

# Componenta

## Laaja raportti

24.09.2024 19.50 EEST



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Kohti tasaisempaa toimintakenttää

Säilytämme Componentan osakkeen lisää-suosituksen sekä 3,60 euron tavoitehintamme. Osa yhtiön kohdemarkkinoista on loppuvuonna 2024 epävarmassa tilanteessa, mutta markkinoiden asteittainen toipuminen, Puolustusvoimilta saatu iso tilaus sekä Fortaco-hankinta turvaavat nopean kasvun 2025-2027. Samalla operatiivinen vipu kohottaa kannattavuutta selvästi. Osake on tulevaisuuteen katsovilla mittareilla edullinen.

## Kohdemarkkinat kasvavat hieman bkt:ta vauhdikkaammin

Componentan liiketoiminnoista sekä valimotuotteet että koneistuspalvelut ovat kypsiä ja hyvin pirstaleisia toimialoja. Niiden luonteeseen kuuluu paikallisuus tai alueellisuus sekä sijainti lähellä asiakasta, minkä vuoksi toimialojen kasvun arvioiminen on haastavaa. Oletamme Componentan Suomessa toimivien päämiesten selvästi tärkeimmäksi markkinaksi Euroopan, jossa ennustettu bkt:n, teollisuustuotannon ja investointien reaaliikasvu on vaatimaton noin +1 % p.a. vuosina 2024-2026. Kun tähän lisätään inflaatio, arvioimme Componentan loppuasiakasmarkkinan ja samalla valutuotteiden markkinan kasvuksi +3 % p.a. ennustejaksollamme 2024-2027. Koneistuspalvelujen ennustettu kysyntä Euroopassa kasvaa hieman nopeammin (+4 % p.a.), kun ajureina ovat mm. automaatiikan ja robotiikan eteneminen sekä vihreän siirtymän luoma komponenttikysyntä aurinko- ja tuulivoimaloissa.

## Puolustusvoimat ja Fortaco-ostos turvaavat lähivuosien kasvun

Ennustemme Componentan liikevaihdon kasvuksi vuosina 2024-2027 on nyt +10 % p.a. (aik. +8 % p.a.). Muutos johtuu Componentan Fortaco-oston sisällyttämisestä ennusteisiin sekä Puolustusvoimien suurkaupan liikevaihtovaihtuuden täsmentämisestä. Fortaco-hankinta ja mainittu Puolustusvoimien kauppa tuovat 64 % Componentan ennustetusta euromääräisestä kasvusta 2024-2027. Ilman niitä kasvu olisi arviolta +4 % p.a. eli asiakkaiden laiteliikevaihdon viime vuosien (2019-2023) trendikasvun tasoa. Ennusteperiodilla energiateollisuuden osuus liikevaihdosta nousee 9 %:sta 20 %:iin ja puolustusvälineiteollisuuden osuus 4 %:sta 12 %:iin. Myyntimixin tasapainottuminen alentaa selvästi Componentan riskiprofiilia.

## Operatiivinen vipu tuo mukanaan nopeaa tulosparannusta

Componentan marginaaliparannus saa tukea kapasiteetin käyttöasteen noususta, jonka myötä liikevaihto kasvaa henkilöstökuluja nopeammin sekä liiketoiminnan muiden kulujen (mm. vuokrat, IT, kunnossapitokulut) sekä poistojen liikevaihto-osuuden laskusta. Ennustamme vuosille 2025-2027 +34 % p.a. käyttökatteen kasvua. Nettovelkojen määrän laskiessa nettorahoituskulut pienentyvät ennustejaksolla selvästi ja vanhojen tappioiden vuoksi verot ovat nollassa vielä vuosina 2024-2027. Koska myös investointitarpeet ovat lähivuosina melko pieniä, vahvistuu tase nopeasti ja Componentan nettovelkaantumisaste alenee ennusteissamme 8 %:iin vuonna 2027.

## Arvostus on houkutteleva, mutta potentiaalın realisoituminen vaatii aikaa ja näyttöjä

Componentan osakkeen arvostus on houkutteleva 2025:en ja siitä eteenpäin katsovilla mittareilla. Odotettu kokonaistuotto ylittää tuottovaatimuksen, arvostusdiskontto verrokkeihin on hyväksymäämme -20...-30 %:a suurempi ja nousuvara DCF-arvoon on iso. Componentan joidenkin kohdemarkkinoiden H2'24:n kehityksessä on vielä epävarmuutta, mutta mahdollisia positiivisia kurssiajureita osakkeelle ovat yhtiön kohdemarkkinoiden toipuminen 2025:stä alkaen, Fortaco-integroinnin onnistuminen sekä operatiivisen vivun kasvava vaikutus kannattavuuteen.

## Suositus

### Lisää

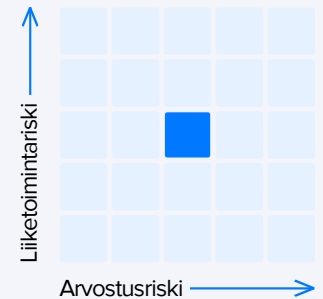
(aik. Lisää)

**3,60 EUR**

(aik. 3,60 EUR)

### Osakekurssi:

2,83



## Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Liikevaihto</b>	101,8	103,0	124,2	142,1
<b>kasvu-%</b>	-7 %	1 %	21 %	14 %
<b>EBIT oik.</b>	-0,5	0,7	5,1	7,7
<b>EBIT-% oik.</b>	-0,5 %	0,6 %	4,1 %	5,4 %
<b>Nettotulos</b>	1,5	-1,7	3,3	6,1
<b>EPS (oik.)</b>	-0,28	-0,17	0,34	0,63

<b>P/E (oik.)</b>	>100	>100	8,4	4,5
<b>P/B</b>	0,9	1,2	1,0	0,9
<b>Osinkotuotto-%</b>	0,0 %	0,0 %	4,9 %	9,2 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	neg.	65,5	7,7	4,5
<b>EV/EBITDA</b>	6,0	7,1	3,5	2,5
<b>EV/Liikevaihto</b>	0,3	0,4	0,3	0,2

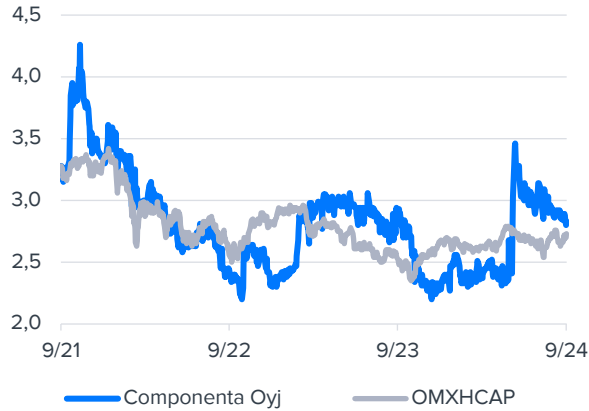
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

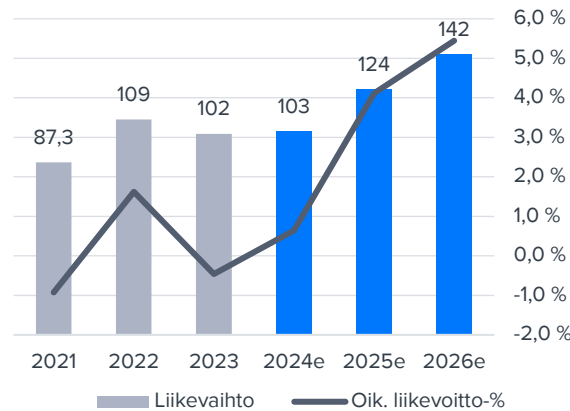
Componenta odottaa konsernin vuoden 2024 liikevaihdon ja käyttökatteen paranevan edellisvuodesta. Parantumisen vuositasolla odotetaan painottuvan selkeästi H2'24:lle.

## Osakekurssi



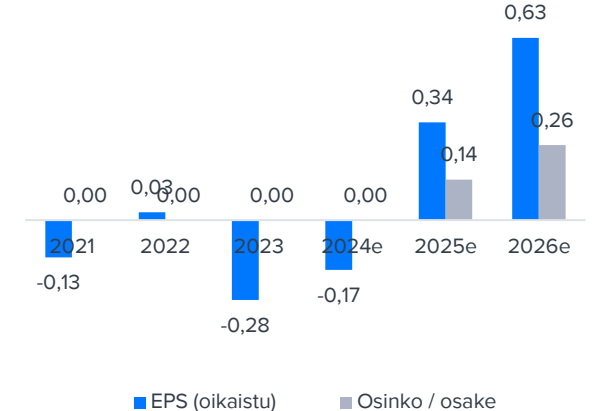
Lähde: Millistream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



## Arvoajurit

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



## Riskitekijät

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

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	2,83	2,83	2,83
Osakemäärä, milj. kpl	9,71	9,71	9,71
Markkina-arvo	27	27	27
Yritysarvo (EV)	43	39	35
P/E (oik.)	>100	8,4	4,5
P/E	>100	8,4	4,5
P/B	1,2	1,0	0,9
P/S	0,3	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,4	0,3	0,2
EV/EBITDA	7,1	3,5	2,5
EV/EBIT (oik.)	65,5	7,7	4,5
Osinko/tulos (%)	0,0 %	41,4 %	41,2 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	4,9 %	9,2 %

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>6-11</b>
Sijoitusprofiili	<b>12-13</b>
Strategia	<b>14</b>
Toimiala ja kilpailu	<b>15-18</b>
Taloudellinen tilanne	<b>19-20</b>
Fortaco-liiketoimintakaupan arvio	<b>21</b>
Ennusteet	<b>22-28</b>
Arvonmääritys ja suositus	<b>29-35</b>
Vastuuvapauslauseke	<b>37</b>

# Componenta lyhyesti

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

## 1820

Högforsin ruukki perustetaan Karkkilaan.

## 1988

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

## 2019

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

## 91,6 MEUR (-20 % v/v)

Liikevaihto H2'23-H1'24

## 1,8 MEUR (1,9 % liikevaihdosta)

Käyttökate H2'23-H1'24

## 627

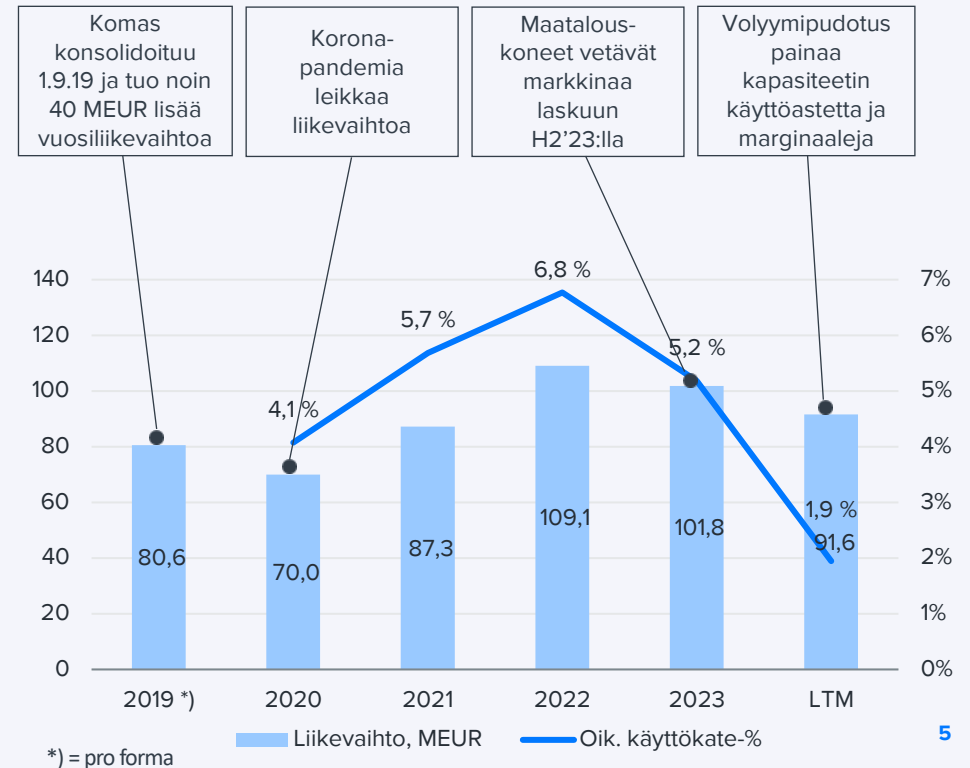
Henkilöstö 6/2024

# Päätuotteet

## Valukomponentit



## Koneistetut metallikomponentit



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/5

## Perinteet ovat valimopuolella

Componenta on suomalainen teknologiayhtiö, joka valmistaa ja toimittaa valettuja, koneistamattomia tai koneistettuja komponentteja asiakkailleen, jotka ovat paikallisia ja globaaleja ajoneuvo-, kone- ja laitevalmistajia. Componentan historia alkaa Högforsin valimon perustamisesta Karkkilaan vuonna 1820.

## Pitkä ja värikäs historia

Kansainvälistymisen nousu- ja laskukaudet ovat keskeinen osa Componentan historiaa. Vuonna 1990 Componentan edeltäjä JOT-Yhtiöt osti Främmedadin konepajan Ruotsista. Ulkomaan toiminnot laajenivat vuonna 2004, kun konserni hankki hollantilaisen valimoyrityksen De Globen ja turkkilaisen valukomponentteja valmistavan Döktasin. Componenta olikin vuonna 2006 Euroopan toiseksi suurin itsenäinen valukomponenttiryitys, jonka pro forma -liikevaihto oli yli 600 MEUR ja henkilöstö yli 5000. Ostettujen yhtiöiden ja myös koko konsernin kannattavuus pysyi silti epätydyttävänä. Suurin syy oli valimoalan ylikapasiteetti ja Componentan riippuvuus isoista kuorma-autovalmistajista, joihin nähden neuvotteluasema oli heikko. Vuonna 2016 Componentan Suomen ja Ruotsin liiketoiminnot hakeutuivatkin yritysaneerukseen ja Componenta Hollantiin konkurssiin. Vuonna 2017 myös Turkin-liiketoiminnot myytiin.

Vuonna 2019 Componenta teki merkittävän laajennuksen arvoketjussa eteenpäin ostamalla Komasa Oy:n ja kasvamalla samalla Suomen johtavaksi metallikomponenttivalmistajaksi. Samana vuonna Componenta sai nykyisen

muotonsa, kun Ruotsin tytäryhtiö Främmedstad AB hakeutui konkurssiin. Nykyisin konsernin liike-toiminnan rungon muodostavat valimotoimintaan keskittyvä Componenta Castings Oy sekä koneistus-, takomo- putki- ja levypalveluja tarjoava Componenta Manufacturing Oy (ent. Komasa).

## Komasin osto oli keskeinen arvoketjun laajennus

Komasin hankinnan myötä laajentunut tuote- ja palveluvalikoima paransi Componentan asiakas-palvelua luomalla yhden luukun palvelun teollisuudenaloille, jotka haluavat ostaa valettuja ja koneistettuja eli valmiita komponentteja yhdeltä toimittajalta. Componentalla ja Komassilla oli myös jo akvisitiohetkellä monia yhteisiä asiakkaita.

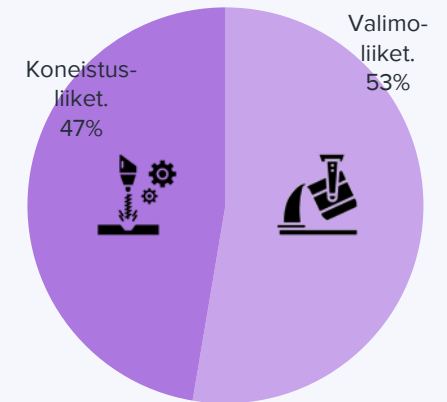
## Epäorgaanista kasvua tulossa Fortaco-kaupalla

Componentan strategiaan kuuluu myös epäorgaaninen kasvu ja yhtiö tiedotti heinäkuussa 2024 ostavansa Fortaco Oy:ltä sen Kalajoen tehtaan ja Sepänkylän (Mustasaari / Vaasa) koneistus- ja palvelukeskuksen liiketoiminnot. Hankinta täydentää Componenta Manufacturingin tuotetarjontaa avainasiakkaille etenkin raskaissa hitsatuissa rakenteissa ja hankinnan strateginen yhteensopi-vuus on hyvä. Ostettavat liiketoiminnot kasvattavat Componentan liikevaihtoa n. +10 %:lla ja hankinta on tarkoitus saattaa päätökseen 1.10.24. Palaamme hankinnan vaikutuksiin raportin ennusteosiossa.

