

ASPOCOMP

04.06.2026 18.45 EEST



Kaisa Vanha-Perttula, Analyytikko
+358 40 966 5534
kaisa.vanha-perttula@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS

LAAJA RAPORTTI



Vahvan kysynnän imussa uutta kasvuvaihdetta silmään

Aspocompin suunta on kääntynyt puolijohdeteollisuuden ja puolustussektorin imussa selvästi parempaan. Tilauskanta on historiallisen korkea, rahoitusasema on tervehtynyt ja Oulun investointiohjelma luo onnistuessaan pohjan seuraavalle kasvuvaiheelle. Odotamme tuloksen tekevän lähivuosina selvän tasokorjauksen ylöspäin, mutta osakkeeseen on mielestämme jo hinnoiteltu merkittävä osa tästä kehityksestä. Potentiaalia korkeammalle on sekä tuloksella että osakkeella, mutta nykykurssilla tuloskasvuun nojaaminen ei mielestämme tarjoa riittävää kompensatiota korkeista ennusteriskeistä. Toistamme Aspocompin vähennä-suosituksemme, mutta nostamme tavoitehintamme 5,0 euroon (aik. 4,7 €) lievien ennustenostojen ja laskeneen tuottovaatimuksen myötä.

Eurooppalainen erikoisosaaja vaativissa piirilevyissä

Aspocomp tarjoaa korkealaatuista piirilevyjen suunnittelu- ja valmistuspalvelua. Yhtiö on niche-toimija valtavalla toimialalla ja keskittyy strategisesti teknologisesti haastaviin piirilevyihin sekä lyhyisiin ja keskipitkiin tuotantosarjoihin, joissa yhtiön Oulun tuotantolaitos on hyvin kilpailukykyinen Euroopassa. Yhtiön kilpailuedut perustuvat tuotannon kyvykkyyksiin ja joustavuuteen, nopeisiin läpimenoaikoihin, hyvään maineeseen sekä asiantuntevaan kokonaispalveluun. Kilpailuedut ovat mielestämme selkeimmät Euroopassa ja erityisesti sensitiivisillä aloilla, joilla asiakkaat ovat haluttomia viemään vaativien tuotteiden valmistusta Aasiaan. Onkin kriittistä, että Aspocomp on löytänyt oman markkinalokeronsa nopeasti kasvavilta puolijohdeteollisuuden sekä puolustussektorin alueilta. Oman tuotantonsa lisäksi yhtiö välittää yhteistyökumppaniensa volyyimivalmistuspalveluita, mikä antaa mahdollisuuden palvella asiakkaita laajemmin tuotteen elinkaaren aikana.

Seuraava kasvuloikka nojaa Oulun investointiohjelmaan

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

rumasti tappiolle vuonna 2023, minkä jälkeen kuoppa syveni vuonna 2024. Vuonna 2025 yhtiö sai suunnan käännettyä voitolliseksi puolijohdeteollisuuden elpymisen ja puolustussektorin vahvan kysynnän tukemana, mutta kannattavuus jäi vielä kauas historiallisesti hyvistä tasoista. Vuonna 2026 tulosparannuksen pitäisi jatkua, kun historiallisen heikkokatteinen tilauskanta poistuu ja tuotannon läpivirtaus normalisoituu. Ennustamme yhtiön liikevaihdon kasvavan tänä vuonna 41 MEUR:oon ja liikevoiton nousevan 2,2 MEUR:oon. Lähivuosien suurempi tasokorjaus nojaa kuitenkin ennen kaikkea Oulun investointiohjelman onnistumiseen, sillä sen pitäisi nostaa tehtaan läpimenokapasiteettia noin 50 % vuoden 2027 loppuun mennessä. Tuotannon sujuvuus ei ole lyhyellä aikavälillä itsestäänselvyys, mutta vahva tilauskanta antaa yhtiölle hyvät lähtökohdat kannattavan kasvun rakentamiseen.

Arvostus vaatii taakseen voimakasta tuloskasvua

Aspocomp on edennyt käännteessään hyvin, ja rahoitustilanteen vakautuminen, historiallisen korkea tilauskanta sekä vahvistunut kysyntäkuva ovat pienentäneet yhtiön riskiprofiilia. Tämä on mielestämme perustellusti tukenut osakkeen arvostusta. Aspocompin vuoden 2026 ennusteidemme mukainen P/E-luku on noin 20x ja EV/EBITDA-kerroin noin 11x, mitkä ovat selvästi normaaleja tasoja korkeampia. Arvostus on siis lyhyellä aikavälillä venytetty ja sisältää oletuksen voimakkaasta tulosparannuksesta. Vaikka kertoimet laskevat vuoden 2027 ennusteilla, näkyvyys ensi vuoteen on edelleen rajallinen ja ennusteriskin kantamisesta saatava palkkio jää mielestämme ohueksi. Suhteellinen arvostus tai kassavirtamalli eivät tässä vaiheessa myöskään tarjoa merkittävää nousupotentiaalia. Tätä kautta jäämmekin odottamaan, että vahvistuvat fundamentit ottavat kiinni osakekurssia. Tulosparannuksen jatkuessa voimakkaana osakkeessa on edelleen nousuvaraa, mutta nykykurssilla tuotto-riskisuhde jää mielestämme turhan heikoksi.

Suositus

Vähennä

(aik. Vähennä)

Tavoitehinta:

5,00 EUR

(aik. 4,70 EUR)

Osakekurssi:

5,34 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2025	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	38	41	46	53
kasvu-%	38 %	8 %	13 %	15 %
EBIT oik.	0,9	2,2	3,9	5,7
EBIT-% oik.	2,4 %	5,5 %	8,5 %	10,6 %
Nettotulos	0,4	2,1	3,7	4,8
EPS (oik.)	0,07	0,27	0,49	0,63

P/E (oik.)	76,0	19,5	10,9	8,4
P/B	2,1	1,9	1,7	1,5
Osinkotuotto-%	0,0 %	1,8 %	3,7 %	5,9 %
EV/EBIT (oik.)	43,6	20,5	12,1	7,7
EV/EBITDA	16,9	11,2	8,1	5,2
EV/Liikevaihto	1,0	1,1	1,0	0,8

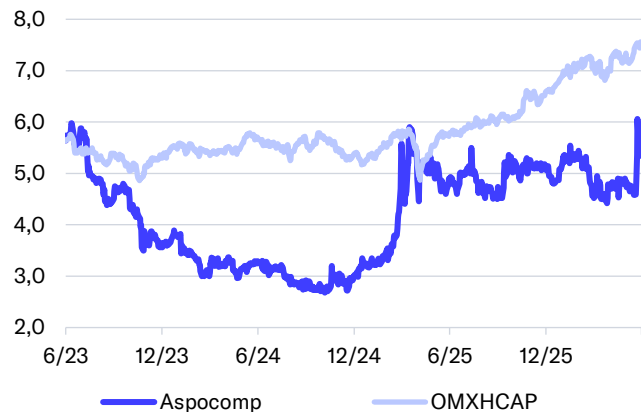
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

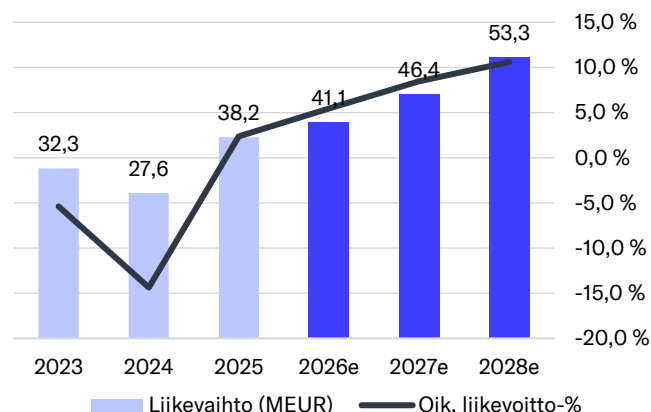
Aspocomp arvioi vuoden 2026 liikevaihdon kasvavan (2025: 38,2 MEUR) ja liiketuloksen paranevan vuoteen 2025 verrattuna (0,9 MEUR).

Osakekurssi



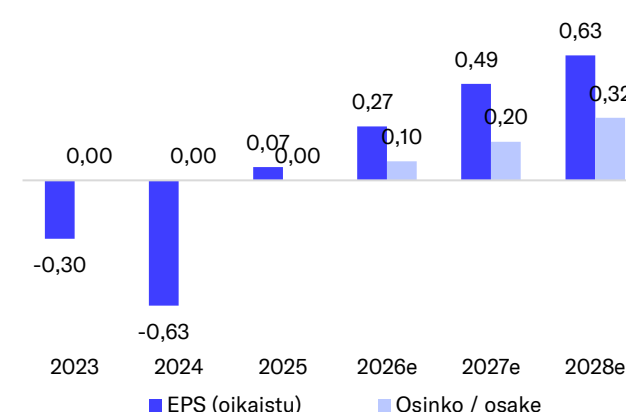
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Asiakaskunnan laajentaminen ja voimakas kasvu sektoreilla kuten puolijohdeteollisuus ja puolustusteollisuus
- Liiketoimintaprofiilin muuttuminen paremmin ennakoitaviin tuotekategorioidiin
- Paikallisuuden merkityksen nousu
- Strateginen laajentuminen kokonaistoimituksiin
- Oulun tehtaan onnistunut kapasiteettilaajennus
- Hyväksyttävän arvostustason nousu riskiprofiilin pienentyessä hiljalleen

Riskitekijät

- Globaalin piirilevymarkkinan kehitykseen liittyvä epävarmuus ja markkinahäiriöt
- Voimakkaasti vaihteleva ja vaikeasti ennustettava kysyntä
- Riippuvuus puolijohdeteollisuuden yksittäisien asiakkaiden kehityksestä
- Kilpailun oleellinen kiristyminen
- Operatiiviset haasteet kuten laatuongelmat
- Kapasiteettilaajennuksen kustannus- ja tuotantoriskit investointivaiheessa

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	5,34	5,34	5,34
Osakemäärä, milj. kpl	7,52	7,52	7,52
Markkina-arvo	40	40	40
Yritysarvo (EV)	46	47	43
P/E (oik.)	19,5	10,9	8,4
P/E	19,5	10,9	8,4
P/B	1,9	1,7	1,5
P/S	1,0	0,9	0,8
EV/Liikevaihto	1,1	1,0	0,8
EV/EBITDA	11,2	8,1	5,2
EV/EBIT (oik.)	20,5	12,1	7,7
Osinko/tulos (%)	35,0 %	40,0 %	50,0 %
Osinkotuotto-%	1,8 %	3,7 %	5,9 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-9
Strategia ja kilpailuetu	10-11
Sijoitus- ja riskiprofiili	12-15
Toimiala ja kilpailu	16-19
Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne	20-23
Ennusteet	24-30
Arvonmääritys ja suositus	31-34
Taulukot	35-39
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	40

Aspocomp lyhyesti

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

8,1 % (2015–2025 CAGR)

Liikevaihdon kasvu-%

7,2 % (2015–2025 ka.)

Käyttökate-%

38,2 MEUR (+38 % vs. 2024)

Liikevaihto vuonna 2025

0,9 MEUR (2,4 % liikevaihdosta)

Liiketulos vuonna 2025

21,1 MEUR (+6 % vs. 2024)

Tilaukanta vuonna 2025

80 % / 20 %

Liikevaihdon jakauma: oma tuotanto / välitys¹

Lähde: Aspocomp, Inderes
¹Inderesin arvio

ASPOCOMP

Nousukausi 2016–2022

Liikevaihto kääntyy nousuun asiakaskunnan laajentuessa, ja kannattavuus paranee.

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

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

Puolijohdekuoppa 2023–2024

Pandemian vaikutus näkyi vielä vuoden 2021 alkupuolella, mutta H2'21 tilanne normalisoitui ja vuoden 2022 tulos oli vahva.

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

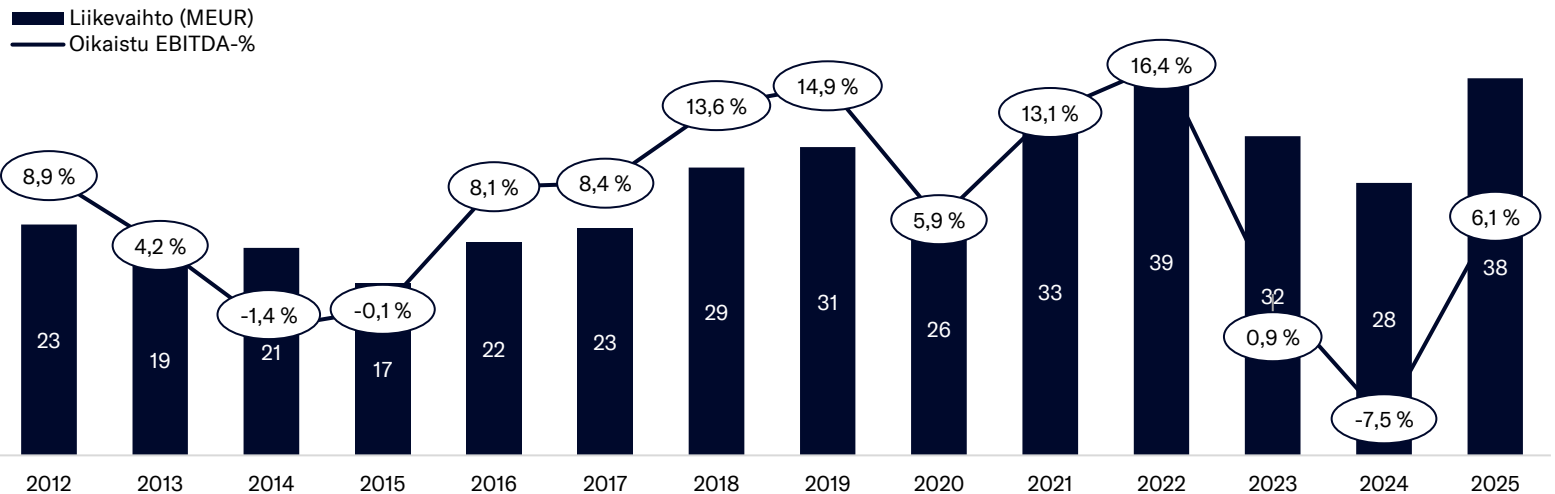
Vuonna 2024 Aspocomp oli pahimmillaan rahoituskriisin partaalla, mutta sai käännettyä suunnan riittävän ajoissa.

Uusi kasvuvaihe 2025–

Geopoliittiset jännitteet ja toimitusketjujen hajauttaminen tukevat paikallisen piirilevytuotannon kysyntää länsimaissa.

Aspocompin päivitettyssä strategiassa tavoitteena on kasvaa Euroopan suurten toimijoiden joukkoon.

Strategian kulmakiveksi nousee noin 10 MEUR:n investointi Oulun tehtaan laajentamiseen vuosina 2026–2027.



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/3

Vaativiin piirilevyteknologioihin erikoistunut palveluyritys

Aspocomp tarjoaa piirilevyjen suunnittelu- ja valmistuspalvelua. Pienenä ja ketteränä yhtiönä valtavalla toimialalla se keskittyy strategisesti teknologisesti haastaviin, lyhyisiin tai keskipitkiin tuotantosarjoihin sekä pikatoimituksiin, joissa sen Oulun tuotantolaitos on kilpailukykyinen. Oman tuotantonsa lisäksi yhtiö välittää valittujen yhteistyökumppaneiden palveluita asiakkailleen, mikä antaa yhtiölle mahdollisuuden palvella asiakkaita koko tuotteen elinkaaren ajan. Tämä ns. elinkaarimalli mahdollistaa jatkuvamman liiketoiminnan.

Tuotantomäärien kasvaessa piirilevyjen tuotanto tehdään valtaosin Aasiassa, missä yksikkökustannukset saadaan painettua alas suurten volyyymien ansiosta. Aasialaiset massavalmistajat ovat myös teknologisesti hyvin kyvykkäitä, mitä kautta Aspocomp on siirtänyt asiakasfokustaan yhä enemmän sektoreille, joilla laatu, luotettavuus, toimitusnopeus ja toimitusketjun hallinta korostuvat hinnan sijaan. Etenkin puolijohde- ja puolustussektoreilla kriittistä teknologiaa ei haluta siirtää Aasiaan IPR-riskien ja luottamuksellisuuden vuoksi, mikä tukee paikallisen eurooppalaisen tuotannon suhteellista kilpailukykyä.

Lyhyiden ja haastavien sarjojen erikoisosaaja

Aspocomp keskittyy korkealaatuisten piirilevyjen suunnittelu- ja valmistuspalveluihin. Yhtiö on erikoistunut omassa tuotannossaan teknologisesti haastavien piirilevyjen valmistamiseen, joissa yhtiön Oulun tehtaalla on kilpailukykyinen. Yhtiö on investoinut merkittävästi uusiin kyvykkyyksiin ja pystyy nopeisiin toimituksiin myös rakenteeltaan monimutkaisten piirilevyjen osalta. Aspocomp on viime aikoina tehostanut omaa tuotantoaan ja hakenut ratkaisuja Oulun tehtaalla tuotantoon pullonkauloihin. Viime vuosina merkittävin

pullonkaula on ollut piirilevyjen kuparointi, mutta viime aikoina haasteita ovat aiheuttaneet myös yksittäiset laiterikot ja varaosien saatavuusongelmat.

Yhtiön merkittävimpiä etuja ovat korkea teknologinen osaaminen ja tuotannon lyhyet läpimenoajat. Yhtiön läpimenoaika on Euroopan lyhimpiä, mikä on esimerkiksi tuotekehitykseen liittyvissä pienissä sarjoissa merkittävä kilpailuetu. Historiassa kriittisessä roolissa olleiden pikatoimituksien määrä on kuitenkin vuosien varrella laskenut ja arviomme mukaan osuus liikevaihdosta on laskenut 10 %:n tasolle (historiassa jopa yli 50 %). Näin ollen ne eivät enää ole ratkaisevassa roolissa, mutta tason elpyminen tulevaisuudessa olisi mielestämme tärkeää.

Tarjontaa laajentavat yhteistyökumppanit

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

Välityspalvelu sisältää sopivimman volyymivalmistajan valinnan, tuotteen teknisen tiedon välityksen, laadunvarmistuksen ja logistiset palvelut. Asiakas voi halutessaan ostaa piirilevynsä koko tuotteen elinkaaren ajan yhdestä paikasta. Oman valmistuksen kautta jatkuvasti päivittyvä kokemus piirilevyteknologioista erottaa Aspocompin kilpailussa puhtaista välittäjistä, joilla ei ole omaa valmistusta. Välityspalvelun liikevaihto kasvoi vuoteen 2022 asti voimakkaasti ja tätä kautta osuus liikevaihdosta nousi, mutta viime vuosina kehitys on

ASPOCOMP

Aspocomp tarjoaa piirilevyjen suunnittelu- ja valmistuspalvelua

Aspocomp keskittyy teknologisesti haastaviin ja lyhyisiin tuotantosarjoihin, joissa sen Oulun tehdas on kilpailukykyinen.

Lisäksi yhtiö välittää yhteistyökumppanien palveluita asiakkailleen, minkä myötä voi palvella asiakkaita tuotteen koko elinkaaren ajan.

Liiketoimintamalli

~80 %

Liikevaihdon jakauma¹

~20 %

Oma valmistus

- Oulun tehtaalla tehdään lyhyehköt ja haastavat sarjat
- Korkea teknologinen kyvykkyys ja nopeat läpimenoajat
- Kiinteitä kuluja ja kapasiteetin hallintaa
- Tuotannon pullonkauloja pyritään kiertämään alihankinnalla

Välitys

- Volyymituotannon välittäminen yhtiön kumppaneiden kautta
- Mahdollisuus palvella asiakkaita koko tuotteen elinkaaren ajan
- Matala kiinteä kulu, matalammat katteet

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/3

käsityksemme mukaan ollut heikkoa. Lukuja ei ole julkistettu, mutta arvioimme osuuden olleen vuonna 2025 selvästi alle 20 %, kun korkeimmillaan taso oli yli 25 %.

Asiakaskunta on ollut historiallisesti keskittynyt

Aspocompin ylivoimaisesti suurin asiakassektori on ollut historiallisesti tietoliikenne, sillä yhtiö oli aiemmin Nokian merkittävä alihankkija. Painopiste on siirtynyt viime vuosina voimakkaasti uusiin kasvualueisiin, kuten puolustus- ja puolijohdeteollisuuteen. Osuudet voivat tosin heilua vuosittain voimakkaasti mm. isojen asiakkuuksien mukana. Vuonna 2025 liikevaihtojakauma painottui edelleen Puolijohdeteollisuuteen (46 %), mutta Puolustus-, turvallisuus- ja ilmailusegmentti on myös kasvanut nopeasti (25 %). Muilta osin liikevaihto jakautui Autoteollisuuteen (18 %), Tietoliikenteeseen (6 %) ja Teollisuuselektroniikkaan (6 %).

Aspocomp uudisti vuoden 2026 alussa raportointimalliaan, jonka myötä liikevaihto raportoidaan jatkossa enää kolmessa asiakassegmentissä: 1) Puolijohdeteollisuus, 2) Puolustus, turvallisuus ja ilmailu, ja 3) Muut (sis. aiemmat Teollisuuselektroniikka, Autoteollisuus ja Tietoliikenne). Muutos heijastelee nykyisen strategian painopistealueita, mutta toisaalta vähentää näkyvyyttä muiden asiakasryhmien kehitykseen. On kuitenkin selvää, että kaksi ensin mainittua segmenttiä tulevat kasvattamaan osuuttaan lähivuosina niiden hyvien kasvunäkymien ansiosta.

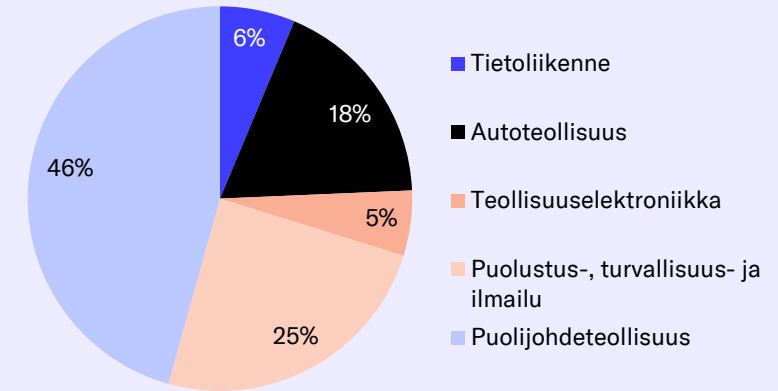
Aspocompin asiakaskunta on ollut historiallisesti erittäin keskittynyt. Vuosina 2019–2021 Aspocomp ei julkaissut jakaumaa suurimpien asiakkaiden välillä, mutta raportointiin palattiin vuonna 2022. Arvioimme mukaan syy löytyy puolijohdeteollisuuden voimakkaasta kasvusta, koska täällä avainasiakkaita on arvioimme mukaan rajallisesti. Vaikka yhtiö ei ole kertonut virallisesti suurimpien asiakkaidensa nimiä ja

ottamatta kantaa Aspocompin suoraan asiakkaaseen puolijohdeteollisuudessa, arvioimme sen olevan mukana ainakin ASML:n tuotantoketjussa. Kyseessä on käytännössä ainoa eurooppalainen yhtiö, jolla on merkittävä asema globaalissa tekoälykisassa monopoliasemansa (EUV-litografiakoneet) ansiosta. Viiden suurimman asiakkaan osuus liikevaihdosta oli 67 % vuonna 2025, mikä korostaa yhtiön altistumista yksittäisten sektorien sykleille. Historiallisten Nokia-riskien tilalle onkin tullut uudenlaista syklistä herkkyyttä, joka realisoitui viime vuosina puolijohdeteollisuuden kysyntäheilahteluina. Mielestämme ideaali asiakasportfolio koostuisi kohtuullisesta määrästä merkittäviä keskikokoisia asiakkaita. Tärkeintä kuitenkin olisi, ettei yksittäisen asiakkaan tai sektorin kysynnän heilahtelut enää vaikuttaisi merkittävästi kokonaisuuteen. Nykyinen johto pyrkiikin tasapainottamaan tätä riskiä aktiivisella kapasiteetin hallinnalla.

