteydessä nostettavien uusien lainojen marginaalit ovat aiempaa pienempiä.

## Vahvistetut tappiot pitävät verot pieninä

Componentalla oli vuoden 2022 lopussa kaikkiaan 77,5 MEUR sellaisia kirjaamattomia vahvistettuja tappioita, jotka vanhenevat vuonna 2023 tai sen jälkeen. Saamiset on ilmeisesti varovaisuussyistä jätetty kirjaamatta taseeseen. Vahvistettuja tappioita on merkittävästi molemmissa konsernin päätytäryhtiöissä (Componenta Castings Oy ja Componenta Manufacturing Oy). Niitä voidaan vanhenemisaikataulun ja ennusteidemme perusteella käyttää ainakin vuosina 2023-2027, jolloin konsernin maksettavat verot jäävät alhaisiksi. Palaamme asiaan raportin ennusteosiossa.

## Vahvistunut rahavirta ja tase mahdollistaisivat lisävelkaantumisen

Componentan liukuva 12 kuukauden rahavirta aleni selvästi jaksolla Q3'21-Q2'22 koronaan liittyvien vuoden 2020 maksuaikalykkäysten tultua maksuun ja toimitusketjuun liittyvien hankaluuksien kasvatettua merkittävästi nettokäyttöpääomaa. Parantunut kannattavuus sekä nettokäyttöpääoman normalisointuminen ovat kuitenkin parantaneet selvästi rahavirtaa Q2'22:n jälkeen. Konserni on käyttänyt myyntisaamisten rahoitusta (factoring) koko tarkastelujakson, mutta euromäärää ei ole julkistettu. Factoringin kulujen perusteella määrässä ei ole tapahtunut isoa muutosta viimeiseen kahteen vuoteen.

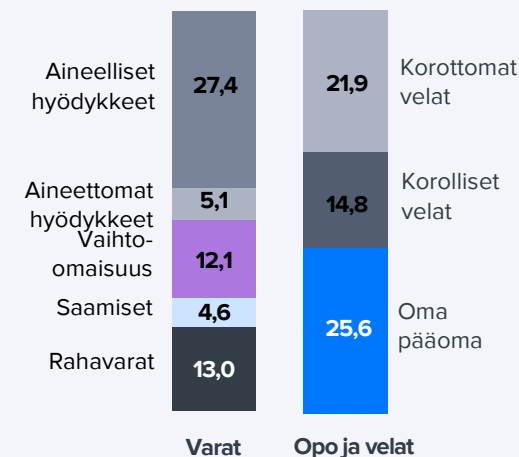
Factoring huomioidenkin Componentan konsernitase on vahvassa kunnossa. Mahdollisen arvonalentumistestauksen kannalta on mielestämme myönteistä, että aineettomien hyödykkeiden osuus pitkäaikaisista varoista on pieni.

Parantuneen rahavirran myötä konsernin nettovelkaantumisaste on alentunut selvästi ja oli Q2'23:n lopussa vain 7%. Yhtiön nettovelat/käyttökate-tunnusluku oli samaan aikaan vain 0,2x. Arvioimme, että nykytilanteessa Componentalla olisi varaa 20 miljoonan euron lisävelkaantumiseen esimerkiksi yritysostoja varten, sillä tällöinkin nettovelat/käyttökate olisi yhä varsin kohtuullinen 2,5x.

## Rahavirta (MEUR) ja velkaantuneisuus



## Taserakenne Q2'23, MEUR



# Ennusteet 1/4

## Liikevaihtoennusteen taustaoletukset

Koska valimoteollisuus ja koneistuspalvelutoimiala ovat luonteeltaan alueellisia / paikallisia ja koska kohtuullinen etäisyys asiakkaan tuotantolaitokseen on monesti suoranainen edellytys liiketoiminnalle, ei yksittäisen yrityksen kuten Componentan liikevaihdon ennustaminen joko makrotaloutta tai valimo- ja koneistuspalvelutoimialoja koskevien ennusteiden perusteella ole mielekästä. Parhaan lähtökohdan tarjoaa mielestämme käytettävissä oleva tieto Componentan asiakkaista ja asiakastoimialoista.

Componentan joko tiedossa olevista, oletetuista tai mahdollisista asiakkaista olemme valinneet liikevaihdon kehitystä kuvaaviksi indikaattoreiksi ennusteet seuraavista:

- AGCO:n traktoriliikevaihto vuosina 2023-2026 (Bloombergin konsensus 22.8.23), joka kuvaa Componentan maatalouskoneet-toimialalta saamaa liikevaihtoa;
- Cargotecin, KONEen, Konecranesin, Metson, Wärtsilän (pl. energian varastointi) ja Ponsse-laiteliikevaihto vuosina 2023-2026 (Inderesin voimassa olevat ennusteet), joka kuvaa Componentan koneenrakennus- sekä metsätalouskoneet-toimialoilta saamaa liikevaihtoa;
- Ennustemme Componentan energiateollisuudesta saaman liikevaihdon kasvuksi vuosina 2023-2026 on +4 % p.a. ja puolustusväline-teollisuudesta saaman liikevaihdon kasvuksi vuosina 2023-2026 +9 % p.a. Jälkimmäiseen kasvuun vaikuttaa puolustusmateriaalihankintoihin suunniteltu 1,5 miljardin euron lisäys (pl. HX-35 ja Laivue 2020) vuosina 2023-2026;

- Ennustemme Componentan muilta teollisuudenaloilta saaman liikevaihdon kasvuksi vuosina 2023-2026 on -1 % p.a. Olemme halunneet ottaa varovaisen kannan tämän asiakasryhmän kysyntään kun huomioidaan yleinen talousnäkymien vaisuus.

Emme ole huomioineet ennusteissamme Componentan mahdollista toimittaja-aseman muutosta nykyisissä asiakkaissa, merkittäviä uusia asiakkuuksia tai yrityshankintoja.

Ennustejaksolla kaikista muista asiakasryhmistä paitsi puolustusvälineiteollisuudesta ja ryhmästä ”muut” saatavan liikevaihdon kasvu pysyy +3...+5 %:n p.a. haarukassa. Näin ollen myöskään eri asiakasryhmien osuus liikevaihdosta ei muutu merkittävästi ennustejaksolla.

Edellä mainituilla perusteilla Componentan liikevaihdon kasvu (CAGR) vuosina 2023-2026 on +3,1 % p.a. Melko hitaaseen kasvuun vaikuttaa se, että asiakashintoihin vyöryttävistä eristä sekä harkkoraudan että sähkön hinnat tulevat ennustejaksolla olemaan alempia kuin ne olivat vuonna 2022 keskimäärin. Kokonaisuutena liikevaihtoennustemme on konservatiivinen.