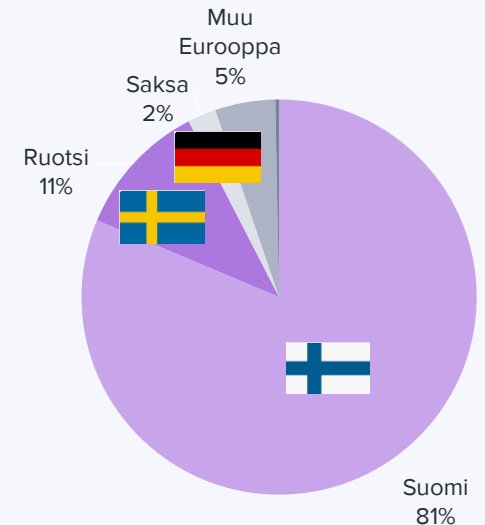
## Valurauta tuotetarjonnan ytimessä

Componentan tuotteiden ytimenä on koko sen historian ollut valurauta. Valuraudan yleisimpiä käyttökohteita ovat putket, koneiden osat,

## Liikevaihto liiketoiminnoittain 2023



## Liikevaihto alueittain 2023



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/5

ajoneuvojen osat (mm. sylinterilohkot, jarrulevyt, pakosarjan osat) sekä monet sovellukset esimerkiksi sähkömoottoreissa, kunnallistekniikassa ja keittiövälineissä. Valurautojen hiilipitoisuus ylittää 2 % ja on siten yleisimpiä teräksiä selvästi korkeampi. Valuraudan suosio valumateriaalina johtuu sen merkittävästi terästä alemmasta sulamispisteestä. Valuraudan etuja ovat myös iskunkestävyys sekä muokattavuus. Lisäksi valuraudalla saavutetaan terästä parempi värähtelyn vaimennuskyky ja varmistetaan muotojen ja mittojen säilyvyys lämpötilavaihtelujen yhteydessä. Heikkoutena suhteessa teräkseen on huonompi hitsattavuus.

## Leveä haitari nimikemäärissä, volyymeissä ja hinnoissa

Componentan päätuotteet asiakkailleen ovat koneistamattomia tai koneistettuja, maalaamattomia tai maalattuja valuraudasta valettuja komponentteja sekä takeita, hydrauliputkia ja levyleikkeitä. Valmistettavia nimikkeitä on tuhansia, mihin sisältyy paljon sekä prototyyppi- että piensarja-valmistusta. Myös asiakkaiden tuotevalikoimassa valu- tai työstettyjen komponenttien määrä voi vaihdella voimakkaasti (esim. hissi vs. traktori). Yksittäisten tuotteiden valmistusmäärät vaihtelevat tyyppillisesti 1000:sta 10000 kpl:eseen / vuosi. Myytävien tuotteiden hintahaarukka on myös hyvin laaja, alle 1 eurosta/kpl aina 50000 euroon/kpl. Viime mainittu voi olla esim. moottorin sylinterilohko. Komponenttivalmistuksen lisäksi Componentan tarjooma sisältää myös tuotekehitystyötä asiakkaan kanssa, sekä tuotteen koneistamisen,

pintakäsittelyn ja kokoonpanon.

## Valmistustekninen osaaminen alkaa valamisesta

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

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



## Valuprosessin vaiheet

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

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/5

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

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

## Componenta Castingsilla on kaksi valimoa

Componentalla on kaksi valimoa, yksi Karkkilassa ja yksi Porissa. Niiden keskeisimmät piirteet on esitetty oheisessa taulukossa. Componentan valimot ovat Suomen suurimpia ja niiden yhteenlaskettu osuus

koko maan rautavalimoiden kapasiteetista on noin 40 %. Ne ovat myös Suomen ainoat tuorehiekkavalimot. Tuorehiekkakaavausta käytetään vaativien sarjatuotantokappaleiden valussa ja Componenta pyrkiikin erottautumaan juuri niissä.

## Componenta Manufacturingin toiminta on erikoistunutta

Oheisessa taulukossa on kuvattu Componenta Manufacturingin toimipisteitä ja niiden toimintaa (Fortacon Kalajoen ja Sepänkylän toimintaa on kuvattu katkoviivan erottamassa osuudessa hankinnan ollessa vielä kesken). Manufacturingin koneistuspalvelutoiminta on hyvin monipuolista ja taulukossa on vain osa tuote- ja palveluvalikoimasta. Arviomme mukaan nykyiset toimipisteet ovat niin erikoistuneita esim. koneistuskeskusten ja sorviluokkien suhteen, ettei niiden yhdistäminen olisi perusteltua. Myös sijainnit ovat asiakaskontakteille edullisia.

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

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



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

Lähde: Componenta, Inderesin arviot



Componenta Manufacturing Oy	Jyväskylä	Härmä	Kurikka	Leppävesi	Sastamala	Kalajoki+Sepänkylä
Toiminta	Koneistuspalvelut, materiaali- palvelut (hydraulikka-putkien valmistus, takomo)	Koneistus- palvelut	Koneistus- palvelut	Materiaali- palvelut (levyleikkeet)	Koneistus- palvelut	Komponentti- hitsaus, -koneistus ja pintakäsittely
Esimerkkituotteita ja -palveluja	Hydraulikka-, jarru-, voitelu-, suutin- ja juotetut putket (putki- valmistus); renkaat, kehät, kiekot ja	Vaativien osien tarkkuus- koneistus ja haastavat kokoonpanot	Pienten metalli- komponenttien tarkkuus- koneistus	Levyleikkeet, koneistusaihiot	Erikoisporaukset, -hionnat ja -sorvaukset	Raskaat hitsatut rakenteet mm. meri- ja energia- teollisuuksille
Henkilöstö, noin	120	60	40	25	40	60



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/5

## Materiaalihankinta on pääasiassa rautaa ja kierrätysterästä

Componentan valimoiden (Castings) materiaalihankinta on pääasiassa harkkorautaa ja kierrätysterästä. Harkkorautaa hankitaan monista eri lähteistä mm. Kiinasta ja Amerikoista ja paljon myös terästukkureiden kautta. Toinen osa valimoiden raaka-ainetarpeesta tyydytetään kierrätysteräksellä. Componenta suosii lajikkeita, jotka ovat yleensä terästuotteiden valmistajien prosessien ylijäämäterästä eivätkä esim. paljon epäpuhtauksia sisältäviä romutusteräksiä. Componenta pyrkii maksimoimaan kierrätysteräksen osuuden valimoissaan, mutta tähän vaikuttaa oikeanlaatuisen romun saatavuus. Perussaatavuuden varmistamiseksi Componentalla on tiettyjä volyymejä koskevia sopimuksia teräsromun kierrätykseen erikoistuneiden yhtiöiden kanssa.

Componenta Manufacturingin hankinnat ovat suurelta osin levyjä, putkia, tankoja, kiinnitystarvikkeita ja esim. alumiinia. Manufacturing hankkii merkittävän ja edelleen kasvavan osan valuistaan konsernin sisältä Castingsilta. Osuutta kuitenkin optimoidaan konsernitasolla ja Componenta tarkastelee spesifikaatiokohtaisesti kannattaako jokin Castingsin valu jatkojalostaa itse Manufacturingissa vai onko taloudellisesti järkevämpää, että ko. valu myydään ulkopuoliselle ja Manufacturing hankkii tarvitsemansa valun muualta. Pidämme omien valimoiden kilpailuttamista myös konsernin sisällä myönteisenä.

## Pääosa asiakastoimialoista on syklisiä

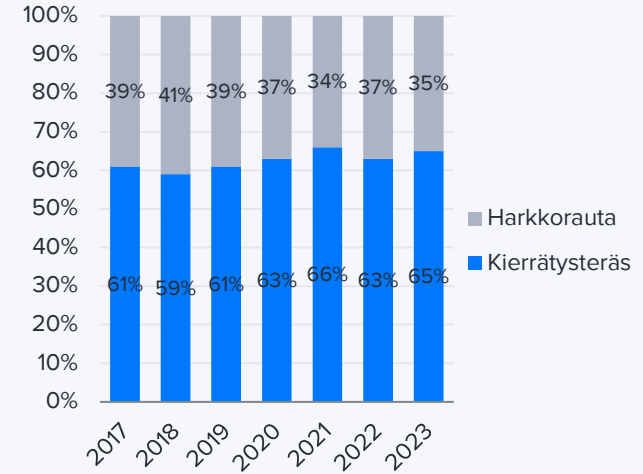
Componentan tärkeimmät asiakasryhmät ovat koneenrakennus (osuus liikevaihdosta 44 % H2'23-H1'24), maatalouskoneiden valmistus (24 %), metsäkonevalmistus (7 %), energiateollisuus (11 %) ja puolustusvälineiteollisuus (9 %) lopun (6 %) kertyessä muilta teollisuudenaloilta. Pääosa asiakastoimialoista on syklisiä. Componentan omaa syklisyyttä vähentävät kuitenkin seuraavat seikat: 1) Asiakastoimialoja on paljon ja ne voivat olla myös eri vaiheissa sykliä sekä 2) Energia-teollisuuden ja puolustusvälineiteollisuuden osuus liikevaihdosta on selvässä kasvussa ja niiden suhdannevaihteluilla on suurelta osin eri ajurit kuin muilla mainituilla teollisuudenaloilla.

## Asiakkaat toimialojensa kärkeä

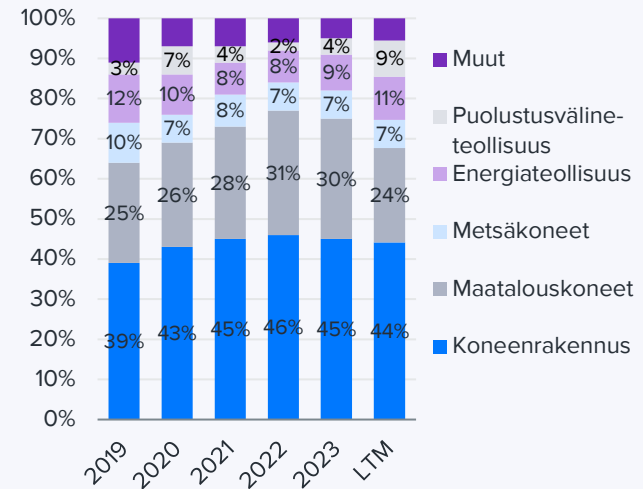
Componentan Castings- ja Manufacturing-liiketoiminnoilla on paljon yhteisiä asiakkaita, mutta näiden lukumäärää ei julkisteta. Konsernin asiakasmäärä on kolminumeroinen, mutta yhtiö ei ole antanut asiasta tarkempaa indikaatiota. Asiakkaat ovat merkittävältä osin omien toimialojensa globaalisti johtavia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

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

## Konsernin valimoiden raaka-ainekäyttö



## Asiakastoimialojen liikevaihto-osuudet



Lähde: Componenta

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/5

ole menettänyt asiakkaita, uskomme em. yhtiöiden olevan edelleen keskeisiä asiakkaita. Lisäksi julkisten lähteiden mukaan mm. Cargotec on ollut asiakas jo Komasilille ja uskomme Cargotecin / Kalmarin olevan Componentan asiakaslistalla. Yleiskäsityksemme on, että käytännössä kaikkien Helsingin Pörssin päälistan konepajayhtiöiden Suomen-yksiköt ovat Componentan asiakkaita. Componentalla oli H1'24:llä kaksi asiakasta, joiden osuudet liikevaihdosta ylittivät 10 % (osuudet 23 % ja 11 %). Suurempi näistä asiakkaista ei kuitenkaan arviomme mukaan ole kotimainen.

## Vanhoja ja syviä toimittajasuhteita

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

## Uusiakin asiakkaita hankitaan

Componenta harjoittaa myös kohdennettua uusasiakashankintaa, viime aikoina etenkin Ruotsissa ja edistymistä on tapahtunut. Uusasiakashankinnassa Componentan viesti

painottuu hinnoittelun sijaan osaamiseen, joustavuuteen ja toimitusvarmuuteen.

## Sopimuksissa suojaudutaan kustannusriskeiltä

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

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

## Arviomme keskeisistä asiakkaista:



## Mahdollisia muita asiakkaita:





# Sijoitusprofiili 1/2

## Profiili on kirkastumassa

Componenta on perinteikäs teollisuusyhtiö, jolla on pitkä historia, ainakin kotimaassa vakiintunut asema ja asiakaskunta sekä tehtyjen rakennusjärjestelyjen ja strategialinjausten jälkeen trendinomaisesti paraneva kannattavuus. Asemaa sijoittajien silmissä ovat silti rasittaneet takavuosien aggressiivisen kansainvälistymisen epäonnistuminen ja sitä seurannut yrityssaneeraus, yhtiön ja koko toimialan syklistyys ja historiallisesti alhainen kannattavuus sekä mielikuva heikosta neuvotteluasemasta suhteessa päämiehiin. Tehdyt rakennusjärjestelyt ja Komasin hankinnan myötä tapahtunut eteneminen arvoketjussa, asiakaskunnan laajentuminen, kulurakenteen joustavuuden kasvu ja hankitut näytöt kannattavuuden parantumisesta kertovat kuitenkin, että Componentassa on sijoittajan kannalta monia kiinnostavia piirteitä. Seuraavassa on lueteltu mielestämme keskeiset positiiviset ja negatiiviset arvoajurit lähivuosille.

## Positiiviset arvoajurit

### Strategia on osoittanut toimivuutensa:

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

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

asiakkaisiin. Asiakkaat ovat hyvin vaativia, mikä kertoo Componentan palvelukyvystä. Samalla niiden kynnys vaihtaa Componenta johonkin toiseen toimittajaan on korkea. Componenta tavoittelee merkittävää kasvua myös tarjoamalla uusia tuotteita ja palveluja nykyasiakkaille.

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

**Lähivuosien veroaste on alhainen:** Componentan vähennyskelpoiset tappiot pitävät konsernin veroasteen ennusteissamme nollassa vuodet 2024-2027.

**Kasvu akvisitioilla on käynnissä:** Epäorganainen kasvu on osa Componentan strategiaa. Akvisitio-kriteereinä ovat ainakin hyvä sopivuus nykystrategiaan, hankittavat asiakkuudet sekä maantieteellinen näkökulma (esim. Ruotsi). Mielestämme Fortacon Kalajoen ja Sepänkylän liiketoimintojen hankinnan strateginen sopivuus on hyvä ja uskomme, että akvisitiot tulevat jatkumaan.

## Negatiiviset arvoajurit ja riskit

**Sijoittajamielikuvassa on historiallista painolastia:** Componentalla on yhä työsarkaa sijoittajamielikuvan korjaamisessa 2000-luvun alun aggressiivisesta kansainvälistymisestä ja sitä seuranneista tappioista ja yrityssaneerauksesta.

**Markkina on syklinen:** Componentan asiakastoimialat edustavat investointitavateollisuutta, joka on luonteeltaan syklistä. Suhdanteet voivat kuitenkin joiltakin osin tasata toisiaan.

**Yksittäiset asiakasriskit ovat isoja:** Componentan suurin yksittäinen asiakas vastasi 23 %:sta liikevaihto H1'24:llä.

**Peruskannattavuus on alhainen:** Vielä nykymuotoisenkin Componentan peruskannattavuus on ollut alhainen: oikaistu käyttökatemarginaali jaksolla 2020-H1'24 oli +1,9...+6,8 % ja vastaavasti EBIT-marginaali -4,2...+1,7 %. Siksi tulos voi painua herkästi tappiolle jos kysyntä laskee nopeasti.

**Pitkän aikavälin kannattavuustavoitteita ei ole julkistettu:** Tämä seikka ylläpitää sijoittajien keskuudessa epävarmuutta siitä, millaista taloudellista kehitystä yhtiö tavoittelee ja mihin se uskoo.