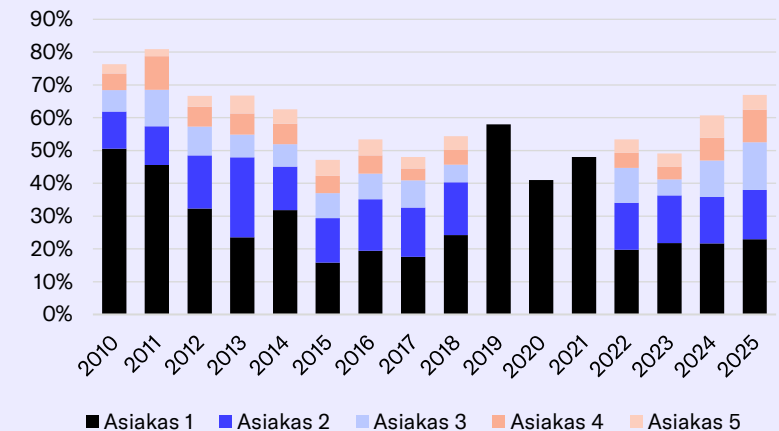
Joustavuus ja tuotannon optimointi liiketoimintamallin ytimessä

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

Liikevaihdon jakautuminen (2025)



Viiden suurimman asiakkaan osuus liikevaihdosta historiallisesti (%)



Lähde: Aspocomp, Inderes

Huom. Vuosina 2019–2021 ei raportoitu kuin 5 suurimman osuus (esitetty Asiakas 1)

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/3

Aspocompin kapasiteetin käyttöaste heiluu jonkin verran koko ajan, koska tuotanto on lähtökohtaisesti aina volyymiltaan suhteellisen pientä ja vaihtelevuudeltaan suurta (low volume / high mix). Kapasiteettia ei ole järkevää myydä kokonaan täyteen, koska silloin yhtiö menettäisi joustavuutensa eikä korkeakatteisia ja asiakkaiden arvostamia pikatoimituksia voitaisi tehdä. Toisaalta kapasiteetin alikäyttö tai häiriöt tuotannossa aiheuttavat taloudellisten ongelmien lisäksi prosessiongelmia ja kasvavaa tuotehävikkiä, mikä on kiinteäkulisessa liiketoiminnassa varsin tuhoisa yhdistelmä. Lisäksi yhtiölle on kriittistä pystyä pitämään kiinni korkean tason erikoisosaajista.

Aspocompin nykyinen toimitusjohtaja on lähtenyt yhteensovittamaan asiakaskysynnän vaihtelua ja yhtiön oman kapasiteetin hallintaa asettamalla eri asiakkaille ja sektoreille kapasiteettirajoitteita. Käytännössä tämä tarkoittaa, että esimerkiksi voimakkaassa nousussa olevan puolijohdeteollisuuden osuutta kokonaiskapasiteetista rajoitetaan tietoisesti. Jos asiakas välttämättä haluaa enemmän toimituksia, nämä voidaan toimittaa pikatoille jätetystä kapasiteetista nopeasti, mutta hinnat ovat silloin luonnollisesti korkeampia. Tämän mallin avulla Aspocompin kapasiteetin käyttöasteen heilunnan pitäisi olla rajallisempaa, eikä yhtiö joudu enää vuoden 2024 kaltaiseen tilanteeseen.

Yhtiön tuotekatteet ovat yleensä korkeita (keskimäärin ~40 %). Katteet kuitenkin vaihtelevat todella voimakkaasti ja voivat olla 10–60 % riippuen toimitusaikataulusta ja tuotteiden vaativuudesta. Pikatoimitusten osuus heijastuu myös suoraan myyntimixiin ja kannattavuuteen. Samalla yhtiön kulurakenne on merkittävältä osin kiinteä, mikä tarkoittaa erittäin suurta tulosvipua. Parhaat tuotekatteet ovat lyhyellä toimitusajalla tilatuissa korkean vaatimustason tuotekehityssarjoissa, joissa yhtiö saa merkittävän kompensaaion pikatoimituksesta, eikä

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

Välitysliiketoiminta tasaa oman tuotannon riskejä

Tulevaisuuden kannattavuusrakenteeseen vaikuttaa volyymivälityksen kehitys. Tässä liiketoiminnassa katteet eivät ole niin korkeita kuin omassa tuotannossa, mutta toisaalta kiinteitä investointeja tai kuluja ei vaadita. Tuotekatteet liikkuvat välitysliiketoiminnassa arviomme mukaan yleisesti 15–30 %:n välillä, minkä jälkeen yhtiön täytyy kattaa liiketoiminnan kiinteät kulut. Nämä ovat suhteellisen pienet (myynti ja markkinointi sekä asiantuntijoiden käyttö), joten kannattavuus nousee suhteellisen nopeasti tietyn liikevaihtotason jälkeen. Parhaat toimijat ovat pystyneet kestävästi välitysliiketoiminnassa 10 %:n liikevoittotasoon.

Selkeä vahvuus on se, ettei partneriverkoston perustuva liiketoiminta sido pääomia, sillä se ei vaadi investointeja omaan kapasiteettiin. Välityksen kasvu ei vähentäisi oman tuotannon liikevaihto- tai tulospotentiaalia, vaan tukisi sitä. Yhtiö voisi myös hallita volyymivalmistuksen kautta paremmin oman kapasiteetin käyttöastetta ja vahvistaa asiakassuhteita. Viime vuosina välitysliiketoiminnan kehitys on käsityksemme mukaan ollut heikkoa ja osuus liikevaihdosta on laskenut alle 20 %:iin. Tämä selittyy osin sillä, että Aspocomp on joutunut priorisoimaan resurssiaan ja ratkomaan Oulun tehtaan tuotannollisia haasteita.

Oman tuotannon avaintekijät

Vahvuudet

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

Heikkoudet

- Kilpailukyky ja katetasot heikkenevät nopeasti sarjakokokojen kasvaessa
- Kilpailukyvyyn ylläpitäminen vaatii jatkuvia investointeja
- Näkyvyys kysyntään heikko ja kapasiteetin optimointi on haasteellista
- Kulurakenne pitkälti kiinteä

Välityksen avaintekijät

Vahvuudet

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

Heikkoudet

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

Aspocompin liiketoimintamalli ja sijainnit maailmanlaajuisesti

Sijainnit maailmanlaajuisesti



Toimistot

Pääkonttori: Espoo, Suomi
Myyntitoimisto: Suomi, Saksa, UK, Kiina
Muu toimisto: Shenzhen, Kiina

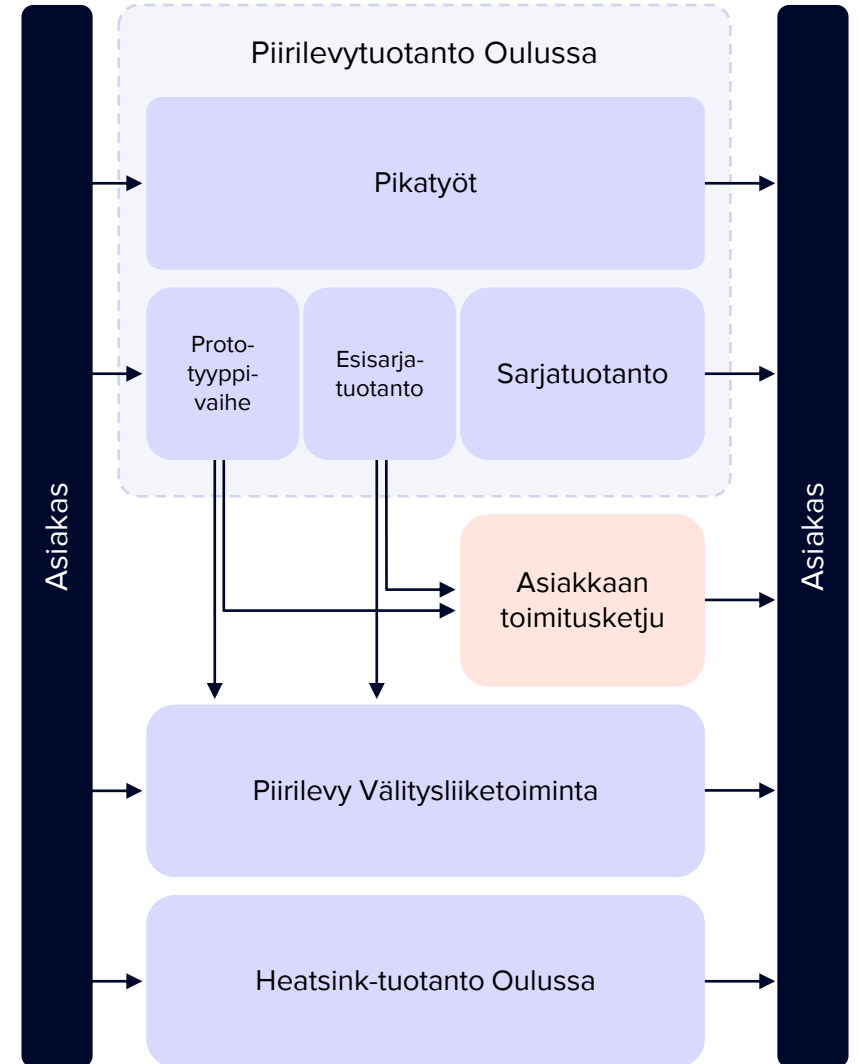
Tuotanto

Oma tehdas: Oulu
Valmistuspartnerit: Eurooppa ja Aasia

Toimitusmaat

Maailmanlaajuisia toimituksia yhteensä 42 eri maahan

Liiketoimintamalli



Strategia ja kilpailuetu 1/2

Strategian painopiste kasvussa ja aseman vahvistamisessa

Aspocomp päivitti syksyllä 2025 strategiaansa sekä pitkän aikavälin kasvutavoitteitaan. Päivitetyn strategian keskiössä on markkina-aseman vahvistaminen erityisesti Puolustus-, turvallisuus- ja ilmailu- sekä Puolijohdesegmenteissä, joissa kysyntä on viime vuosina kasvanut vahvasti. Tätä tukee myös asiakkaiden pyrkimys siirtää kriittistä piirilevyvalmistusta pois Aasiasta toimitusvarmuuden ja luottamuksellisuuden vuoksi, mikä tarjoaa Aspocompille vahvan aseman korkean teknologian piirilevyjen toimittajana Euroopassa.

Yhtiön tavoitteena on asemoitua Euroopan kolmen merkittävimmän piirilevyvalmistajan joukkoon valituilla toimialoilla. Pidämme strategiaa luonnollisena jatkumona yhtiön kehitykselle, mutta yhtiön kasvupalut ovat mielestämme varsin kunnianhimoiset historialliseen tasoon nähden. Aspocompin pyrkimys kasvaa nykyisestä kokoluokasta Euroopan suurten toimijoiden joukkoon edellyttääkin onnistumisia sekä orgaanisen että mahdollisesti epäorgaanisen kasvun rintamalla.

Oulun tehtaan laajennus luo kasvun selkärangan

Strategian kulmakiveksi nousee vuosina 2026–2027 toteutettava noin 10 MEUR:n investointi Oulun tehtaan laajentamiseen, jonka on määrä tulla tuotannolliseen käyttöön Q3'27. Laajennus kasvattaa tehtaan läpimenokapasiteettia noin 50 % ja parantaa tuotannon laatua sekä koneiden ja laitteiden käytettävyyttä. Koska tehdas on pyörinyt jo pitkään täydellä kapasiteetilla ja kysyntä ylittää nykyisen tuotantokyvyn, investointi on luonnollisesti perusteltu. Investointi rahoitetaan osin operatiivisella kassavirralla ja loppuvuonna 2025 tiedotetulla rahoituspaketilla. Lisäksi Aspocomp saa 1,75 MEUR:n kehittämisavustuksen ELY-keskukselta, mikä on yhtiön kokoluokassa merkittävä.

Kasvua haetaan myös kumppaniverkoston vahvistamisella ja yritysostoilla

Orgaanisen kasvun lisäksi Aspocomp aikoo kasvattaa välitysluokkatoimintaansa laajentamalla kumppaniverkostoaan erityisesti Kiinan ulkopuolella. Tavoitteena on vapauttaa Oulun tehtaan kapasiteettia korkeamman teknologian tuotteille ja parantaa näin tuotannon keskimääräistä katetasoa. Välityksen kasvattaminen tukee myös yhtiön kasvua kevyemmällä pääomarakenteella ja tasaa suhdanteen vaihteluita. Tämä on tärkeää myös laajemman asiakasrakenteen kannalta, sillä suuret asiakaskeskittymät ovat luoneet riskejä historiassa. Käsitksemme mukaan yhtiöllä on tällä hetkellä yhdeksän toimittajaa kumppaniverkostossa, joiden tuotantoa Aspocomp koordinoi vastaten itse kokonaistoimituksesta ja laadusta. Yksittäiset toimitukset ovat yleensä pieniä (alle 10 000 euroa), mutta asiakkaiden vuosivolyymit voivat nousta yli miljoonaan euroon. Varsinaisten massatuotteiden valmistuksessa Aspocomp ei siis ole mukana myöskään välityksessä.

Yhtiö on myös nostanut esiin mahdolliset yritysostot osana kasvustrategiaa, johon rahoitusaseman vahvistuminen antaa aiempaa paremmat edellytykset. Yritysostojen taustalla voisi yhtiön mukaan olla asiakasportfolion vahvistaminen, laajentuminen valituille toimialoille tai osaamisen hankkiminen. Ymmärrämme yritysostot osana työkalupakkia voimakasta kasvua hakiessa, mutta helppoa omistaja-arvon luonti toimialalla ei kuitenkaan näkemyksemme mukaan ole. Arvioimme Aspocompin fokuksen olevan lähivuosina vahvasti Oulun investoinneissa ja orgaanisessa kasvussa, mutta näiden onnistuessa yritysostot voivat myöhemmin tulla kyseeseen.

Kunnianhimoinen kasvutavoite suhteessa nykytasoon

Aspocompin yli 100 MEUR:n liikevaihtotavoite pitkällä aikavälillä on nähdäksemme varsin kunnianhimoinen, sillä se

Aspocompin strategia vuosina 2026–2030

Aspocompin päivitetty strategia keskittyy vahvistamaan yhtiön nykyistä markkina-asemaa ja vastaamaan lisääntyneeseen kysyntään erityisesti Puolustus, turvallisuus, ilmailu -segmentissä sekä Puolijohdeteollisuus-segmentissä.

Pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet

>100 MEUR liikevaihto pitkällä aikavälillä

>10 % liikevoitto-% keskipitkällä aikavälillä

✓ Ylläpitää kasvun myötä hyvä kannattavuus yli suhdannesyklin

✓ Kasvaa orgaanisesti investoimalla Oulun tehtaan laajenemiseen vuosina 2026–2027 kasvattamalla läpimenokapasiteettia jopa 50 % ja parantaa tuotannon laatua sekä koneiden ja laitteiden käytettävyyttä

>40 % omavaraisuusaste tehden strategisia investointeja ja yritysostoja

✓ Kasvattaa välitysluokkatoimintaa lisäämällä kumppaniverkostoja Kiinan ulkopuolella tukemaan Oulun tehdasta

Strategia ja kilpailuetu 2/2

vastaa yli kaksinkertaista tasoa suhteessa vuoden 2025 liikevaihtotasoon. Näkemyksemme mukaan tavoitteen saavuttaminen edellyttää Oulun kapasiteettilaajennuksen onnistumista, uusien asiakkuuksien voittamista korkean teknologian segmenteissä sekä täydentäviä yritysostoja. On hyvä huomata, että kyseessä on pitkän aikavälin tavoite ilman selkeää aikajanaa, jolloin se kuvastaa enemmän yhtiön tahtotilaa tulevaisuudessa.

Keskkipitkän aikavälin yli 10 %:n liikevoittotavoitetta pidämme realistisena jo lähivuosina, mikäli yhtiö onnistuu skaalaamaan kapasiteettinsa suunnitellusti ja pitämään kustannukset hallinnassa. Haasteena on kuitenkin investointien tuomat etupainotteiset kulut ja mahdolliset häiriöt tuotannossa. Omavaraisuusasteen yli 40 %:n tavoite on perustellulla tasolla ottaen huomioon yhtiön investointivaiheen sekä suunnitellun kasvun rahoitustarpeet, mutta liiketoiminnan luonne huomioiden vahva tase on myös vaatimus.

Kilpailuedut

Pienen Aspocompin on mielestämme haettava kilpailuetua nopeudesta, ketteryydestä ja vahvasta teknologisesta osaamisesta. Etenkin eurooppalaisessa mittakaavassa yhtiön teknologinen kyvykkyys on erinomainen. Yhtiön pitkä historia tietoliikennesektorin vaativissa piirilevyissä tukee osaamista korkean taajuuden ja nopean signaalinsiirron sovelluksissa, mikä on relevanttia myös puolustus- ja puolijohdoteollisuudessa. Mielestämme Aspocompin merkittävimmät kilpailuedut voidaan tiivistää:

- Oulun tuotantolinjan nopea läpimenoaika pienissä sarjoissa
- Oman tuotannon tuoma teknologinen osaaminen ja laatu
- Tuotannon joustavuus ja organisaation ketteryys
- Hyvämaineinen ja luotettava eurooppalainen toimija

Vahvimmillaan Aspocompin kilpailuedut ovat mielestämme tuotekehitykseen liittyvissä pikatoimituksissa, joissa isot massavalmistajat eivät pysty kilpailemaan toimitusajoilla. Globaalilla kentällä yhtiön selkein kilpailuetu on nopeus, mutta Aspocompin vahvuudet korostuvat etenkin länsimarkkinoilla ja sensitiivisillä aloilla, joilla toimitusvarmuus, luottamuksellisuus ja Kiina-riippuvuuden vähentäminen painavat hinnan rinnalla.

Lisäksi yhtiön pitkä kokemus, vahva osaamispohja ja luotettavan toimittajan maine ovat tärkeitä kilpailutekijöitä erityisesti suurille asiakkaille. Aspocompilla on myös vuosien varrella kumuloitunut vahva osaamispohja ja hyviä referenssejä. Pohjoismaissa yhtiöllä on vahva markkina-asema, ja Euroopan mittakaavassa se on merkittävä peluri paikallisten toimijoiden vähäisyyden vuoksi. Sama dynamiikka tukee mahdollisuuksia myös Yhdysvalloissa, missä tuotantoa keskitetään strategisille aloille kuten puolustusteollisuuteen.

Kilpailuhaitat

Volyymituotannossa Aspocompilla ei ole mahdollisuuksia kilpailla aasialaisten kilpailijoiden kanssa, mutta nykyisessä strategiassa yhteistyökumppanit hoitavat tämän osuuden. Ilman aikarajoitteita tehtävissä tilauksissa yhtiön hinnoitteluvoima on tiukan kilpailutilanteen vallitessa lähes olematon, varsinkin jos esimerkiksi kiinalaiset toimijat ovat mukana kilpailuissa. Tämä kuuluu toimialan realiteetteihin, mikä tekee kapasiteetin hallinnasta haastavaa ja elintärkeää.

Pienenä yhtiönä Aspocompilla on myös yleisesti rajalliset resurssit. Päivitetyn strategian myötä varmistettu rahoitus Oulun tehtaan laajennukseen kuitenkin hälventää merkittävästi pitkän aikavälin kilpailukykyyn ja kapasiteettiin liittyviä huolia. Suurimpana jatkuvana haasteena säilyy kysynnän voimakas heilunta ja heikko ennustettavuus, mikä johtuu pääosin liiketoiminnan luonteesta ja osittain suurimpien asiakkaiden heiluvista volyymeista.

Aspocompin kilpailuedun ydin



Oman tuotannon avaintekijät

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



Teknologinen kyvykkyys

- Aspocomp on investoinut merkittävästi Oulun teknologiseen kyvykkyteen sekä osaamiseen
- Tämän ansiosta yhtiö pystyy tarjoamaan teknologisesti alan vaikeampia piirilevyratkaisuja



Yhteistyöverkosto ja maine

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

Sijoitus- ja riskiprofiili 1/2

Vahvuudet

Kilpailukykyinen tuotanto (high mix/low volume).

Aspocompin kilpailukyky on vahva omalla ydinalueellaan korkealaatuisen ja joustavan tuotannon takia. Yhtiön niche ovat lyhyehköt ja haastavat sarjat sekä korkealaatuiset pikatoimitukset, joissa toimitusaikataulu on yksikköhintoja tärkeämpää. Pidämme yhtiön kilpailukykyä erittäin hyvänä silloin, kun kilpailu rajoittuu Aasian ulkopuolelle.

Vahvat asiakkuudet kasvusektoreilla. Hankaluuksista huolimatta Aspocomp on rakentanut itselleen vahvoja asiakkuuksia puolijohdeteollisuudessa ja puolustussektorilla, joissa molemmissa asiakkaat arvostavat luotettavaa eurooppalaista toimittajaa. Uuden asiakkaan voittamisen ja merkittävän liikevaihdon välillä on alalla pitkä viive, mutta puolustussektorin volyymit ovat vahvassa kasvussa ja puolijohdeteollisuuden kysyntä on niin ikään pysynyt hyvällä tasolla laaja-alaisen teknologisen kehityksen vetämänä.

Kumppaniverkosto täydentää omaa tuotantoa. Valittujen yhteistyökumppaneiden avulla yhtiö voi tarjota asiakkailleen omaa Oulun tuotantoa laajemman piirilevytarjoaman ja tukeaa tuotteita niiden elinkaaren eri vaiheissa. Välitysmarkkinatoiminta ei vaadi merkittäviä omia investointeja, ja onnistuessaan sen kasvu voisi vapauttaa Oulun kapasiteettia kaikkein vaativimmille ja kannattavimmille tuotteille.

Heikkoudet

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

Tuotannon läpivirtaus on altis häiriöille. Aspocompin oma tuotanto nojaa Oulun tehtaaseen, jonka kapasiteetti on

nykytilanteessa käytännössä täydessä käytössä. Tämä tekee tuotannosta herkän laiterikoille ja muille operatiivisille häiriöille, jotka ovat viime aikoina heikentäneet läpivirtausta ja sitä kautta kannattavuutta. Ennen kapasiteettilaajennuksen valmistumista tuotannon sujuvuus säilyy keskeisenä riskinä.

Keskittynyt asiakaskunta ja heikko näkyvyys kysyntään lisäävät tuloskehitykseen heiluntaa. Vaikka asiakaskunta on laajentunut, viiden suurimman asiakkaan osuus on yhä korkea (2025: 67 %). Lisäksi etenkin puolijohdeteollisuuden kysyntä voi heilua voimakkaasti, mikä heikentää ennustettavuutta ja on historiallisesti aiheuttanut tuloskehitykseen suuria heilahduksia. Tätä Aspocomp tosin pyrkii taklaamaan tiukemmalla kapasiteetin allokoinnilla.

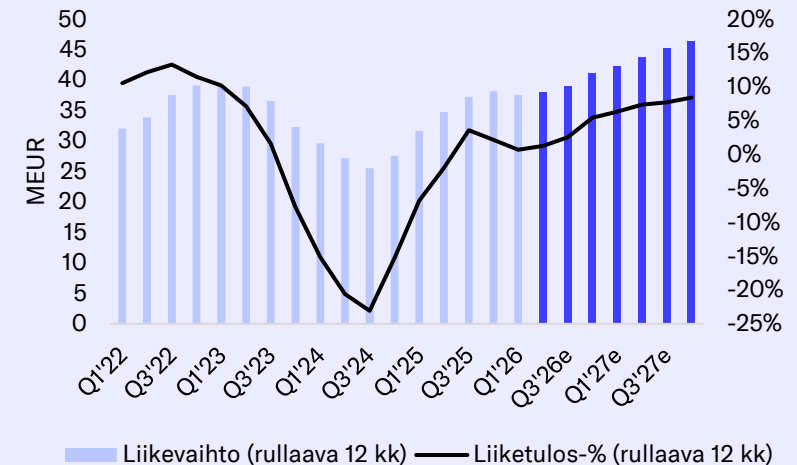
Asema arvoketjussa on haastava. Vaikka yhtiöllä on vahvuutensa omalla ydinalueellaan, voi neuvotteluasema suurempien ja isoissa volyymeissa hintasensitiivisten asiakkaiden kanssa olla haastava. Tilanne vaihtelee toimialan kapasiteettitilanteen mukana. ”Preferred Supplier” -asemasta huolimatta yhtiöllä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

Kasvu sitoo käyttöpääomaa. Erityisesti suuremmat asiakkaat vaativat pitkiä maksuaikoja, mutta Aspocompin on vaikea saada vastaavia etuja sen toimittajilta. Rahoitustilanteen ollessa erittäin kireä vuonna 2024 yhtiö kuitenkin pystyi parantamaan ehtoja. Vaihto-omaisuus ja myyntisaamiset muodostivat Q1'26:n lopussa yhä 42 % taseesta. Näin ollen nettokäyttöpääoman kertyminen rajoittaa yhä yhtiön kasvua.