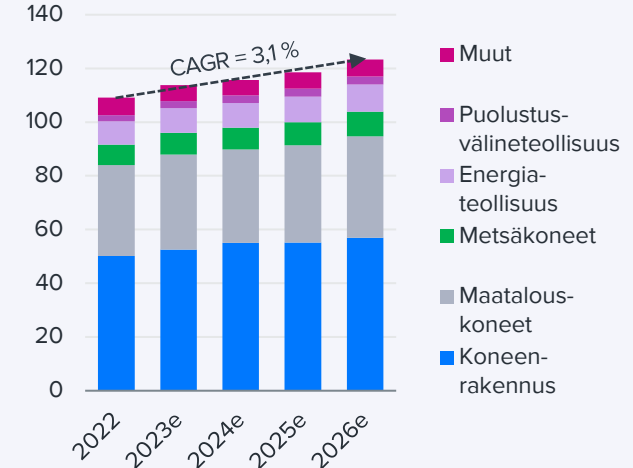
## Kannattavuusennusteen taustaoletukset

Keskeisimmät Componentan tuloskehitystä koskevat oletuksemme ovat seuraavat:

- Tehtyjen indeksointien vuoksi aine-, tarvike- ja tavarakulujen osuus liikevaihdosta säilyy ennustejaksolla 41,5 %:ssa;



## Liikevaihto asiakasryhmittäin, MEUR



# Ennusteet 2/4

- Ulkopuolisten palvelukulujen (mm. tuotannon alihankintapalvelut kuten tuotteiden maalaus-, pinta- ja lämpökäsittelytyöt) osuus liikevaihdosta on niin ikään stabiili eli 6,5 %;
- Henkilöstökulut / hlö nousevat +3,5 % v/v vuonna 2023, +3,0 % v/v vuonna 2024 ja +2,5 % v/v vuosina 2025 ja 2026. Liikevaihto / hlö kasvaa suunnilleen palkkakulujen tahtia, joten henkilöstökulujen liikevaihto-osuus on ennustejaksolla 27,0...27,5 %;
- Koska liikevaihdon kasvu on melko hidasta, ei liiketoiminnan muiden kulujen (mm. vuokrat, IT, kunnossapitokulut, tuotantotyökulut) osuus liikevaihdosta juuri muutu operatiivisen vivun myötä. Poikkeuksen tekevät energiakulut, joiden arvioimme alenevan noin -7...-8 MEUR:sta alle -5 MEUR:on. Vaikka hintalisämekanismi alentaa myös liikevaihtoa, on tällä silti selvä positiivinen vaikutus liiketoiminnan muiden kulujen liikevaihto-osuuteen. Arviomme osuuden alentuvan vuoden 2022 17,6 %:sta vuosien 2023-2026 17,0...15,7 %:iin.
- Componentalla ei ole merkittäviä uusi investointitarpeita. Odotamme investointien olevan vain hieman poistoja suurempia ja poistojen osuus liikevaihdosta alenee ennustekaudella vuoden 2022 5,1 %:sta vuoden 2026 4,4 %:iin.
- Uskomme, että Componentan nykyisten luottojen jälleenrahoitus tulee tapahtumaan aiempaa edullisemmilla ehdoilla. Odotamme kuitenkin Componentan luotoistaan maksaman koron säilyvän vuosina 2024-2026 melko korkealla eli 5,0...6,0 %:n tasolla, Olemme käyttäneet samaa oletusta myös vuokrasopimusvelkojen korkona. Myytyjen laskusaatavien kulujen sekä muiden palkkioiden yhteismäärä vuosittain on arvioimme

mukaan noin -0,8...-0,9 MEUR.

- Vaikka Componentan vanhoista vähennyskelpoisista tappioista merkittävä osa vanhenee vuosina 2023-2025, odotamme konsernin pystyvän käyttämään tappioita tehokkaasti vuosina 2023-2026. Myös konserniavustuksen käyttö mahdollistaa vero-optimoinnin. Tämän ansiosta ennustamme konsernin veroasteeksi 0 % mainittuina vuosina. Ennusteessamme veroaste kohoaa 1 %:iin vuonna 2027 ja normaaliin 20 %:iin vuodesta 2028 eteenpäin.

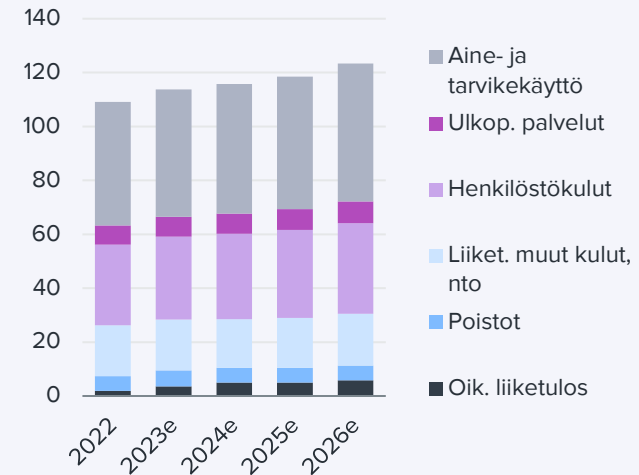
## Rahavirta ja taseasema

Investointien määrä kohoaa ennustejaksolla vuoden 2023 5,9 MEUR:sta vuoden 2026 6,6 MEUR:on ja kyse on etupäässä korvausinvestoinneista. Investoinnit ylittävät poistot koko ennustejaksolla +1...+21 %:lla. Käyttöpääomaerien kiertoajat säilyvät ennustejaksolla vuosien 2021-2022 tasolla ja koska oletamme Componentan jatkavan myyntisaataviensa factoring-rahoitusta, säilyy myös konsernin netto-käyttöpääoma negatiivisena koko ennustejaksolla. Kun tähän lisätään myönteinen kannattavuuskehitys ja kohtuullisena pysyvät investoinnit, on konsernin rahavirta vuosina 2023-2026 +4...+5 MEUR positiivinen myös investointien jälkeen.

Componentalla ei ole julkistettua osinkopolitiikkaa, mutta uskomme, että yhtiö haluaisi ryhtyä osingonmaksajaksi mahdollisimman pian. Arvioimme yhtiön aloittavan maltillisella 30 %:n jakosuhteella vuoden 2024 tuloksesta, ja tämän jälkeen jakosuhte nousee 40 %:iin vuonna 2025 ja 45 %:iin vuonna 2026.

Koska rahavirta myös investointien jälkeen säilyy ennustejaksolla selvästi positiivisena, vahvistuu tase ennusteessamme selvästi. Konsernin netto-

## Liikevaihdon jako kuluihin ja tulokseen, MEUR



# Ennusteet 3/4

velkaantumisaste on jo lähtötilanteessa alhainen ja painuu negatiiviseksi vuonna 2024. Componentan vaihtoehtoisiksi ”ylivahvan” taseen purkamiseksi jäävät panostukset orgaaniseen kasvuun, yritysosto(t) tai hyvin avokätinen osinkopolitiikka. Kyseessä on tietenkin positiivinen ongelma, mutta toimialan syklisyys sekä yhtiön oma historia varmistanevat sen, että isoja strategisia riskejä ei lähdetä ottamaan ja että taseeseen jätetään kunnolliset puskurit heikompien suhdanteiden varalle.

## Vuoden 2023 ennuste

Componentan H1'23:n kehitys oli hyvää. Liikevaihto kasvoi +11 % v/v ja käyttökate nousi 5,4 MEUR:on (3,8 MEUR) ja vastaava marginaali parani 9,0 %:iin (7,0 %). Liikevaihdon kehitys oli erityisen vahvaa maatalouskoneiden segmentissä (+25 % v/v) kun taas koneenrakennuksen liikevaihto laski -1 % v/v. H1'23:n kannattavuutta tukivat volyymikasvu sekä sähkön tasaantunut hintakehitys, vaikka toimialan palkkaratkaisusta tuli edelleen kustannuspainetta.