**Osakkeen likviditeetti on ohut:** Syyskuusta 2023 elokuuhun 2024 osakkeen likviditeetti oli melko alhainen eli 22 %. Tämä saa osan institutionaalisista sijoittajista karttamaan osaketta, sillä merkittävien määrien ostoa ja myyntiä on haasteellista.

# Sijoitusprofiili 2/2

1.

**Fokus on siirtynyt massatuotteista räätälöidymppään tarjoomaan**

2.

**Asiakasreferenssit ovat edustavia**

3.

**Kannattavuus ja kulurakenteen joustavuus ovat parantuneet selvästi takavuosista**

4.

**Markkinat ovat sykliset**

5.

**Peruskannattavuus on koko toimialalla matala**

## Potentiaali



- Tuote- ja palvelutarjonnan kasvattaminen nykyasiakkaille
- Syklisyyden tasapainottaminen energia- ja puolustusvälineiteollisuuden osuuskien kasvulla
- Vahvojen asiakasreferenssien ansiosta helpottuva uusasiakashankinta
- Aiempaa joustavamman kulurakenteen mahdollistama peruskannattavuuden tasonnosto
- Valikoitujen yritysostojen jatkaminen lähialueilla

## Riskit



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

# Componentan strategia

## Kokonaistoitittajuus strategian keskiössä

Componenta julkisti uuden vuosien 2024-2026 strategian alkuvuodesta. Strategian ydin verrattuna edelliseen, vuosien 2019-2023 strategiaan on ennallaan eli tavoite on olla asiakkaille ensisijainen laajan tarjooman palveleva kokonaistoitittaja. Uuden strategian painopistealueet ovat seuraavat:

**Syvällinen asiakastuntemus:** Componenta haluaa lisätä syvällisempää asiakastuntemusta läpi organisaation ja kehittää sekä myyntiprosessia että asiakkuuksien johtamista. Asiakastuntemuksen parantamisessa tuotekehitysyhteistyön rooli korostuu. Kasvua haetaan olemassa olevien asiakkuuksien lisäksi Ruotsista ja muualta Euroopasta.

**Vastuullisuus:** Componenta toteuttaa vuoden 2030 ilmastotavoitteitaan, joilla lisätään uusiutuvan energian käyttöä, pienennetään raaka-ainelähtöistä hiilijalanjälkeä ja tehdään yksiköissä eri energiansäästötoimia. Työturvallisuus ja henkilöstön hyvinvoinnin kehityskohteet korostuvat. Monimuotoisuus, yhdenvertaisuus ja tasa-arvo ovat tärkeä osa yrityskulttuuria.

**Operatiivinen uudistuminen:** Tavoiteltu laatutaso ja korkea toimitusvarmuus saatetaan näkymään läpi toimitusketjun. Tuottavuutta parannetaan ja tarjonnassa painotetaan korkeamman jalostusarvon komponentteja. Koneiden käytettävyytensä nostetaan ja hinnaltaan kilpailukykyisten materiaalien saatavuudesta huolehditaan.

**Henkilöstö on avain menestykseen:** Tavoite on olla haluttu ja tunnettu työnantaja. Componentalla on yksi yhteinen yrityskulttuuri, jossa yhteistyö ja jatkuva uudistuminen korostuvat. Urapolun eri vaiheisiin tuodaan yhtenäiset toimintamallit ja työkykyjohtamiseen sekä jatkuvaan osaamisen kehittämiseen

panostetaan.

**Epäorgaaninen kasvu:** Componenta kartoittaa yhä mahdollisuuksia yrityskauppoihin ja -järjestelyihin kasvaakseen myös epäorgaanisesti.

## Kannattavuustavoitteita ei vielä julkistettu

Componenta on asettanut strategiakautensa tavoitteeksi 200 MEUR:n liikevaihdon, johon vaadittavasta kasvusta 50 MEUR syntyy akvisitioilla ja loput orgaanisesti. Componenta ei kuitenkaan vielä julkistanut kannattavuustavoitteitaan vaan puhuu ainoastaan 'kannattavuuden jatkuvasta parantamisesta'.

## Strategia kaipaa vieläkin lisää konkretiaa

Vanhan strategian kanssa yhteisiä osia ovat epäorgaanisen kasvun ja henkilöstön painopistealueet. Aiemman strategian pilari "kilpailukykyyn parantaminen" on korvattu "operatiivisella uudistumisella", jonka sisältö on kuitenkin samansuuntainen. "Syvällisen asiakastuntemuksen" arvellaan ilmeisesti kuvaavan vaadittavia kasvun edellytyksiä paremmin kuin edellisen strategian melko mekaanisen kuuloiset "tarjooman laajentaminen" ja "asiakaslähtöinen kannattava kasvu". Muutos tuntuu meistä perustellulta. Olisimme kuitenkin kaivanneet lisää konkretiaa kasvun komponenteista (uudet tuotteet ja asiakkuudet) ja etenkin kannattavuuden parannuskeinoista. Jäimme myös kaipaamaan kannattavuustavoitteen ja osinkopolitiikan julkistamista. Kun huomioidaan Componentan asema arvoketjussa ja vahvat päämiehet, voi kannattavuustavoitteen julkistaminen tietysti olla herkkä aihe. Mielestämme kuitenkin esimerkiksi >10 %:n käyttökatemarginaalitavoite ja/tai >5 %:n EBIT-marginaalitavoite yli syklin olisivat tasolla, joka ei vielä aiheuttaisi merkittävämpiä reaktiota tärkeimpien päämiesten keskuudessa.

## 2024-2026 strategian painopisteet

- Syvällinen asiakastuntemus
- Vastuullisuus
- Operatiivinen uudistuminen
- Henkilöstö menestyksen avaimena
- Epäorgaaninen kasvu



Lähde: Componenta

# Toimiala ja kilpailu 1/4

## Valimomarkkina on iso ja pirstaleinen

Valimoteollisuus on kypsä ja voimakkaasti pirstaloitunut toimiala, jota harjoitetaan kaikkialla maailmassa. Euroopan valimoliiton (CAEF) mukaan maailmassa tuotettiin yli 45000 valimossa 110 miljoonaa tonnia valutuotteita vuonna 2021. Kiinan osuus tästä määrästä oli noin 49 %, Intian 11 % Euroopan 11 % ja Yhdysvaltojen 9 %. Valuista oli Componentan segmenttiä eli rautavaluja noin 70 %, teräsvaluja noin 10 % ja ei-ferrittisiä metalleja kuten kupari- ja alumiinivaluja loput 20 %. Myös Euroopassa toimialaa leimaa voimakas pirstaloituneisuus. Euroopan valimoteollisuusyhdistyksen (CAEF) mukaan Euroopassa toimii 6000 valimoa, joiden tuotannon yhteenlaskettu arvo oli vuonna 2022 noin 45 miljardia euroa ja tästä rauta- ja teräsvalimoiden osuus oli 25 miljardia euroa. Mainituista 6000 valimosta 70 %:ssa henkilöstöä on alle 50. Toimialalle keskeinen piirre onkin paikallisuus tai alueellisuus ja keskittyminen lähellä toimiviin asiakkaisiin.

## Asiakassuhteet ja läheinen sijainti avainasemassa

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

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

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

Valimotuotteiden markkinoiden kehitys seuraa luonnollisesti asiakkaiden markkinoiden kehitystä. Kyse on investointitavaroista, joiden kysyntään mm. korkotaso vaikuttaa selvästi. Viimeaikaiset ennusteet joidenkin Componentan loppuasiakastoimialojen markkinakehityksestä vuosina 2024-2028 ovat melko optimistisia: Mordor Intelligence ennustaa globaalin traktorimarkkinan nominaalikasvuksi +5,2 % p.a., TBRC odottaa globaalin metsäkonemarkkinan arvon kasvavan +5,7 % p.a. ja Statistan keräämien ennusteiden mukaan globaalin hissi- ja liukuportasmarkkinan kasvu on +5,3 % p.a. Mainitut kasvuodotukset kuulostavat melko vaativilta, mutta ovat kuitenkin suunnilleen linjassa IMF:n globaalin bkt:n nominaalikasvuennusteen (+4,7 % p.a. vuosina 2024-2028) kanssa.

Koska valimotuotteiden loppuasiakasmarkkinan ja sen eri alasegmenttien kehityksen yksityiskohtainen ennustaminen olisi hyvin työlästä, olemme arvioineet valimotuotteiden markkinaa yleisempien ajureiden perusteella. Oletamme Componentan Suomessa toimivien päämiesten ehdottomasti tärkeimmäksi markkinaksi Euroopan. Bloombergin konsensusennusteissa EU:n ja Iso-Britannian yhteenlaskettu bkt:n reaalikasvu, teollisuustuotannon kasvu ja investointien reaalikasvu jäävät kaikki keskimäärin noin +1 %:in p.a. vuosina 2024-2026. Odotus keskimääräiseksi inflaatioksi samalle alueelle vuosiksi 2024-2026 on reilu +2 % p.a.



## Valimoteollisuuden tunnuslukuja

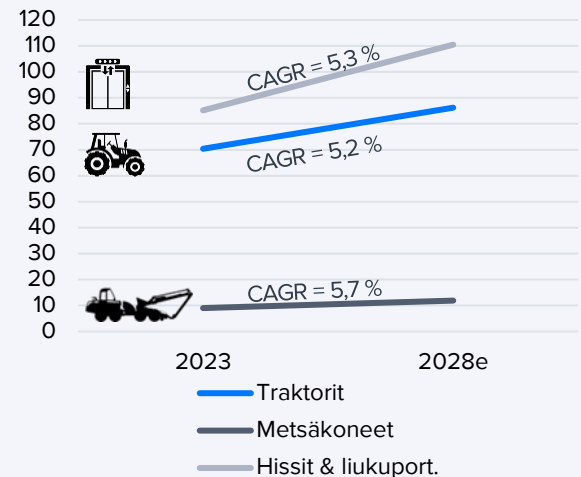
### Valimoiden määrä

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

### Rauta- ja teräsvalimoiden tuotannon arvo 2022

- Globaali 142 mrd EUR
- Eurooppa 25 mrd EUR
- Suomi 0,20 mrd EUR

## Loppuasiakasmarkkinoiden kasvuennusteita, mrd USD



# Toimiala ja kilpailu 2/4

Kun kaikki mainitut tekijät otetaan huomioon, arvioimme Componentan keskeisimmän loppuasiakasmarkkinan nominaalikasvuksi reilu +3 % p.a. ennustejaksollamme 2024-2027. Mielestämme tämä antaa riittävän likiarvon myös valutuotteiden markkinan kasvuksi em. jaksolla.

## Koneistuspalvelut ovat iso, hajautunut ja kasvava toimiala

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

Koneistuspalvelujen globaalisti suurimpia asiakastoimialoja ovat ajoneuvoteollisuus, konepajateollisuus, lentokone-, telakka- ja rautatieteollisuus, puolustusvälineteollisuus, energiateollisuus, terveydenhuoltoalan teollisuus ja kuluttajatuote teollisuus. Toimialan kooksi globaalisti arvioidaan kuluvana vuonna noin 325 miljardia euroa (lähde: Cognitive Market Research) ja EU:ssa noin 81 miljardia euroa, joten se on selvästi valimoteollisuutta kookkaampi. IBIS:n mukaan pelkästään EU:ssa toimialalla on yli 127000 yritystä ja ne työllistävät noin 715000 henkilöä, joten keskimääräinen työntekijöiden lukumäärä yrityksissä on vain kuusi. Suomessa toimialanimikkeellä ”metallien työstö” toimi vuonna 2022 kaikkiaan 1880 yritystä. Toimialan liikevaihto oli vastaavasti 3,6 miljardia euroa ja keskimääräinen työntekijöiden lukumäärä kahdeksan. Toimialan yritysten suurta lukumäärää selittää lisäksi määritelmän laajuus ja eri työstömenetelmien määrä (esim. sorvaus, jyrsintä, hionta, poraus, avarrus ja CNC-koneistus).

Ennusteet Euroopan koneistuspalvelujen markkinan (ja niiden indikaattorina toimivan työstökonemarkkinan) kasvuksi vuosina 2024-2030 ovat yleensä +4 % p.a. (mm. Virtue Market Research, Fortune Business Insights). Palvelujen kysynnän ajureina ovat vähitellen toipuva investointikysyntä (jota ajaa mm. automatiikan ja robotiikan eteneminen), tarkkuuskomponenttien kysynnän kasvu yleisesti sekä vihreän siirtymän luoma komponenttikysyntä mm. aurinko- ja tuulivoimaloissa sekä sähköisissä kulkuneuvoissa ja laitteissa. Venäjän hyökättyä Ukrainaan on myös Euroopan puolustus-teollisuudelta tuleva kysyntä voimakkaassa kasvussa.

## Kilpailu on alueellista

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

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



## Koneistuspalvelualan tunnuslukuja

### Yritysten lukumäärä

- Euroopassa 127000 kpl, joissa keskimäärin 6 työntekijää
- Suomessa n. 1900 kpl, joissa keskimäärin 8 työntekijää

### Toimialan liikevaihto 2024e

- Globaali 325 mrd EUR
- EU 81 mrd EUR
- Suomi 3,6 mrd EUR (2022)

Lähde: Precedence Research, IBIS World, Tilastokeskus



# Toimiala ja kilpailu 3/4

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

Keskeisimmät havainnot Componentan toimialan yhtiöiden ja segmenttien koosta sekä kasvu- ja kannattavuuskehityksestä ovat seuraavat::

- Verrokkiyhtiöiden **mediaaniliikevaihdot** vuosina 2018-2023 olivat valimoyhtiöissä noin 20...35 MEUR ja koneistuspalveluyhtiöissä n. 60...80 MEUR, joten ne sopivat kokonsa puolesta hyvin vertailuun Componenta Castingsin ja Componenta Manufacturingin kanssa. Tuotteissa, asiakasryhmissä, liiketoimintamalleissa ja tulosajureissa voi yhtiöiden välillä tietenkin olla merkittäviäkin eroja.
- **Valimoyhtiöverrokkien mediaanikasvu** (CAGR) vuosina 2018-2023 oli vaatimaton +2 %, missä näkyy sekä koronan vaikutusta (2020-2021) että vuoden 2023 vaisu kehitys. Rakennemuutosten vuoksi vastaavaa lukua ei voida laskea Componenta Castingsille.
- **Koneistuspalveluyhtiöiden mediaanikasvu** (CAGR) vuosina 2018-2023 oli +5 % eli selvästi nopeampaa kuin valimoyhtiöissä. Componenta Manufacturingin vastaava luku oli +4 % p.a. Ero ei ole merkittävä.
- Koneistuspalveluyhtiöiden **EBIT-marginaali** on ollut selvässä nousussa jopa koronaa edeltävästä

ajasta, kun taas valimoyhtiöiden marginaalin mediaani on juuttunut 2...4 %:iin. Valimoyhtiöitä on vaivannut alan **ylikapasiteetti**, joka on vähin erin purkautumassa sitä mukaa kuin Keski-Euroopassa suljetaan valimoita, jotka käyttävät vanhoja masuunityyppisiä sulatusuuneja. Componenta arvioi, että näitä ei sulkemisen jälkeen tulla enää avaamaan. Componenta itse käyttää sulatoissaan moderneja keskitaajuisia induktiouuneja. Componenta ei kuitenkaan usko, että mainitut sulkemisetkaan vielä poistaisivat ylikapasiteetti-ongelmaa.