Mahdollisuudet

Paikallisuuden kasvava merkitys ja luotettavuutta vaativat toimialat. Geopoliittiset jännitteet ja huoltovarmuuteen liittyvät keskustelut tukevat piirilevyjen kysyntää länsimaissa etenkin kriittisillä turvallisuus- ja puolustussektoreilla. Näillä sektoreilla

Tuloskehitys on vaihdellut voimakkaasti



Sijoitus- ja riskiprofiili 2/2

Kilpailu rajoittuu pitkälti länsimaihin, mikä tukee yhtiön kilpailukykyä ja voi mahdollistaa terveemmän hinnoittelun.

Oulun tehtaan kapasiteettilaajennus purkaa tuotannon pullonkauloja. Käynnissä oleva investointiohjelma Oulun tehtaalle voi onnistuessaan vahvistaa yhtiön toimituskykyä merkittävästi. Kapasiteetin tuntuva lisäys poistaisi arviomme mukaan tuotannon nykyisiä pullonkauloja ja samalla parantaisi kannattavuuden skaalautumista huomattavasti.

Kumppanimallin skaalaaminen ja epäorgaaninen kasvu.

Välitysliiketoiminnan aktiivinen kasvattaminen Kiinan ulkopuolelle ja mahdolliset yritysostot tarjoavat yhtiölle reittejä kokoluokan merkittävään kasvattamiseen. Mielestämme nämä pääomakevyemmät ja epäorgaaniset toimet ovat edellytys sille, että yhtiö voisi saavuttaa uuden strategiansa kunnianhimoiset kasvutavoitteet.

Uhat

Aasialaisten toimijoiden kasvu Euroopassa. Suuret aasialaiset volyymivalmistajat voivat pyrkiä vahvistamaan asemaansa Euroopassa joko suoraan tai välitystoiminnan kautta. Niiden mittakaava, kustannusetu ja teknologiatarjoama voivat lisätä kilpailupainetta etenkin hintasensitiivisissä asiakkuuksissa. Riski on mielestämme olemassa, vaikka toimitusketjujen hajauttaminen ja Kiina-riippuvuuden vähentäminen tukevat tällä hetkellä paikallista tuotantoa.

Tuotannon ja investointien riskit. Aspocompin lähivuosien tuloskasvu nojaa vahvasti Oulun investointiohjelman onnistumiseen. Investointien viivästyminen, käyttöönoton haasteet tai uudet tuotantohäiriöt voisivat heikentää toimituskykyä ja siirtää tulosparannuksen hyötyjä eteenpäin. Lisäksi laatu- ja toimitusvarmuusvaatimusten korostuessa mahdolliset poikkeamat voisivat vaikeuttaa kasvua etenkin puolustus- ja puolijohdesegmenteissä.

Yhteenveto: korkean riskiprofiilin kasvuyhtiö

Aspocomp profiloituu mielestämme pieneksi kasvuyhtiöksi, jonka keskeiset arvoajurit ovat orgaaninen liikevaihdon ja tuloksen kasvu sekä riskiprofiilin asteittainen pienentyminen kapasiteetti-investointien edetessä. Yhtiön päivitetty strategia tähtää merkittävään kokoluokan kasvuun, mitä tukevat vahva kysyntä puolustus- ja puolijohdesegmenteissä sekä Oulun tehdaslaajennus. Samalla yhtiön riskitaso on kuitenkin edelleen korkea, sillä tuotanto nojaa vahvasti yhteen tehtaaseen, asiakaskunta on keskittynyt ja näkyvyys kysyntään on kroonisesti rajallinen.

Oulun tehtaan kapasiteettilaajennus luo perustan seuraavalle kasvuvaiheelle, mutta pitkällä aikavälillä yhtiön haasteena on pyrkiä laajentamaan liiketoiminnan skaalaa tehtaan rajojen tullessa vastaan. Toimialan kilpailussa mukana pysyminen vaatii merkittäviä investointeja, jotka olisivat helpompia suuremmassa skaalassa. Samalla yhtiö pystyisi mahdollisesti pienentämään riippuvuutta tietyistä toimialoista ja asiakkaista, mitä kautta historiaa vakaampi kehitys olisi saavutettavissa. Merkittävän kokoluokan loikka vaatii kuitenkin uusien asiakkuuksien voittamista, välitysliiketoiminnan tuntuva kasvattamista ja todennäköisesti täydentäviä yritysostoja.

Mielestämme osakkeen pitkän aikavälin tuotto-odotus nojaa tulevaisuuden tuloskasvuun, mihin vaikuttaa yhtiön operatiivisen kehityksen lisäksi epävarma markkinakehitys. Vaikka pikatoimitusten osuus kokonaisuudesta on pienentynyt merkittävästi historiasta, kannattavuus nojaa edelleen korkeaan kapasiteetin käyttöasteeseen, onnistuneeseen tuotemixiin sekä teknologisesti vaativiin ja hyväkatteisiin toimituksiin. Näiden kehityksen arviointi yhtiön ulkopuolelta on haastavaa, joten sijoittajilla on hyvä olla korkea riskinsietokyky Aspocompin kyydissä.

SWOT-analyysin tiivistelmä

Vahvuudet	Heikkoudet
<ul style="list-style-type: none">• Kilpailukykyinen oma tuotanto ja investointien tuomat kyvykkyydet• Vahvat asiakkuudet kasvusektoreilla• Laaja kumppaniverkosto• Välitysliiketoiminta täydentää omaa tuotantoa	<ul style="list-style-type: none">• Kilpailukyky suhteessa aasialaisiin jätteihin• Tuotannon läpivirtaus altis häiriöille• Keskittynyt asiakaskunta ja heikko kysyntänäkyvyys• Rajattu hinnoitteluvoima• Kasvu sitoo käyttö pääomaa
Mahdollisuudet	Uhat
<ul style="list-style-type: none">• Paikallisuuden kasvava merkitys• Kasvu luotettavuutta vaativilla toimialoilla• Kapasiteettilaajennus luo pohjan kasville• Kumppaniverkoston vahvistaminen ja mahdolliset yritysostot	<ul style="list-style-type: none">• Aasialaisten toimijoiden kasvu Euroopassa• Investointiohjelman viivästykset• Uudet tuotantohäiriöt ja laiterikot• Poikkeamat laadussa tai toimitusvarmuudessa• Kilpailun kiristyminen

Sijoitusprofiili

- 1 Hyvä asema merkittävillä kasvualueilla, kuten puolijohde- ja puolustusteollisuus
- 2 Kilpailukykyinen Euroopassa, mutta jää helposti jalkoihin Aasiassa
- 3 Yleensä heikko näkyvyys kysyntään nostaa riskiprofiilin korkeaksi
- 4 Merkittävä tulosparannuspotentiaali Oulun kapasiteettilaajenuksen ja liikevaihdon kasvun myötä
- 5 Päivitetty strategia ja tavoitteet luovat suuntaviivat merkittäväälle kokoluokan kasvulle

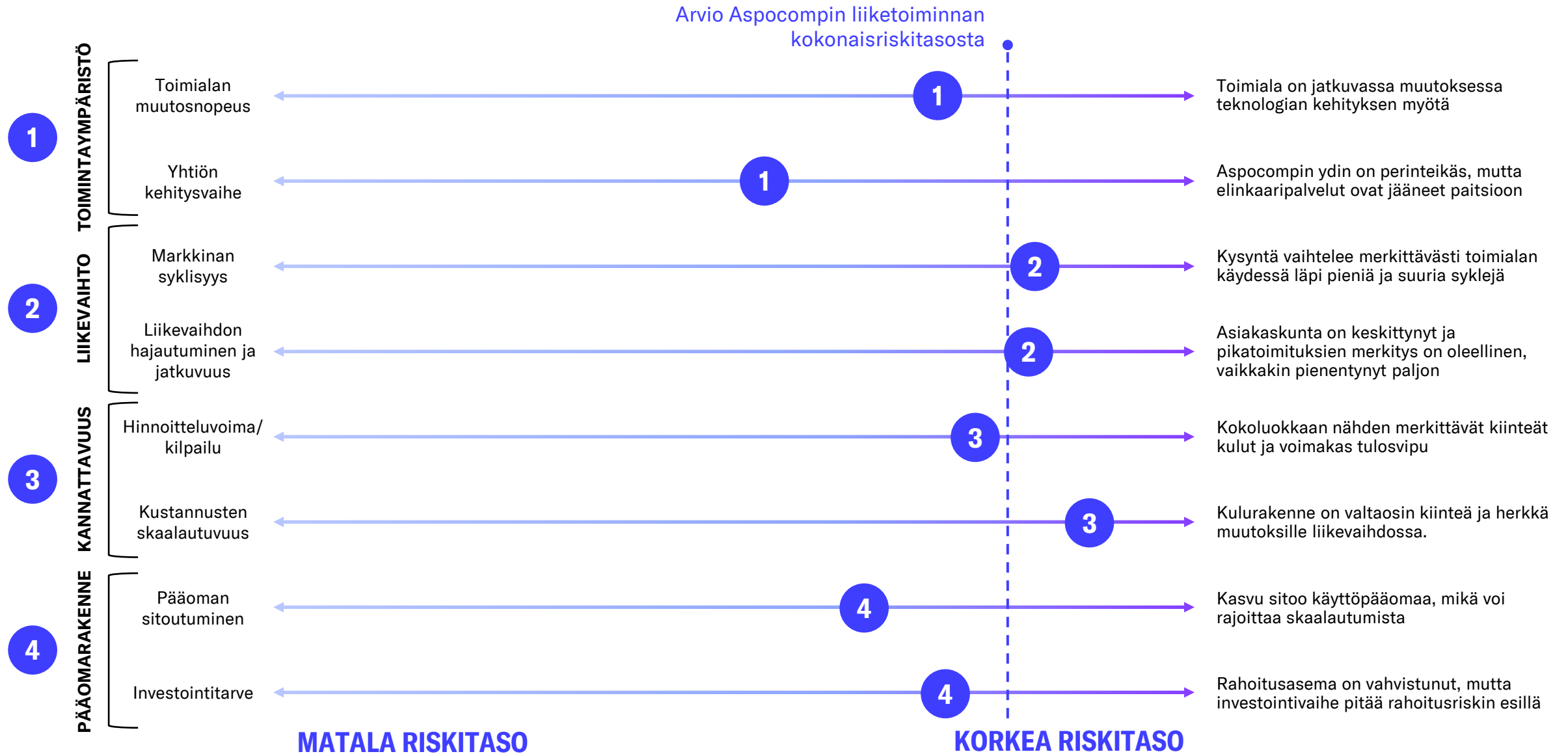
Potentiaali

- Aspocomp on niche-toimija valtavalla markkinalla
- Käynnistynyt investointiohjelma purkaa Oulun tehtaan nykyisiä kapasiteettipullonkauloja
- Kannattavuus tulee parantumaan voimakkaasti historiallisen painolastin poistuessa ja investointien valmistuessa
- Kumppaniverkoston laajentuminen ja mahdolliset yritysostot tukevat tavoiteltua loikkaa seuraavaan kokoluokkaan
- Elinkaaristrategia mahdollistaa laajan kokonaistarjonnan

Riskit

- Näkyvyys rajallinen keskittyneen asiakaskunnan ja pikatoimitusten oleellisen roolin takia
- Globaalin piirilevymarkkinan markkinahäiriöiden edessä Aspocomp on välillä voimaton
- Kilpailukyky on hyvä Euroopassa, mutta ei riitä Aasiassa
- Kasvu, suuret investoinnit ja liiketoiminnan luonne vaativat pääomia
- Investointiohjelman viivästyminen tai uudet tuotantohäiriöt

Liiketoiminnan riskiprofiili



Toimiala ja kilpailu 1/4

Globaali piirilevymarkkina painottuu Aasiaan

Piirilevy on keskeinen osa lähes kaikkia elektronisia laitteita, sillä se toteuttaa komponenttien väliset kytkennät ja toimii komponenttien asennusalustana. Globaali piirilevymarkkina on kooltaan noin 95 miljardia dollaria, mutta Aspocompille relevantin Euroopan osuus kokonaismarkkinasta on enää vain muutamia prosentteja. Puolestaan Aasian osuus on jopa yli 90 % globaalista tuotannosta. Euroopassa valmistus painottuu tyypillisesti pienempiin tuotekehityssarjoihin, mikä on yhtiölle houkutteleva niche. Volyyminvaiheessa tuotanto siirtyy usein Aasiaan, jossa massavalmistajat ovat käytännössä ylivoimaisia suurissa erissä ja kustannusvetoisessa kilpailussa. Piirilevymarkkinan kasvua tukevat elektroniikan määrän kasvu, teknologisten vaatimusten nousu sekä mm. tekoälyn, puolustuselektroniikan ja puolijohdeteollisuuden ajurit.

Euroopan markkinan odotetaan kasvavan noin 5 % vuodessa, vuoteen 2035 asti, mutta Aspocompin kasvunäkymät eivät ole suoraviivaisesti sidoksissa kokonaismarkkinan kasvuun. Oleellisempaa on yhtiön kyky kasvattaa osuuttaan nykyisissä asiakkuuksissa ja voittaa uusia asiakkuuksia valituissa korkean teknologian segmenteissä. Kokonaismarkkinan kasvu tukee kuitenkin myös Aspocompin kasvuedellytyksiä, sillä se pitää suurempien toimijoiden kapasiteetin käytössä ja fokuksen pois pienemmistä niche-markkinoista. Vastaavasti markkinahäiriöillä, ylitarjonnalla tai Aasian volyyminvalmistajien aktivoitumisella voi olla vaikutus kilpailutilanteeseen Euroopassa. Täällä asetelmaa tukevat kuitenkin tällä hetkellä myös paikallisen tuotannon, toimitusvarmuuden ja Kiinan ulkopuolisten toimitusketjujen kasvava merkitys.

Markkinahäiriöt heijastuvat myös Aspocompin kysyntään

Aspocomp on pieni toimija kokonaismarkkinalla, mutta markkinan kysyntä- ja kapasiteettitilanne vaikuttavat myös sen

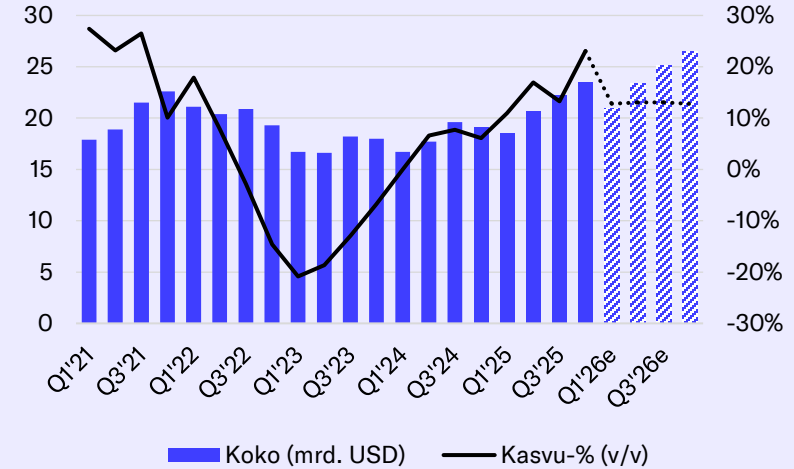
liiketoimintaympäristöön. Ajoittain markkinalle tulee uusia merkittäviä volyymituotteita, kuten uusi iPhone tai tekoäly- tai datakeskusinvestointien ajamat korkean suorituskyvyn elektroniikkatuotteet, jotka voivat hetkellisesti täyttää volyyminvalmistajien kapasiteettia. Häiriötilanteen taustalla voi olla myös ylikysyntä, tuotantokatkos, onnettomuus tai piirilevylle ladottavien komponenttien saatavuusongelma. Tällaisissa tilanteissa myös Aspocompin kaltaiset joustavat niche-toimijat voivat nähdä kysyntäpiikkejä, vaikka niiden kapasiteettia ei lähtökohtaisesti käytetä volyymituotantoon.

Vaikutus toimii kuitenkin myös toiseen suuntaan. Esimerkiksi koronapandemia aiheutti väliaikaista ylikapasiteettia, mikä heijastui voimakkaasti Aspocompin kysyntään vuonna 2020. Samankaltainen heikompi markkinaympäristö nähtiin vuosina 2022–2023, kun globaali piirilevymarkkina laski kaksinumeroisia lukemia ja asiakkaiden varastotasot sekä tilauskäyttäytyminen normalisoituivat poikkeuksellisen vahvojen vuosien jälkeen. Viime vuosina markkinan painopiste on kuitenkin kääntynyt Aspocompin kannalta suotuisampiin ajureihin, kuten puolustuselektroniikkaan ja puolijohdeteollisuuteen. Elektroniikan toimitusketjuissa äkillisen tarpeen tyydyttäminen on usein hankalaa ja kustannustehotonta pitkiä sarjoja valmistaville volyymitoimittajille. Tällöin Aspocompin tehdas pystyy väliaikaisesti paikkaamaan syntyneitä volyymitarvetta, vaikka kapasiteettia ei yleensä käytetä volyymituotannossa.

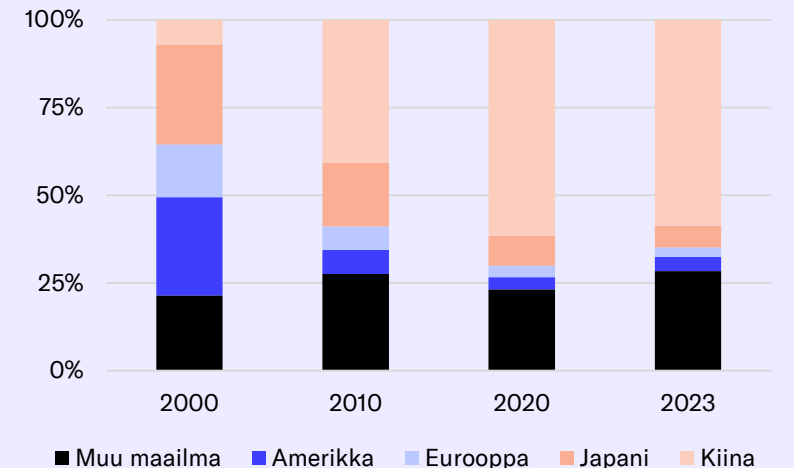
Euroopan kapasiteettivaje tukisi paikallisia toimijoita

Kriittisten teknologioiden paikalliset toimitusketjut ovat nousseet entistä tärkeämmiksi etenkin puolijohdeissa, puolustusteollisuudessa ja strategisesti tärkeässä elektroniikassa. Prismarkin mukaan Euroopan piirilevymarkkinan kysynnän arvioidaan kasvavan selvästi

Globaalin piirilevymarkkinan kehitys



Globaali piirilevymarkkina maittain



Toimiala ja kilpailu 2/4

vuoteen 2035 mennessä, samalla kun alueen tuotantokapasiteetin ja valmistajien määrän ennustetaan laskevan. Mikäli kehitys toteutuu edes suunta-antavasti, paikallisesta ja teknologisesti kyvykkästä piirilevytuotannosta voi tulla Euroopassa entistä niukempi resurssi.

Aspocompin kaltaiselle korkean teknologian ja nopeisiin toimituksiin kykenevälle eurooppalaiselle toimijalle asetelma on kiinnostava, sillä yhtiön vahvuudet korostuvat etenkin vaativissa pienissä ja keskisuurissa sarjoissa sekä sensitiivisillä aloilla, joilla tuotantoa ei haluta siirtää Aasiaan. Tämä tukee yhtiön asemaa erityisesti puolijohde- ja puolustussektoreilla. Myös Yhdysvallat voisi tarjota kiinnostavia mahdollisuuksia, mutta ilman paikallista tuotantoa Aspocomp on siellä selkeä haastaja eikä markkina ole yhtiön nykystrategian ytimessä.

Kilpailuttaminen on toimialalla raakaa

Piirilevymarkkinoilla toimii tyypillisesti alihankkijamalli, jossa potentiaaliset toimittajat jaetaan eri kategorioihin ja tilaukset kilpailutetaan näiden kesken. Suuremmilla toimijoilla on perinteisesti ”preferred supplier” -asema, jonka piiriin myös Aspocomp kuuluu monien asiakkuuksiansa osalta. Tämä tarkoittaa, että yhtiö on mukana asiakkaan kilpailutuksissa ja voi tehdä tarjouksia, mutta asema ei itsessään takaa tilauksia. Valikoituja toimittajia on aina rajallinen määrä (esim. 2–6), eikä kilpailutus tarkoita kaikille avointa huutokauppaa, mikä johtaisi helposti polkuhintoihin ylikapasiteettitilanteissa.

Alalla käytetään myös raamisopimuksia, joissa keskeiset toimitusehdot määritellään ennen varsinaisia tilauksia. Tilausmäärät ovat kuitenkin usein sidoksissa asiakkaiden omien tuotteiden kysyntään, eivätkä sopimukset yleensä velvoita asiakasta tiettyihin ostomääriin. Tämä parantaa näkyvyyttä jonkin verran, mutta ei poista kysynnän voimakasta vaihtelua. Hintojen ylläpitäminen vaatii toimittajilta jatkuvaa

teknologista kehitystä, toimitusvarmuutta ja kykyä tuottaa asiakkaalle selkeää lisäarvoa, sillä etenkin vähemmän vaativissa tuotteissa toimialalla on luontainen hintaerosio.

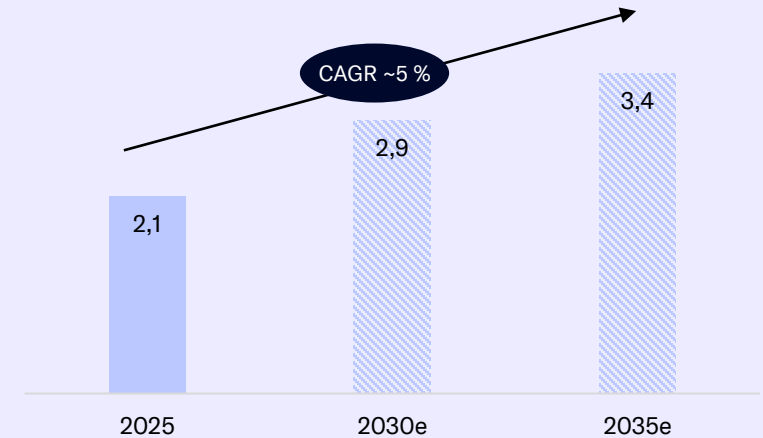
Kilpailukenttä jakautuu volyymijätteihin ja pieniin toimijoihin

Piirilevytoimiala on jakautunut volyymitoimittajiin ja pienempiin erikoistuneisiin toimijoihin, jotka ovat löytäneet oman markkinarakonsa. Maailmassa on edelleen paljon aktiivisia piirilevyvalmistajia, mutta käsityksemme mukaan sata suurinta valmistajaa kontrolloi volyymimarkkinaa. Niiden kilpailuedut perustuvat erittäin suureen tuotantokapasiteettiin, laajaan teknologiatarjoamaan ja skaalaetuihin, joiden avulla yksikkökustannukset saadaan painettua tasolle, johon pienillä valmistajilla ei ole realistisia mahdollisuuksia vastata. Lisäksi suurilla valmistajilla on Aspocompiin nähden huomattavasti laajemmat resurssit tuotekehitykseen ja investointeihin, mikä tukee myös niiden teknologista kilpailukykyä. Nämä kilpailuedut kuitenkin heikkenevät, kun eräkoot pienenevät.