Componenta ohjeisti edelleen koko vuodelle 2023 110-120 MEUR:n liikevaihtoa, mikä merkitsee H2'23:lle varsin leveää -9 %...+9 % v/v liikevaihdon muutosta. Koko vuoden 2023 käyttökateen odotetaan paranevan vuoden 2022 7,1 MEUR:sta (marg. 6,5 %). Tämä taas tarkoittaa, että H2'23:n käyttökateen alaraja on vain vajaa 1,7 MEUR eli erittäin varovainen. Toisaalta vuoden 2023 käyttökateohjeistukselle ei asetettu ylärajaa, joten alaraja kuvannee vain tilannetta jossa jokin markkinahäiriö on vaikuttanut kannattavuuteen. Samalla on muistettava, että Componentan käyttökate on melko vahvasti H1-painotteinen kesälomakaudella tapahtuvien asiakkaiden ja Componentan omien huoltoseisokkien vuoksi. Lisäksi vuoden lopun lomakausi ja asiakkaiden

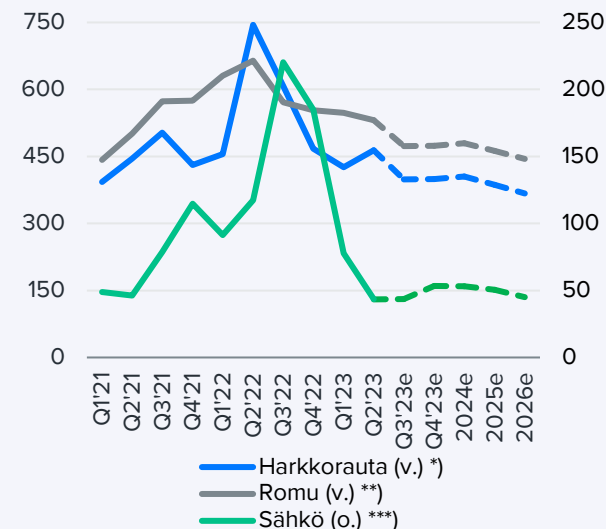
mahdollinen varasto-optimointi vaikuttavat volyyminkehitykseen ja kannattavuuteen. Vuosina 2021-2022 Componentan käyttökateesta 54...66 % syntyi H1:llä.

Ennusteemme Componentan pääasiakkaisiksi olettamme suomalaisten konepajayhtiöiden laiteliikkeen kasvuksi H2'23:lla on keskimäärin +3 % v/v. Vaihtelu yhtiöittäin on kuitenkin suurta, KONEen -5 %:sta v/v Wärtsilän +27 %:iin v/v. Konsensusennuste AGCO:n traktorimyynnin H2'23:n euromääräisestä muutoksesta on suunnilleen -4 % v/v. Kun huomioidaan mainitut seikat sekä toimintaympäristön koholla olevat riskit, on oma ennusteemme Componentan H2'23:n liikevaihdon muutokseksi -2 % v/v. Koko vuoden 2023 liikevaihdoksi muodostuu siten vajaa 114 MEUR (+4 % v/v), mikä on hieman ohjeistushaarukan puolivälin alapuolella.

Ennusteemme H2'23:n käyttökateeksi on 4,1 MEUR (H2'22: 3,3 MEUR) ja vastaavaksi marginaaliksi 7,6 % (6,0 %). Vaikka yhtiö ei saa kasvusta tulosvipua verrattuna H2'22:een, saadaan harkkoraudan, romun ja sähkön selvästi alentuneista hinnoista tukea marginaaliin. Vaikka mainittujen tuotantokelijöiden hinnat vaikuttavat asiakashintoihin, on näiden hintojen laskulla positiivinen marginaalivaikutus hintavyörytyksen tapahtuessa suhteessa 1:1. Koko vuoden 2023 käyttökate-ennusteemme on siten 9,5 MEUR eli 34 % enemmän kuin vuonna 2022. Odotuksemme H2'23:n liikevoitoksi on 1,1 MEUR (H2'22: 0,5 MEUR) ja marginaaliksi 2,1 % (0,9 %).

Ennusteemme Componentan koko vuoden nettorahoituskuluiksi on -2,1 MEUR kun H1'23:n toteuma oli -1,1 MEUR ja koko vuoden 2022 nettorahoituskulu -1,7 MEUR. Kuluvan vuoden rahoituskulujen kasvussa merkittävä rooli on kasvaneilla factoring-palkkioilla. Aiemmin esitettyjen taustaoletusten mukaisesti

## Materiaalien ja sähkön hintoja



\*) pig iron FOB Brasilia, EUR/tn \*\*) CAEF scrap monitoring 8/23, EUR/tn

\*\*\*) Nord Pool Suomi, EUR/MWh

# Ennusteet 4/4

odotamme, että konserni ei kirjaa veroja tuloslaskelmaansa vuonna 2023. Ennustemme oikaistuksi osakekohtaiseksi tulokseksi (0,16 euroa) merkitsee huomattavaa parannusta vuodesta 2022 (0,01 euroa). Emme kuitenkaan ennakoiv hallituksen esittävän osingonjakoa.

## Vuosien 2024-2026 ennusteet

Linjassa aiemmin esittämiemme taustaoletusten kanssa odotamme Componentan liikevaihdon kasvavan n. +2 % v/v sekä vuonna 2024 että vuonna 2025 ennen kuin kasvu kiihtyy +4 %:iin v/v vuonna 2026. Paria poikkeusta lukuun ottamatta pääasiakkaiden volyyymikehityksen odotetaan olevan ennustejaksolla melko vaatimatonta ja lisäksi Componentan raportoituun liikevaihtokehitykseen vaikuttaa materiaalien ja sähkön aleneva hintakehitys, kuten aiemmin on kerrottu.

Componentan kulurakenteen parantunut joustavuus turvaa yhtiön operatiivista kannattavuutta vuosina 2024-2026, mutta toisaalta kasvun tuoma operatiivinen vipu jää vaikutukseltaan vaatimattomaksi. Odotamme käyttökatemarginaalin kohoavan hieman eli vuoden 2023 8,3 %:sta vuoden 2024 9,1 %:iin, stabiloituvan vuonna 2025 8,9 %:iin ennen pientä nousua vuonna 2026 (9,2 %). Toisaalta poistojen osuus liikevaihdosta pienenee samaan aikaan, joten odotamme liikevoittomarginaalin kehityksen olevan varsin tasaista (2024: 4,3 %; 2025: 4,3 % ja 2026: 4,7 %). Aleneva nettovelkojen määrä ja aiempaa edullisemmat luottoehdot pitävät nettoraahoituskulut laskusuunnassa (2024: -1,6 MEUR; 2025: -1,4 MEUR ja 2026: -1,3 MEUR).

Konserniveroaste nousee normaalille tasolle vasta eksplisiittisen ennustejakson jälkeen. Näillä perusteilla osakohtaisen tuloksen kasvuvauhti on

erittäin nopea (+44 % p.a.) vuosina 2024-2026.