- Muita valimoyhtiöiden haasteita ovat kova **hintakilpailu** sekä asiakkaiden iso neuvotteluvoima eräissä segmenteissä (mm. raskaat kuorma-autot) ja sopimusvalmistuksen oman jalostusarvon pienuus. Valimoyhtiöiden rakenteellisesti matala kannattavuus kuitenkin hillinnee hintakilpailun kiristymistä edelleen.
- Koneistuspalveluyhtiöiden parempi kannattavuus valimoyhtiöihin verrattuna kuvaa ensin mainittujen mahdollisuutta **erikoistua**. Valimoyhtiöillä tämä on vaikeampaa.
- **Componentan kannattavuus** on molemmissa pääliiketoiminnoissa ollut perinteisesti verrokkien mediaania alhaisempi, mutta toteutettu rakennemuutos on edesauttanut eron umpeen kuromisessa vuoden 2019 jälkeen. Kuitenkin vuonna 2023 Componenta Castingsin oikaistun kannattavuuden kehitys oli selvästi verrokkeja heikompaa. Tähän vaikutti asiakkaiden heikentynyt tilausvirta ja varastojen alasajo, mikä leikkasi Componentan kapasiteetin käyttöastetta samalla kun uusien tuotteiden ylösajo painoi marginaalia. Ongelman pitäisi olla väliaikainen.

## Kilpailuympäristön keskeiset piirteet



- Päätoimialoilla valtava määrä yrityksiä
- Kilpailu on paikallista / alueellista molemmissa pääliiketoiminnoissa
  - Kamppailu käydään tietyllä alueella toimivista asiakkaista
- Valimoyhtiöiden kannattavuus on rakenteellisesti matalaa:
  - Ylikapasiteetti
  - Tiukka hintakilpailu
  - Asiakkailla usein iso neuvotteluvoima
- Koneistuspalveluyhtiöiden kannattavuus on valimoyhtiöitä parempaa:
  - Taustalla mahdollisuus erikoistua

# Toimiala ja kilpailu 4/4

## Componentan kilpailuasema on vahva

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

### Vahvuudet:

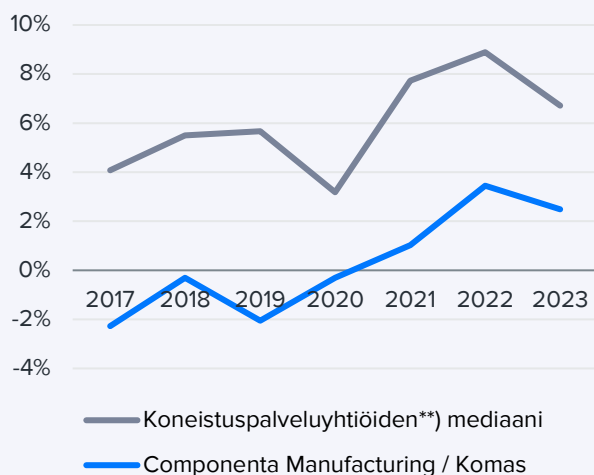
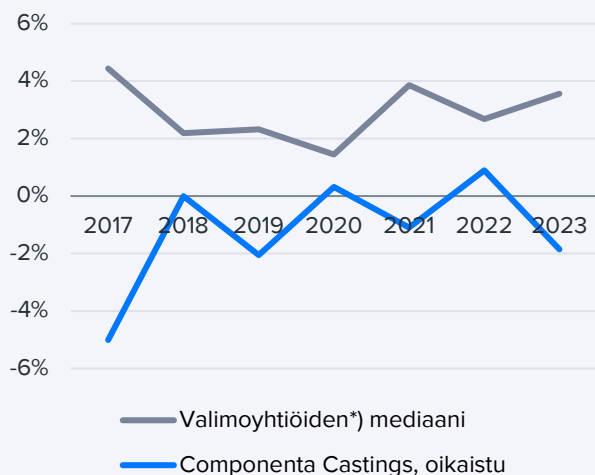
- + Nimekkäät asiakkuudet ja asiakassuhteissa hankittu osaaminen
- + Erinomainen palvelukyky (laaja tarjooma, kyky joustaviin ja nopeisiin toimituksiin, pitkien

asiakassuhteiden luoma mutkattomuus)

### Heikkoudet:

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

## Componentan pääliiketoimintojen EBIT-marginaali suhteessa verrokkeihin



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

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

# Taloudellinen tilanne 1/2

## Saneerausvelkojen poismaksu v. 2021 oli helpotus

Nykymuotoisen Componentan historia alkaa elokuusta 2019, jolloin Komasa Oy (nyk. Componenta Manufacturing Oy) hankittiin. Tuolloin emoyhtiö Componenta Oyj:n sekä tytäryhtiö Componenta Castings Oy:n saneerausohjelmat olivat kuitenkin edelleen käynnissä. Vuoden 2020 lopulla Componenta keräsi osakeannilla vajaan 10 MEUR:n bruttovarat, joiden käyttötarkoitus oli saneerausvelkojen (n. 12 MEUR vuoden 2019 lopussa) ennakoinen takaisinmaksu. Componenta Oyj maksoikin n. 6 MEUR:n saneerausvelat maaliskuussa 2021 ja emoyhtiön saneerausohjelma päättyi seuraavassa kuussa. Samalla tavoin Componenta Castings Oy maksoi vajaan 6 MEUR:n saneerausvelat lokakuussa 2021 ja yhtiön saneerausohjelma päättyi samantien. Näin ollen kaikki Componenta-konsernin saneerausohjelmat päättyivät vuoden 2021 aikana.

## Kasvu on ollut toimialan tasoa

Tapahtuneiden rakennemuutosten vuoksi Componenta-konsernin vertailukelpoisen kasvun arviointi pidemmältä aikaväliltä on vaikeaa. Konserniyhtiöistä Componenta Manufacturingin / Komasin rakenne on säilynyt muuttumattomana vuodesta 2018 ja yksikön liikevaihdon keskimääräinen kasvuvauhti vuosina 2019-2023 oli kohtuullinen +3 % p.a. Kehitykseen vaikutti tietenkin koronapandemia. Korona ei kuitenkaan juuri vaikuttanut Componenta Castingsin liikevaihdon kehitykseen ja kasvuvauhti oli +8 % p.a. Kasvu sai tukea sekä volyymi- että hintatekijöistä. Eri lähteiden lukujen perusteella arvioimme nykymuotoisen Componenta-konsernin liikevaihdon kasvuksi jaksolla 2019-2023 +4 % p.a., mitä pidämme melko hyvänä suorituksena hankalassa toimintaympäristössä.

## Kannattavuus vaatii volyymejä

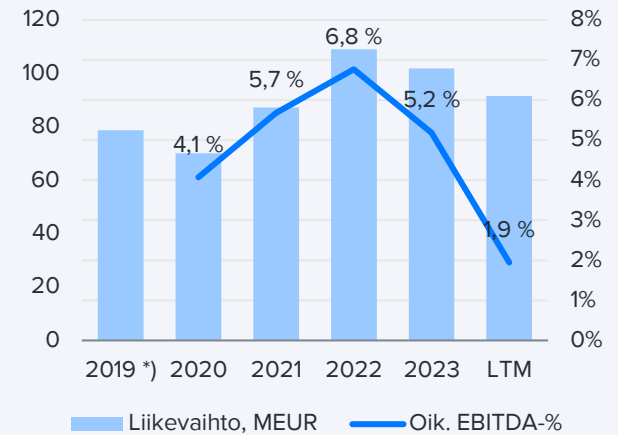
Kuten Toimiala ja kilpailu -osiossa todettiin, etenkin valimoalan kannattavuus on historiallisesti ollut matala ja myös Componenta-konsernin kannattavuus oli pitkään alhainen. Trendi oli kuitenkin kääntynyt positiiviseksi ja H1'23:n EBITDA-marginaali (9,0 %) alkoi olla tyydyttävää tasoa kun huomioidaan toimialan luonne. H2'23:n liikevaihdon romahdus (-24 % v/v) vei kuitenkin parannuksen jatkumiselta pohjan ja EBITDA-marginaali painui tuolloin pakkaselle (-0,3 %). H1'24:llä nähtiin varovainen käänne parempaan (EBITDA-marg. 3,8 %), vaikka volyymit olivat edelleen matalalla (liikevaihto -17 % v/v).

On huomattava, että Componentan poistot ovat noin 5 % liikevaihdosta eli noin 2,5 %-yksikköä enemmän kuin kotimaisten listattujen konepajayhtiöiden mediaani. Siksi käyttökate on liikevoittoa parempi mittari Componentan operatiivisen kannattavuuden tarkastelussa ja vertailussa konepajayhtiöihin.

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

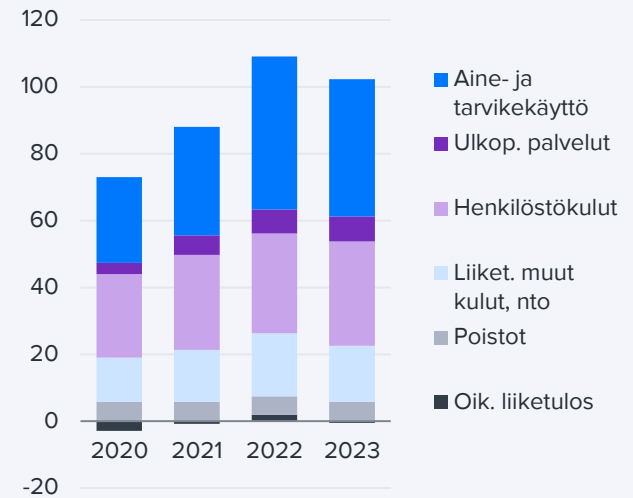
Vaikka kiinteiden kulujen osuus on aiemmin kuvatulla tavalla laskenut selvästi, on se yhä merkittävä (39 %). Tämä yhdessä vielä melko alhaisen kannattavuustason kanssa merkitsee yhtiön liiketuloksen laskua herkästi tappiolliseksi jos liikevaihto putoaisi selvästi. Componentalla on kuitenkin valmistuksen ajomalleja

## Liikevaihto ja kannattavuus 2019-H1'24



\*) = pro forma  
LTM = H2'23-H1'24

## Liikevaihdon jako kuluihin ja tulokseen, MEUR



Lähde: Componenta, muokannut Inderes

# Taloudellinen tilanne 2/2

myös matalaan käyntiasteeseen, jolloin joustokohtana on lähinnä työvuorojen määrän ja ajoituksen säätely. Vuokratyövoiman tuoman jouston lisäksi myös suomalainen lomautuskäytäntö tarjoaa joustomahdollisuuden tällaisten tilanteiden varalta, toisin kuin ulkomaisilla verrokeilla.

## Maksettavat korot ovat varsin korkeita

Componentan korollinen nettovelkamäärä on melko pieni (9,1 MEUR 31.12.2023 ja 8,9 MEUR 30.6.2024). Tästä huolimatta nettoraahoituskulut ovat korkeat; jaksolla H2'23-H1'24 noin -2,3 MEUR. Vuositasolla kuluja kasvattavat vuokrasopimusvelkojen korot (n. -0,5 MEUR), factoring-rahoituksen korot (arviolta myös n. -0,5 MEUR) ja rahoitusvelkojen palkkiokulut mm. luottolimiteistä (n. -0,3 MEUR). Uskomme myös, että varsinaisten rahalaitoslainojen korko on korkea 6...7 %, mikä selittynee tuloshistorian vuoksi korkealla riskiprofiililla. Lainoissa on finanssikovenanteja, mutta turvamarginaalien pitäisi olla riittäviä. Jälleenrahoituksen yhteydessä nostettavien uusien lainojen korkojen tulisi olla aiempaa alempia.

## Vahvistetut tappiot pitävät lähivuosien verot nollassa

Componentalla oli vuoden 2023 lopussa kaikkiaan 65,5 MEUR sellaisia kirjaamattomia vahvistettuja tappioita, jotka vanhenevat vuonna 2024 tai sen jälkeen. Saamiset on varovaisuussyistä jätetty kirjaamatta taseeseen. Vahvistettuja tappioita on merkittävästi molemmissa konsernin päätytäryhtiöissä (Componenta Castings Oy ja Componenta Manufacturing Oy). Niitä voidaan vanhenemis-aikataulun ja ennusteidemme perusteella käyttää parhaiten vuosina 2024-2027, jolloin konsernin maksettavat verot jäävät nolnaan. Palaamme asiaan

raportin ennusteosiossa.

## Tase on tällä hetkellä hieman rasittunut

Componentan liukuva 12 kuukauden rahavirta oli heikko jaksolla Q3'23-Q2'24 (-2,5 MEUR), mikä johtui etenkin Q1'24:n heikommasta kannattavuudesta. Jakson alhaisin kvartaalikohtainen rahavirta (-2,7 MEUR) tapahtui kuitenkin jo Q4'23:lla, jolloin taustalla oli nettokäyttöpääoman kasvu sekä myyntivolyymien lasku. Liukuva 12 kuukauden rahavirta tulee siten todennäköisesti kohentumaan Q3'24:stä eteenpäin. Rahavirtaa arvioidessa on kuitenkin huomioitava, että Componenta tyypillisesti myy (faktoroi) n. 80 % myyntisaatavakannastaan.

Kannattavuuden ja rahavirran heikkous nosti Componentan nettovelat/käyttökate-tunnusluvun epäterveelliselle tasolle (5,0x) H1'24:n lopussa. Kannattavuuden kehittyessä ohjeistetulla tavalla pitäisi ilmiön kuitenkin jäädä väliaikaiseksi.

Konsernin taseen muut tunnusluvut olivat H1'24:n lopussa kohtalaisia (omavaraisuusaste 40 % ja nettovelkaantumisaste 38 %). On kuitenkin selvää, että Componentan lisävelkaantumisvara on nyt vähäinen, etenkin kun huomioidaan Fortaco-kaupasta vielä H2'24:llä maksettava 1,8 MEUR:n käteisosuus.

## Rahavirta (MEUR) ja velkaantuneisuus



## Taserakenne H1'24, MEUR



# Fortaco-liiketoimintakaupan arvio

## Kaupan kohde on vaikea arvioitava

Componentan heinäkuussa 2024 tiedottama ja suunnitellusti lokakuun 2024 alussa toteutettava Fortaco Oy:n Kalajoen tehtaan ja Sepänkylän koneistus- ja palvelukeskuksen hankinta ei ole yksinkertainen arvioitava. Hankittavien liiketoimintojen liikevaihto on heilunut voimakkaasti ja kannattavuus on ollut pitkään heikko. Componenta uskoo kuitenkin kääntävänsä Fortacon kannattavaksi.

## Liikevaihto on ollut monista syistä paineessa

Fortacon liikevaihto on heilunut viime vuosina merkittävästi. Tärkeimpiä syitä tähän ovat 1) energiasektorin asiakkaiden kysynnän lasku (2019); 2) koronapandemia (2020-2021); 3) raaka-ainekustannusten reilun nousun vaikutus myyntihintoihin (2022) sekä 4) myyntihintojen lasku raaka-aineiden myötä ja sopimusasiakkaiden tilauskertymän pudotus (2023).

Arvioimme, että hankituilla liiketoiminnoilla ja omaisuuserillä on normaalioloissa mahdollisuus 18...20 MEUR:n liikevaihtoon, merkiten +18...+20 %:n lisäystä Componentan 2023-liikevaihtoon.

## Volyymiheilunnan vuoksi tuloshistoria on hatara

Fortacon käyttökate on ollut tappiollinen viisi vuotta peräkkäin. Tosin H1'24:llä marginaali oli 0,4 % positiivinen. Kannattavuutta on rasittanut voimakas volyymiheilahtelu, mihin henkilöstökulut ja liiketoiminnan muut kulut eivät ole reagoineet riittävän nopeasti ja voimakkaasti. Fortacon riippuvuus yksittäisistä asiakkaista on ollut suuri ja lisäksi yhtiössä on ollut päällekkäiskapasiteettia. Myös tuotteiden hintaindeksioinneissa on ollut puutteita ja viivettä.