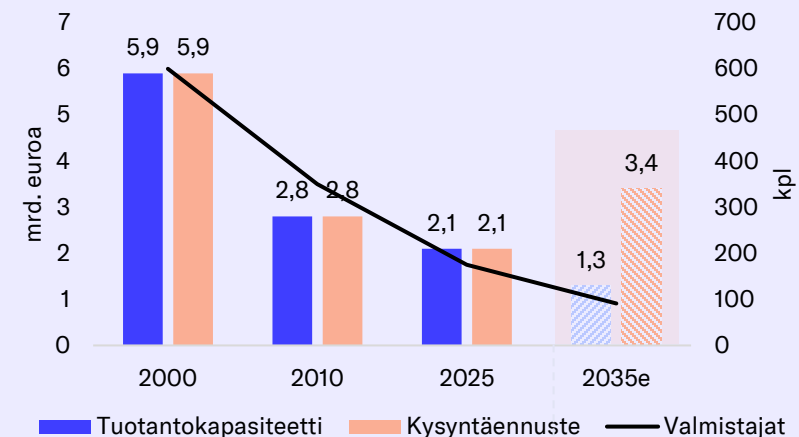
Suurten toimijoiden rinnalla alalla on yhä merkittävä määrä pieniä valmistajia, joiden kokoluokka jää usein Aspocompia pienemmäksi. Euroopassa valmistajakenttä on kuitenkin supistunut pitkään: Aspocompin mukaan alueella oli vielä vuonna 2007 yhteensä 319 piirilevyvalmistajaa, mutta vuonna 2017 vastaava määrä oli 223 ja vuonna 2024 enää 178. Pienten valmistajien keskeinen haaste on investointikyky, sillä tuotantokoneiston pitäminen kilpailukykyisenä vaatii jatkuvia panostuksia teknologiaan, laatuun ja toimitusvarmuuteen. Aspocomp on investoinut pelkästään tuotantonsa ylläpitoon keskimäärin yli miljoona euroa vuosittain, mikä on yhtiön kokoluokka huomioiden merkittävä taso.

Pienempien toimijoiden onkin löydettävä omat vahvuusalueensa, jotka perustuvat yleensä joustavuuteen, ketteryyteen, läpimeno nopeuteen tai erityiseen teknologiseen

Euroopan piirilevymarkkinan kasvuennuste 2025–2035 (mrd. euroa)



Kapasiteetin, kysynnän ja valmistajien määrän kehitys Euroopassa



Toimiala ja kilpailu 3/4

osaamiseen tietyllä toimialalla. Lisäksi ne ovat usein suurempia toimijoita tiiviimmin mukana asiakkaiden tuotekehitysprosesseissa. Nämä vahvuudet korostuvat massavalmistajia vastaan silloin, kun tuotantomäärät ovat pieniä, toimitusaikataulu on kriittinen ja tuote vaatii erityisosaamista. Aspocompin kannalta tämä tukee asemoitumista korkean vaativuuden ja pienten eräkokojen nicheen, jossa hinta ei ole ainoa kilpailutekijä.

Oma tuotanto vs. "välittäjät"

Toimialan toimijoita voidaan jakaa myös sen perusteella, onko yhtiöllä omaa piirilevyvalmistusta vai perustuuko liiketoiminta piirilevyjen välittämiseen. Markkinoilla toimii välittäjiä ("traders / brokers"), joiden liiketoiminta perustuu yksinkertaistettuna piirilevyjen ostamiseen pääosin Aasiasta ja myymiseen Eurooppaan korkeammalla hinnalla. Mallia tukevat Euroopan ja Aasian välinen kustannusero sekä mittakaavaedut: useiden asiakkaiden ostojen keskittämisen myötä välittäjästä voi tulla merkittävä asiakas volyymivalmistajalle. Tämä voi olla toimiva ratkaisu etenkin asiakkaille, joilla ei ole omia resursseja Aasian hankintaan, laadunvalvontaan ja toimittajahallintaan. Mallilla saavutettavat katetasot ovat tyypillisesti valmistavaa liiketoimintaa matalampia, mutta tehokkaasti toimivat välittäjät voivat hyvissä olosuhteissa yltää terveeseen kannattavuuteen.

Aspocomp kilpailee välittäjien kanssa omassa välitysliiketoiminnassaan, mutta poikkeaa puhtaista välittäjistä oman valmistuksensa ja teknologisen osaamisensa ansiosta. Oma tuotanto antaa yhtiölle uskottavuutta, mahdollistaa teknisen tuen ja tukee osallistumista asiakkaiden tuotekehitysprosesseihin myös silloin, kun varsinainen volyymituotanto toteutetaan kumppaniverkoston kautta. Tämä on keskeinen kilpailuetu puhtaisiin välittäjiin nähden, mutta markkinaosuuden voittaminen vakiintuneilta toimijoilta on silti

haastavaa. Hinnoittelun on oltava sellainen, että Aspocompin tekninen osaaminen, laatuvarmistus ja kokonaispalvelu kompensoivat asiakkaalle mahdollisen korkeamman hinnan.

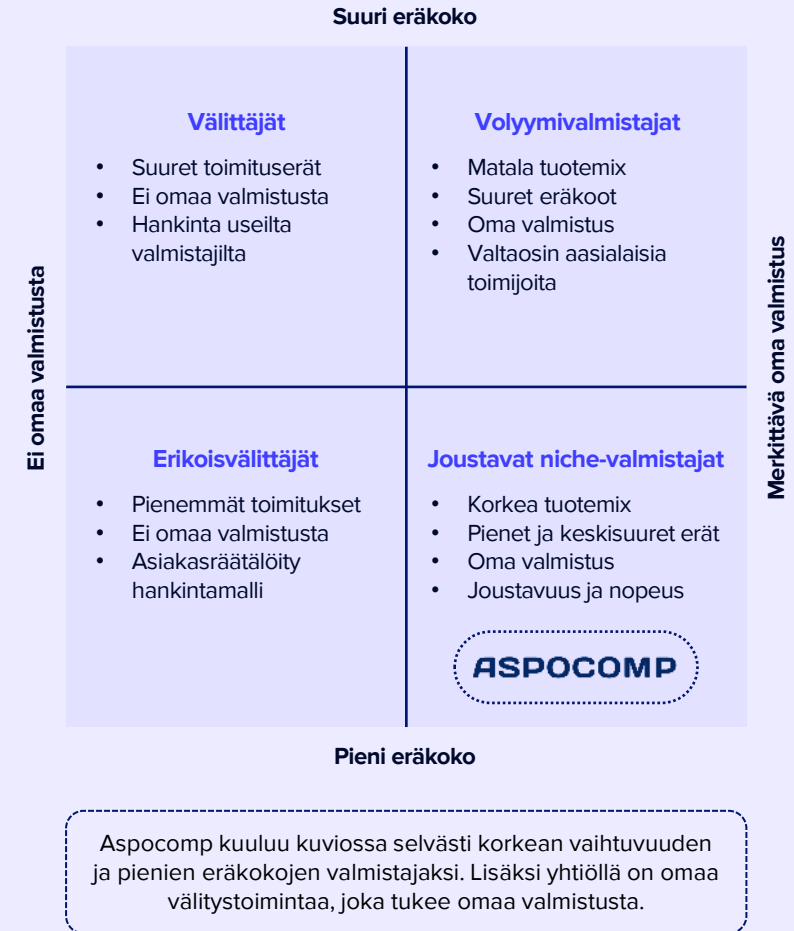
Kilpailutilanne korreloi kysyntätilanteen kanssa

Aspocompin kotimarkkina on Eurooppa, jonka kilpailukenttä eroaa selvästi Aasian volyymivetoisesta markkinasta. Euroopassa on muutamia yli 100 MEUR:n liikevaihtoluokassa toimivia valmistajia sekä merkittävä määrä pieniä erikoistuneita toimijoita. Aspocomp on ollut viime vuosina arviomme mukaan noin 20 suurimman eurooppalaisen piirilevyvalmistajan joukossa, ja yhtiön vahvat asiakasreferenssit tekevät siitä Euroopan mittakaavassa uskottavan toimijan pienestä kokoluokastaan huolimatta.

Yleisesti piirilevymarkkinoilla kilpailu on tiukkaa, mutta valituissa segmenteissä myös suhteellisen tervettä. Kapasiteettia on globaalisti paljon, mutta sen on uudistuttava jatkuvasti teknologisten vaatimusten noustessa, tai se menettää kilpailukykyänsä. Euroopassa tätä haastetta korostaa valmistajakentän pienuus ja investointikyvyn rajallisuus, mikä on osaltaan ajanut pienempiä toimijoita pois markkinalta. Toisaalta heikossa kysyntätilanteessa vapaata kapasiteettia pyritään täyttämään alhaisemmilla hinnoilla, jolloin kilpailu kiristyy nopeasti myös Aspocompin kaltaisille niche-toimijoille. Tämä nähtiin vuosien 2022–2023 markkinaympäristössä.

Nyt markkinatilanne näyttää Aspocompin kannalta aiempaa suotuisammalta. Puolustus-, turvallisuus- ja ilmailusegmentin kysyntä on vahvaa, puolijohdeteollisuuden näkymä on pysynyt hyvänä ja toimitusketjujen hajauttaminen tukee paikallisen tuotannon merkitystä. Kilpailutilanne ei kuitenkaan anna yhtiölle mitään ilmaiseksi, vaan menestys edellyttää oikeaa asiakas- ja tuotemixiä, kilpailukykyistä läpivirtausta sekä

Aspocompin asemoituminen PCB-markkinassa



Toimiala ja kilpailu 4/4

kapasiteetin tiukkaa allokointia. Arviomme mukaan Aspocompilla on hyvät edellytykset pärjätä Euroopassa ja laajemmin länsimarkkinoilla niissä segmenteissä, joissa nopeus, laatu, teknologinen osaaminen ja toimitusketjun luotettavuus painavat hintaa enemmän.

Yhteistyömalli muuttaa kokonais kuvaa

Aspocomp ei kilpaile massatuotannossa suoraan aasialaisten suuryhtiöiden kanssa, vaan hyödyntää valikoituja kumppaneita oman tuotantonsa täydentämiseen. Mallin logiikka on, että Aspocomp keskittyy Oulussa teknologisesti vaativiin, nopeutta ja joustavuutta edellyttäviin tuotteisiin, kun taas kumppaniverkoston kautta yhtiö voi tarjota asiakkailleen laajemman piirilevytarjoaman ja tukea tuotteen koko elinkaarta. Tämä voi samalla vapauttaa Oulun kapasiteettia korkeamman teknologian ja paremman katetason tuotteille.

Yhteistyömalli tarkoittaa kilpailua eurooppalaisten välittäjien kanssa, mutta oma valmistus antaa yhtiölle uskottavuutta ja teknologista osaamista, jota puhtailla välittäjillä ei yleensä ole. Jotta malli luo arvoa, Aspocompin on pystyttävä tarjoamaan asiakkaille muutakin kuin pelkkä hankintakanava, sillä pelkällä hinnalla kilpaileminen ei olisi yhtiölle houkutteleva strategia. Strategia toimi mielestämme pitkään suhteellisen hyvin, mutta viime vuosina välitys on kutistunut selvästi osin markkina- ja kilpailutilanteen, mutta merkittävin osin myös Aspocompin omien haasteiden takia. Viime aikoina yhtiön fokus on ollut ymmärrettävästi Oulun tuotannon läpivirtauksen, kapasiteetin ja toimituskyvyn parantamisessa, mutta päivitetyn strategian myötä välitysluokkien rooli on jälleen korostumassa yhtenä kasvun ja kapasiteetin hallinnan työkaluna.

Ala konsolidoituu hiljalleen

Piirilevytoimiala konsolidoituu, mutta kehitys on ollut

suhteellisen hidasta suhteessa alalla toimivien pienten yhtiöiden suureen määrään. Toimialan dynamiikan perusteella konsolidaatiolle olisi sinänsä selkeät perusteet, sillä pienimmät valmistajat ovat vaikeuksissa jatkuvasti vaadittavien investointien takia. Oheisen taulukon perusteella Euroopan valmistajakentän arvioidaan lähes puolittuvan vuoteen 2035 mennessä, ja poistuman odotetaan painottuvan selvästi alle 5 MEUR:n liikevaihtoluokan toimijoihin. Suurimpien toimijoiden arvioidaan puolestaan säilyvän ja hyötyvän alan konsolidaatiosta, kun taas keskikokoisissa yhtiöissä osa voi muodostaa potentiaalisia ostokohteita.

Yritystoilla on kuitenkin toimialalla vaikea saada merkittäviä synergiaetuja, mikä hidastaa konsolidaatiota. Pelkän tuotantokapasiteetin takia yritystoja ei yleisesti kannata tehdä, sillä kapasiteettia on usein järkevämpää lisätä orgaanisilla investoinneilla. Selkein syy yritystoille olisi arviomme mukaan asiakasportfolion vahvistaminen, laajentuminen valituille toimialoille tai teknologisen tarjonnan täydentäminen. Aspocomp on päivitetyn strategiansa yhteydessä nostanut esiin myös epäorgaanisen kasvun mahdollisuuden, mutta arviomme mukaan lähivuosien päähuomio on edelleen Oulun investointiohjelman toteutuksessa ja orgaanisen kasvun skaalaamisessa.

Todennäköisimpinä ostokohteina pitäisimme välitysluokkia, uusia teknologioita tai Aspocompin nykyistä tarjontaa täydentävää kapasiteettia. Välityksessä erityisesti NCAB ja ICAPE ovat olleet aktiivisia konsolidoijia. Emme pidä Aspocompia erityisen potentiaalisena yritysostokohteena teolliselle ostajalle, mutta teoriassa ostajat voisivat olla esimerkiksi Eurooppaan jalansijaa hakevat aasialaiset toimijat. Myös edellä mainitut sarjayhdistelyä tekevät välittäjät voisivat jossain vaiheessa olla kiinnostuneita hankkimaan valmistusta ja siihen liittyvää osaamista.

Valikoituja Aspocompin kilpailijoita



Euroopan valmistajakentän odotetaan konsolidoituvan etenkin pienissä kokoluokissa

Valmistajien kokoluokka	2024	2035e	Johtopäätös
> 20 ME	22	24	Suurimpien toimijoiden arvioidaan säilyvän ja ne voivat hyötyä alan konsolidaatiosta
5–20 ME	46	34	Keskikokoisissa toimijoissa nähdään poistumaa, mutta myös potentiaalisia ostokohteita
< 5 ME	110	33	Poistuman arvioidaan painottuvan selvästi pienimpiin toimijoihin
Yhteensä	178	91	Valmistajakentän arvioidaan lähes puolittuvan vuoteen 2035 mennessä

Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne 1/2

Historiallinen tuloskehitys on ollut vuoristorataa

Aspocompin taloudellinen kehitys oli 2000-luvun alussa todella heikkoa, mutta suunta kääntyi vuonna 2015 ja trendi pysyi pääosin positiivisena vuoteen 2022 asti. Tähän asti kannattavuus oli pääsääntöisesti hyvällä tasolla pandemian vaikutusaikaa lukuun ottamatta, mutta vuosina 2023–2024 tuloskehitys heikkeni jyrkästi. Vuonna 2025 yhtiön tulos palasi jälleen voitolliseksi, mutta kannattavuus jäi edelleen kauas historiallisista huipputasoista. Aspocompin keskimääräinen käyttökatemarginaali on ollut noin 8 % vuosina 2016–2025 viime vuosien surkeiden suoritusten jälkeen. Vastaavan jakson oikaistu liikevoittomarginaali oli keskimäärin vain 3,3 % heiluen voimakkaasti. Vuosina 2018–2019 ennen koronaa yhtiö ylsi yli 10 %:n liikevoittomarginaaliin, ja vuonna 2022 taso oli jälleen erittäin hyvä (11,5 %). Pohjataso nähtiin vuonna 2024, jolloin liiketulos painui selvästi tappiolle, mikä kuvastaa yhtiön korkeaa operatiivista vipua ja tuotannon häiriöherkkyyttä.

Korkealla kapasiteetin käyttöasteella ja oikealla tuotemixillä yhtiö pystyy tekemään vahvaa kannattavuutta. Kannattavuus riippuu etenkin myyntimixistä, tuotannon saannista ja läpivirtauksesta sekä siitä, kuinka suuri osa liikevaihdosta on ”volyymistä” ja toisaalta pikatoimituksista. Myyntimixillä tarkoitammekin Aspocompin kohdalla sitä, miten suuri osa liikevaihdosta tulee teknologisesti vaativista piirilevyistä tai korkeakatteisista pikatoimituksista verrattuna matalakatteisempiin volyymituotteisiin. Myös oman tuotannon ja välityksen painotuksilla on merkitystä, sillä oma tuotanto tarjoaa lähtökohtaisesti paremmat katemahdollisuudet mutta sitoo enemmän kapasiteettia ja pääomaa.

Arviomme mukaan pikatoimitusten osuus liikevaihdosta on nykyisin selvästi historiallista tasoa matalampi noin 10 %:n luokassa. Laskua selittää etenkin tietoliikennesektorin

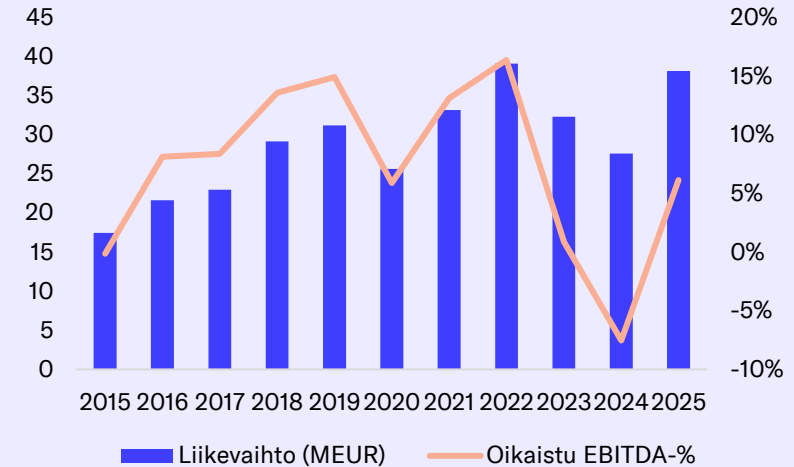
pienentynyt paino, sillä sen myynti painottui historiallisesti vahvasti pikatoimituksiin. Suurista volyymitoimituksista voidaan saada liikevaihtoa, mutta kannattavuus jää helposti matalaksi. Ihannetilanteessa Oulun kapasiteettia täyttäisivät tasaisesti pienet, teknologisesti vaativat sarjat ja pikatoimitukset, joissa Aspocompin kilpailuetu ja hinnoitteluvoima on vahvimmillaan. Nykyisessä strategiassa merkittävin mahdollisuus liittyy erityisesti puolijohde- ja puolustussektoreiden vaativiin piirilevyihin, mutta kriittiseksi tekijäksi jää tuotannon saanti, läpivirtaus ja kyky allokoida rajallista kapasiteettia parhaimman katetason asiakkuuksiin.

Rahoitustilanne on vakautunut ja tase vahvistunut

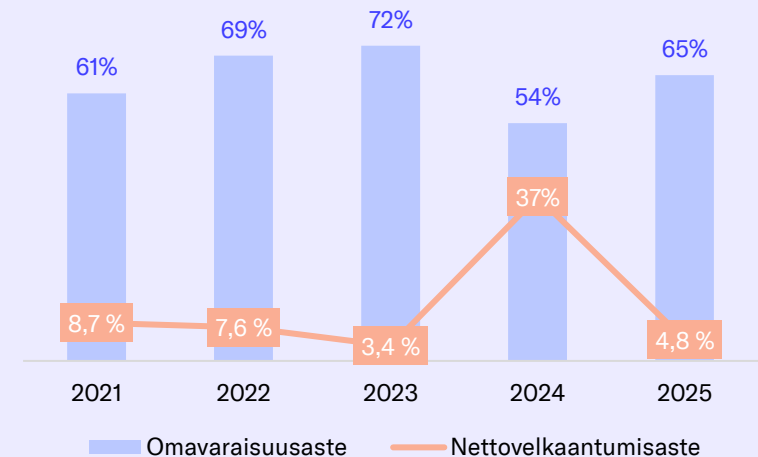
Aspocompin tase on historiallisesti ollut vahva. Vuoden 2024 syvä, mutta väliaikaiseksi jäänyt tuloskuoppa heikensi yhtiön rahoitusasemaa hetkellisesti selvästi, mutta sittemmin tilanne on korjaantunut huomattavasti. Tuloksen elpymisen ohella keskeisessä roolissa tilanteen korjaantumisessa oli syksyllä 2025 toteutettu laajempi rahoitusjärjestely. Vuoden 2025 lopussa yhtiön omavaraisuusaste olikin palautunut 65 %:iin ja nettovelkaantumisaste 5 %:iin, kun vuoden 2024 lopussa vastaavat luvut olivat 54 % ja 37 %.

Syksyllä 2025 Aspocomp toteutti suunnatun osakeannin, jolla kerättiin 3,2 MEUR:n bruttovarat varsin kohtuullisella noin 9 %:n diluutiolla. Osakeanti oli osa laajempaa rahoituspakettia, johon kuului lisäksi 5,5 MEUR:n edestä pitkäaikaisia vakuudellisia seniorlainoja. Järjestelyn tarkoituksena oli paitsi vahvistaa taseasemaa ja puskureita vuoden 2024 haasteiden jäljiltä, myös turvata tulevien kasvuhankkeiden rahoitusta. Varoja kohdennetaan ensisijaisesti investointeihin Oulun tehtaan kapasiteetin, laadun ja koneiden käytettävyyden kasvattamiseksi.

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Taseen avainlukujen kehitys



Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne 2/2

Rahoitusjärjestelyn ja tuloskäänteen myötä yhtiön maksuvalmius ja rahoitus tilanne ovat nyt selvästi vakautuneet, ja yhtiöllä on jälleen aiempaa paremmat puskurit. Tasetta tukee osaltaan myös se, että Aspocomp omistaa Oulun tehdaskiinteistönsä, mikä tuo tarvittaessa joustoa rahoitukseen. Toimialan syklinen luonne ja lähimenneisyyden haasteet huomioiden uskomme, että Aspocompin keskeisenä tavoitteena on jatkossakin pitää kiinni vahvasta taseesta ja maltillisesta velkamäärästä. Yhtiön hakema liikevaihdon kasvu sitoo lähtökohtaisesti käyttöpääomaa, joten vahva tase tarjoaa liiketoiminnalle tärkeää liikkumavaraa.

Uusi investointivaihe tähtää kapasiteetin ja läpivirtauksen parantamiseen

Aspocomp on investoinut Oulun tehtaaseen merkittävästi jo yhtiön edellisellä strategiakaudella. Vuoden 2017 lopussa käynnistetyin noin 10 MEUR:n investointiohjelman ensimmäisessä vaiheessa painopiste oli teknologisten kyvykkyyksien vahvistamisessa, minkä arvioimme tukeneen erityisesti yhtiön läpimurtoa puolijohdeteollisuudessa. Myöhemmin investointien painopiste siirtyi kapasiteetin kasvattamiseen ja tuotannon automaatioon. Kapasiteettivaiheen valmistuminen osui jälkikäteen arvioituna heikkoon markkinahetkeen, sillä piirilevy- ja puolijohdemarkkinoiden kysyntä heikkeni voimakkaasti pian tämän jälkeen vuosina 2023–2024.

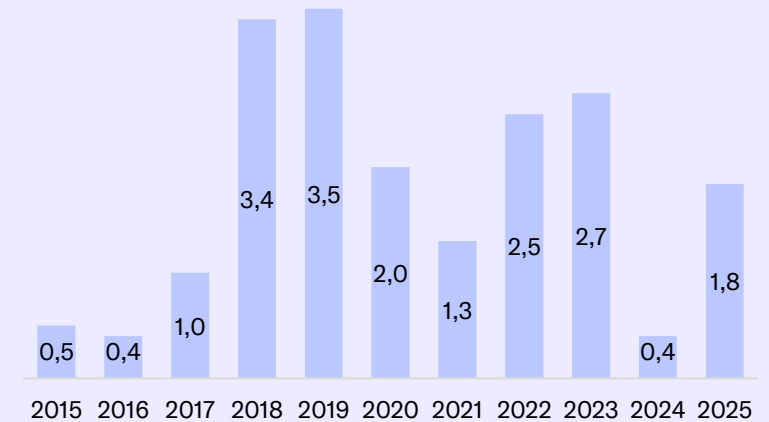
Vuoden 2024 kireän rahoitus tilanteen vuoksi Aspocompin investointitaso jäi poikkeuksellisen matalaksi, mutta rahoitusaseman vahvistuttua Aspocomp on nyt siirtymässä uuteen merkittävään investointivaiheeseen. Päivitetyn strategian kulmakivenä on yli 10 MEUR:n investointiohjelma Oulun tehtaalle vuosina 2026–2027. Sen tavoitteena on

kasvattaa tehtaan läpimenokapasiteettia noin 50 %, parantaa tuotannon laatua sekä lisätä koneiden ja laitteiden käytettävyyttä. Yhtiö saa ohjelmaan myös 1,75 MEUR:n kehittämisavustuksen, mikä keventää investointikuormaa ja parantaa hankkeen tuotto-odotusta.