## Rahavirta, tase ja osingot

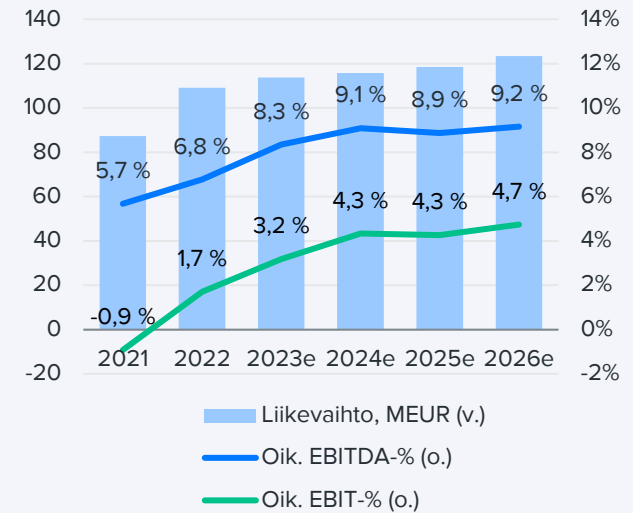
Componentan tuloskasvu, odottamamme nettokäyttöpääoman hyvin maltillinen kehitys, maksettavien verojen vähäisyys sekä se, että investoinnit ylittävät poistot vain marginaalisesti pitävät eri rahavirtamittarit vahvoina. Ennustamme operatiivisen rahavirran pysyvän noin +11 MEUR:ssa vuosina 2024-2026 ja myös rahavirran investointien jälkeen olevan +4...+5 MEUR. Odotamme nettovelkojen kääntyvän negatiiviseksi jo vuonna 2024 (-0,3 MEUR) ja tämän kehityksen jatkuvan vuoteen 2026 (-4,2 MEUR).

Kuvattu tuloskehitys ja vahvistuva tase antavat eväät kohoaviin osinkoihin. Odotamme vuosilta 2024, 2025 ja 2026 maksettavan vastaavasti 0,11 euron, 0,15 euron ja 0,21 euron osakekohtaisen osingon. Osinkosuhte nousee samalla 30 %:sta 45 %:iin.

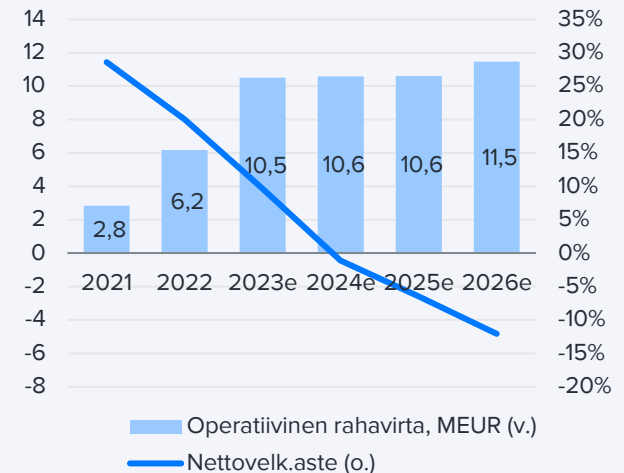
## Pitkän aikavälin ennuste

Varsinaisen ennustejakson jälkeen odotamme Componentalta keskimäärin +3...4 %:n vuosikasvua terminaalikasvun ollessa +2,5 %. Uskomme liikevoittomarginaalin olevan vuosina 2027-2031 keskimäärin 4,0 %. Terminaalin 3,5 %:n marginaaliolettamamme on hieman parempi kuin vuosien 2020-2025e mediaani (3,1%), mutta kuitenkin mielestämme riittävän varovainen huomioimaan toimialan kannattavuushaasteet.

## Liikevaihto- ja kannattavuusennusteet



## Tase vahvistuu entisestään



# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2020	2021	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23e	Q4'23e	2023e	Q1'24e	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e
<b>Liikevaihto</b>	<b>70,0</b>	<b>87,3</b>	<b>109</b>	<b>30,7</b>	<b>29,5</b>	<b>25,1</b>	<b>28,4</b>	<b>114</b>	<b>29,8</b>	<b>30,5</b>	<b>26,3</b>	<b>29,1</b>	<b>116</b>	<b>119</b>	<b>123</b>
Konserni	70,0	87,3	109	30,7	29,5	25,1	28,4	114	29,8	30,5	26,3	29,1	116	119	123
<b>Käyttökate</b>	<b>3,7</b>	<b>5,0</b>	<b>7,1</b>	<b>2,8</b>	<b>2,6</b>	<b>1,6</b>	<b>2,5</b>	<b>9,5</b>	<b>2,9</b>	<b>3,0</b>	<b>1,7</b>	<b>2,8</b>	<b>10,5</b>	<b>10,5</b>	<b>11,3</b>
Poistot ja arvonalennukset	-5,8	-4,9	-5,5	-1,4	-1,5	-1,5	-1,5	-5,9	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-5,5	-5,5	-5,5
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>-2,9</b>	<b>-0,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,4</b>	<b>1,1</b>	<b>0,1</b>	<b>1,0</b>	<b>3,6</b>	<b>1,5</b>	<b>1,7</b>	<b>0,4</b>	<b>1,5</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>	<b>5,8</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>-2,0</b>	<b>0,0</b>	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>	<b>1,1</b>	<b>0,1</b>	<b>1,0</b>	<b>3,6</b>	<b>1,5</b>	<b>1,7</b>	<b>0,4</b>	<b>1,5</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>	<b>5,8</b>
Konserni	-2,0	0,0	1,6	1,4	1,1	0,1	1,0	3,6	1,5	1,7	0,4	1,5	5,0	5,0	5,8
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	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	0,0
Nettorahoituskulut	-1,5	-0,4	-1,7	-0,5	-0,6	-0,5	-0,5	-2,1	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-1,6	-1,4	-1,3
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>-3,5</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,9</b>	<b>0,5</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>	<b>0,0</b>	<b>1,1</b>	<b>3,4</b>	<b>3,6</b>	<b>4,6</b>
Verot	0,3	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	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	0,0
<b>Nettotulos</b>	<b>-3,2</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,1</b>	<b>0,9</b>	<b>0,5</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>	<b>0,0</b>	<b>1,1</b>	<b>3,4</b>	<b>3,6</b>	<b>4,6</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>-0,43</b>	<b>-0,13</b>	<b>0,03</b>	<b>0,09</b>	<b>0,05</b>	<b>-0,04</b>	<b>0,05</b>	<b>0,16</b>	<b>0,12</b>	<b>0,13</b>	<b>0,00</b>	<b>0,11</b>	<b>0,35</b>	<b>0,37</b>	<b>0,47</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>-0,33</b>	<b>-0,04</b>	<b>0,01</b>	<b>0,09</b>	<b>0,05</b>	<b>-0,04</b>	<b>0,05</b>	<b>0,16</b>	<b>0,12</b>	<b>0,13</b>	<b>0,00</b>	<b>0,11</b>	<b>0,35</b>	<b>0,37</b>	<b>0,47</b>

Tunnusluvut	2020	2021	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23e	Q4'23e	2023e	Q1'24e	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	38,0 %	24,6 %	25,0 %	20,4 %	2,1 %	1,9 %	-5,5 %	4,3 %	-3,0 %	3,4 %	4,7 %	2,5 %	1,7 %	2,4 %	4,1 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>		-72,5 %	-317,2 %	448,0 %	13,0 %	-111,0 %	-27,8 %	106,2 %	11,9 %	46,8 %	271,9 %	43,0 %	38,7 %	0,6 %	15,8 %
<b>Käyttökate-%</b>	5,4 %	5,7 %	6,5 %	9,1 %	8,9 %	6,2 %	8,9 %	8,3 %	9,8 %	9,9 %	6,6 %	9,7 %	9,1 %	8,9 %	9,2 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	-4,2 %	-0,9 %	1,6 %	4,5 %	3,8 %	0,4 %	3,6 %	3,2 %	5,1 %	5,4 %	1,4 %	5,0 %	4,3 %	4,3 %	4,7 %
<b>Nettotulos-%</b>	-4,5 %	-0,5 %	0,0 %	2,9 %	1,8 %	-1,6 %	1,8 %	1,4 %	3,8 %	4,1 %	-0,1 %	3,7 %	3,0 %	3,1 %	3,7 %