## Monilla keinoilla tulosparrannukseen

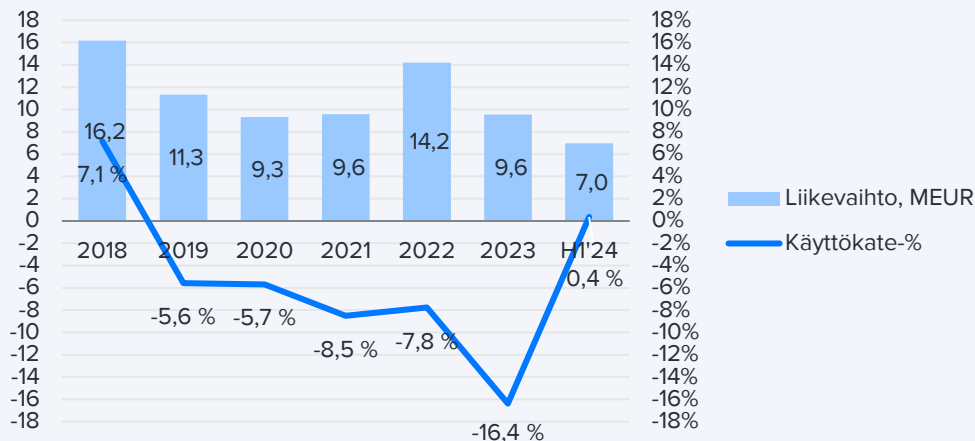
Fortacon kääntämisessä kannattavaksi Componentan suunnitelman pääkohtia ovat 1) päällekkäisyys-

sien poistaminen; 2) sisäiset synergiat (esim. Fortacon levyhankinnat Componentan levypalveluyksiköstä); 3) Fortacon hitsausosaamisen hyödyntäminen muualla konsernissa, jolloin uudet asiakkaat ja ristiinmyynti nostavat kapasiteetin käyttöastetta sekä 4) raaka-aineiden hintaindeksioinnin kehittäminen. Tavoitellun tuloskäänteen voimakkuutta ja aikataulua ei ole julkistettu, joten sen arviointi on hankalaa. Fortacon lukuja ei myöskään tulla jatkossa raportoitmaan erikseen.

## Kauppahinta on perustellusti alhainen

Componenta ostaa Fortacon tase-eristä ainoastaan vaihto- ja käyttöomaisuuserät (yht. 2,8 MEUR), joista kiinteistöjen osuus (1,0 MEUR) tulee vuokrilla vähennettynä maksuun vuoden kuluttua kaupasta. Jos ja kun ko. tase-erien kauppahinnat ovat käypiä, on koko kauppahinta hyvin kohtuullinen. Fortacon heikon tuloshistorian takia näin on tietenkin syytä ollakin.

Fortacon oikaistut luvut 2018-H1'24



Lähde: Fortaco, oikaistut Inderesin

# Ennusteet 1/5

## Liikevaihtoennusteen taustaoletukset

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

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

- AGCO:n traktoriliikevaihto EMEA:ssa vuosina 2024-2027 (Bloombergin konsensus 3.9.24), joka kuvaa Componentan maatalouskoneet-toimialalta saamaa liikevaihtoa;
- Cargotecin, Kalmarin, KONEen, Konecranesin, Metson, Wärtsilän (pl. energian varastointi) ja Ponssen laiteliikevaihto vuosina 2024-2027 (Inderesin voimassa olevat ennusteet), joka kuvaa Componentan koneenrakennus- sekä metsätalouskoneet-toimialoilta saamaa liikevaihtoa;
- Yksinkertaisuuden vuoksi olemme olettaneet, että kaikki Fortaco-kaupasta syntyvä lisäliikevaihto kohdistuu Componentan energiateollisuus-segmenttiin. Ennusteemme Componentan energiateollisuudesta saaman liikevaihdon kasvuksi vuosina 2024-2027 on +34 % p.a., (9,2 MEUR → 29,5 MEUR). Euromääräisestä kasvusta Fortaco-kaupan osuus on 80 %.

- Olemme täsmentäneet ennustettamme Componentan toukokuussa 2024 julkistaman puolustusvoimilta saadun kranaatinheitinammusten kuorikaupan (perussopimus 41 MEUR) liikevaihdoksi ja oletamme nyt, että myös 9 MEUR:n optio tullaan käyttämään. Arviomme Componentan puolustusvälineliikevaihdon kasvuksi (CAGR) vuosina 2024-2027 on +46 % p.a.
- Ennusteemme Componentan muilta teollisuudenaloilta saaman liikevaihdon kasvuksi vuosina 2024-2027 on +7 % p.a. Nopean kasvun taustalla on heikko vertailuvuosi 2023, jolloin segmentin liikevaihto laski yli -20 % v/v.

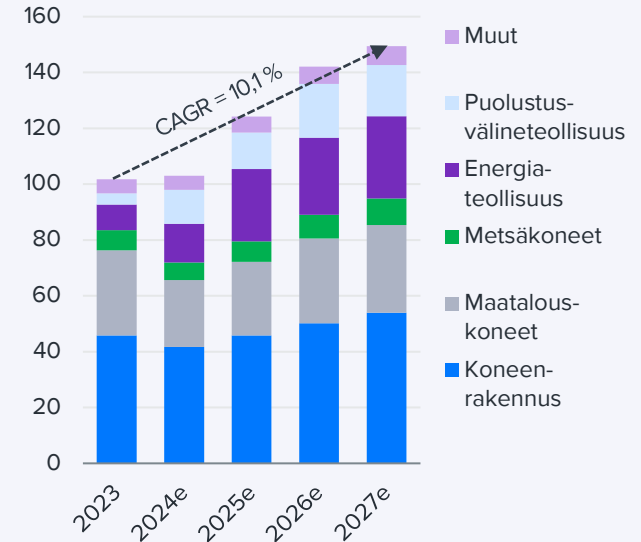
Emme ole huomioineet ennusteissamme muita kuin jo tiedossa olevia asiakkuuksia / sopimuksia tai yrityshankintoja.

Ennustejaksolla koneenrakennus-segmentin liikevaihto kasvaa noin +4 % p.a., maatalouskoneet-segmentin liikevaihto +1 % v/v ja metsäkoneet-segmentin liikevaihto +7 % v/v. Kaikkiaan Componentan liikevaihdon kasvu (CAGR) vuosina 2024-2027 on +10 % p.a. Energiateollisuus ja puolustusvälineteollisuus yhdessä vastaavat 73 %:sta euromääräistä kasvua. Ennusteperiodilla energiateollisuuden osuus liikevaihdosta nousee 9 %:sta 20 %:iin ja puolustusvälineteollisuuden osuus 4 %:sta 12 %:iin samalla kun koneenrakennuksen osuus laskee 45 %:sta 36 %:iin ja maatalouskoneiden osuus 30 %:sta 21 %:iin. Pidämme Componentan myyntimixin tasapainottumista selvänä yhtiön riskiprofilia alentavana tekijänä.

Asiakashintoihin vyörytettävistä eristä sekä harkkoraudan että sähkön hinnat tulevat ennustejaksolla olemaan lievästi alempia kuin ne olivat vuonna 2023 keskimäärin. Tällä on marginaalinen negatiivinen vaikutus liikevaihdon kasvuun.



## Liikevaihto asiakasryhmittäin, MEUR



# Ennusteet 2/5

## Kannattavuusennusteen taustaoletukset

Keskeisimmät Componentan tuloskehitystä koskevat oletuksemme ovat seuraavat:

- Tehtyjen ja vielä tehtävien (Fortaco) indeksointien vuoksi aine-, tarvike- ja tavarakulujen osuus liikevaihdosta säilyy ennustejaksolla 42...43 %:ssa;
- Ulkopuolisten palvelukulujen (mm. tuotannon alihankintapalvelut kuten tuotteiden maalaus-, pinta- ja lämpökäsittelytyöt) osuus liikevaihdosta on niin ikään melko stabiili eli 6,1...6,5 %;
- Arvioimme henkilöstökulujen / hlö pysyvän vuonna 2024 suunnilleen paikoillaan vuokratyövoiman osuuden laskiessa ja Fortacon henkilöstökulujen ollessa arviomme mukaan konsernin keskiarvoa alempia. Tämän jälkeen ennustamme henkilöstökulujen / henkilö kohoavan +2,9 % v/v vuonna 2025 ja +2,4 % v/v vuonna 2026 ja vuonna 2027. Liikevaihto / hlö kasvaa ennustejaksolla keskimäärin +5,0 % v/v vuoden 2023 lähtötason ollessa matala. Henkilöstökulujen liikevaihto-osuus on ennustejaksolla 26,9...30,5 %;
- Koska liikevaihto kasvaa ennusteidemme mukaan melko nopeasti, laskee liiketoiminnan muiden kulujen (mm. vuokrat, IT, kunnossapitokulut) osuus liikevaihdosta selvästi Componentan operatiivisen vivun myötä. Etenkin energiakuluissa muutos on huomattava, vaikka energian hintaan liittyvä hintalisämekanismi alentaa jonkin verran myös liikevaihtoa. Energian hinnat ovat kokonaisuutena laskussa ja lisäksi Fortacon konsolidointi alentaa Componentan keskimääräistä energiaintensivisyyttä. Kaikkiaan arvioimme liiketoiminnan muiden kulujen liikevaihto-osuuden laskevan vuoden 2023 17,3 %:sta ensin vuoden 2024 16,1 %:iin ja

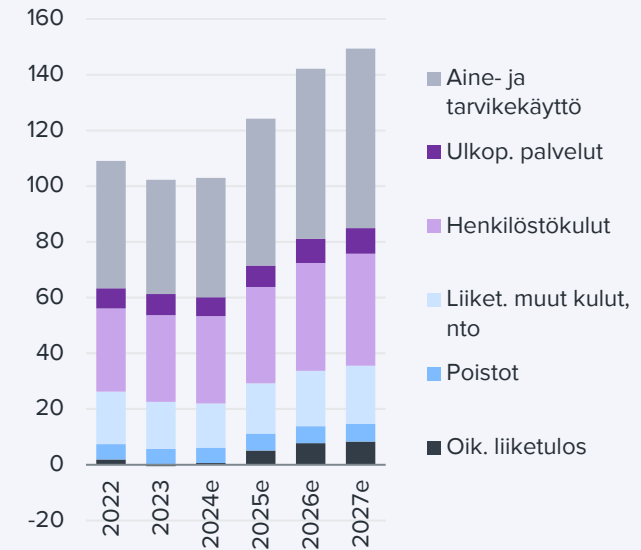
edelleen vuoden 2027 14,6 %:iin.

- Fortaco-kaupan lisäksi Componentalla ei ole merkittäviä muita investointitarpeita. Kaikkiaan jaksolla 2024-2027 investoinnit ovat 9 % poistoja suuremmat. Poistojen osuus liikevaihdosta alenee ennustekaudella vuoden 2023 oikaistusta 5,1 %:sta vuoden 2027 3,8 %:iin.
- Uskomme, että Componentan nykyisten luottojen jälleenrahoitus tulee tapahtumaan hieman aiempaa edullisemmillä ehdoilla. Odotamme kuitenkin Componentan luotoistaan maksaman koron säilyvän vuosina 2024-2027 melko korkealla eli 5,0...6,3 %:n tasolla. Emme ole mallintaneet toukokuussa sovitun 3,0 miljoonan dollarin ja enintään 0,75 miljoonan dollarin kertaerissä nostettavissa olevan 30 kuukauden mittaisen vaihtovelkakirjarahojitusjärjestelyn ottoa käyttöön, vaikka sen kuponkikorko on vain 4,0 %. Vuokrasopimusvelkojen korot ovat pankkiluottojen korkoja alempia. Myytyjen laskusaatavien kulujen sekä muiden palkkioiden summa on arviomme mukaan vuosittain noin -0,8...-0,9 MEUR.
- Componentan vähennyskelpoiset tappiot riittävät arviomme mukaan pitämään konsernin verot nollassa vuosina 2024-2027. Myös konserniavustuksen käyttö mahdollistaa vero-optimoiminnan. Ennustamme konsernin veroasteen nousevan 10 %:iin vuonna 2028 ja normaaliin 20 %:iin vuodesta 2029 eteenpäin.

## Rahavirta ja taseasema

Investointien määrä kohoaa ennustejaksolla vuoden 2023 -4,1 MEUR:sta vuoden 2027 -6,4 MEUR:on. Vuoden 2024 investoinnit sisältävät -1,8 MEUR:n edestä Fortacon liiketoimintojen hankintaa. Muilta osin

## Liikevaihdon jako kuluihin ja tulokseen, MEUR



# Ennusteet 3/5

kyse on etupäässä korvausinvestoinneista. Investoinnit ylittävät poistot +9 %:lla koko ennustejaksen 2024-2027 aikana. Fortaco-liiketoimintojen hieman poikkeavat kiertajat huomioiden säilyvät käyttöpääomaerien kiertajat ennustejaksolla suunnilleen vuosien 2022-2023 tasolla. Koska oletamme Componentan jatkavan myyntisaataviensa factoring-rahoitusta, säilyy konsernin nettokäyttöpääoma ennustejaksolla hyvin pienenä (0,9...2,1% liikevaihdosta), mutta ei enää kuitenkaan negatiivisena vuosien 2022-2023 tapaan (-1,0...-2,7% liikevaihdosta). Kun tähän lisätään myönteinen kannattavuuskehitys ja huomioidaan Fortaco-hankinnan investointi, on konsernin rahavirta investointien jälkeen vuonna 2024 negatiivinen (-4,5 MEUR), mutta tämän jälkeen vuosina 2025-2027 +6,1...+8,0 MEUR positiivinen.

Componentalla ei ole julkistettua osinkopolitiikkaa, mutta uskomme, että yhtiö haluaa ryhtyä osingonmaksajaksi mahdollisimman pian. Arvioimme yhtiön aloittavan kohtuullisella 41 %:n jakosuhteella vuoden 2025 tuloksesta ja jakosuhte nousee 48 %:iin vuonna 2027.

Koska rahavirta investointien jälkeen säilyy vuoden 2024 jälkeen selvästi positiivisena, vahvistuu tase ennusteissamme selvästi. Konsernin nettovelkaantumisaste on lähtötilanteessa (2024) 67 %, mutta painuu 8 %:iin jo vuonna 2027. Vuoden 2028 jälkeen velkaantumisaste on ennusteissamme negatiivinen, jolloin Componentan vaihtoehtoiksi ”ylivahvan” taseen purkamiseksi jäävät panostukset orgaaniseen kasvuun, yritysosto(t) tai avokätinen osinkopolitiikka. Kyseessä on tietienkin positiivinen ongelma, mutta toimialan sykliisyys sekä yhtiön oma historia varmistanevat sen, että isoja strategisia riskejä ei oteta ja että taseeseen jätetään kunnolliset puskurit heikompien suhdanteiden varalle.

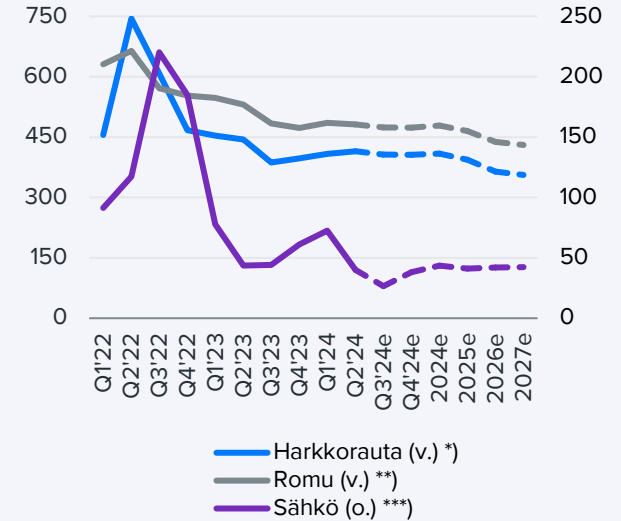
## Vuoden 2024 ennuste

H1'24:n liikevaihdossa näkyi Q1:n heikko tilauskertymä ja myös myyntihintoihin sisältyvien pääraaka-aine- ja energiaindeksien alentunut taso. H1'24:n liikevaihdon laskussa (-17 % v/v) pudotus asiakastoimialoittain oli selvintä koneenrakennuksessa (-21 % v/v), maatalouskoneissa (so. traktorit; -44 % v/v) ja metsäkoneissa (-17 % v/v). Kompensaatiota saatiin energiateollisuudesta (+14 % v/v) ja etenkin puolustusvälineiteollisuudesta (+232 % v/v), jonka tuoma liikevaihto nousi 1,8 MEUR:sta 6,0 MEUR:on ja osuus konsernin liikevaihdosta 3 %:sta 12 %:iin. Seuraavien kahden kuukauden sitovat toimitukset sisältävä tilauskanta oli H1'24:n lopussa lievässä +4 %:n v/v kasvussa. H1'24:n kannattavuus oli kaksijakoinen: Q1:llä jopa käyttökate oli negatiivinen (marg. -0,6 %) alhaisten volyymien sekä uusien volyymituotteiden ylösajon rasittaessa kannattavuutta. Sitä vastoin Q2:n 7,8 %:n käyttökatemarginaali lähenteli edellisvuoden tasoa eivätkä volyymituotteiden ylösajon laatu-ongelmat enää juuri painaneet kannattavuutta. Koko H1'24:n käyttökatemarginaali asettui näin 3,8 %:iin.