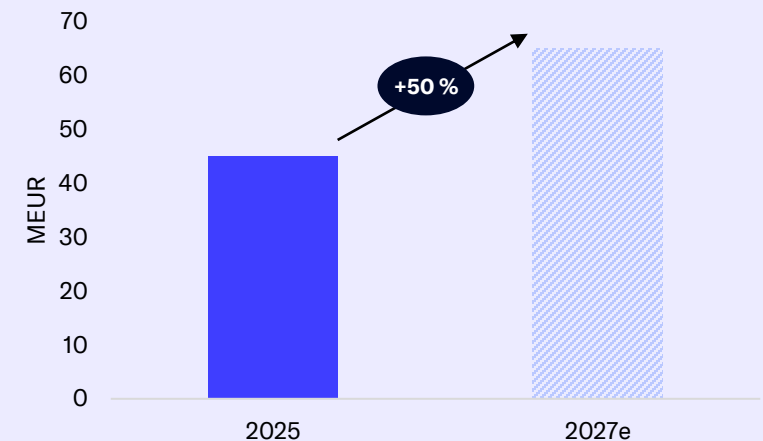
Oulun investointiohjelma tulee nostamaan Aspocompin investointitason selvästi historiallisen tason yläpuolelle. Arviomme mukaan kilpailukykyisen tuotantokoneiston ylläpitäminen vaatii yhtiöltä normaalitilanteessakin noin 1–2 MEUR:n vuosittaisia investointeja, sillä piirilevyteknologian kehitys, laatuvaatimukset ja toimitusvarmuuden parantaminen edellyttävät jatkuvia panostuksia. Käynnissä oleva ohjelma on kuitenkin luonteeltaan selvästi ylläpitoinvestointeja suurempi kasvuhanke, jonka onnistuminen määrittää pitkälti yhtiön seuraavan orgaanisen kasvuvaiheen edellytykset.

Investointiohjelma on Aspocompille kriittinen, sillä Oulun tehdas on nykytilanteessa käytännössä täydessä käytössä ja tuotannon pullonkaulat ovat rajoittaneet yhtiön kykyä vastata vahvaan kysyntään. Onnistuessaan investoinnit parantaisivat yhtiön toimituskykyä, tuotannon laatua ja koneiden käytettävyyttä sekä loisivat pohjan seuraavalle orgaanisen kasvun vaiheelle. Investointien etenemiseen liittyy kuitenkin luonnollisesti toteutusriskejä, sillä uusien laitteiden käyttöönotto ja tuotannon uudelleenjärjestelyt voivat väliaikaisesti rasittaa läpivirtausta ennen tavoiteltujen hyötyjen realisoitumista.

Bruttoinvestoinnit käyttöomaisuuteen (MEUR)



Aspocompin Oulun tehtaan arvioitu liikevaihtokapasiteetti¹

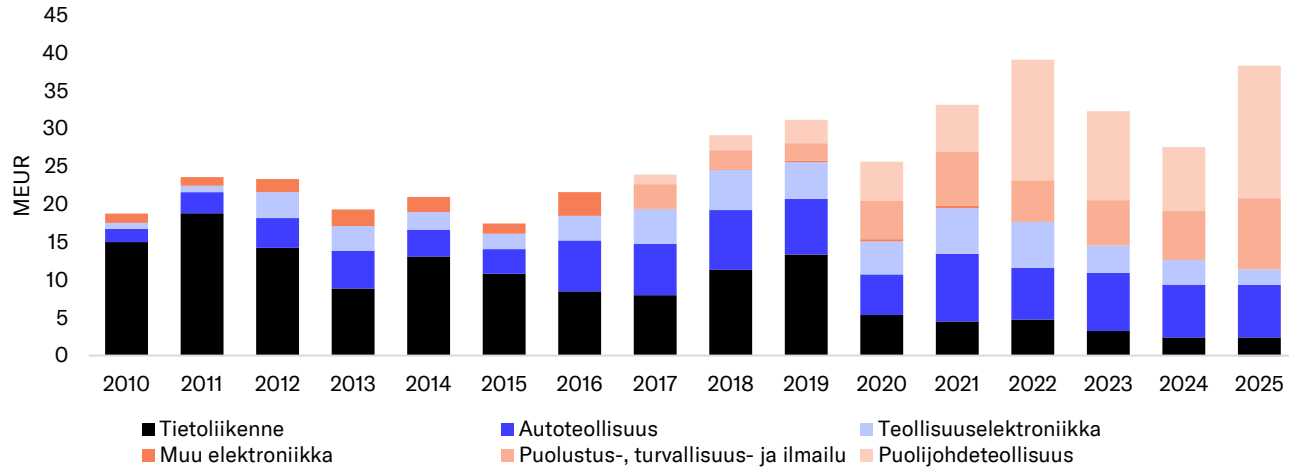


Lähde: Aspocomp, Inderes

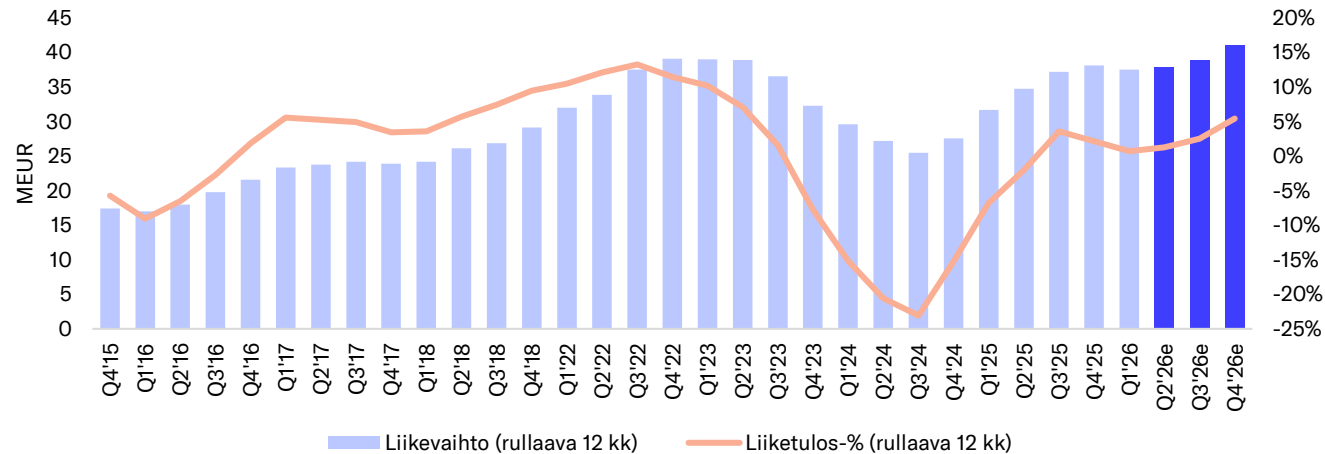
¹Inderesin arvio täydellä kuormalla. Toteutuva liikevaihtokapasiteetti riippuu tuotemixistä, saannista ja tuotannon läpivirtauksesta.

Historiallinen kehitys ja taserakenne

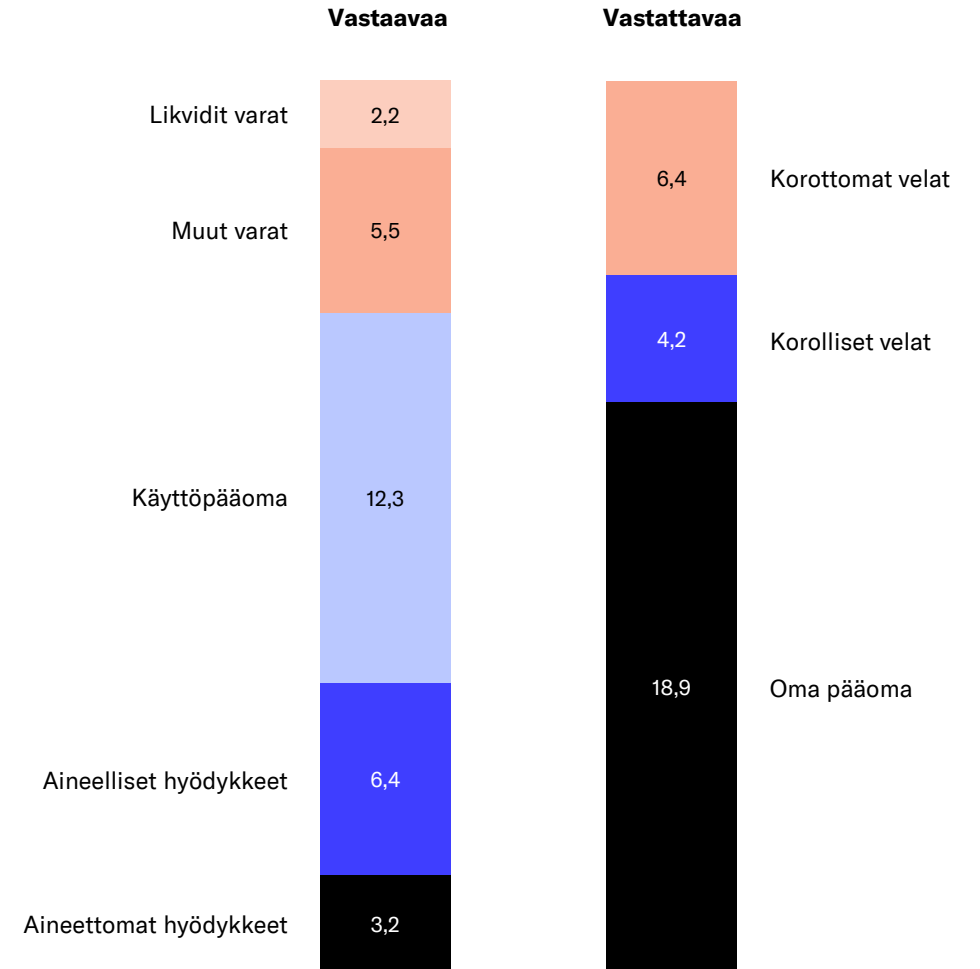
Liikevaihdon kehitys asiakassegmenteillä



Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Aspocompin tase Q1'26 (MEUR)



Tase

Vastaavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Pysyvät vastaavat	14,0	14,4	17,6	20,7	18,8
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	3,3	3,2	3,3	3,4	3,5
Käyttöomaisuus	5,3	5,7	9,8	13,8	12,8
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Laskennalliset verosaamiset	5,4	5,4	4,4	3,4	2,4
Vaihtuvat vastaavat	14,4	14,4	18,0	20,3	22,8
Vaihto-omaisuus	5,7	6,1	6,6	7,4	8,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	7,3	6,5	9,5	10,7	12,3
Likvidit varat	1,4	1,8	1,9	2,2	2,5
Taseen loppusumma	28,4	28,7	35,5	41,0	41,6

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Oma pääoma	15,3	18,7	20,7	23,7	27,0
Osakepääoma	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Kertyneet voittovarot	9,5	9,7	11,7	14,7	18,0
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	4,8	8,0	8,0	8,0	8,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	6,1	3,0	7,1	8,8	5,0
Laskennalliset verovelat	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	5,8	2,6	6,8	8,4	4,7
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Lyhytaikaiset velat	7,0	7,1	7,7	8,5	9,5
Korolliset velat	1,3	0,1	1,1	1,1	1,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	5,7	7,0	6,6	7,4	8,5
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	28,4	28,7	35,5	41,0	41,6

Ennusteet 1/6

Tuloskehityksen ennustaminen on erittäin vaikeaa

Aspocompin tuloskehitys on historiassa nojannut paljon pikatoimituksiin, joissa ei ole oleellista tilauskantaa tai näkyvyyttä. Tämä on aiheuttanut tulosyllätyksiä molempiin suuntiin. Viimeisen vuosikymmenen aikana pikatoimitusten rooli on pienentynyt, mutta ennustettavuus on pysynyt tästä huolimatta heikkona. Tätä selittää etenkin yhtiölle tärkeiden asiakassegmenttien kysynnän voimakas heilunta, asiakaskohtaisten toimitusten ajoitus sekä tuotannon läpivirtaukseen liittyvät vaihtelut.

Kulurakenteen ollessa merkittävin osin kiinteä liikevaihtotaso määrittää pitkälti myös tulostason. Lisäksi myyntimixillä eli teknologisesti haastavien levyjen ja pikatoimitusten osuudella liikevaihdosta on merkittävä vaikutus kannattavuuteen. Tuote- ja toimitusprofiilit sekä toimitusmäärät vaihtelevat voimakkaasti, eikä tuotemix ole helposti ennustettavissa yhtiön ulkopuolelta. Toimialajakauman pohjalta voimme tehdä ennusteita, mutta keskimääräiset tuotekatteen voivat silti vaihdella merkittävästi. Lisäksi tuotannon onnistuminen eli saanti ja läpivirtaus ovat keskeisiä muuttujia, joissa Aspocompilla on ollut viime vuosina haasteita. Isossa kuvassa yhtiön kustannusrakenne ja sitä kautta tuloskehitys on kuitenkin suhteellisen hyvin ennustettavissa, mikäli liikevaihtoennuste osuu oikeaan. Sivussa olemme esittäneet yhtiön kulurakenteen, joka on kehittynyt pääosin ennakoitusti liikevaihdon mukana. Näin ollen liikevaihdon ennustaminen on ylivoimaisesti haastavin tehtävä Aspocompin kohdalla.

Aspocompilla on hyvä näkyvyys siihen, mitä asiakkaat ovat ennakkoon tuotteiden mahdollisista tilausmääristä kertoneet. Nämä arviot eivät kuitenkaan sido asiakkaita, ja toteumat voivat poiketa ennakoitusta merkittävästi. Ennusteisiin liittyvä epävarmuus on siten korkea, vaikka historiallisen korkea tilauskanta antaa lähivuosien kasvulle hyvät lähtökohdat.

Sijoittajien pitääkin hyväksyä, että liikevaihto- ja tuloskehitys tulee ajoittain olemaan kuoppaista ja tulosyllätyksiä nähdään todennäköisesti myös tulevaisuudessa.

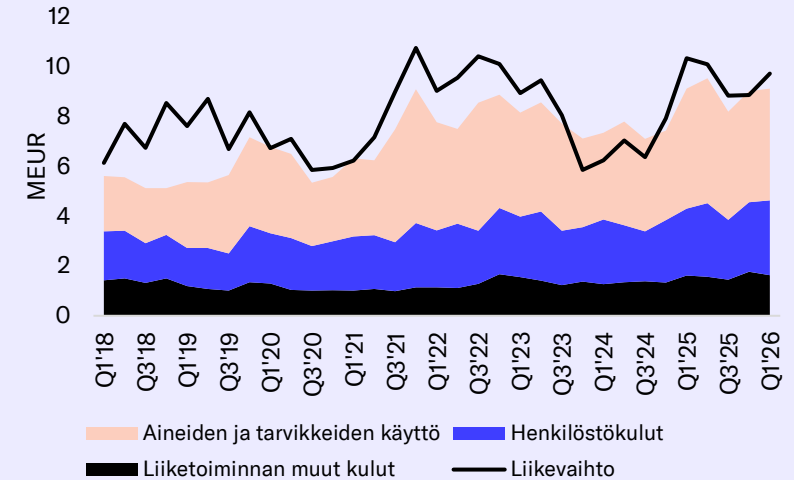
Kysyntätilanne eri asiakassegmenteissä

Viimeiset vuodet ovat olleet Aspocompille kysynnän osalta voimakasta vuoristorataa. Koronapandemian aiheuttaman epävarmuuden jälkeen kysyntä ylitti tarjonnan useilla alueilla, mutta vuonna 2023 etenkin puolijohdteollisuuden arvoketju kääntyi nopeasti ylikysynnästä selvään laskuun. Kuoppa jatkui pitkälle vuoteen 2024, mutta vuoden lopulta alkaen kysyntä on elpynyt voimakkaasti erityisesti Aspocompille tärkeimmissä asiakassegmenteissä. Vuonna 2025 kasvua vetivät etenkin Puolijohdteollisuus sekä Puolustus, turvallisuus ja ilmaväliin -segmentti, joiden näkymät ovat edelleen yhtiön kannalta selvästi suotuisimmat.

Puolijohdteollisuus-segmentissä (2025: 46 %) Aspocompin kysynnän suurin ajuri liittyy puolijohteiden testaamiseen, jossa piirilevyjen teknologiset vaatimukset ovat korkeita ja asiakkaiden toimitusvarmuusvaatimukset korostuneita. Testilaitemarkkina kasvaa pitkällä aikavälillä puolijohdemarkkinan mukana, ja uusien sirujen monimutkaistuminen kasvattaa myös testausprosessien vaatimuksia. Tämä tukee Aspocompin pitkän aikavälin kysyntänäkymää, mutta sektorilla heilunta on ollut voimakasta.

Segmentin kehitys oli suhteellisen tasaista aina vuoteen 2021 asti, jolloin liikevaihtoa kertyi 6,2 MEUR. Vuonna 2022 liikevaihto nousi 15,9 MEUR:oon ja vastasi 41 % Aspocompin liikevaihdosta. Kysyntä oli komponenttipulan keskellä äärimmäisen vahvaa ja investointeja tehtiin paljon. Juhla ei kuitenkaan kestänyt kauaa, vaan puolijohdteollisuuden kysyntä heikkeni nopeasti. Heikoimmalla 12 kuukauden jaksolla Q3'24:ään päättyen liikevaihto oli vain 5,6 MEUR, eli huippulukemista tultiin noin 2/3-osaa alas nopeassa

Kulurakenne ja sen kehitys



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

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

Liiketoiminnan muut kulut ovat valtaosin kiinteitä kuluja ja vastaa alle 20 % kulurakenteesta. Osuus liikevaihdosta pienentyi pitkään kasvun mukana, mutta vaikuttaa normalisoituneen noin 15–20 %:n tasolle.

Ennusteet 2/6

aikataulussa. Käänne ylöspäin tapahtui vuoden 2024 lopulla, ja vuonna 2025 puolijohdeteollisuus nousi jälleen yhtiön suurimmaksi segmentiksi 17,5 MEUR:n liikevaihdolla.

Ennustamme Puolijohdeteollisuuden liikevaihdon kasvavan lähes 17 MEUR:oon vuonna 2026, eli pysyvän edelleen erittäin vahvalla tasolla. Käsityksemme mukaan kysyntää olisi tällä hetkellä niin paljon, että Aspocomp pystyisi täyttämään merkittävän osan kapasiteetistaan pelkästään puolijohdeteollisuuden kysynnällä. Tämä ei kuitenkaan olisi pidemmällä aikavälillä kestävä, sillä yhtiö altistuisi tällöin liikaa sektorin voimakkaalle syklisyydelle. Aspocomp onkin käsityksemme mukaan rajoittanut puolijohdeasiakkaille annettavaa kapasiteettia, jotta se pystyy palvelemaan myös muita asiakasryhmiä ja kasvamaan kestävästi pidemmällä aikavälillä. Pikatoimituksina puolijohdeasiakkaat voivat ostaa kapasiteettia joustavammin, mutta tällöin hinnat ovat luonnollisesti selvästi korkeampia.

Aspocomp on investoinut puolijohdeteollisuuden vaatimiin kyvykkyyksiin merkittävästi ja pystynyt saavuttamaan sektorilla jo hyvän aseman. Arviomme mukaan Aspocomp toimii käytännössä Euroopan puolijohdetestauksen arvoketuissa, mahdollisesti myös ASML:n ympärille rakentuvassa ekosysteemissä, vaikka ASML ei välttämättä ole Aspocompin suora asiakas. Puolijohdetestauksen merkitys korostuu erityisesti AI-sirujen ja muiden monimutkaisten puolijohteiden yleistessä, sillä uudet sirut vaativat aiempaa vaativampaa ja pidempää testausprosessia. Mielestämme tämä antaa yhtiölle sektorilla myös vahvan pitkän aikavälin kasvunäkymän.

Puolustus, turvallisuus ja ilmaitu -segmentin (2025: 25 %) näkymä on mielestämme erinomainen Euroopan puolustusbudjettien jatkaessa nousuaan tulevina vuosina. Vuonna 2025 segmentin liikevaihto nousi 9,4 MEUR:oon, mikä kertoo useamman vuoden asiakastyön alkaneen näkyä

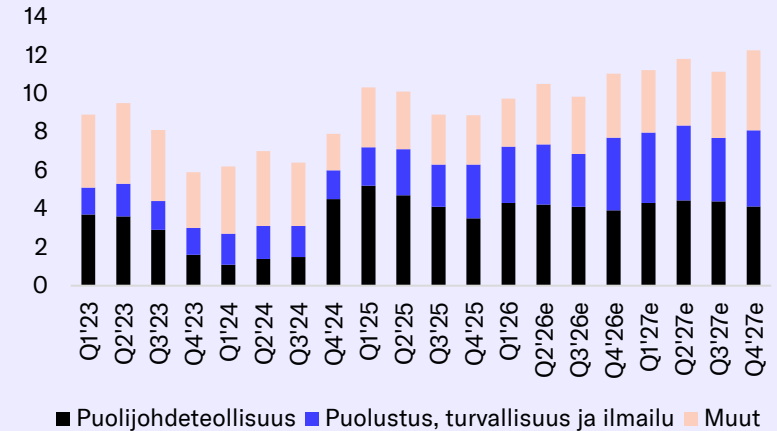
jo selvästi numeroissa. Aspocomp on ajanut sektorin uusia asiakkuuksia aktiivisemmin vuodesta 2022 lähtien, mutta liikevaihto on kertynyt asteittain segmentin tilaus-, hyväksyntä- ja kehityssykliden ollessa pitkiä. Arviomme mukaan segmentillä on edellytykset jatkaa vahvaa kasvuaan myös lähivuosina.

Tällä ja puolijohdesektoreilla näemme Aspocompin kilpailukyvyn poikkeuksellisen hyvänä, koska kummallakaan sektorilla asiakkaat eivät lähtökohtaisesti ole valmiita hankkimaan kriittisiä piirilevyjä kiinalaisilta kilpailijoilta. Puolustussektorilla tämä on selkeintä, mutta myös puolijohdeteollisuudessa teknologia halutaan pitää pois kiinalaisista käsistä. Piirilevyjen ominaisuuksista on pystytty tutkimaan uusien tuotteiden ominaisuuksia ja osin jopa kopioimaan niitä, mitä kautta luotettavuus on kriittinen kilpailuetu näillä sektoreilla. Tämä rajaa kilpailua pitkälti Eurooppaan ja tukee Aspocompin suhteellista asemaa.

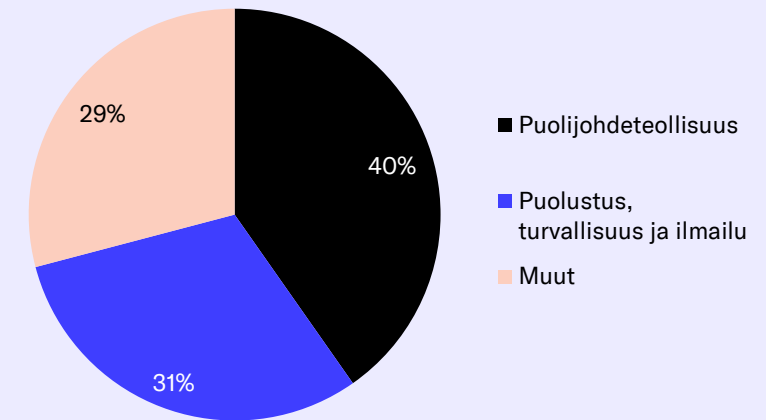
Yleisesti asema puolustussektorin kumppanina on vaikeampi saavuttaa kuin menettää. Aspocompilla on käsityksemme mukaan hyvä ja luotettava maine segmentissä sekä siellä vaadittavia sertifikaatteja. Teknologiset vaatimukset ovat korkeita, mikä tukee myös keskimääräistä parempia katteita. Samalla pitkät asiakas- ja hyväksyntäprosessit tarkoittavat, että kasvu ei tapahdu suoraviivaisesti, mutta onnistuessaan asiakkuudet voivat tarjota yhtiölle pitkäkestoista ja muuta markkinaa vakaampaa kysyntää.