Lähde: Inderes



# Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>33,9</b>	<b>33,0</b>	<b>33,1</b>	<b>33,8</b>	<b>34,8</b>
Liikearvo	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2
Aineettomat hyödykkeet	1,8	2,0	2,0	2,0	2,1
Käyttöomaisuus	28,3	27,3	27,4	28,1	29,0
Sijoitukset osakkuusrytiksiin	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	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>21,6</b>	<b>25,8</b>	<b>30,2</b>	<b>34,5</b>	<b>37,4</b>
Vaihto-omaisuus	12,2	13,3	14,2	14,5	14,8
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	4,2	3,9	4,7	4,8	4,9
Likvidit varat	5,2	8,6	11,3	15,3	17,7
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>55,5</b>	<b>58,8</b>	<b>63,3</b>	<b>68,4</b>	<b>72,2</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Oma pääoma</b>	<b>23,5</b>	<b>24,1</b>	<b>25,7</b>	<b>29,1</b>	<b>31,7</b>
Osakepääoma	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Kertyneet voittovarat	3,0	3,2	4,8	8,2	10,8
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	19,4	19,9	19,9	19,9	19,9
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>10,8</b>	<b>11,0</b>	<b>12,1</b>	<b>13,1</b>	<b>13,6</b>
Laskennalliset verovelat	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Varaukset	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Korolliset velat	9,1	9,9	11,0	12,0	12,5
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	1,1	0,7	0,7	0,7	0,7
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>21,2</b>	<b>23,8</b>	<b>25,5</b>	<b>26,1</b>	<b>26,8</b>
Korolliset velat	2,8	3,6	2,8	3,0	3,1
Lyhytaikaiset korottomat velat	18,4	20,2	22,7	23,1	23,7
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>55,5</b>	<b>58,8</b>	<b>63,3</b>	<b>68,4</b>	<b>72,2</b>

# Arvonmääritys ja suositus 1/3

## Arvonmäärityksen perusta

Tarkastelemme Componentan osakkeen arvostusta kolmesta näkökulmasta eli 1) osakkeen kokonais-tuottomallilla, jossa huomioidaan tuloskasvu, osinkotuotto ja suhteellinen arvostustaso; 2) tulos pohjaisten arvostuskertoimien (P/E, EV/EBIT ja EV/EBITDA) avulla ja niiden suhteella verrokkiryhmään sekä 3) DCF- eli kassavirtamallin kautta. Näistä menetelmistä annamme suurimman painoarvon lähivuosien ennusteisiin pohjautuvalle kokonaistuotto-odotukselle ja sen suhteeseen osakkeen riskiin. Muiden mainittujen menetelmien antamat tulokset ovat tukena muodostaessamme kokonaiskuvaava osakkeen käyvästä arvosta, johon perustamme sijoitusnäkemysemme.

## Hyväksyttävään arvostustasoon vaikuttavat tekijät

Näkemyksemme mukaan Componentan hyväksyttävään arvostustasoon vaikuttavat positiivisesti seuraavat tekijät:

- + **Vahvat siteet vahvoihin asiakkaisiin.** Lähes kaikki Suomessa valmistustoimintaa harjoittavat isot, kansainväliset konepajayhtiöt ovat Componentan asiakkaita ja monet näistä asiakassuhteista ovat kestäneet vuosikymmeniä. Asiakkaat ovat erittäin vaativia, mikä kertoo Componentan palvelukyvyistä. Samalla niiden kynnys vaihtaa Componenta toiseen toimittajaan on korkea.
- + **Kasvanut kulujoustavuus turvaa kannattavuutta.** Componentan kiinteiden kulujen osuus kaikista kuluista on laskenut viime vuosina selvästi. Lisäksi yhtiö on indeksoinut sekä materiaali- että energiakulut toimitussopimustensa hinnoitteluun, jolloin

myyntihinnat reagoivat näihin kustannuksiin vain yhden kvartaalin viiveellä.

- + **Vankka tase suojaa suhdanteissa.** Componenta on jo nyt lähes nettovelaton ja rahoituskulut kokonaisuutenakin ovat alenemassa. Alhainen velkaantuneisuus paitsi tarjoaa turvaa laskusuhdanteessa myös mahdollistaa merkittävänkin lisävelkaantumisen esim. akvisitioihin.

Hyväksyttävään arvostustasoon laskevat seuraavat tekijät:

- **Kohdemarkkina on syklinen.** Componentan asiakastoimialat edustavat investointivara-teollisuutta, joka on luonteeltaan syklistä.
- **Yksittäiset asiakasriskit ovat isoja.** Componentan suurin yksittäinen asiakas vastasi 27 %:sta konsernin liikevaihtoa vuonna 2022.
- **Peruskannattavuus on melko alhainen.** Vielä nykymuotoisenkin Componentan liikevoitto-marginaali on melko alhainen. Tulos voi painua herkästi tappiolle jos kysyntä laskee nopeasti.
- **Osakkeen likviditeetti on ohuenpuoleinen.** Tämä saa osan ainakin institutionaalisista sijoittajista karttamaan osaketta.

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	2,73	2,73	2,73
Osakemäärä, milj. kpl	9,71	9,71	9,71
Markkina-arvo	27	27	27
Yritysarvo (EV)	29	26	24
P/E (oik.)	17,2	7,7	7,3
P/E	17,2	7,7	7,3
P/B	1,0	0,9	0,8
P/S	0,2	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,3	0,2	0,2
EV/EBITDA (oik.)	3,1	2,5	2,3
EV/EBIT (oik.)	8,0	5,2	4,8
Osinko/tulos (%)	0,0 %	30,0 %	40,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	3,9 %	5,5 %

Lähde: Inderes

# Arvonmääritys ja suositus 2/3

## Verrokkiryhmän arvostus ja Componentan asema

Kuten aiemmin on todettu, Componentan kanssa samoilla liiketoiminta-alueilla toimivat verrokkit ovat vähissä ja pörssinoteeratut tietenkin vielä harvinaisempia. Tämän vuoksi sopivan verrokkiryhmän kokoaminen on haastavaa. Olemme valinneet verrokkiryhmän jäsenet kolmella perusteella eli 1) pienehköistä kotimaisista listatuista konepajoista (Norrhydro ja Kesla); 2) valimo- ja/tai koneistustoimialalla operoivista yhtiöistä (Castings Plc, Georg Fischer AG ja ElringKlinger AG) ja 3) eräistä Componentan oletetuista asiakkaista (Ponsse, Wärtsilä, AGCO). Myönämme, että verrokkiryhmä on heterogeeninen, mutta näemme sillä kokonaisuutena olevan monia yhteisiä liiketoiminnan ajureita Componentan kanssa. Kertoimista painotamme P/E:a ja EV/EBIT:ia. EV/EBITDA:n soveltuvuus on huonompi sillä Componentan poistot suhteessa liikevaihtoon ovat selvästi suurempia kuin verrokeilla keskimäärin.

