

Aspocomp

Laaja raportti

7.11.2021 16:00

Käänteän jälkeen kannattavaa kasvua

Nostamme Aspocompin tavoitehinnan 6,2 euroon (aik. 5,2 €) ja toistamme lisää-suosituksemme Q3-tuloksen jälkeen. Yhtiön koronaan edeltänyt kannattavan kasvun tarina pysähtyi karusti piirilevymarkkinan poikkeustilaan, minkä jälkeen toipuminen otti aikansa. Q2:lla kysyntä kuitenkin elpyi vahvasti ja Q3:lla myös tuloksessa nähtiin odotettu käänne. Ennätysellisen tilauskannan ja vahvan kysynnän ansiosta edessä on kannattavaa kasvua, joskin poikkeuksellisen markkinatilanteen kesto on vaikea arvioida. Oikeiden strategisten valintojen ansiosta myös pidemmän aikavälin kasvunäkymä on kuitenkin hyvä. Arvostus on maltillinen (P/E 11x) ja yhtiön korkeasta riskiprofiilista huolimatta osakkeen riski/tuotto-suhde on mielestämme edelleen varsin houkutteleva.

Pieni, kyvykäs ja ketterä piirilevy-palveluyhtiö

Aspocomp tarjoaa korkealaatuista piirilevyjen suunnittelu- ja valmistuspalvelua. Yhtiö on toimialalla niche-toimija ja keskittyy strategisesti pikatoimituksiin sekä lyhyisiin tuotantosarjoihin, joissa yhtiön Oulun tuotantolaitos on hyvin kilpailukykyinen. Oman tuotantonsa (~75 % liikevaihdosta) lisäksi yhtiö välittää yhteistyökumppaniensa volyymivalmistuspalveluita, mikä antaa yhtiölle mahdollisuuden palvella asiakkaita tuotteen koko elinkaaren ajan. Väilyksen osuus liikevaihdosta oli 2020 arviomme mukaan noin 25 % ja tarjoaa edelleen houkuttelevia kasvumahdollisuuksia. Mielestämme yhtiön kilpailuedut perustuvat joustavuuteen, ketteryyteen ja näistä seuraaviin lyhyisiin läpimenoaikoihin sekä asiantuntevaan kokonaispalveluun. Yhtiö on edistynyt viime vuosina strategisesti hyvin ja sen 10 MEUR:n investointi-ohjelma on nyt loppusuoralla kapasiteetin nosto -vaiheessa.

Odotettu tuloskäänne vahvistui Q3-raportin myötä

Aspocompin viimeisen viiden vuoden aikana kehittynyt kannattavan kasvun tarina pysähtyi koronapandemian sekoittamaan markkinatilanteeseen. Elpyminen oli hidasta, mutta kysyntä lähti käyntiin Q2:lla ja Q3:lla saimme vahvistuksen odotetusta käänneestä: kasvu oli erinomaista, tulos hyvä ja kysyntä erittäin vahvaa. Ennätysellisen tilauskannan ansiosta myös yhtiön yleensä heikko näkyvyys on parantunut selvästi, ja suhtaudumme luottavasti vahvaan tuloskasvuun Q4:llä ja H1'22:lle. Nostimme lähivuosien tulosennusteita 5-8 % ja odotamme Q3:n tapaisien suorituksien olevan normaaleja kysynnän säilyessä vahvana. Ennustamme vuoden 2022 liikevaihdon olevan noin 37 MEUR (+17 % edellisvuodesta) ja liikevoittomarginaalin olevan noin 10 %:n tasolla (2021e: 6,4 %). Aspocomp on ollut luotettava tuloksetekijä silloin, kun liikevaihtotasot ovat olleet terveitä. Tällä hetkellä kysyntätilanne on erinomainen ja näkymä hyvä, mutta poikkeuksellisen vahvan markkinatilanteen kestävyys on kysymysmerkki. Silti viisaiden strategisten valintojen takia Aspocompin asiakassegmenttien pitkän aikavälin näkymät ovat hyvät.

Näkyvyyden parantuaessa madaltuneet riskit tekevät tuotto-odotuksesta houkuttelevan

Vuosi 2020 ja H1'21 olivat Aspocompille tuloksellisesti heikkoja koronapandemian ja piirilevymarkkinan poikkeustilanteen takia. Arvostuksessa keskityimme vuoden 2022e kertoiimiin, jotka heijastelevat mielestämme suhteellisen neutraalia tulostasoa yhtiölle. Vuoden 2022e P/E on alle 11x ja EV/EBITDA maltillinen 6x, mitkä ovat yhtiölle mielestämme houkuttelevia tämän hetken poikkeuksellisen vahvan näkymän takia. Kertoimet ovat varsin houkuttelevia myös suhteessa verrokkeihin, minkä lisäksi yhtiöllä on arviomme mukaan takanaan erittäin vahva tuloskasvuajuri ainakin seuraavat puoli vuotta. Tämä tekee riski/tuotto-suhteesta varsin houkuttelevan, vaikka käänne oli hinnoiteltu jo aiemmin osakkeeseen. Riskinä on erityisesti poikkeuksellisen kysyntätilanteen kestävyys.