Muut-segmentti (2025: 30 %) muodostuu keväällä 2026 päivitetyn uuden raportointimallin myötä aiemmista Autoteollisuus-, Teollisuuselektronikka- ja Tietoliikenne-segmentistä. Vuonna 2025 näiden yhteenlaskettu liikevaihto oli noin 11,4 MEUR. Segmentin sisällä kysyntäkuvat vaihtelevat, mutta kokonaisuutena emme näe sitä yhtiön lähivuosien keskeisenä kasvun ajurina. Sen rooli on kuitenkin tärkeä kapasiteetin tasapainottamisen, asiakaskunnan hajauttamisen

Liikevaihdon kehitys asiakassegmenteillä
(MEUR)



Liikevaihdon jakautuminen (2026e)



Ennusteet 3/6

ja tuotannon kuorman hallinnan näkökulmasta.

Autoteollisuuden tilanne on ollut jo pidempään vaikea Euroopan autoteollisuuden murroksen keskellä, ja näkymä on edelleen vaisu. Loppuasiakkaiden kysyntä on heikkoa ja kilpailu sektorilla kireää. Aspocompin positio autoteollisuudessa perustuu erityisesti raskaan kuljetuskaluston hankintaketjuun, missä tilanne on ollut henkilöautoja parempi, mutta samalla kysyntä voi olla syklisempää suurempien hankintapäätösten takia. Arvioimme autoteollisuuden katteiden olevan Aspocompin asiakaskunnassa heikoimpien joukossa, minkä takia emme pidä segmenttiä yhtiölle strategisesti houkuttelevimpana kasvukohtena.

Teollisuuselektronikan kysyntä on ollut viime vuodet vaisua, ja näkymä on edelleen epävarma Euroopan teollisuuden heikon perusvireen takia. Aspocompin asiakasportfolioon mahtuu varmasti sekä voittajia että häviäjiä vallitsevassa markkinassa, mutta kokonaisuutena odotamme suurempaa kasvua yhtiön strategisilta painopistealueilta. Myös kilpailu on arviomme mukaan suhteellisen kireää teollisuuselektronikassa.

Aspocompille historiallisesti erittäin tärkeän tietoliikennesektorin kysyntä on pysynyt jo pitkään matalalla tasolla. Aiemmin yhtiön liikevaihdollisesti suurimmasta sektorista on tullut selvästi pienempi osa kokonaisuutta, emmekä näe sitä varsinaisena tulevaisuuden kasvun ajurina. Segmentin näkyvyys on kroonisesti heikko, koska suuri osa kysynnästä liittyy tuotekehitykseen ja korkeakatteisiin pikatoimituksiin. Jos tietoliikenneasiakkaiden T&K-investoinnit pyörähtäisivät uudelleen korkeammille kierroksille, tulosvaikutus voisi hyväkatteisten pikatoimitusten kautta olla merkittävä. Perusskenaariomme ei kuitenkaan nojaa tämän sektorin olennaiseen elpymiseen.

Tilaukanta antaa aiempaa parempaa näkyvyyttä

Aspocompin tilaukanta on historiassa ollut lyhyt, mutta kasvoi ja pidentyi voimakkaasti pandemian jälkeen toimitusaikojen mukana. Tämän jälkeen uusissa tilauksissa ja tilaukannassa nähtiin selvä kuoppa erityisesti vuoden 2024 alkupuoliskolla, mutta Q3'24:llä voimakkaasta käänteestä parempaan saatiin vahvistus. Puolijohdeteollisuus oli vihdoinkin vironnut, minkä lisäksi Puolustus, turvallisuus ja ilmailu -segmentin kysyntä on kehittynyt vahvasti. Tämän seurauksena tilaukanta on nousut historiallisen korkealle tasolle (Q1'26: 23,5 MEUR).

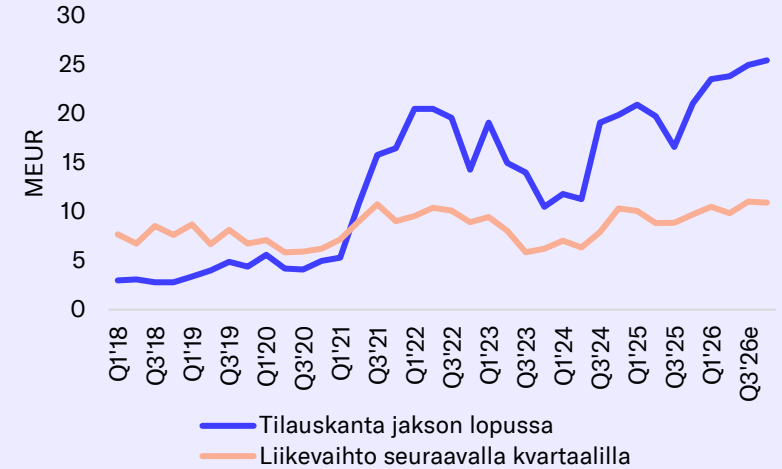
Kuten sivussa olevasta graafista nähdään, Aspocompin nykyinen tilaukanta on poikkeuksellisen korkea yhtiön historiaan nähden. Tämä on merkittävä muutos yhtiölle, sillä kauempana historiassa tilaukanta ei kattanut edes seuraavaa neljänneistä pikatoimitusten suuren roolin takia. Näkyvyys on siten parantunut, mikä antaa yhtiölle aiempaa paremmat edellytykset suunnitella tuotantoa, optimoida kapasiteetin käyttöä ja hallita kannattavuutta.

Johdon kommenttien perusteella näkyvyyden paraneminen ei myöskään nojaa vain yksittäiseen asiakkaaseen, vaan useamman asiakkaan kysyntä on lähestymässä niille allokoitun kapasiteetin rajoja. Pidämme tätä hyvänä signaalina kysyntäkuvan vahvistumisesta ja asiakaskunnan laajenemisesta, vaikka se samalla korostaa rajallisen kapasiteetin allokoinnin merkitystä. Viime vuosien perusteella kuitenkin nähdään, ettei korkea tilaukanta ole automaattisesti oikotie onneen.

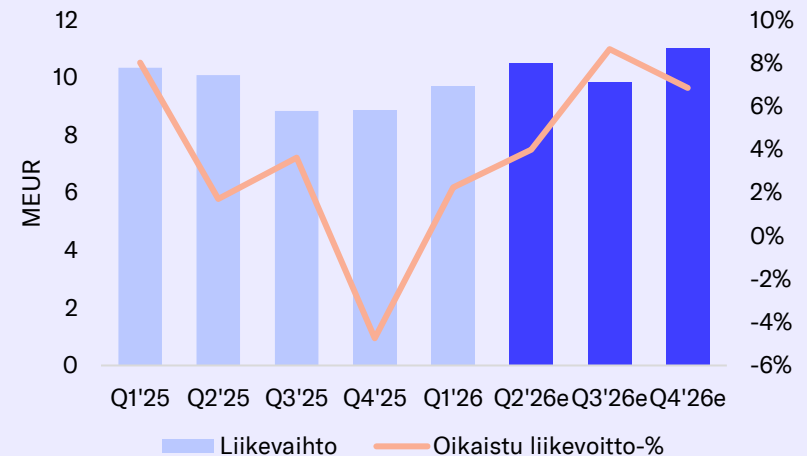
Vuonna 2026 rakennetaan pohjaa kannattavalle kasville

Aspocomp ohjeistaa vuoden 2026 liikevaihdon kasvavan (2025: 38,2 MEUR) ja liiketuloksen paranevan vuoteen 2025 verrattuna (0,9 MEUR). Ohjeistus jättää siten paljon

Tilaukanta ja liikevaihto



Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Ennusteet 4/6

liikkumavaraa, ja etenkin paranevan liiketuloksen asettama rima on matalalla. Yhtiöllä on kuitenkin näkemyksemme mukaan hyvät edellytykset yltää selvään tulosparannukseen etenkin vuoden jälkipuoliskolla. Ennustamme Aspocompin liikevaihdon kasvavan 8 % 41,1 MEUR:oon. Kasvua tukevat etenkin historiallisen korkea tilauskanta sekä puolustusteollisuuden ja puolijohdemarkkinan vahva kysyntä. Q1:n jälkeen yhtiön tilauskanta oli 23,5 MEUR, josta yhtiö arvioi 20,8 MEUR toimitettavan kuluvan vuoden aikana, mikä antaa vuodelle 2026 varsin hyvän näkyvyyden.

Ennustamme vuoden 2026 liikevoiton nousevan 2,2 MEUR:oon, mikä vastaa 5,5 %:n liikevoittomarginaalia (2025: 2,4 %). Tarkkaa myyntimixiä on luonnollisesti erittäin vaikea ennakoita, mutta oletettavasti Oulun tehdas pyörii lähes täysillä kierroksilla kuluvan vuoden ajan. Kannattavuutta rasittaa yhä keväällä 2024 heikommalla katteella sisään otetut tilaukset, joiden toimitukset jatkuvat arviolta Q2'26:lle asti. Näin ollen ennustamamme tulosparannus painottuu vahvasti loppuvuoteen. Lisäksi Oulun tehtaalla sattuneet laiterikot ovat osoittaneet, ettei tuotannon sujuvuus ole lyhyellä aikavälillä itsestäänselvyys ennen laiteinvestointien valmistumista vuoden 2027 jälkipuoliskolla. Yhtiö on kuitenkin jatkanut alkuvuonna tuotannon laadun parantamista, minkä myötä vikamäärät ovat jo vähentyneet selvästi.

Koska Aspocompin tuloskehitystä on edelleen vaikea ennustaa, pidämme vuoden 2026 ennusteille perusteltuna myös haarukkaa. Arviomme mukaan liikevaihto asettuu todennäköisesti noin 40–42 MEUR:n tasolle ja liikevoitto noin 1,6–3,4 MEUR:n haarukkaan, mikä vastaa noin 4–8 %:n liikevoittomarginaalia. Haarukan alapäässä tuotannon läpivirtaus tai myyntimix jäisi odotuksistamme, kun taas yläpää edellyttäisi vahvaa kysyntää, sujuvaa tuotantoa ja selvästi parempaa kapasiteetin kohdentumista korkeakatteisiin

toimituksiin.

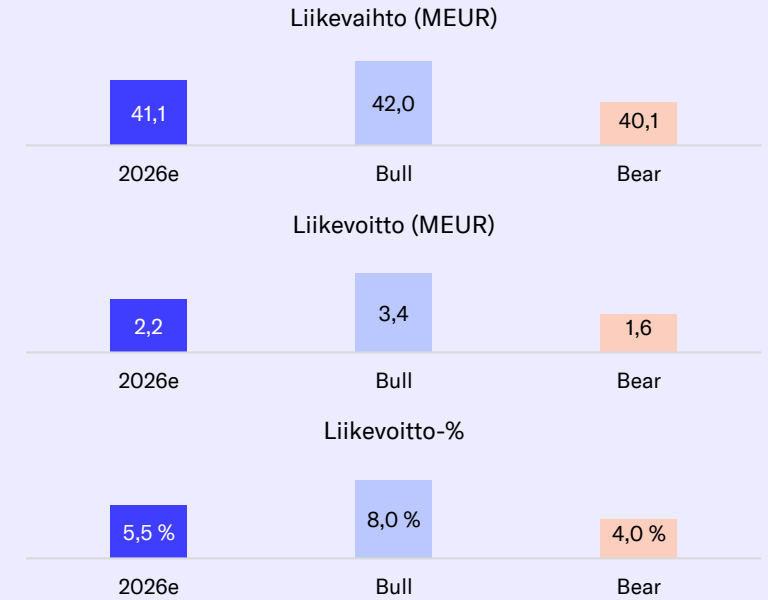
Lähivuosina kasvu kiihtyy Oulun tehtaan laajentuessa

Näkyvyys vuoteen 2027 on edelleen rajallinen, mutta lähtökohtaisesti Aspocompin tärkeimpien asiakassegmenttien näkymät ovat hyvät ja yhtiöllä pitäisi olla hyvät edellytykset positiivisen kehityksen jatkamiseen. Puolustusteollisuudessa kasvua tukevat etenkin Euroopan puolustusbudjettien nousu, ja puolijohdemarkkinalla pitkän aikavälin ajurit ovat edelleen vahvat. Mahdollinen positiivinen ajuri on myös Euroopan suhteellinen kasvu Aasian kustannuksella, jos asiakkaat pyrkivät paikallistamaan arvoketjujaan. Ulkoisia shokkeja vastaan Aspocompin mahdollisuudet suojautua ovat kuitenkin rajalliset, vaikka yhtiö on mielestämme valinnut asiakassegmenttinsä viisaasti. Keskeinen ennusteriski liittyy etenkin puolijohdeteollisuuden kysynnän mahdolliseen heikentymiseen, sillä sektorin liikkeet ovat historiallisesti olleet nopeita ja vaikeasti ennustettavia.

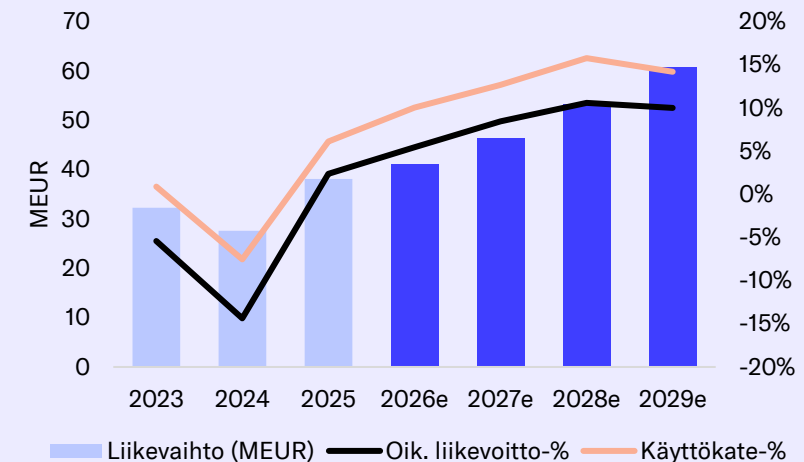
Odotamme Aspocompin liikevaihdon kasvun olevan noin 13–15 %:n tasolla vuosina 2027–2029. Edellytyksiä olisi yksittäisinä vuosina nopeampaankin kasvuun, mutta todennäköisesti joukkoon mahtuu myös selvästi vaikeampia vuosia. Ennusteemme onkin tietynlainen keskittien skenaario, jossa yhtiö onnistuu ylläpitämään korkean käyttöasteen Oulun tehtaalla, kasvattamaan kapasiteettia suunnitellusti sekä keskipitkällä aikavälillä myös välitysliektoimintaa. Emme nojaa ennusteissamme epäorgaanisiin kasvumahdollisuuksiin.

Vuonna 2027 historiallisen matalakatteisen tilauskannan painolastin tulisi olla kokonaan poistunut, minkä myötä kannattavuudessa pitäisi olla selkeää parantamisen varaa. Odotamme myös tuotannon läpivirtauksen normalisoitumisen ja Oulun laajennuksen vähitellen näkyvien hyötyjen tukevan tuloskuntoa. Ennustamme vuoden 2027 liikevoittomarginaalin

Luottamusväli vuoden 2026 ennusteille



Avainlukujen ennustettu kehitys



Ennusteet 5/6

olevan noin 9 %, mutta korkean epävarmuuden takia tason ympärille on syytä asettaa leveä ”luottamusväli”. Vuoden 2028 ennusteemme vastaa jo yhtiön keskipitkän aikavälin yli 10 %:n liikevoittotavoitetta, mutta sen saavuttaminen edellyttää investointiohjelman onnistunutta ylösajoa, hyvää kapasiteetin allokoointia ja suotuisan kysyntätilanteen jatkumista.

Kannattavuuden kannalta keskeisin ajuri on edelleen liikevaihtotaso ja sen taustalla oleva myyntimix. Kulurakenteessa emme odota lähivuosina suuria muutoksia, vaikka pidemmällä aikavälillä rakenne voi muuttua esimerkiksi välitysliiketoiminnan kasvaessa. Viime vuosien voimakkaiden heilahtelujen jälkeen Aspocompin normalisoidun kannattavuustason arviointi on vaikeaa, mutta hyvässä markkinatilanteessa yhtiöllä on mielestämme edellytyksiä yli 10 %:n liikevoittomarginaaliin. Pitkällä aikavälillä arvioimme kuitenkin normalisoidun liikevoittomarginaalin olevan noin 8 %:n tasolla (terminaalissa oletus 8 %), mutta poikkeamia nähdään

varmasti molempiin suuntiin.

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

Investointitaso nousee kasvuvaiheen mukana

Aspocompin investoinnit olivat vuonna 2025 1,8 MEUR, mikä vastaa arviomme mukaan karkeasti yhtiön normaalia ylläpitoinvestointitasoa. Vuosina 2026–2027 ennustamme investointien olevan vuosittain noin 6 MEUR Oulun yli 10 MEUR:n investointiohjelman myötä. Näkemyksemme mukaan nykyisen tuotantokoneiston kilpailukykyisenä pitäminen vaatii normaalitilanteessakin noin 1–2 MEUR:n vuosittaisia

investointeja. Investointipiikin jälkeen odotammekin investointitason laskevan selvästi, mutta jäävän kasvaneessa kokoluokassa noin 3–4 MEUR:n tasolle.

Keskipitkällä aikavälillä Oulun kapasiteettilaajennus antaa Aspocompille lisää kasvutilaa, mutta ei poista tarvetta pidemmän aikavälin pääoman allokoointia koskeville valinnoille. Jos yhtiö onnistuu kasvamaan suunnitellusti, Oulun tehtaan rajat voivat tulla uudelleen vastaan myöhemmin strategiakaudella. Tällöin kasvua on haettava joko uusilla kapasiteetti-investoinneilla, välitysliiketoiminnan kasvattamisella, yhteistyöjärjestelyillä tai mahdollisesti yritysjärjestelyillä. Tavalla tai toisella Aspocompin pitäisi mielestämme pystyä kasvamaan pitkällä aikavälillä ulos nykytilanteesta, jossa liiketoiminta nojaa voimakkaasti yhteen Oulun piirilevytehtaaseen.

Pidemmällä aikavälillä välitysliiketoiminnan merkitys korostuu, sillä se tarjoaa yhtiölle pääomakevyemmän kasvukanavan ja voi vapauttaa Oulun kapasiteettia

Ennustemuutokset MEUR / EUR	2026e Vanha	2026e Uusi	Muutos %	2027e Vanha	2027e Uusi	Muutos %	2028e Vanha	2028e Uusi	Muutos %
Liikevaihto	41,1	41,1	0 %	46,0	46,4	1 %	52,8	53,3	1 %
Käyttökate	4,1	4,1	0 %	5,8	5,9	2 %	8,3	8,4	1 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	2,2	2,2	0 %	3,8	3,9	2 %	5,5	5,7	2 %
Liikevoitto	2,2	2,2	0 %	3,8	3,9	2 %	5,5	5,7	2 %
Tulos ennen veroja	2,0	2,0	0 %	3,6	3,7	2 %	5,2	5,3	2 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,27	0,27	0 %	0,48	0,49	2 %	0,62	0,63	2 %
Osakekohtainen osinko	0,10	0,10	0 %	0,19	0,20	0 %	0,31	0,32	2 %

Lähde: Inderes

Ennusteet 6/6

korkeamman teknologian tuotteille. Odotamme välityksen osuuden liikevaihdosta kasvavan asteittain, vaikka kehitykseen vaikuttavat myös yhtiön muut strategiset valinnat. Lopulta kysymys on siitä, mitä Aspocompin asiakkaat yhtiöltä kaipaavat ja missä yhtiö pystyy luomaan omistaja-arvoa parhaalla riski-tuottosuhteella.

Velkakuorman kevennyttyä tase on tervehtynyt

Aspocomp kävi syksyllä 2024 suhteellisen lähellä rahoituskriisiä, mutta vuonna 2025 yhtiö onnistui keventämään merkittävästi velkataakkaansa vahvan rahavirran, maltillisten investointien sekä suunnatun osakeannin myötä. Yhtiöllä onkin mielestämme selvästi paremmat lähtökohdat Oulun investointiohjelman toteuttamiseen kuin vielä vuotta aiemmin, jolloin rahoitustilanne oli selvästi kireämpi. Ennusteissamme yhtiön tase säilyy lähivuosina terveellä tasolla, vaikka vuosien 2026–2027 koholla oleva investointitaso ja liikevaihdon kasvu sitovat pääomaa.

Investointivaiheen takia myös rahavirran osalta lähivuodet ovat yhtiölle normaalia raskaampia. Ennustamme Aspocompin liiketoiminnan rahavirran pysyvän selvästi positiivisena, vaikka kasvun mukana käyttöpääomaa sitoutuu edelleen. Käyttöpääoman kehitykseen liittyy myös epävarmuutta, sillä kasvava liikevaihto ja suuremmat asiakkuudet sitovat lähtökohtaisesti pääomaa varastoihin ja myyntisaamiin. Toisaalta yhtiön rahoitusasema on selvästi parempi ja taseessa on enemmän liikkumavaraa investointiohjelman läpivientiin.

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

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

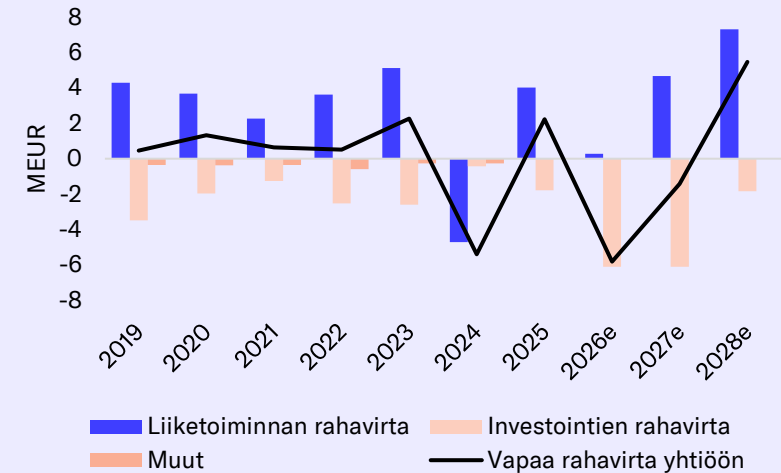
Taseen tunnusluvut pysyvät ennusteissamme vahvoina. Omavaraisuusasteen ennustamme olevan lähivuosina selvästi yli yhtiön yli 40 %:n tavoitetason, vaikka investointivaihe kasvattaa rahoitustarpeita. Nettovelkaantumisasteen arvioimme pysyvän kohtuullisena, kunhan tulosparannus etenee ennusteidemme mukaisesti ja käyttöpääoma pysyy hallinnassa. Toimialan syklisyys, tuotannon häiriöherkyys ja kasvun sitoma käyttöpääoma huomioiden vahva tase on Aspocompille jatkossakin selkeä vaatimus.

Veroprosentti pysyy lähivuosina maltillisena

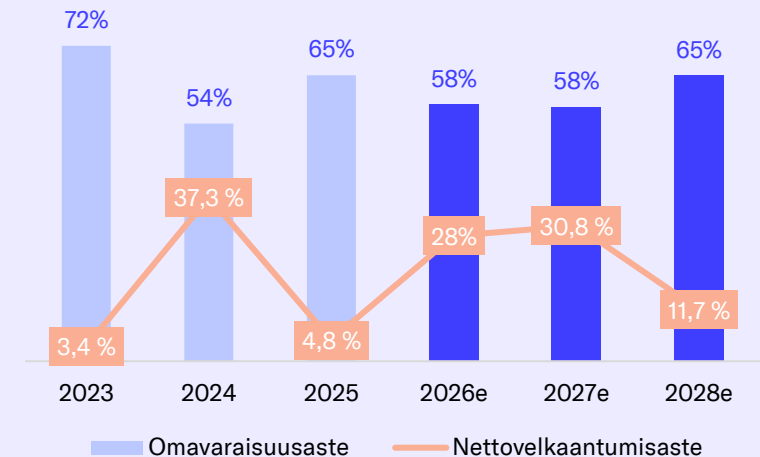
Arvoimme mukaan Aspocompin veroprosentti tulee olemaan lähivuosina matalalla tasolla. Yhtiöllä oli Q1'26:n lopussa taseessaan 5,4 MEUR laskennallisia verosaamia, mikä antaa yhtiölle mahdollisuuden hyödyntää aiempien vuosien tappioita tulevien vuosien tuloksia vastaan. Tappiot ovat Suomessa ja konsernirakenne on yksinkertainen, joten verotuksen pitäisi pysyä suhteellisen suoraviivaisena.