Verrokkiryhmän vuosien 2023 ja 2024 P/E-kertoimen mediaanit ovat 13x ja 12x ja EV/EBIT-kertoimen mediaanit vastaavasti 11x ja 10x. Verrokkiryhmän yhtiöistä Castings Plc on profiililtaan kohtuullisen soveltuva, vaikka onkin käytännössä kokonaan ajoneuvoteollisuutta palveleva ja valimotoimintaan fokusoituva yhtiö. Yhtiön kannattavuus on kuitenkin ollut hyvää luokkaa: vuosien 2018-2022 käyttökate-marginaalin mediaani oli 15 %. Castings Plc:n eteenpäin katsova P/E on ollut keskimäärin 12x ja EV/EBIT 7x, mutta nyt vastaavat luvut ovat 10x ja 6x.

Componentan osake tulisi mielestämme arvostaa noin 8x...10x:n P/E-kertoimella ja noin 6x...8x:n EV/EBIT-kertoimella vuosien 2023-2024 ennusteilla. Kertoimet ovat reilusti eli keskimäärin noin -30 % verrokkiryhmän mediaanin alapuolella. Diskontto on

merkittävä, mutta varovaisuus on mielestämme perusteltua kun huomioidaan edellä mainitut hyväksytyyn arvostustasoon vaikuttavat tekijät sekä Componentan mediaaniverrokkia selvästi pienempi koko ja heikompi suhteellinen kannattavuus (EBIT-marginaali).

## Kerroin pohjainen arvostus on alhaalla

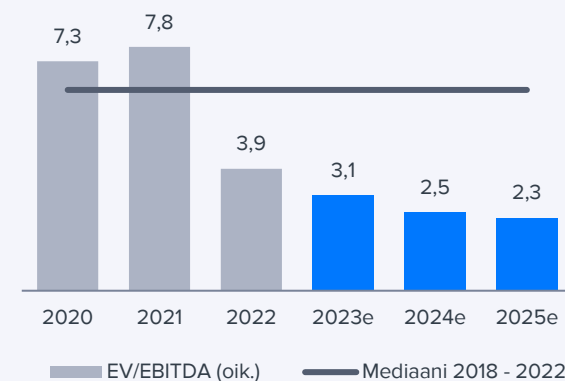
Componentan tämänhetkinen vuoden 2024 P/E-kerroin (8x) on -36 % diskontolla suhteessa verrokkien mediaaniin. Vuosien 2023-2024 EV/EBIT-kertoimet ovat 8x ja 5x ja vastaava diskontto suhteessa verrokkeihin on -26...-47 %. Keskimäärin diskontto ylittää sen mitä edellä pidimme perusteltuna. On myös huomattava, että koko verrokkiryhmän arvostus on varsin vaatimaton ja sen vuosien 2023-2024 mediaanikertoimet ovat -10...-18 % alempana kuin Helsingin pörssissä keskimäärin. Kaikkiaan Componentan osaketta voidaan pitää alihinnoiteltuna.

## Riskikorjattu tuotto on houkutteleva

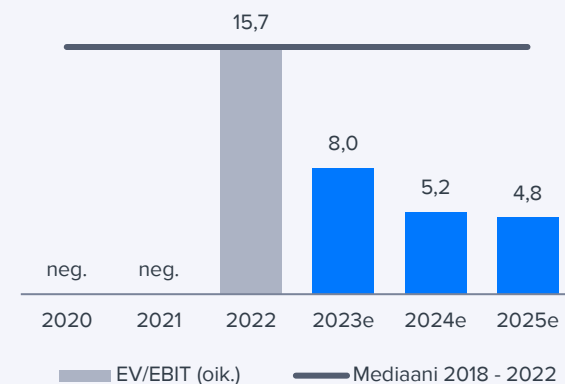
Componentan osakkeen kokonaistuotto-odotus (tuloskasvuun ja odotettuun arvostuskertoimen muutokseen pohjautuva kurssinousupotentiaali lisättyinä osinkotuotolla) ylittää laskelmiemme mukaan tuottovaatimuksen käyttämillämme mittareilla. Taustalla on kaksi syytä:

- Lähtökohdan muodostava viimeisten 12 kuukauden eli Q3'22-Q2'23:n tuloskehitys oli yhä selvästi heikompaa kuin odotamme koko vuodelta 2023 tai vuodelta 2024. Esimerkiksi Q3'22-Q2'23:n oikaistu EPS oli 0,11 euroa kun odotuksemme koko vuoden 2023 EPS:ksi on 0,16 euroa ja vuodelle 2024 0,35 euroa. Vastaavasti Q3'22-Q2'23:n oikaistu liiketulos oli

## EV/EBITDA



## EV/EBIT



# Arvonmääritys ja suositus 3/3

3,0 MEUR kun ennustemme koko vuodelle 2023 on 3,6 MEUR ja vuodelle 2024 5,0 MEUR. Annualisoitu tuloskasvu vuoteen 2024 on EPS-tasolla +120 % p.a. ja liiketulostasolla +41 % p.a., mitä matala lähtötaso selittää.

- Toteutuneillakin tuloksilla Componentan osakkeen arvostustaso on melko matala. Q3'22-Q2'23:n EV/EBIT-kerroin on 9x. Ennustevuosien arvostuskertoimien lasku menneeseen tulokseen perustuvista kertoimista tulee siten olemaan vähäisempi kuin odottamamme tuloskasvu.

Jos lähtökohdaksi otetaan vuoteen 2024 odotettu +41...+120 %:n p.a. EBIT:n tai EPS:n kasvu ja vuoden 2024 P/E- ja EV/EBIT-kertoimet asetetaan aiemmin esitetyle tasolle (vastaavasti 9x ja 7x), saadaan kokonaistuotoksi +15...+25 % p.a. Tuotto-odotus ylittää alimmillaankin 12 %:n oman pääoman tuotto-vaatimuksen, joten riskikorjattu tuotto on näin laskettuna houkutteleva.

## DCF-malli indikoi isoa nousupotentiaalia

DCF-kassavirtamalli diskonttaa ennustetut tulevat vapaat kassavirrat (fikuisuusolettama mukaan lukien) nykyhetken ja vähentää tästä arvosta nykyhetken nettovelat. Mallin heikkoutena on herkkyyks terminaalijakson kasvu- ja kannattavuusennusteille, joten saatuja tuloksia tulee tulkita varovaisesti.

Kuten jo Ennusteet-osiossa totesimme, odotuksemme Componentan liikevaihdon kasvuvauhdiksi terminaalissa on 2,5 % ja EBIT-marginaaliksi 3,5 %. DCF-mallissa käyttämämme diskonttokorko (weighted average cost of capital, WACC) eli pääoman painotettu tuottovaatimus on 10,4 % ja sitä nostaa osakkeelle asetettu 1,00 %:n likviditeetti-premio. Oman pääoman kustannus on 12,1 %.

Molempien lukujen pohjana on 2,5 %:n riskitön korko sekä 4,75 %:n markkinariskipreemio.

DCF-malli antaa Componentan osakkeen arvoksi 3,9 euroa, mihin on +42 %:n nousuvara. DCF-mallin riskeistä huolimatta pidämme nousuvaraa merkittävänä. Tarkempi laskelma on liitteessä.

## Sijoitusnäkemys

Aloitamme Componentan osakkeen seurannan lisää-suosituksella sekä 3,20 euron tavoitehinnalla, joka tarjoaa +17 % nousuvaraa nykykurssiin. Tavoitehinnalla osake olisi -25...-38 % diskontolla suhteessa verrokkien mediaaniin vuoden 2024 P/E- ja EV/EBIT-kertoimilla eli edelleen linjassa perusteltuna pitämämme diskonton kanssa. Suurin epävarmuus liittyy Componentan pääasiakkaiden lähikvartaalien tilauskertymään ja sen vaikutuksiin niiden ja Componentan omaan vuoden 2024 liikevaihtoon.