Componenta odottaa 2024-liikevaihdon ja käyttökateen paranevan edellisvuodesta (101,8 MEUR ja 5,3 MEUR). Parannuksen odotetaan painottuvan selkeästi H2'24:lle. Ohjeistus edellyttää alarajallaan noin +25 %:n v/v liikevaihdon kasvua H2'24:llä vertailukauden oltua heikko (-24 % v/v H2'23:lla) sekä 6,5 %:n käyttökatemarginaalia samaan aikaan (H2'23 tot. -0,3 %).

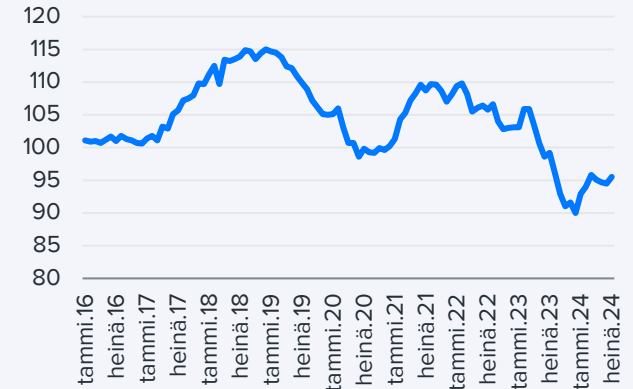
Osittain samoille asiakkaille Componentan kanssa toimittavan Keslan tulosvaroitus 19.9.24 indikoi, että etenkin maatalouskonesektorin kysyntä on pysynyt vaisuna ja samalla näiden tuotteiden jakeluketjussa olevaa varastoa pyritään ajamaan minimitasolle ennen vuodenvaihdetta. Tämän vuoksi olemme ottaneet

## Materiaalien ja sähkön hintoja



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

## Euroopan valimoteollisuuden sentimentti (FISI)



Lähde: Bloomberg, CAEF, Nord Pool, CAEF  
ennusteet Nasdaq ja Inderes



# Ennusteet 4/5

varovaisen asenteen Componentan maatalous- ja metsäkonesektorin kysyntävolyymeihin H2'24:llä ja uskomme niiden olevan edelleen vuositason laskussa samaan tapaan kuin H1'24:llä.

Fortacon ostettujen liiketoimintojen konsolidointi Q4'24:n alusta tuo H2'24:n liikevaihtoon arviolta +3,8 MEUR:n (+8 %) lisän. Tämä sekä edellä mainitut seikat huomioiden odotuksemme konsernin H2'24:n liikevaihdon kasvuksi on +27 % v/v. Koko vuoden 2024 liikevaihdoksi muodostuu siten 103 MEUR (+1 % v/v).

Ennustemme H2'24:n käyttökateeksi on 4,2 MEUR (H2'23: -0,1 MEUR) ja vastaavaksi marginaaliksi 8,0 % (-0,3 %). Q2'24:n jo melko vahva käyttökatemarginaali (7,8 %) sekä volyymien kasvu antavat marginaaleille tukea, mutta mainittu maatalous- ja metsäkonesektorin volyymien heikkous sekä Fortacon integrointi kasvattavat H2'24:n tulosepävarmuutta selvästi. Koko vuoden 2024 käyttökate-ennus-

teemme on 6,1 MEUR eli +17 % enemmän kuin vuonna 2023. Kaikkiaan Componentan vuoden 2024 ohjeistuksen ehdot täyttyvät ennusteissamme, mutta liikevaihdon osalta vain pienellä marginaalilla. Positiivinen seikka on, että ainakin osa H2'24:n kehityksen liittyvistä riskeistä (kuten asiakkaiden varastojen alasajo ennen vuodenvaihdetta) on luonteeltaan väliaikaisia. Odotuksemme H2'24:n liikevoitoksi on 1,5 MEUR (H2'23: -3,0 MEUR) ja marginaaliksi 2,8 % (-7,1%).

Ennustemme Componentan koko vuoden netto-rahoituskuluiksi on -2,3 MEUR kun H1'24:n toteuma oli -1,2 MEUR ja koko vuoden 2023 nettorahoituskulu -2,2 MEUR. Nettovelkojen määrän nousu enemmän kuin kompensoi alempien korkojen melko hitaasti realisoituvan vaikutuksen. Aiemmin esitettyjen taustaoletusten mukaisesti odotamme, että konserni ei kirjaa veroja tuloslaskelmaansa vuonna 2024.

Ennustemme oikaistuksi osakekohtaiseksi tulokseksi (-0,17 euroa) merkitsee parannusta vuoden 2023 oikaistusta -0,28 euron osakekohtaisesta tuloksesta, mutta on tietenkin epätydyttävä. Vuoden 2023 raportoitu EPS (0,16 euroa) sai tukea 4,2 MEUR:n suuruisesta arvonalennustappioiden peruutuksesta. Emme usko hallituksen esittävän osingonjakoa vuodelta 2024.

## Vuosien 2025-2027 ennusteet

Linjassa aiemmin esittämiemme taustaoletusten kanssa odotamme Componentan liikevaihdon kasvavan n. +21 % v/v vuonna 2025 sekä +14 % v/v vuonna 2026. Tämän jälkeen kasvu hidastuu +5 %:iin v/v vuonna 2027. Vuoden 2025 kasvusta 58 % ja vuoden 2026 kasvusta 38 % selittyy Fortaco-ostoksen sekä puolustusvoimien 50 MEUR:n suurtilauksen vaikutuksella. Ilman mainittuja tekijöitä

Ennustemuutokset	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	107	103	-3 %	113	124	10 %	128	142	11 %
Käyttökate	8,5	6,1	-28 %	10,4	11,2	7 %	12,7	13,9	9 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	3,0	0,7	-78 %	4,7	5,1	9 %	7,1	7,7	9 %
Liikevoitto	3,0	0,7	-78 %	4,7	5,1	9 %	7,1	7,7	9 %
Tulos ennen veroja	0,6	-1,7	-362 %	3,1	3,3	6 %	5,7	6,1	7 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,07	-0,17	-362 %	0,32	0,34	6 %	0,59	0,63	7 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,14	0,14	0 %	0,25	0,26	4 %

Lähde: Inderes

# Ennusteet 5/5

kasvu olisi ennusteessamme +9 % v/v sekä vuonna 2025 että vuonna 2026. Näistä vuoden 2025 kasvua selittää vertailuvuoden 2024 heikkous ja vuoden 2026 kasvua asiakasmarkkinoiden yleisesti odotettu toipuminen. Ennustetulla raaka-aineiden ja sähkön hinnanlaskulla on marginaalinen -1%...-2 % v/v vaikutus em. kasvuennusteisiin.

Componentan kulurakenteen odotetut muutokset vuosina 2025-2027 ovat rakennemuutos- ja volyympiperustaisia. Fortaco-kaupan seurauksena arvioimme aine- ja tarvikekulojen osuuden liikevaihdosta kasvavan vuoden 2024 41,6 %:sta vuoden 2027 43,2 %:iin (+1,5 %-yks), mutta samalla paraneva kapasiteetin käyttöaste painaa henkilöstökulujen liikevaihto-osuuden vuoden 2024 30,5 %:sta vuoden 2027 26,9 %:iin (-3,6 %-yks.). Lisäksi operatiivinen vipu merkitsee liiketoiminnan muiden kulujen sekä poistojen yhteenlasketun liikevaihto-osuuden laskua vuoden 2024 21,4 %:sta vuoden 2027 18,7 %:iin (-2,7 %-yks.). Näillä oletuksilla Componentan EBIT-marginaalin parantuminen on merkittävää (2024e 0,6 %; 2025e 4,1%; 2026e 5,4 % ja 2027e: 5,6 %).

Alenevat nettovelat ja edullisemmat luottoehdot pitävät nettoraahoituskulut laskusuunnassa (2025e -1,8 MEUR; 2026e -1,6 MEUR ja 2027e -1,3 MEUR). Konserviveroaste nousee 10 %:in vasta eksplisiittisen ennustejakson jälkeen vuonna 2028 ja normaalille 20 %:n tasolle vuodesta 2029 eteenpäin. Näillä perusteilla osakekohtaisen tuloksen kasvuvauhti vuosina 2025-2027 on hyvin nopea (2024e: -0,17 euroa; 2025e: 0,34 euroa; 2026e: 0,63 euroa ja 2027e: 0,73 euroa). Lähtötaso on kuitenkin matala.

## Vuosien 2024-2026 ennustemuutokset

Edellisen sivun taulukossa on kuvattu vuosien 2024-2026 ennustemuutoksiamme. Suurimmat vaikuttavat

tekijät liikevaihdon ennustemuutoksissamme ovat Fortaco-kauppa, maatalous- ja metsäkoneiden vaisu markkina H2'24:llä sekä täsmennykset puolustusvoimien suurkaupan (50 MEUR) tuoman liikevaihdon realisoitumisaikatauluun. Ennusteissamme Fortaco-kauppa painaa Componentan EBIT-marginaalia -0,3...-0,2 %-yksikköä vuosina 2025-2026. Oletamme puolustusvoimien suurkaupan olevan normikatteen.

## Rahavirta, tase ja osingot

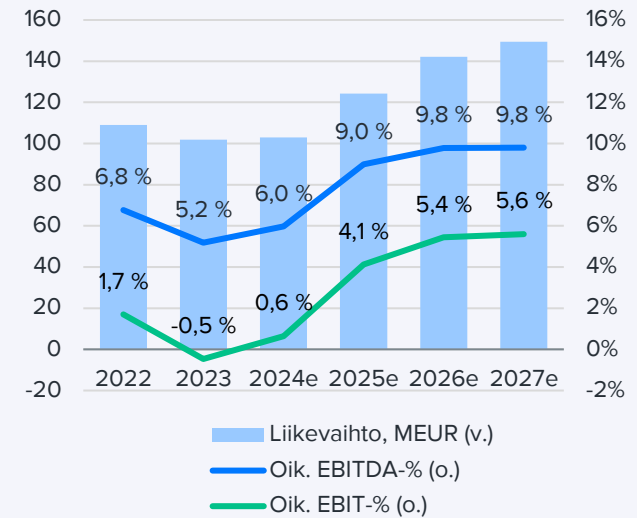
Componentan tuloskasvu, nettokäyttöpääoman hyvin maltillinen kehitys, maksettavien verojen vähäisyys sekä se, että investoinnit ylittävät poistot vain marginaalisesti pitävät rahavirran vahvana. Ennustamme operatiivisen rahavirran olevan noin +12...+14 MEUR vuosina 2025-2027 ja myös rahavirran investointien jälkeen olevan +6...+8 MEUR. Odotamme nettovelkojen painuvan vain 3 MEUR:on vuonna 2027.

Kuvattu tuloskehitys ja vahvistuva tase mahdollistavat osingonmaksun vuodesta 2025 eteenpäin. Odotamme vuosilta 2025, 2026 ja 2027 vastaavasti 0,14 euron, 0,26 euron ja 0,35 euron osakekohtaista osinkoa. Osinkosuhte on em. aikana 41%...48 %.

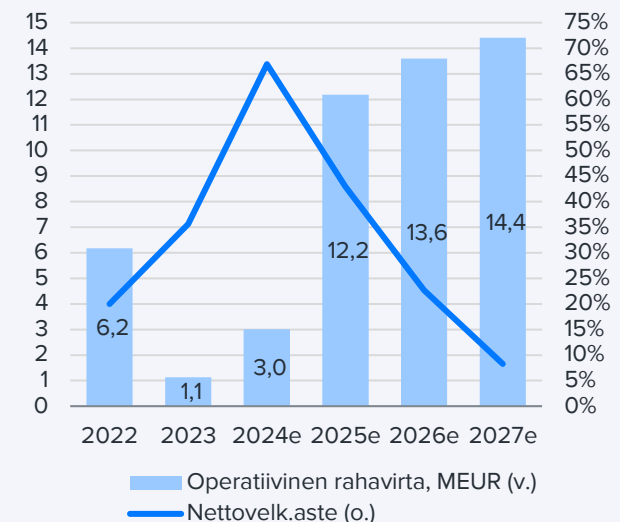
## Pitkän aikavälin ennuste

Varsinaisen ennustejakson jälkeen vuosina 2028-2032 odotamme Componentalta keskimäärin +3,5 %:n liikevaihdon vuosikasvua terminaalikasvun ollessa +2,5 %. Ennusteemme samojen vuosien keskimääräiseksi käyttökatteeksi on 8,2 % ja EBIT-marginaaliksi 4,4 %. Terminaalien 7,2 %:n käyttökatemarginaali-olettamamme on parempi kuin vuosien 2020-2024e mediaani (5,7 %), mutta mielestämme uskottava kun huomioidaan Componentan parantunut kulujoustavuus ja vertailukauden keskimääräistä hankalampi markkina.

## Liikevaihto- ja kannattavuusennusteet



## Tase alkaa vahvistua



# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2021	2022	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
<b>Liikevaihto</b>	<b>87,3</b>	<b>109</b>	<b>102</b>	<b>23,6</b>	<b>26,4</b>	<b>24,8</b>	<b>28,2</b>	<b>103</b>	<b>124</b>	<b>142</b>	<b>149</b>
Konserni	87,3	109	102	23,6	26,4	24,8	28,2	103	124	142	149
<b>Käyttökate</b>	<b>5,0</b>	<b>7,1</b>	<b>5,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>2,1</b>	<b>1,9</b>	<b>2,3</b>	<b>6,1</b>	<b>11,2</b>	<b>13,9</b>	<b>14,6</b>
Poistot ja arvonalennukset	-4,9	-5,5	-1,5	-1,6	-1,2	-1,4	-1,4	-5,5	-6,1	-6,2	-6,3
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>-0,8</b>	<b>1,8</b>	<b>-0,5</b>	<b>-1,7</b>	<b>0,9</b>	<b>0,5</b>	<b>1,0</b>	<b>0,7</b>	<b>5,1</b>	<b>7,7</b>	<b>8,4</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>0,0</b>	<b>1,6</b>	<b>3,8</b>	<b>-1,7</b>	<b>0,9</b>	<b>0,5</b>	<b>1,0</b>	<b>0,7</b>	<b>5,1</b>	<b>7,7</b>	<b>8,4</b>
Konserni	0,0	1,6	3,8	-1,7	0,9	0,5	1,0	0,7	5,1	7,7	8,4
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-0,4	-1,7	-2,2	-0,5	-0,6	-0,4	-0,7	-2,3	-1,8	-1,6	-1,3
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,1</b>	<b>1,6</b>	<b>-2,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>-1,7</b>	<b>3,3</b>	<b>6,1</b>	<b>7,1</b>
Verot	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettotulos</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,1</b>	<b>1,5</b>	<b>-2,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>-1,7</b>	<b>3,3</b>	<b>6,1</b>	<b>7,1</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>-0,13</b>	<b>0,03</b>	<b>-0,28</b>	<b>-0,23</b>	<b>0,03</b>	<b>0,01</b>	<b>0,02</b>	<b>-0,17</b>	<b>0,34</b>	<b>0,63</b>	<b>0,73</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>-0,04</b>	<b>0,01</b>	<b>0,16</b>	<b>-0,23</b>	<b>0,03</b>	<b>0,01</b>	<b>0,02</b>	<b>-0,17</b>	<b>0,34</b>	<b>0,63</b>	<b>0,73</b>