Ennusteissamme maksetut verot ovat lähivuosina miljoonan euron tuntumassa, mikä jälkeen verotaso normalisoituu asteittain tulostason mukana. Verosaamisten hyödyntäminen tukee kassavirtaa, mutta niiden määrä pienenee ajan myötä, mikä nostaa efektiivistä verorasitusta pidemmällä aikavälillä kohti normaalia tasoa. Tuloslaskelmassa voi jatkossakin näkyä laskennallisiin veroihin liittyviä teknisiä kirjauksia, mutta näiden kassavirtavaikutus on rajallinen. Tämän vuoksi seuraamme ennusteissamme maksettujen verojen kehitystä ja olemme pyrkineet oikaisemaan laskennalliset verot analyysissä.

Yksinkertaistetut rahavirrat



Taseen avainluvut



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26	Q2'26e	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihto	27,6	10,3	10,1	8,8	8,9	38,2	9,7	10,5	9,8	11,0	41,1	46,4	53,3	60,8
Aspocomp	27,6	10,3	10,1	8,8	8,9	38,2	9,7	10,5	9,8	11,0	41,1	46,4	53,3	60,8
Käyttökate	-2,1	1,2	0,6	0,6	-0,1	2,3	0,6	0,9	1,4	1,3	4,1	5,9	8,4	8,6
Poistot ja arvonalennukset	-1,9	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-1,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-1,9	-2,0	-2,8	-2,6
Liikevoitto ilman kertaeriä	-4,0	0,8	0,2	0,3	-0,4	0,9	0,2	0,4	0,9	0,8	2,2	3,9	5,7	6,1
Liikevoitto	-4,0	0,8	0,2	0,3	-0,4	0,9	0,2	0,4	0,9	0,8	2,2	3,9	5,7	6,1
Aspocomp	-4,0	0,8	0,2	0,3	-0,4	0,9	0,2	0,4	0,9	0,8	2,2	3,9	5,7	6,1
Nettorahoituskulut	-0,4	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,4	-0,2
Tulos ennen veroja	-4,3	0,7	0,0	0,2	-0,5	0,5	0,2	0,4	0,8	0,7	2,0	3,7	5,3	5,9
Verot	#REF!	0,0	-0,1	-0,1	0,4	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,5	-0,7
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	-3,5	0,7	-0,1	0,2	-0,3	0,4	0,2	0,4	0,8	0,7	2,1	3,7	4,8	4,8
EPS (oikaistu)	-0,63	0,10	-0,02	0,03	-0,04	0,07	0,02	0,05	0,11	0,09	0,27	0,49	0,63	0,64
EPS (raportoitu)	-0,51	0,10	-0,02	0,03	-0,05	0,06	0,02	0,05	0,11	0,09	0,27	0,49	0,63	0,64

Tunnusluvut	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26	Q2'26e	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihdon kasvu-%	-14,6 %	65,7 %	43,4 %	38,8 %	11,8 %	38,3 %	-6,0 %	4,0 %	11,3 %	24,5 %	7,7 %	12,8 %	15,0 %	14,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%													44,1 %	7,5 %
Käyttökate-%	-7,5 %	11,9 %	5,5 %	7,3 %	-1,1 %	6,1 %	6,4 %	8,6 %	13,7 %	11,4 %	10,1 %	12,7 %	15,8 %	14,2 %
Oikaistu liikevoitto-%	-14,4 %	8,0 %	1,7 %	3,6 %	-4,7 %	2,4 %	2,3 %	4,0 %	8,7 %	6,9 %	5,5 %	8,5 %	10,6 %	10,0 %
Nettotulos-%	-12,6 %	6,8 %	-1,4 %	2,0 %	-3,7 %	1,1 %	1,8 %	3,5 %	8,2 %	6,4 %	5,0 %	7,9 %	8,9 %	7,9 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 1/3

Hyväksyttävän arvostuksen perustekijät

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

Näkemyksemme mukaan yhtiön arvostusta tukee sen hyvä asema selkeillä kasvusektoreilla, kuten puolijohdeteollisuus ja puolustus. Vahvan tilauskannan myötä lyhyen aikavälin näkyvyys on tällä hetkellä kohtuullinen, vaikka yhtiötä ovat viime aikoina vaivanneet toimituskykyä hidastaneet laiterikot. Arviomme mukaan yhtiön strategiapäivitys ja osin jo tehdyt toimenpiteet (kuten kapasiteettiallokaatiomalli) luovat pohjaa kestävämmälle kannattavalle kasvulle, vaikka täyden toimivuuden arviointi vaatii vielä näyttöjä. Joka tapauksessa arvioimme, että Aspocompin riskiprofiili on laskusuunnassa. Erityisesti rahoitusriski on pienentynyt loppuvuonna 2025 toteutetun suunnatun osakeannin ja tervehdyttäneen kassavirran avulla. Samalla yhtiö on tehnyt selkeitä toimenpiteitä asiakasriskien pienentämiseksi. Kysyntä on pysynyt vahvana suhteessa kapasiteettiin, mikä antaa yhtiölle voimakkaan tuloskasvuajurin heikko lähtötaso huomioiden. Näemme positiivisia mahdollisuuksia myös välitysluokkien kasvussa lähivuosina.

Toisaalta yhtiön hyväksyttävää arvostustasoa painaa heikompi näkyvyys pidemmälle tulevaisuuteen sekä heikko asema arvoketjussa. Tätä yhtiö on pystynyt parantamaan uusilla kyvykkyyksillä, mutta yhtiön hinnoitteluvoima on aina rajallinen suhteessa suuriin asiakkaisiin ja se toimii vahvasti

kilpailulla toimialalla, joka vaatii jatkuvia investointeja. Näin ollen hyväksyttävä arvostustaso on näkemyksemme mukaan väkisinikin maltillinen, vaikka poikkeuksellisessa tilanteessa ja vahvan tuloskasvuodotuksen myötä yhtiölle voidaan väliaikaisesti hyväksyä korkeampia kertoimia.

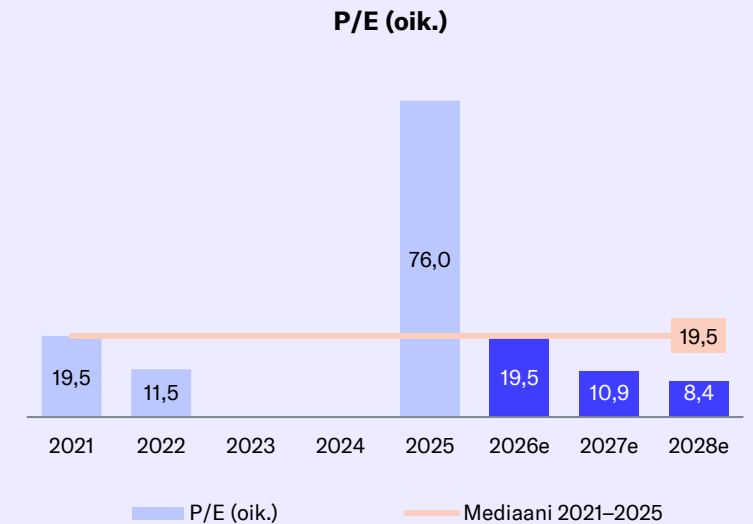
Piirilevy-yhtiöiden normaali arvostustaso P/E-luvulla mitattuna on historiassa ollut neutraalilla tulosasteella noin 10–12x. EV/EBITDA-kertoimet ovat rahoitusrakenteesta riippuen noin 5–7x ja EV/EBIT-kertoimet ovat olleet suunnilleen kokoluokassa 8–10x. Vastaavat kertoimet ovat varsin tyypillisiä myös muille elektroniikan arvoketjussa toimiville yhtiöille, joiden sijoitusprofiilit ovat samankaltaisia. Etukenoa arvostuskertoimissa ei juuri oteta tulosasteen ollessa suhteellisen normaali, minkä takia tällä hetkellä relevantteja ovat lähivuosien 2026 ja 2027 kertoimet.

Vuoden 2026 tuloksella osake on kallis

Aspocompin vuoden 2026 ennusteidemme mukainen P/E-luku on noin 20x ja EV/EBITDA-kerroin puolestaan noin 11x, mitkä ovat selvästi normaaleja tasoja korkeampia. Kuluvan vuoden tulos ei kuitenkaan vielä kuvaa arviomme mukaan yhtiön normalisoitua tuloskuntoa, sillä alkuvuotta painavat edelleen aiemmin tiukassa paikassa otetut matalakatteiset toimitukset ja Oulun tuotannon läpivirtaus normalisoituu asteittain. Arvostus on siis lyhyellä aikavälillä merkittävästi venytetty, sillä heikon näkyvyyden takia neutraali P/E on ollut historiassa suunnilleen 12x kuluvan vuoden tuloksella. Lyhytaikaisten kertoimien venytystä tukevat vahva tilauskanta ja kysyntänäkymä sekä selkeät ajurit merkittävälle kannattavuusparannukselle lähivuosina. Lisäksi avainluvut liikkuvat pääosin oikeaan suuntaan, kun huomioimme heikkokatteisen tilauskannan poistumisen.

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	5,34	5,34	5,34
Osakemäärä, milj. kpl	7,52	7,52	7,52
Markkina-arvo	40	40	40
Yritysarvo (EV)	46	47	43
P/E (oik.)	19,5	10,9	8,4
P/E	19,5	10,9	8,4
P/B	1,9	1,7	1,5
P/S	1,0	0,9	0,8
EV/Liikevaihto	1,1	1,0	0,8
EV/EBITDA	11,2	8,1	5,2
EV/EBIT (oik.)	20,5	12,1	7,7
Osinko/tulos (%)	35,0 %	40,0 %	50,0 %
Osinkotuotto-%	1,8 %	3,7 %	5,9 %

Lähde: Inderes



Lähde: Inderes

Arvonmääritys 2/3

Vuoden 2027 ennusteilla, joihin luottamus on tässä vaiheessa siedettävä, P/E painuu noin 11x tasolle ja EV/EBITDA on puolestaan noin 8x. Nämä kertoimet ovat jo kohtuullisemmat ja niissä voi olla myös nousuvaraa. Näkyvyys ensi vuoteen on kuitenkin toistaiseksi erittäin heikko ja ennusteriskin kantamisesta saatava palkkio jää mielestämme ohueksi. Jos yhtiö palaa yli 10 %:n liikevoittomarginaaleihin ja liikevaihto pysyy tukevasti kasvu-uralla, tulevaisuudessa nousupotentiaalia avautuu lisää. Tätä voi hahmottaa katsomalla EV/S-kertoimia, jotka olivat merkittävästi korkeampia Aspocompin kannattavuuden ollessa vahva.

Verrokkiryhmä ei myöskään tue korkeampaa arvostusta

Aspocompin verrokkiryhmä ei ole erityisen hyvä, koska yhtiöllä on lopulta varsin vähän yhteistä piirilevyjen massatuottajien kanssa ja pienemmistä listatuista toimijoista on saatavilla vain rajallisesti ennusteita. Käyttämämme verrokkiryhmä koostuukin pääasiassa kansainvälisistä massavalmistajista, mutta olemme sisällyttäneet siihen myös Helsingin pörssistä sijoitusprofiiltaan samankaltaisia yhtiöitä. Tästä huolimatta verrokkiryhmä tarjoaa mielestämme arvostukselle kohtuullisen viitekehyyksen.

Verrokkiryhmä on kuitenkin tällä hetkellä voimakkaasti kahtia jakautunut, kun korkeammat kertoimet heijastelevat arviomme mukaan osin puolijohde-, AI- ja korkean teknologian arvoketjuihin liittyviä kasvuodotuksia, kun taas osa verrokeista hinnoitellaan selvästi maltillisemmilla tasoilla. Siten verrokkiryhmän mediaani ei yksinään ole kovin käyttökelpoinen. Aspocompin kertoimet ovat sekä tämän että ensi vuoden ennusteillamme verrokkiryhmän keskiarvoa matalammalla tasolla, mitä pidämme perusteltuna yhtiön pienemmän kokoluokan, heikompien historiallisten näyttöjen ja korkean ennusteriskin vuoksi.

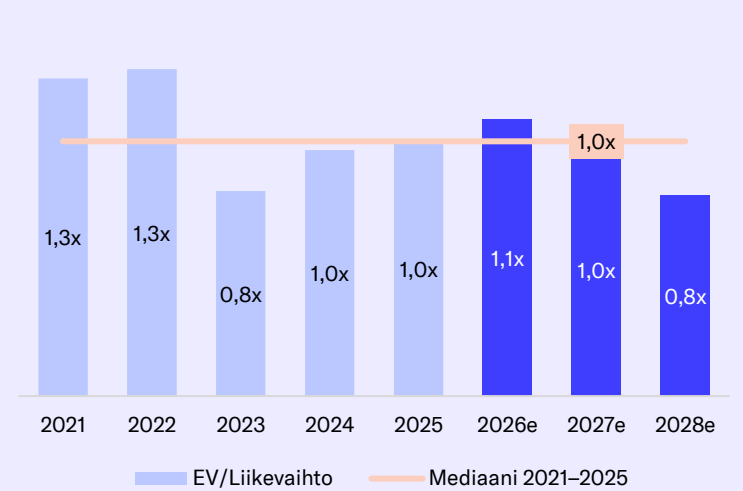
Helsingin pörssistä mahdollisesti parhaita verrokkeja ovat Incap (2026e: P/E 12x ja EV/EBIT 8x) ja Scanfil (2026e: P/E 17x ja EV/EBIT 13x), jotka ovat kiinni samassa elektroniikkateollisuuden alihankintaketjussa Aspocompin kanssa. Aspocomp arvostetaan tällä hetkellä selvästi molempia yhtiöitä korkeammalle, mikä on mielestämme vaikeasti perusteltavissa verrokkien selvästi vahvempien historiallisten näyttöjen valossa. Toki kannattavuustaso on tällä hetkellä kaukana optimaalisesta, mutta pidämme yhtiön suhteellista arvostusta kokonaisuutena haastavana.

DCF-mallin mukainen arvo tukee suositustamme

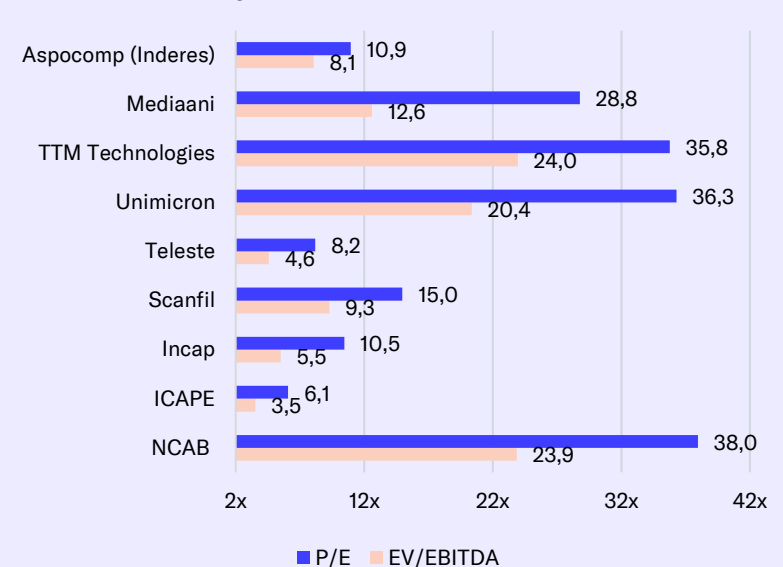
Kassavirtamallimme (DCF) antama arvo osakkeelle on noin 5,0 euroa nykyisellä mielestämme realistisella ennusteskenaariolla. Olemme laskeneet Aspocompin tuottovaatimuksen (WACC) 10,0 %, mikä heijastelee yhtiön riskiprofiilin laskua rahoitustilanteen vakautumisen, taseen vahvistumisen ja tulokäänteen etenemisen myötä. Oman pääoman kustannuksemme on 10,6 %, joka on niin ikään laskenut loppuvuoden rahoitusjärjestelyn ja pienentyneen rahoitusriskin myötä. Mielestämme noin 10 % oman pääoman kustannus on Aspocompille neutraali taso, jos käänne etenee jatkossakin suunnitelmien mukaisesti.

Terminaalijakson painoarvo on mielestämme korkea 67 %, mikä kertoo siitä, että suuri osa yhtiön arvosta on painottunut pitkälle tulevaisuuteen. DCF-laskelman indikoima arvo on erittäin herkkä muutoksille avainoletuksissa, joita olemme viime vuosina joutuneet muuttamaan merkittävästi. Suhteellisen korkeiden investointivaatimusten takia rahavirrassa on merkittävä vipu tulos- ja kannattavuusennusteiden suhteen. Itse pidämme kassavirtalaskelmaa lähinnä varmistuksena siitä, että asettamamme tavoitehintaa voidaan perustella järkevillä oletuksilla tulevasta kassavirroista.

EV/Liikevaihto



Verrokkiryhmän arvostuskertoimet (2027e)



Arvonmääritys 3/3

Käypä arvo riippuu normalisoidusta kannattavuudesta

Isossa kuvassa Aspocompin arvostus on edelleen vaikeasti haarukoitava. Vuoden 2026 tuloksella osake on kallis, mutta yhtiön yltäessä lähivuosina takaisin historiallisesti hyvään tuloskuuntoon arvostus muuttuu selvästi hyväksyttävämmäksi. Keskeinen kysymys onkin, mille tasolle yhtiön ”normalisoitu” kannattavuus lopulta asettuu Oulun investointiohjelman, tuotannon läpivirtauksen paranemisen ja vahvistuneiden asiakassegmenttien myötä.

Nykyisillä ennusteillamme osakkeen käyvän arvon haarukka voidaan mielestämme asettaa suunnilleen 4–6 euron osakekohtaisen hinnan ympärille. Haarukka on Aspocompin tapauksessa väistämättä leveä, sillä yhtiön arvo riippuu poikkeuksellisen paljon siitä, mille tasolle liikevaihto ja kannattavuus asettuvat investointiohjelman ylösajon jälkeen. Haarukan alaosa nojaa maltillisempaan tuloskuuntoon ja edelleen korkeaan ennusteriskiin, kun taas yläosan perusteleminen vaatisi mielestämme lisää näyttöjä lähivuosien tuloskasvun toteutumisesta, Oulun investointiohjelman onnistuneesta ylösajosta sekä näkymän vakautumisesta nykyistä ennustettavammalle tasolle.

Nykyisellä kassavirtalaskelmalla yhden prosenttiyksikön pienempi WACC, mikä olisi mielestämme näillä oletuksilla realistinen skenaario riskiprofiilin laskiessa, veisi osakkeen arvon noin 6,0 euron tasolle. Tämä kuvaa hyvin osakkeen herkkyyttä riskitason normalisoitumiselle ja yhtiön pitkän aikavälin potentiaalille. Emme kuitenkaan pidä perusteltuna nojata tavoitehinnassamme näin matalaan tuottovaatimukseen, sillä lähivuosien tuloskasvuun, investointiohjelman ylösajoon ja kannattavuuden normalisoitumiseen liittyy yhä merkittäviä ennusteriskejä

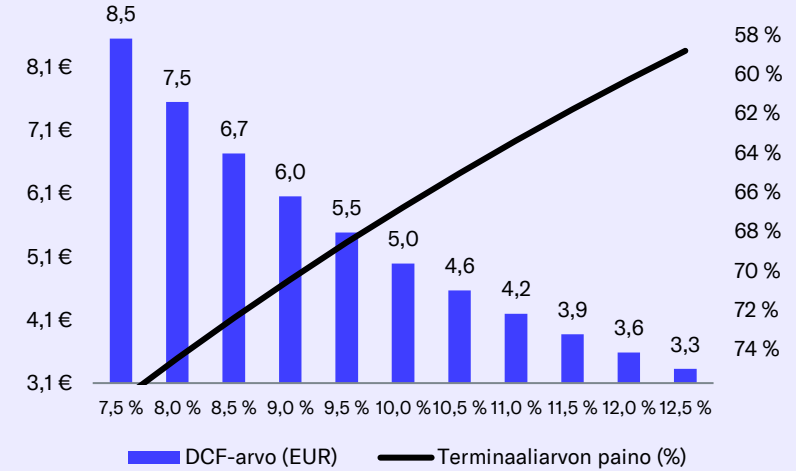
Arvostuksen ja ajurien yhteenveto

Olemme aiemmissa päivityksissä korostaneet Aspocompin keskeisinä arvoajureina tuloskäänteen todistamista ja rahoitustilanteen vakautumista. Näissä yhtiö on ottanut selkeitä edistysaskeleita, sillä tase on vahvistunut, tilauskanta on historiallisen korkea ja kysyntä pääsegmenteissä on säilynyt vahvana. Arvonluonnin seuraava vaihe nojaa kuitenkin ennen kaikkea tulosparannuksen jatkumiseen, historiallisen heikkokatteisen tilauskannan poistumiseen sekä Oulun investointiohjelman onnistuneeseen läpivientiin.

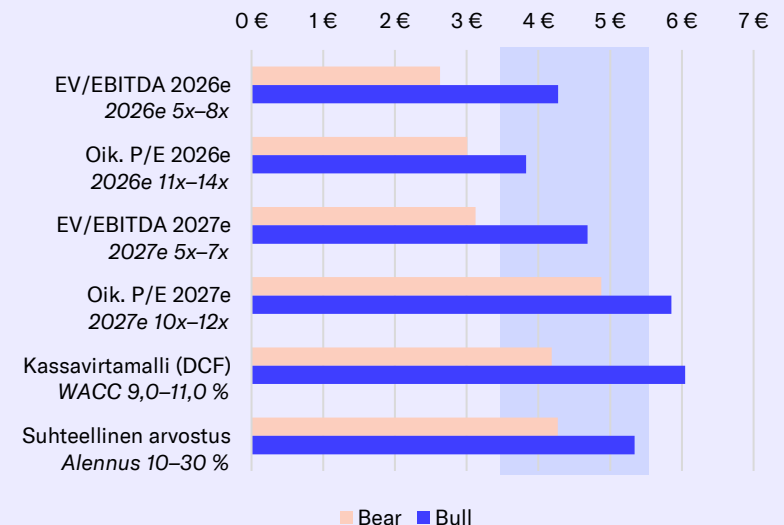
Osakekurssi hinnoittelee mielestämme jo huomattavaa tulosparannusta. Vuoden 2026 ennusteillamme arvostus on lyhyellä aikavälillä kireä, ja vaikka vuoden 2027–2028 ennusteilla kertoimet painuvat kohtuullisemmille tasoille, niiden varaan nojaava nousuvara ei mielestämme ole riittävä suhteessa yhtiön riskiprofiiliin. Vahva tilauskanta antaa hyvän pohjan tulosparannukselle, mutta Oulun tehtaan korkea käyttöaste, tuotannon läpivirtauksen herkkyyks ja puolijohdesektorin historiallisesti voimakas heilunta pitävät ennusteriskit koholla.

Siten toistamme vähennä-suosituksemme, mutta nostamme tavoitehintamme 5,0 euroon lievien ennustenostojen ja yhtiön riskiprofiilin laskua heijastelevan tuottovaatimuksen laskun myötä. Mikäli tulosparannus jatkuu voimakkaana ja Oulun investointiohjelman etenee suunnitellusti, näemme osakkeessa edelleen nousuvaraa. Nykykurssilla tuotto-riskisuhde jää kuitenkin näkemyksemme mukaan lievästi negatiiviseksi, eikä sijoittaja saa riittävää kompensatiota ennusteriskien kantamisesta. Tässä vaiheessa onkin mielestämme perusteltua odottaa tulosparannuksen etenemistä ennen suurempaa etukenoa arvostuksessa.