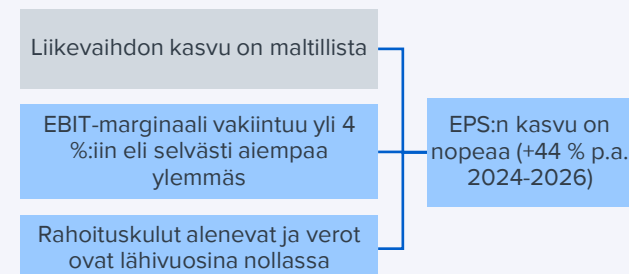
Osakkeen nousuvara nykykurssista on kuitenkin ilmeinen ja ennusteissamme on varaa pieniin pettymyksiinkin. Componentan vuoden 2024 EBIT voisi olla -24 % ennustettamme heikompi ja yhtiön EV/EBIT-kerroin olisi silti nykykurssilla -30 % diskontolla suhteessa verrokkien nykyiseen mediaaniin. Se, miten kuvatun kokoinen tulospettymys vaikuttaisi osakkeen sentimenttiin on tietenkin toinen kysymys.

Componentan kohdemarkkinoiden kohtuullisen suoriutumisen lisäksi osakkeen nousuvaran realisoituminen edellyttää pysymistä melko lähellä ennakoitua tulosuraa sekä yhtiön näkyvyyden ja tunnettuuden selvää parantumista sijoittajien keskuudessa. Tuloskehityksen toteutuminen odotetusti madaltaisi osakkeen riskiprofilia ja mahdollistaisi korkeammat arvostuskertoimet.

## Osaketuoton ajurit 2023e-2026e

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

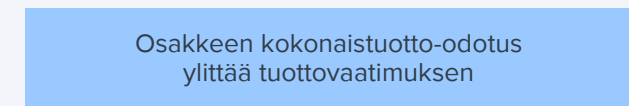
### Tulostuoton ajurit



### Osinkotuoton ajurit



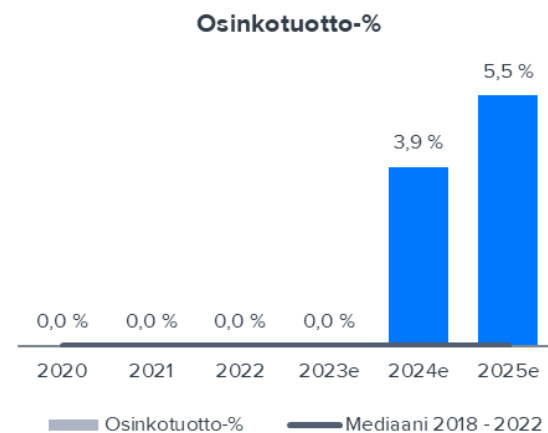
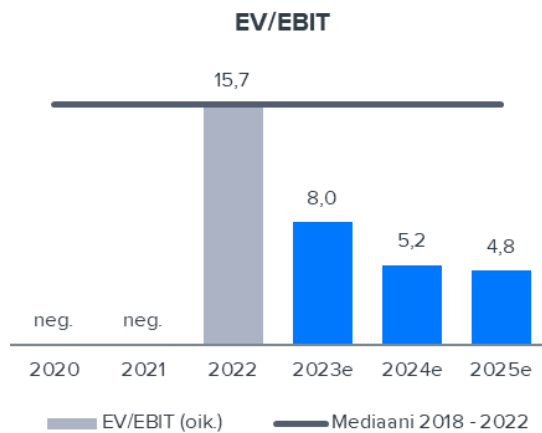
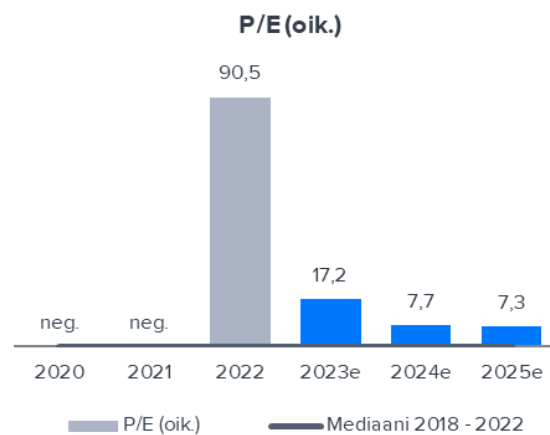
### Arvostuskertoimien ajurit



# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	3,16	3,34	2,34	<b>2,73</b>	<b>2,73</b>	<b>2,73</b>	<b>2,73</b>
Osakemäärä, milj. kpl	9,49	9,52	9,71	<b>9,71</b>	<b>9,71</b>	<b>9,71</b>	<b>9,71</b>
Markkina-arvo	30	32	23	<b>27</b>	<b>27</b>	<b>27</b>	<b>27</b>
Yritysarvo (EV)	27	39	28	<b>29</b>	<b>26</b>	<b>24</b>	<b>22</b>
P/E (oik.)	neg.	neg.	90,5	<b>17,2</b>	<b>7,7</b>	<b>7,3</b>	<b>5,8</b>
P/E	neg.	neg.	>100	<b>17,2</b>	<b>7,7</b>	<b>7,3</b>	<b>5,8</b>
P/B	1,3	1,4	0,9	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>
P/S	0,4	0,4	0,2	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>
EV/Liikevaihto	0,4	0,4	0,3	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>
EV/EBITDA (oik.)	7,3	7,8	3,9	<b>3,1</b>	<b>2,5</b>	<b>2,3</b>	<b>2,0</b>
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	15,7	<b>8,0</b>	<b>5,2</b>	<b>4,8</b>	<b>3,8</b>
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	<b>0,0 %</b>	<b>30,0 %</b>	<b>40,0 %</b>	<b>45,0 %</b>
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	<b>0,0 %</b>	<b>3,9 %</b>	<b>5,5 %</b>	<b>7,8 %</b>

Lähde: Inderes



# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e
Norrhydro	26	26	26,2	13,1	13,1	6,5	0,8	0,7	240,0	21,8	1,3	2,5	2,8
Castings plc	169	128	6,8	6,0	4,4	4,1	0,6	0,5	11,0	10,1	5,0	5,3	
Georg Fischer	4530	4698	11,8	9,8	9,0	8,4	1,1	1,0	15,1	13,8	2,5	2,8	3,0
ElringKlinger	374	848	9,4	7,7	4,1	3,7	0,4	0,4	9,8	6,4	4,0	5,4	0,4
Kesla	16	29	9,8	9,8	5,9	5,9	0,5	0,5	7,4	6,3	5,2	6,2	1,1
Ponsse	739	798	14,6	13,1	9,3	8,7	1,0	1,0	16,9	15,7	2,6	2,9	2,1
Wärtsilä	6580	7059	15,0	11,9	10,7	9,4	1,1	1,1	20,8	15,9	2,7	3,4	2,9
AGCO	8621	10305	6,3	6,6	5,6	5,7	0,8	0,8	8,0	8,2	4,4	1,9	2,1
<b>Componenta Oyj (Inderes)</b>	<b>27</b>	<b>29</b>	<b>8,0</b>	<b>5,2</b>	<b>3,1</b>	<b>2,5</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>17,2</b>	<b>7,7</b>	<b>0,0</b>	<b>3,9</b>	<b>1,0</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>12,5</b>	<b>9,8</b>	<b>7,8</b>	<b>6,5</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>41,1</b>	<b>12,3</b>	<b>3,5</b>	<b>3,8</b>	<b>2,1</b>
<b>Mediaani</b>			<b>10,8</b>	<b>9,8</b>	<b>7,4</b>	<b>6,2</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>13,0</b>	<b>12,0</b>	<b>3,4</b>	<b>3,2</b>	<b>2,1</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>			<b>-26 %</b>	<b>-47 %</b>	<b>-59 %</b>	<b>-60 %</b>	<b>-67 %</b>	<b>-69 %</b>	<b>32 %</b>	<b>-36 %</b>	<b>-100 %</b>	<b>23 %</b>	<b>-52 %</b>