Tunnusluvut	2021	2022	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	24,6 %	25,0 %	-6,7 %	-23,3 %	-10,4 %	24,3 %	30,3 %	1,2 %	20,6 %	14,4 %	5,1 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>		-318,4 %	-126,8 %	-224,6 %	-18,7 %	-147,9 %	-149,7 %	-240,3 %	670,8 %	51,3 %	8,0 %
<b>Käyttökate-%</b>	5,7 %	6,5 %	5,2 %	-0,6 %	7,8 %	7,7 %	8,3 %	6,0 %	9,0 %	9,8 %	9,8 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	-0,9 %	1,6 %	-0,5 %	-7,3 %	3,5 %	2,0 %	3,4 %	0,6 %	4,1 %	5,4 %	5,6 %
<b>Nettotulos-%</b>	-0,5 %	0,1 %	1,5 %	-9,6 %	1,1 %	0,4 %	0,8 %	-1,6 %	2,6 %	4,3 %	4,7 %

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>32,8</b>	<b>36,6</b>	<b>38,7</b>	<b>38,7</b>	<b>38,7</b>
Liikearvo	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2
Aineettomat hyödykkeet	2,0	2,0	2,1	2,2	2,2
Käyttöomaisuus	27,0	31,0	32,9	32,8	32,8
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	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>25,8</b>	<b>20,7</b>	<b>23,8</b>	<b>27,1</b>	<b>31,0</b>
Vaihto-omaisuus	13,3	12,6	14,4	15,8	18,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	3,9	2,8	4,2	5,1	5,8
Likvidit varat	8,6	5,3	5,2	6,2	7,1
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>58,6</b>	<b>57,3</b>	<b>62,4</b>	<b>65,8</b>	<b>69,7</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Oma pääoma</b>	<b>23,9</b>	<b>25,6</b>	<b>23,9</b>	<b>27,2</b>	<b>31,9</b>
Osakepääoma	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Kertyneet voittovarot	3,2	4,8	3,1	6,4	11,2
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	19,7	19,8	19,8	19,8	19,8
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>10,9</b>	<b>12,3</b>	<b>17,1</b>	<b>14,7</b>	<b>12,0</b>
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,4	0,3	0,4	0,4	0,4
Korolliset velat	9,9	11,3	16,2	13,7	11,1
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>23,8</b>	<b>19,5</b>	<b>21,4</b>	<b>23,9</b>	<b>25,7</b>
Korolliset velat	3,6	3,1	5,0	4,2	3,3
Lyhytaikaiset korottomat velat	20,2	16,4	16,5	19,8	22,5
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>58,6</b>	<b>57,3</b>	<b>62,4</b>	<b>65,8</b>	<b>69,7</b>

# Arvonmääritys ja suositus 1/3

## Arvonmäärityksen perusta

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

## Hyväksyttävään arvostustasoon vaikuttavat tekijät

Näkemyksemme mukaan Componentan hyväksyttävään arvostustasoon vaikuttavat positiivisesti seuraavat tekijät:

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

myyntihinnat reagoivat näihin kustannuksiin vain yhden kvartaalin viiveellä.

- + **Runsas rahavirta vie kohti velattomuutta.** Componentan paraneva kannattavuus ja pieni nettokäyttöpääoma pitävät operatiivisen rahavirran lähellä käyttökatteen tasoa. Tämä yhdistettynä vähäisiin investointitarpeisiin vie ennusteessamme nettovelat hyvin matalalle tasolle jo vuonna 2027. Alhainen velkaantuneisuus paitsi tarjoaa turvaa laskusuhdanteessa myös mahdollistaa merkittävänkin lisävelkaantumisen esim. akvisitioihin.

Hyväksyttävää arvostustasoa laskevat seuraavat tekijät:

- **Kohdemarkkina on syklinen.** Componentan asiakastoimialat edustavat investointitavara-teollisuutta, joka on luonteeltaan syklistä.
- **Yksittäiset asiakasriskit ovat isoja.** Componentan suurin yksittäinen asiakas vastasi 23 %:sta konsernin liikevaihtoa H1'24:llä.
- **Peruskannattavuus on melko alhainen.** Componentan liikevoittomarginaali on melko alhainen. Tulos voi painua herkästi tappiolle, jos kysyntä laskee nopeasti.
- **Osakkeen likviditeetti on ohuenpuoleinen.** Tämä saa osan ainakin institutionaalisista sijoittajista karttamaan osaketta.

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	2,83	2,83	2,83
Osakemäärä, milj. kpl	9,71	9,71	9,71
Markkina-arvo	27	27	27
Yritysarvo (EV)	43	39	35
P/E (oik.)	>100	8,4	4,5
P/E	>100	8,4	4,5
P/B	1,2	1,0	0,9
P/S	0,3	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,4	0,3	0,2
EV/EBITDA	7,1	3,5	2,5
EV/EBIT (oik.)	65,5	7,7	4,5
Osinko/tulos (%)	0,0 %	41,4 %	41,2 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	4,9 %	9,2 %

Lähde: Inderes

# Arvonmääritys ja suositus 2/3

## Verrokkiryhmän arvostus ja Componentan asema

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

Verrokkiryhmän vuosien 2024 ja 2025 P/E-kertoimen mediaanit ovat 17x ja 15x ja EV/EBIT-kertoimen mediaanit vastaavasti 15x ja 12x. Verrokkiryhmän yhtiöistä Castings Plc on profiililtaan kohtuullisen soveltuva, vaikka onkin lähes kokonaan ajoneuvo-teollisuutta palveleva ja valimotoimintaan fokuusoituva yhtiö. Yhtiön kannattavuus on kuitenkin ollut hyvää luokkaa: vuosien 2019-2023 käyttökatemarginaalin mediaani oli 12,7 %. Castings Plc:n eteenpäin katsova P/E on ollut keskimäärin 12x ja EV/EBIT 7x, mutta nyt vastaavat luvut ovat 17x ja 11x.

## Componentan hyväksyttävät arvostuskertoimet

Kun huomioidaan Componentan riskiprofili, tulisi yhtiön osake mielestämme soveltuvilla arvostuskertoimilla arvostaa -20...-30 %:n diskontolla

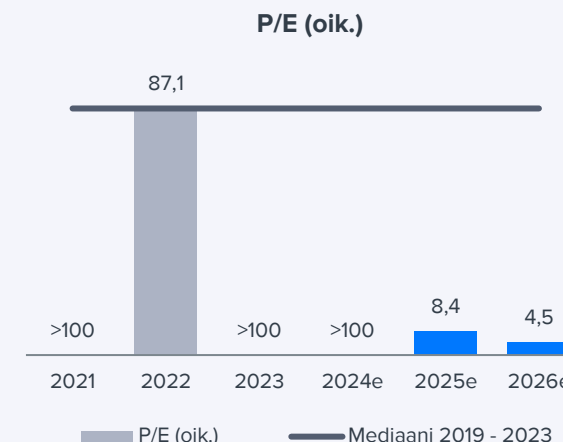
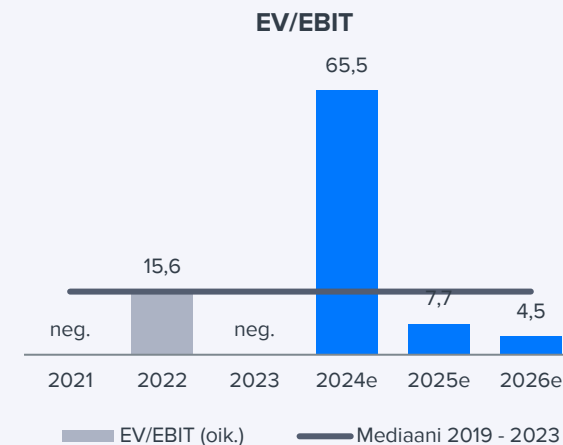
suhteessa verrokkien mediaaniin. Diskontto on merkittävä, mutta varovaisuus on mielestämme perusteltua kun huomioidaan edellä mainitut hyväksytyyn arvostustasoon vaikuttavat tekijät sekä Componentan mediaaniverrokkia selvästi pienempi koko ja heikompi suhteellinen kannattavuus (EBIT-marginaali). Esittämämme diskonton keskikohtalla Componentan vuoden 2025 hyväksyttävä P/E-kerroin olisi noin 11x ja EV/EBIT-kerroin noin 9x.

## Kerroinperustainen arvostus on matala

Componentan tämänhetkinen vuoden 2025 P/E-kerroin (8x) on -45 % diskontolla suhteessa verrokkien mediaaniin. Vuoden 2025 EV/EBIT-kerroin (8x) taas on -34 % diskontolla suhteessa verrokkien mediaaniin. Diskontto ylittää sen, mitä edellä pidimme perusteltuna ja verrokkeihin nähden Componentan osake on alihinnoiteltu.

## Riskikorjattu tuotto on houkutteleva

Componentan osakkeen kokonaistuotto-odotus (tulokasvuun ja odotettuun arvostuskertoimen muutokseen pohjautuva kurssinousupotentiaali lisättyä osinkotuotolla) ylittää tuottovaatimuksen käyttämillämme mittareilla. Tärkein syy tähän on se, että lähtökohdan muodostava viimeisten 12 kuukauden eli H2'23-H1'24:n tuloskehitys oli yhä selvästi heikompaa kuin odotamme vuodelta 2025. H2'23-H1'24:n oikaistu EPS oli -0,63 euroa kun odotuksemme koko vuoden 2025 EPS:ksi on 0,34 euroa. Vastaavasti H2'23-H1'24:n oikaistu liike-tulos oli -3,8 miljoonaa euroa kun ennusteemme koko vuodelle 2025 on 5,1 miljoonaa euroa. Tulokasvu on siten erittäin nopeaa, mutta negatiivisten lähtölukujen vuoksi vauhtia ei kuitenkaan voida kalkylöidä.



# Arvonmääritys ja suositus 3/3

Jos lähtökohdaksi otetaan vuoteen 2025 odottamamme EBIT:n tai EPS:n kasvu ja vuoden 2025 EV/EBIT- ja P/E-kertoimet asetetaan aiemmin esitetyille hyväksyttävälle tasolle (vastaavasti 9x ja 11x), saadaan kokonaistuotoksi +19...+21% p.a. Tuotto muodostuu +16...+18 %:n kurssipotentiaalista ja +3 %:n osinkotuotosta. Tuotto-odotus ylittää oman pääoman 12 %:n tuottovaatimuksen, joten riskikorjattu tuotto on näin laskettuna houkutteleva.

## DCF-malli indikoi isoa nousupotentiaalia

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

Odotuksemme Componentan liikevaihdon kasvuvauhdiksi terminaalissa on 2,5 % ja EBIT-marginaaliksi 3,5 %. DCF-mallissa käyttämämme diskonttokorko (weighted average cost of capital, WACC) eli pääoman painotettu tuottovaatimus on 10,4 % ja sitä nostaa osakkeelle asetettu 1,00 %:n likviditeettipremio. Oman pääoman kustannus on 12,1 %. Molempien lukujen pohjana on 2,5 %:n riskitön korko sekä 4,75 %:n markkinariskipremio.

DCF-malli antaa Componentan osakkeen arvoksi 4,5 euroa, mihin on +57 %:n nousuvara. DCF-mallin riskeistä huolimatta pidämme nousuvaraa merkittävänä. Tarkempi laskelma on liitteessä.

## Sijoitusnäkemys

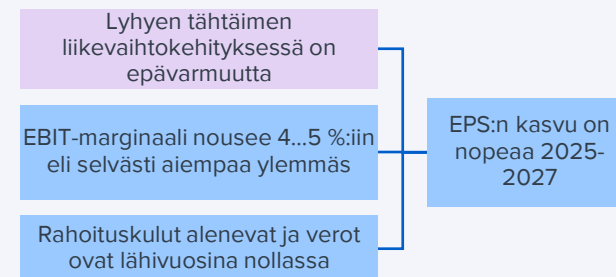
Lähivuosien ennusteidemme ja yhtiölle hyväksy-miemme arvostuskertoimien sekä DCF:n pohjalta arvioimme Componentan osakkeen käyväksi arvoksi nyt 3,5...3,9 euroa osakkeelta. Säilytämme osakkeen lisää-suosituksen sekä 3,60 euron tavoitehintamme, sillä vuosien 2025 ja 2026 tulosestemuutoksemme ovat melko pieniä. Vaikka kurssinousuvara tavoitehintamme on merkittävä (+27 %), osakkeen riskikorjattu tuotto-odotus ei ole riittävän korkea osta-suositukseen. Tavoitehinnallamme osakkeen vuoden 2025 P/E-kerroin on 11x ja saman vuoden EV/EBIT-kerroin 9x eli hyväksyttävänä pitämillämme tasoilla. Tällä hetkellä suurin epävarmuus liittyy Componentan maatalous- ja metsäkonesektorin asiakkaiden volyymikehitykseen loppuvuonna ja siten myös Componentan vuoden 2024 lukuihin. Pidämme osaa riskeistä väliaikaisina ja sijoittajien on mielestämme syytä pitää katseensa vuosien 2025-2026 odotetussa kehityksessä. Osakkeen nousuvara nykykurssista on joka tapauksessa ilmeinen ja ennusteissamme on varaa pieniin pettymyksiinkin.

Osakkeen nousuvaran realisoituminen edellyttää 1) Componentan kohdemarkkinoiden toipumista vuodesta 2025 alkaen; 2) Fortacon integroinnin onnistumista ja tulostason saamista lähelle konsernin keskiarvoa sekä 3) kohoavien volyymien odotetun suuruista vaikutusta kannattavuuteen. Tulosehityksen toteutuminen ennakoitulla tavalla madaltaisi osakkeen riskiprofiilia ja mahdollistaisi nykyisiä korkeammat arvostuskertoimet.

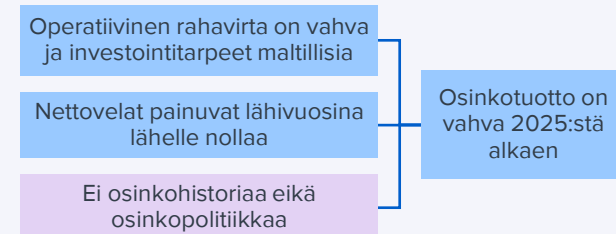
## Osaketuoton ajurit 2024e-2027e

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

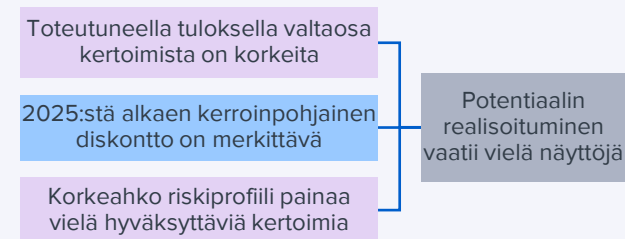
### Tulostuoton ajurit



### Osinkotuoton ajurit



### Arvostuskertoimien ajurit

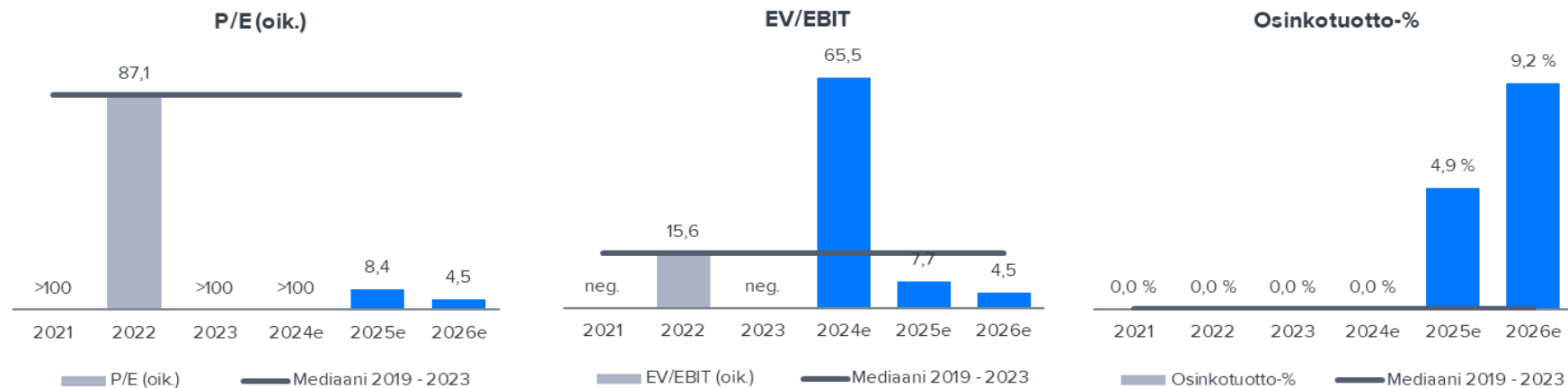


Osakkeen kokonaistuotto-odotus ylittää tuottovaatimuksen

# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	3,16	3,34	2,34	2,35	<b>2,83</b>	<b>2,83</b>	<b>2,83</b>	<b>2,83</b>
Osakemäärä, milj. kpl	9,49	9,52	9,71	9,71	<b>9,71</b>	<b>9,71</b>	<b>9,71</b>	<b>9,71</b>
Markkina-arvo	30	32	23	23	<b>27</b>	<b>27</b>	<b>27</b>	<b>27</b>
Yritysarvo (EV)	27	39	28	32	<b>43</b>	<b>39</b>	<b>35</b>	<b>31</b>
P/E (oik.)	>100	>100	87,1	>100	>100	<b>8,4</b>	<b>4,5</b>	<b>3,9</b>
P/E	>100	>100	>100	14,7	>100	<b>8,4</b>	<b>4,5</b>	<b>3,9</b>
P/B	1,3	1,4	1,0	0,9	<b>1,2</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>
P/S	0,4	0,4	0,2	0,2	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>
EV/Liikevaihto	0,4	0,4	0,3	0,3	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>
EV/EBITDA	7,3	7,8	3,9	6,0	<b>7,1</b>	<b>3,5</b>	<b>2,5</b>	<b>2,1</b>
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	15,6	neg.	<b>65,5</b>	<b>7,7</b>	<b>4,5</b>	<b>3,6</b>
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	<b>0,0 %</b>	<b>41,4 %</b>	<b>41,2 %</b>	<b>48,0 %</b>
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	<b>0,0 %</b>	<b>4,9 %</b>	<b>9,2 %</b>	<b>12,4 %</b>