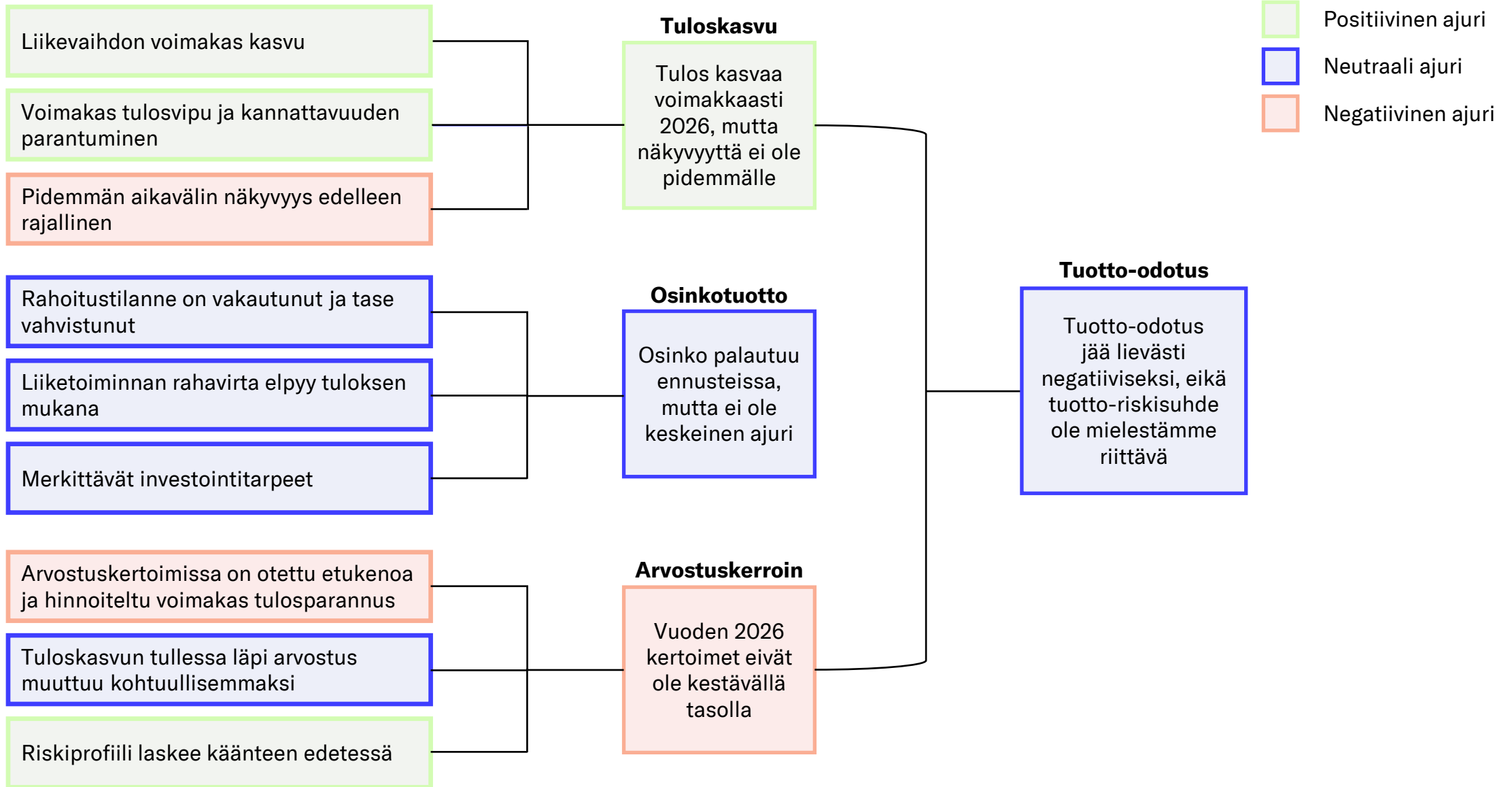
DCF-arvon herkkyyks muutoksille WACC-%:ssa



Osakkeen käyvän arvon haarukka (€)



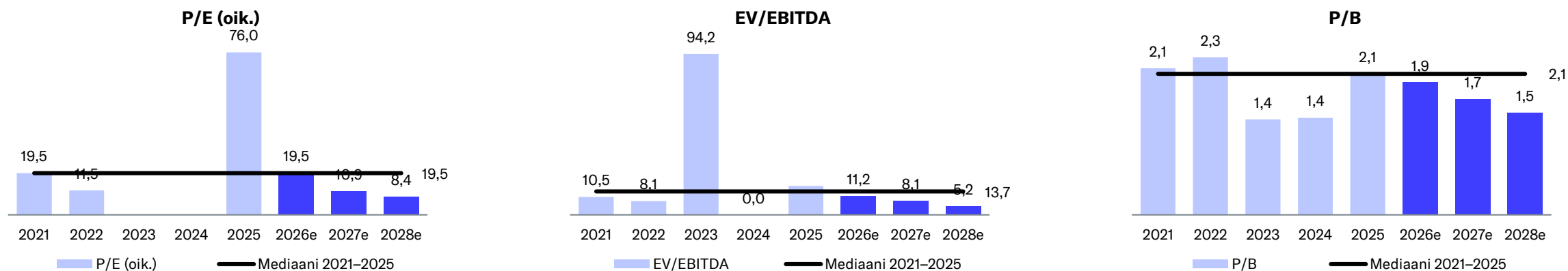
Osaketuoton ajurit Q1'26 TOT-2028e



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Osakekurssi	6,00	7,34	3,83	3,18	5,12	5,34	5,34	5,34	5,34
Osakemäärä, milj. kpl	6,84	6,84	6,84	6,85	6,96	7,52	7,52	7,52	7,52
Markkina-arvo	41	50	26	22	39	40	40	40	40
Yritysarvo (EV)	43	52	27	28	39	46	47	43	40
P/E (oik.)	19,5	11,5	neg.	neg.	76,0	19,5	10,9	8,4	8,4
P/E	19,5	11,5	neg.	neg.	86,1	19,5	10,9	8,4	8,4
P/B	2,1	2,3	1,4	1,4	2,1	1,9	1,7	1,5	1,4
P/S	1,2	1,3	0,8	0,8	1,0	1,0	0,9	0,8	0,7
EV/Liikevaihto	1,3	1,3	0,8	1,0	1,0	1,1	1,0	0,8	0,7
EV/EBITDA	10,5	8,1	94,2	neg.	16,9	11,2	8,1	5,2	4,7
EV/EBIT (oik.)	19,0	11,5	neg.	neg.	43,6	20,5	12,1	7,7	6,6
Osinko/tulos (%)	48,7 %	32,8 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	35,0 %	40,0 %	50,0 %	60,0 %
Osinkotuotto-%	2,5 %	2,9 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,8 %	3,7 %	5,9 %	7,2 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
			2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e
NCAB	1466	1536	33,5	28,7	27,0	23,9	46,1	38,0	1,3	1,6	10,0
ICAPE	56	90	7,4	5,5	4,3	3,5	8,7	6,1	2,6	4,8	2,2
Incap	281	264	8,3	6,6	6,8	5,5	12,3	10,5			1,5
Scanfil	880	970	13,4	11,9	10,0	9,3	17,3	15,0	2,0	2,2	2,3
Teleste	61	75	8,1	6,8	5,4	4,6	9,2	8,2	3,0	3,6	0,9
AT & S	5944	7618	137,4	26,9	18,1	11,1		53,4		0,3	6,2
Lagercrantz	4909	5707	36,6	31,0	27,6	24,1	45,9	36,9	1,0	1,1	11,7
Sanmina	13051	13722	18,6	16,0	14,9	13,1	25,3	21,8			5,6
Unimicron	43553	43664	64,9	30,0	34,5	20,4	70,2	36,3	0,6	1,3	13,5
Compeq	8706	8416	32,6	17,2	17,0	12,1	35,2	21,0	1,4	2,4	6,5
TTM Technologies	16958	17407	36,3	28,8	29,6	24,0	47,1	35,8			9,5
Ibiden	33282	32767			47,2	34,5	130,1	97,2	0,1	0,2	11,0
Tripod Technology	7348	6703	13,1	10,2	10,3	8,3	18,6	14,6	3,1	4,1	4,3
Meiko Electronics	5354	5942			27,7	20,9	46,9	36,9	0,3	0,4	7,6
Aspocomp (Inderes)	40	46	20,5	12,1	11,2	8,1	19,5	10,9	1,8	3,7	1,9
Keskiarvo			34,2	18,3	20,0	15,4	39,5	30,8	1,5	2,0	6,6
Mediaani			25,6	16,6	17,5	12,6	35,2	28,8	1,4	1,6	6,3
Erotus-% vrt. mediaani			-20 %	-27 %	-36 %	-36 %	-45 %	-62 %	32 %	136 %	-69 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

DCF-laskelma

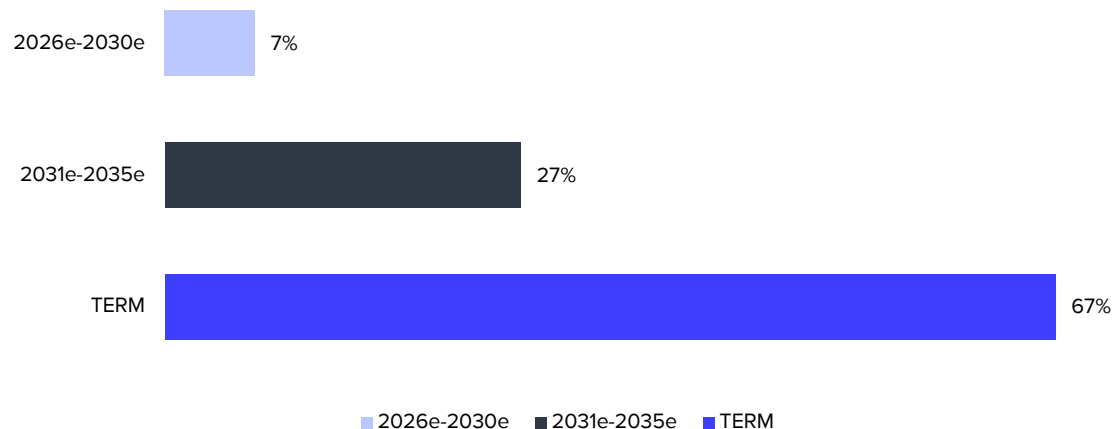
DCF-laskelma	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	38,3 %	7,7 %	12,8 %	15,0 %	14,0 %	9,0 %	6,0 %	5,0 %	4,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %
Liikevoitto-%	2,4 %	5,5 %	8,5 %	10,6 %	10,0 %	9,0 %	8,5 %	8,5 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %
Liikevoitto	0,9	2,2	3,9	5,7	6,1	6,0	6,0	6,3	6,1	6,3	6,5	
+ Kokonaispoistot	1,4	1,9	2,0	2,8	2,6	2,7	2,8	2,8	2,9	2,9	2,8	
- Maksetut verot	0,0	1,0	1,0	0,5	1,3	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	
- verot rahoituskuluista	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	1,7	-3,8	-1,2	-1,1	-1,0	-1,1	-0,8	-0,7	-0,6	-0,5	-0,5	
Operatiivinen kassavirta	4,0	1,3	5,7	7,8	8,9	6,4	6,8	7,2	7,3	7,6	7,7	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-1,8	-6,1	-6,1	-1,8	-3,2	-3,4	-3,0	-3,3	-3,2	-2,7	-3,4	
Vapaa operatiivinen kassavirta	2,3	-4,8	-0,4	5,9	5,7	3,0	3,8	3,9	4,1	4,9	4,3	
+/- Muut	0,0	-1,0	-1,0	-0,5	-1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	2,3	-5,8	-1,4	5,5	4,3	3,0	3,8	3,9	4,1	4,9	4,3	63,5
Diskontattu vapaa kassavirta		-5,5	-1,2	4,3	3,1	2,0	2,3	2,1	2,0	2,2	1,7	25,6
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		38,4	43,9	45,1	40,8	37,7	35,8	33,5	31,4	29,5	27,3	25,6
Velaton arvo DCF		38,4										
- Korolliset velat		-2,7										
+ Rahavarat		1,8										
+ Osakkuusyhtiöt		0,0										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		37,5										
Oman pääoman arvo DCF per osake		5,0										

Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	15,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,40
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,45 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	10,6 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,0 %

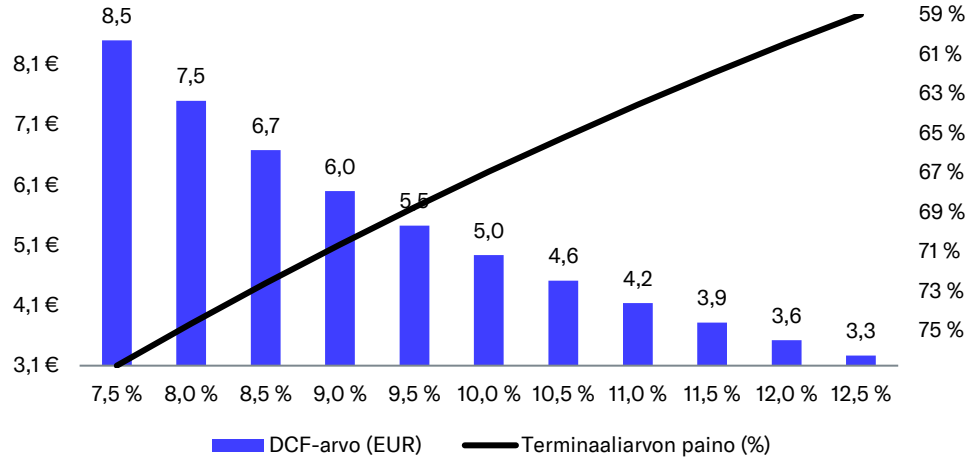
Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain

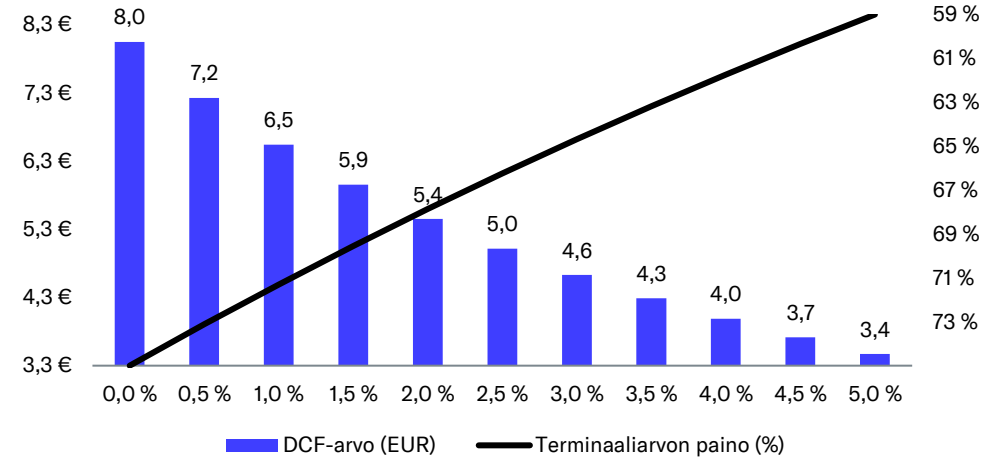


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

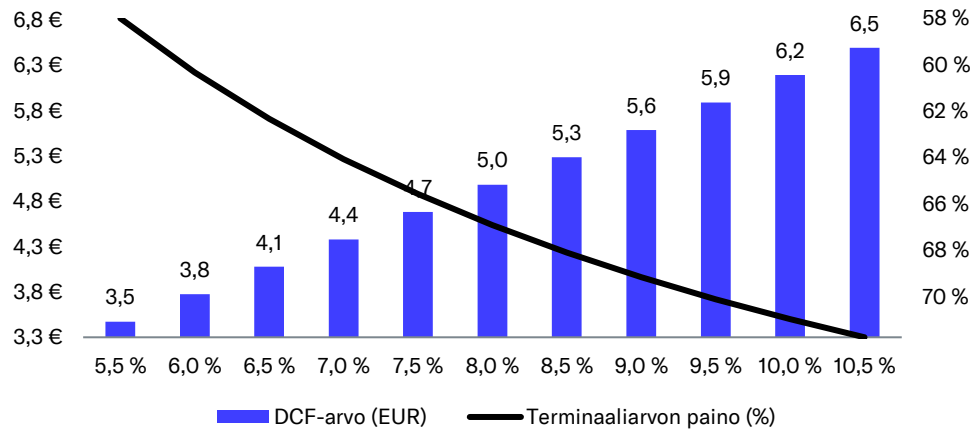
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



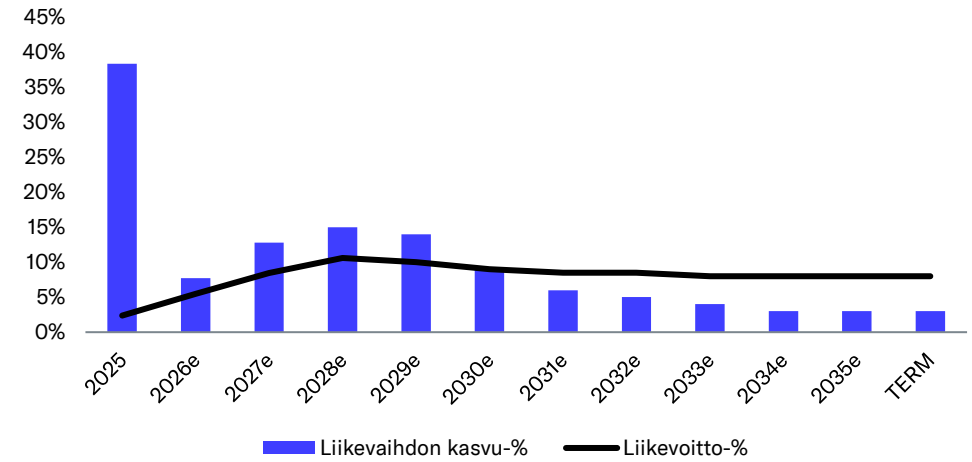
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



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

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihto	32,3	27,6	38,2	41,1	46,4
Käyttökate	0,3	-2,1	2,3	4,1	5,9
Liikevoitto	-1,7	-4,0	0,9	2,2	3,9
Voitto ennen veroja	-2,0	-4,3	0,5	2,0	3,7
Nettovoitto	-1,6	-3,5	0,4	2,1	3,7
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2023	2024	2025	2026e	2027e
Taseen loppusumma	26,2	28,4	28,7	35,5	41,0
Oma pääoma	18,8	15,3	18,7	20,7	23,7
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettovelat	0,6	5,7	0,9	5,9	7,3

Kassavirta	2023	2024	2025	2026e	2027e
Käyttökate	0,3	-2,1	2,3	4,1	5,9
Nettokäyttöpääoman muutos	4,6	-2,2	1,7	-3,8	-1,2
Operatiivinen kassavirta	4,8	-4,4	4,0	1,3	5,7
Investoinnit	-2,2	-0,4	-1,8	-6,1	-6,1
Vapaa kassavirta	3,6	-4,8	2,3	-5,8	-1,4

Arvostuskertoimet	2023	2024	2025	2026e	2027e
EV/Liikevaihto	0,8	1,0	1,0	1,1	1,0
EV/EBITDA	94,2	neg.	16,9	11,2	8,1
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	43,6	20,5	12,1
P/E (oik.)	neg.	neg.	76,0	19,5	10,9
P/B	1,4	1,4	2,1	1,9	1,7
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,8 %	3,7 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2023	2024	2025	2026e	2027e
EPS (raportoitu)	-0,24	-0,51	0,06	0,27	0,49
EPS (oikaistu)	-0,30	-0,63	0,07	0,27	0,49
Operat. Kassavirta / osake	0,70	-0,64	0,58	0,17	0,75
Operat. Vapaa kassavirta / osake	0,53	-0,71	0,33	-0,77	-0,19
Omapääoma / osake	2,74	2,24	2,68	2,76	3,15
Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,10	0,20

Kasvu ja kannattavuus	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	-17 %	-15 %	38 %	8 %	13 %
Käyttökateen kasvu-%	-96 %	-829 %	213 %	77 %	42 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	-139 %	-128 %	123 %	148 %	74 %
EPS oik. kasvu-%	-146 %	-115 %	111 %	306 %	78 %
Käyttökate-%	0,9 %	-7,5 %	6,1 %	10,1 %	12,7 %
Oik. Liikevoitto-%	-5,4 %	-14,4 %	2,4 %	5,5 %	8,5 %
Liikevoitto-%	-5,4 %	-14,4 %	2,4 %	5,5 %	8,5 %
ROE-%	-8,1 %	-20,4 %	2,4 %	10,4 %	16,5 %
ROI-%	-7,6 %	-18,3 %	4,2 %	9,0 %	12,7 %
Omavaraisuusaste	71,7 %	54,0 %	65,0 %	58,3 %	57,8 %
Nettovelkaantumisaste	3,4 %	37,3 %	4,8 %	28,5 %	30,8 %
Nettovelka/käyttökate	2,3	-2,8	0,4	1,4	1,2
EBITDA/nettorahoituskulut	1,1	-5,6	5,4	20,6	23,5

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae 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 arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämissuunnitelmia: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämissuunnitelmat 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 otama 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 sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laiteinen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

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

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
23/10/2019	Myy	5,20 €	6,72 €
30/10/2019	Vähennä	5,50 €	5,44 €
04/11/2019	Vähennä	5,75 €	5,70 €
29/11/2019	Lisää	5,75 €	5,28 €
05/02/2020	Vähennä	5,60 €	5,62 €
11/03/2020	Vähennä	4,20 €	4,25 €
06/05/2020	Vähennä	4,20 €	4,38 €
04/06/2020	Lisää	4,75 €	4,31 €
17/07/2020	Vähennä	4,00 €	3,98 €
13/08/2020	Lisää	3,80 €	3,56 €
15/09/2020	Vähennä	3,80 €	3,83 €
05/11/2020	Vähennä	3,80 €	3,86 €
04/01/2021	Lisää	4,20 €	3,92 €
18/01/2021	Lisää	4,20 €	3,95 €
11/03/2021	Lisää	4,20 €	4,03 €
28/04/2021	Lisää	4,80 €	4,46 €
13/08/2021	Lisää	5,20 €	4,65 €
08/11/2021	Lisää	6,20 €	5,56 €
11/03/2022	Lisää	6,80 €	6,28 €
27/04/2022	Vähennä	6,80 €	6,50 €
16/06/2022	Lisää	6,80 €	5,66 €
21/07/2022	Lisää	7,40 €	6,70 €
11/11/2022	Lisää	8,00 €	6,90 €
17/03/2023	Lisää	7,00 €	6,48 €
21/04/2023	Lisää	7,00 €	6,24 €
18/07/2023	Lisää	6,00 €	5,04 €
21/07/2023	Lisää	5,80 €	5,04 €
30/10/2023	Lisää	4,00 €	3,56 €
10/11/2023	Lisää	4,20 €	3,61 €
11/01/2024	Vähennä	3,50 €	3,44 €
15/03/2024	Lisää	3,50 €	3,20 €
19/04/2024	Vähennä	3,30 €	3,12 €
19/07/2024	Vähennä	3,00 €	3,17 €
30/08/2024	Vähennä	3,00 €	2,74 €
24/10/2024	Vähennä	3,30 €	3,20 €
05/12/2024	Lisää	3,40 €	2,97 €
27/02/2025	Vähennä	4,00 €	4,15 €
30/05/2025	Vähennä	5,00 €	5,32 €
18/07/2025	Vähennä	5,00 €	5,22 €
Analytiikka vaihtuu			
31/10/2025	Vähennä	5,00 €	5,00 €
05/11/2025	Vähennä	5,00 €	5,20 €
21/01/2026	Vähennä	5,00 €	5,54 €
26/02/2026	Vähennä	4,70 €	5,00 €
29/04/2026	Vähennä	4,70 €	4,81 €
04/06/2026	Vähennä	5,00 €	5,34 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

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

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

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

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

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

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

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

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

[inderes.se](https://www.inderes.se)

**inde
res.**