Lähde: Refinitiv / Inderes

# DCF-laskelma

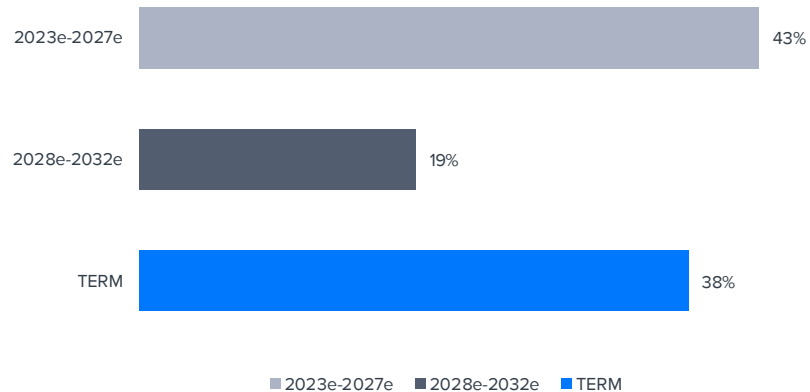
DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	25,0 %	4,3 %	1,7 %	2,4 %	4,1 %	3,8 %	3,5 %	3,3 %	3,0 %	2,8 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	1,4 %	3,2 %	4,3 %	4,3 %	4,7 %	4,5 %	4,2 %	4,0 %	3,7 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>1,6</b>	<b>3,6</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>	<b>5,8</b>	<b>5,7</b>	<b>5,6</b>	<b>5,5</b>	<b>5,3</b>	<b>5,1</b>	<b>5,2</b>	
+ Kokonaispoistot	5,5	5,9	5,5	5,5	5,5	5,7	5,8	6,0	6,2	6,4	6,6	
- Maksetut verot	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	-1,0	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	
- verot rahoituskuluista	-0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	0,9	0,9	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>7,7</b>	<b>10,5</b>	<b>10,6</b>	<b>10,6</b>	<b>11,5</b>	<b>11,5</b>	<b>10,5</b>	<b>10,6</b>	<b>10,6</b>	<b>10,6</b>	<b>10,9</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-4,7	-5,9	-6,2	-6,4	-6,6	-6,8	-7,0	-7,1	-7,3	-7,5	-7,8	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>2,6</b>	<b>4,6</b>	<b>4,4</b>	<b>4,2</b>	<b>4,9</b>	<b>4,7</b>	<b>3,5</b>	<b>3,4</b>	<b>3,3</b>	<b>3,1</b>	<b>3,1</b>	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	2,6	4,6	4,4	4,2	4,9	4,7	3,5	3,4	3,3	3,1	3,1	40,3
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>4,4</b>	<b>3,8</b>	<b>3,3</b>	<b>3,5</b>	<b>3,1</b>	<b>2,1</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>	<b>1,2</b>	<b>16,2</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		42,5	38,1	34,2	30,9	27,4	24,3	22,2	20,3	18,7	17,4	16,2
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>42,5</b>										
- Korolliset velat		-13,4										
+ Rahavarat		8,6										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>37,7</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>3,9</b>										

## Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,5 %
Yrityksen Beta	1,80
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,00 %
Riskitön korko	2,5 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>12,1 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>10,4 %</b>

Lähde: Inderes

## Rahavirran jakauma jaksoittain



# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	70,0	87,3	109,1	113,7	115,7	EPS (raportoitu)	-0,33	-0,04	0,01	0,16	0,35
Käyttökate	3,7	5,0	7,1	9,5	10,5	EPS (oikaistu)	-0,43	-0,13	0,03	0,16	0,35
Liikevoitto	-2,0	0,0	1,6	3,6	5,0	Operat. kassavirta / osake	0,69	0,27	0,79	1,08	1,09
Voitto ennen veroja	-3,5	-0,4	-0,1	1,5	3,4	Vapaa kassavirta / osake	0,39	-0,93	0,27	0,47	0,45
Nettovoitto	-1,0	-0,4	0,1	1,5	3,4	Omapääoma / osake	2,51	2,46	2,48	2,64	3,00
Kertaluontoiset erät	0,9	0,8	-0,2	0,0	0,0	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Tase</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>
Taseen loppusumma	64,0	55,5	58,8	63,3	68,4	Liikevaihdon kasvu-%	38 %	25 %	25 %	4 %	2 %
Oma pääoma	23,9	23,5	24,1	25,7	29,1	Käyttökateen kasvu-%	136 %	32 %	43 %	34 %	11 %
Liikearvo	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	Liikevoiton oik. kasvu-%	76 %	-72 %	-317 %	106 %	39 %
Nettovelat	-2,6	6,7	4,8	2,5	-0,3	EPS oik. kasvu-%	4839 %	-70 %	-120 %	515 %	123 %
<b>Kassavirta</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	Käyttökate-%	5,4 %	5,7 %	6,5 %	8,3 %	9,1 %
Käyttökate	3,7	5,0	7,1	9,5	10,5	Oik. Liikevoitto-%	-4,2 %	-0,9 %	1,6 %	3,2 %	4,3 %
Nettokäyttöpääoman muutos	2,9	-2,3	0,9	0,9	0,1	Liikevoitto-%	-2,9 %	0,0 %	1,4 %	3,2 %	4,3 %
Operatiivinen kassavirta	6,5	2,6	7,7	10,5	10,6	ROE-%	-16,0 %	-1,7 %	0,2 %	6,2 %	12,6 %
Investoinnit	-5,1	-2,0	-4,7	-5,9	-6,2	ROI-%	-6,1 %	3,2 %	4,3 %	9,7 %	12,5 %
Vapaa kassavirta	3,7	-8,9	2,6	4,6	4,4	Omavaraisuusaste	37,3 %	42,3 %	41,0 %	40,6 %	42,6 %
						Nettovelkaantumisaste	-10,8 %	28,6 %	20,0 %	9,6 %	-1,1 %
<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>						
EV/Liikevaihto	0,4	0,4	0,3	0,3	0,2						
EV/EBITDA (oik.)	7,3	7,8	3,9	3,1	2,5						
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	15,7	8,0	5,2						
P/E (oik.)	neg.	neg.	90,5	17,2	7,7						
P/B	1,3	1,4	0,9	1,0	0,9						
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	3,9 %						

Lähde: Inderes



# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

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

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

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

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat 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 sijoittajatalaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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

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

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

## Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
19.9.2023	Lisää	3,20 €	2,73 €

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

Yhteiskunnallisena tavoitteenamme on demokratisoida tieto finanssimarkkinoilla.

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

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

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

### Inderes Oyj

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

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



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen  
2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**