Suositus

Lisää

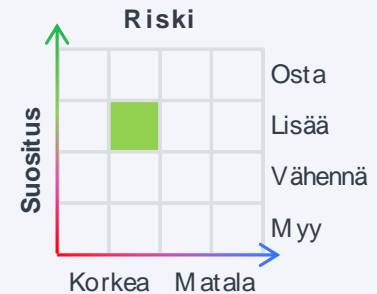
(aik. Lisää)

6,20 EUR

(aik. 5,20 EUR)

Osakekurssi:

5,56



Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	26	32	37	40
kasvu-%	-18 %	24 %	17 %	9 %
EBIT oik.	-0,1	2,0	3,7	4,0
EBIT-% oik.	-0,5 %	6,4 %	10,1 %	10,0 %
Nettotulos	-0,1	2,4	4,3	4,7
EPS (oik.)	-0,06	0,29	0,52	0,57

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

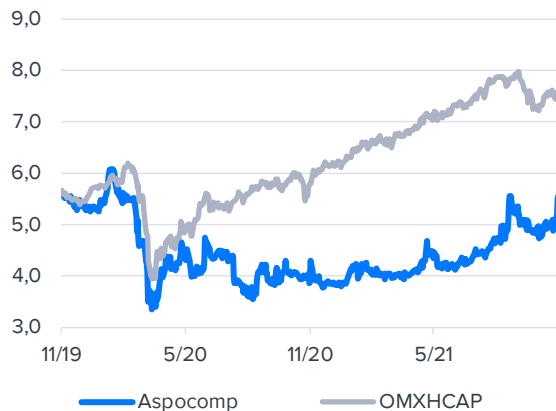
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

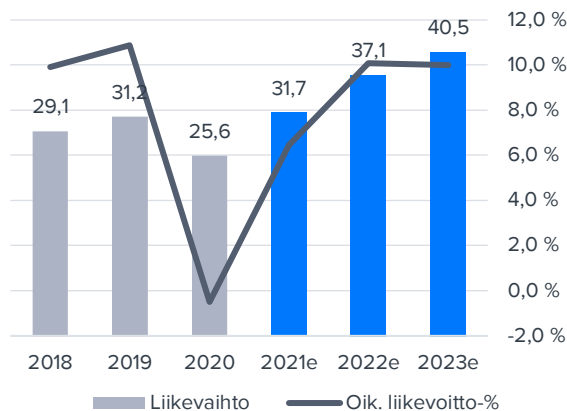
Aspocomp arvioi vuoden 2021 liikevaihdon kasvavan ja liiketuloksen paranevan vuodesta 2020. Vuoden 2020 liikevaihto oli 25,6 MEUR ja liiketulos oli -0,1 MEUR.

Osakekurssi



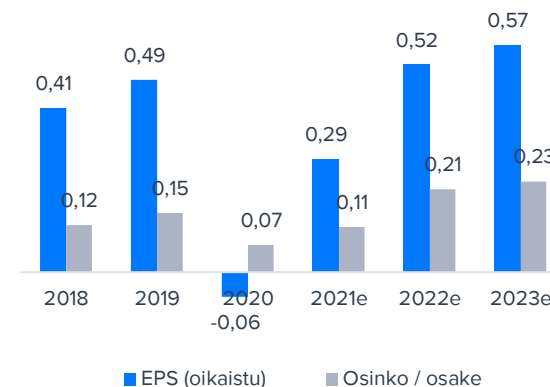
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Asiakaskunnan laajentaminen ja voimakas kasvu uusilla sektoreilla kuten puolijohdeteollisuus
- Strateginen laajentuminen kokonaistoimituksiin
- 5G:n jatkuva kehitys ja uuden tuotekehityssyklin alkaminen
- Hyväksyttävän arvostustason nousu riskiprofiiliin pienentyessä hiljalleen



Riskitekijät

- Voimakkaasti vaihteleva kysyntä ja erittäin heikko näkyvyys
- Riippuvuus yksittäisistä asiakkaista ja asiakassektorista
- Aiemman vahvan kannattavuustason osoittautuminen poikkeukseksi
- Negatiiviset markkinahäiriöt ja tuloskäänteessä epäonnistuminen

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	5,56	5,56	5,56
Osakemäärä, milj. kpl	6,84	6,84	6,84
Markkina-arvo	38	38	38
Yritysarvo (EV)	40	37	34
P/E (oik.)	19,4	10,6	9,7
P/E	16,1	8,9	8,1
P/Kassavirta	49,4	8,6	8,6
P/B	2,0	1,7	1,5
P/S	1,2	1,0	0,9
EV/Liikevaihto	1,3	1,0	0,8
EV/EBITDA (oik.)	10,1	5,9	4,9
EV/EBIT (oik.)	19,7	10,0	8,4
Osinko/tulos (%)	33,2 %	33,5 %	33,3 %
Osinkotuotto-%	2,1 %	3,8 %	4,1 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-8
Strategia ja kilpailuetu	9-11
Sijoitusprofiili	12-15
Toimiala ja kilpailu	16-19
Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne	20-21
Ennusteet	22-26
Arvonmääritys	27-30
Muut taulukot	31-33
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	34