Lähde: Inderes





# Verrokkiryhmän arvostus

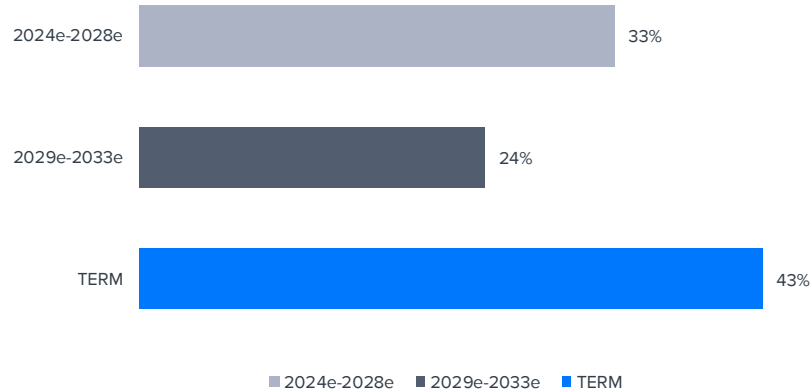
Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e
Norrhydro	19	19		9,7	9,7	6,4	0,7	0,5		24,9			2,3
Castings plc	157	118	4,9	11,0	3,5	5,3	0,4	0,6	8,3	17,5	5,9	6,2	
Georg Fischer	5444	7678	15,2	13,5	11,6	10,4	1,5	1,4	17,3	14,6	2,2	2,4	42,3
ElringKlinger	281	724	8,2	7,1	3,6	3,2	0,4	0,4	6,4	5,1	4,5	5,9	0,3
Kesla	13	25	25,4	12,7	8,5	6,3	0,6	0,5	26,7	10,4	1,9	4,3	1,0
Ponsse	599	648	22,0	12,3	10,2	7,6	0,9	0,8	53,5	15,9	2,2	3,1	1,9
Wärtsilä	11781	11543	16,9	14,7	13,8	12,5	1,8	1,6	24,6	21,2	2,1	2,4	4,7
AGCO	6354	9280	9,5	10,3	7,4	7,8	0,8	0,9	11,8	12,7	3,9	2,5	1,6
<b>Componenta Oyj (Inderes)</b>	<b>27</b>	<b>43</b>	<b>65,5</b>	<b>7,7</b>	<b>7,1</b>	<b>3,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>n.a.</b>	<b>8,4</b>	<b>0,0</b>	<b>4,9</b>	<b>1,2</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>14,6</b>	<b>11,4</b>	<b>8,5</b>	<b>7,4</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>21,2</b>	<b>15,3</b>	<b>3,2</b>	<b>3,8</b>	<b>7,7</b>
<b>Mediaani</b>			<b>15,2</b>	<b>11,7</b>	<b>9,1</b>	<b>7,0</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>17,3</b>	<b>15,2</b>	<b>2,2</b>	<b>3,1</b>	<b>1,9</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>			<b>330 %</b>	<b>-34 %</b>	<b>-22 %</b>	<b>-50 %</b>	<b>-44 %</b>	<b>-55 %</b>		<b>-45 %</b>	<b>-100 %</b>	<b>61 %</b>	<b>-38 %</b>

Lähde: Refinitiv / Inderes

# DCF-laskelma

DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-6,7 %	1,2 %	20,6 %	14,4 %	5,1 %	4,5 %	4,1 %	3,7 %	3,3 %	2,9 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	3,7 %	0,6 %	4,1 %	5,4 %	5,6 %	5,3 %	4,9 %	4,6 %	4,3 %	3,8 %	3,5 %	3,5 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>3,8</b>	<b>0,7</b>	<b>5,1</b>	<b>7,7</b>	<b>8,4</b>	<b>8,2</b>	<b>8,0</b>	<b>7,8</b>	<b>7,5</b>	<b>6,8</b>	<b>6,4</b>	
+ Kokonaispoistot	1,5	5,5	6,1	6,2	6,3	6,3	6,3	6,4	6,5	6,6	6,7	
- Maksetut verot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,8	-1,4	-1,4	-1,4	-1,2	-1,2	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-2,0	-3,1	1,0	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,4	-0,3	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>3,3</b>	<b>3,0</b>	<b>12,2</b>	<b>13,6</b>	<b>14,4</b>	<b>13,4</b>	<b>12,5</b>	<b>12,4</b>	<b>12,2</b>	<b>11,6</b>	<b>11,6</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-5,4	-7,5	-6,1	-6,2	-6,4	-6,6	-6,7	-6,9	-7,1	-7,3	-7,3	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-2,2</b>	<b>-4,5</b>	<b>6,1</b>	<b>7,4</b>	<b>8,0</b>	<b>6,9</b>	<b>5,8</b>	<b>5,5</b>	<b>5,1</b>	<b>4,3</b>	<b>4,3</b>	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-2,2	-4,5	6,1	7,4	8,0	6,9	5,8	5,5	5,1	4,3	4,3	56,4
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>-4,4</b>	<b>5,4</b>	<b>5,9</b>	<b>5,8</b>	<b>4,5</b>	<b>3,4</b>	<b>2,9</b>	<b>2,5</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>	<b>22,6</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		52,4	56,8	51,4	45,5	39,7	35,1	31,7	28,7	26,3	24,3	22,6
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>52,4</b>										
- Korolliset velat		-14,4										
+ Rahavarat		5,3										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>43,3</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>4,5</b>										

## Rahavirran jakauma jaksoittain



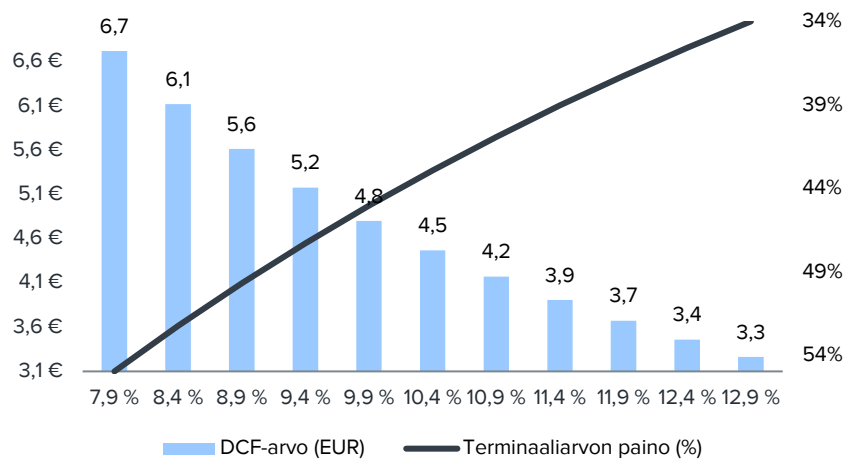
## Pääoman kustannus (WACC)

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

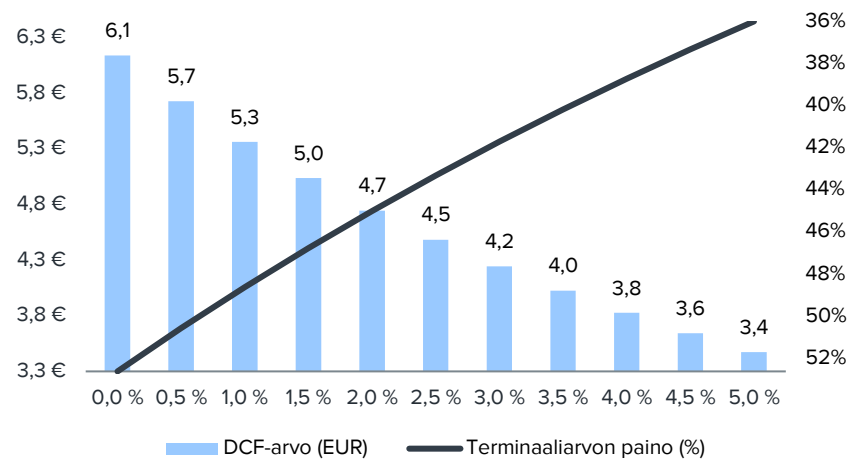
Lähde: Inderes

# DCF:n herkkyysskalkelmat ja avainoletukset graafeina

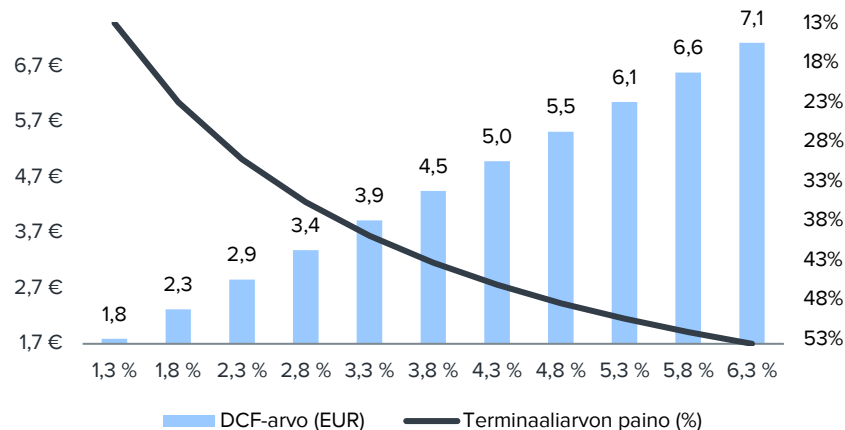
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



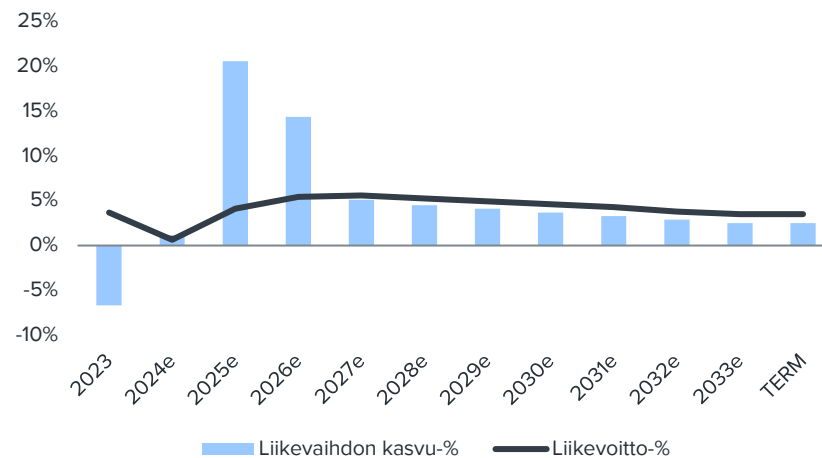
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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	2021	2022	2023	2024e	2025e	Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	87,3	109,1	101,8	103,0	124,2	EPS (raportoitu)	-0,04	0,01	0,16	-0,17	0,34
Käyttökate	5,0	7,1	5,3	6,1	11,2	EPS (oikaistu)	-0,13	0,03	-0,28	-0,17	0,34
Liikevoitto	0,0	1,6	3,8	0,7	5,1	Operat. kassavirta / osake	0,27	0,78	0,34	0,31	1,25
Voitto ennen veroja	-0,4	-0,1	1,6	-1,7	3,3	Vapaa kassavirta / osake	-0,93	0,29	-0,23	-0,47	0,63
Nettovoitto	-0,4	0,1	1,5	-1,7	3,3	Omapääoma / osake	2,46	2,46	2,63	2,46	2,80
Kertaluontoiset erät	0,8	-0,2	4,2	0,0	0,0	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,14
<b>Tase</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>
Taseen loppusumma	55,5	58,6	57,3	62,4	65,8	Liikevaihdon kasvu-%	25 %	25 %	-7 %	1 %	21 %
Oma pääoma	23,5	23,9	25,6	23,9	27,2	Käyttökateen kasvu-%	32 %	43 %	-26 %	16 %	82 %
Liikearvo	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	Liikevoiton oik. kasvu-%	-72 %	-318 %	-127 %	-240 %	671 %
Nettovelat	6,7	4,8	9,1	16,0	11,7	EPS oik. kasvu-%	-70 %	-121 %	-1130 %	-38 %	-296 %
<b>Kassavirta</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	Käyttökate-%	5,7 %	6,5 %	5,2 %	6,0 %	9,0 %
Käyttökate	5,0	7,1	5,3	6,1	11,2	Oik. Liikevoitto-%	-0,9 %	1,6 %	-0,5 %	0,6 %	4,1 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-2,3	0,9	-2,0	-3,1	1,0	Liikevoitto-%	0,0 %	1,4 %	3,7 %	0,6 %	4,1 %
Operatiivinen kassavirta	2,6	7,6	3,3	3,0	12,2	ROE-%	-1,7 %	0,3 %	6,3 %	-6,8 %	12,9 %
Investoinnit	-2,0	-4,4	-5,4	-7,5	-6,1	ROI-%	3,2 %	4,3 %	9,9 %	1,7 %	11,6 %
Vapaa kassavirta	-8,9	2,8	-2,2	-4,5	6,1	Omavaraisuusaste	42,3 %	40,8 %	44,6 %	38,2 %	41,3 %
						Nettovelkaantumisaste	28,6 %	20,2 %	35,6 %	66,9 %	42,9 %
<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>						
EV/Liikevaihto	0,4	0,3	0,3	0,4	0,3						
EV/EBITDA	7,8	3,9	6,0	7,1	3,5						
EV/EBIT (oik.)	neg.	15,6	neg.	65,5	7,7						
P/E (oik.)	>100	87,1	>100	>100	8,4						
P/B	1,4	1,0	0,9	1,2	1,0						
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	4,9 %						

Lähde: Inderes

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa 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
19.9.2023	Lisää	3,20 €	2,73 €
27.9.2023	Lisää	3,20 €	2,90 €
6.11.2023	Lisää	3,00 €	2,55 €
15.1.2024	Osta	3,00 €	2,27 €
3.3.2024	Osta	3,00 €	2,32 €
7.5.2024	Osta	2,80 €	2,31 €
6.6.2024	Lisää	3,60 €	3,30 €
23.7.2024	Lisää	3,60 €	3,04 €
24.9.2024	Lisää	3,60 €	2,83 €

Inderesin tehtävä on 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

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

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



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen  
2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**