Aspocomp lyhyesti

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

8,0 % (CAGR)

Liikevaihdon kasvu 2015-2020

8,4 %

Käyttökäteen keskiarvo 2015-2020

25,6 MEUR (-18 % vs. 2019) -0,1 MEUR (-0,5 % lv:sta)

Liikevaihto 2020

Liikevoitto 2020

75 % / 25 %

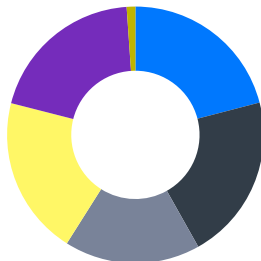
Liikevaihdon jakauma: oma tuotanto / välitys (Inderesin arvio 2020)

28 % / 58 / 14 % (42 % / 56 % / 2 %)

Liikevaihdon jakauma 2020: Suomi / Eurooppa / Muu maailma

Liikevaihdon jakauma (2020)

- Tietoliikenne
- Autoteollisuus
- Teollisuuselektronikka
- Turvallisuus-, puolustus- ja ilmailu
- Puolijohdeteollisuus
- Muu elektroniikka



Lähde: Inderes / Aspocomp

Vaikea murros 2012-2016

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

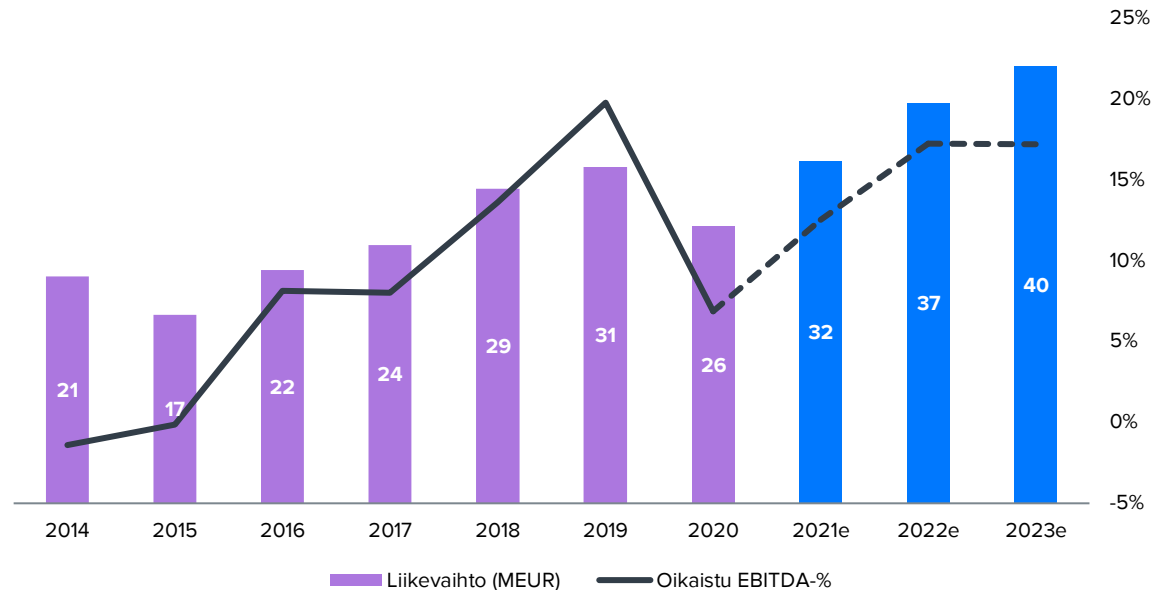
Nousukausi 2017-2019

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

Korona ja elpyminen 2020-

- Vuonna 2020 koronapandemia sekoittaa markkinaa ja Aspocompin tulos heikkenee merkittävästi.
- Pandemian vaikutus on näkynyt vielä 2021 puolella, mutta vuoden edetessä kysyntä on elpynyt ja tuloskäänne tapahtui Q3.
- Näkymä on nyt erittäin hyvä ja edellytykset kannattavaan kasvuun ovat olemassa.

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/3

Lyhyt yhtiökuvaus

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

Lyhyiden ja haastavien sarjojen erikoisosaaja

Aspocomp keskittyy korkealaatuisten piirilevyjen suunnittelu- ja valmistuspalveluihin. Yhtiön asiakkaita ovat tietoliikennejärjestelmiä ja -laitteita, auto- ja teollisuuselektronikkaa sekä turvateknologian puolijohdekomponenttien testauksen järjestelmiä suunnittelevat ja valmistavat yritykset. Yhtiö on erikoistunut omassa tuotannossaan lyhyiden ja haastavien piirilevyjen valmistamiseen, joissa yhtiön Oulun tehtaan tuotantolinja on kilpailukykyinen globaalissa kilpailussa. Yhtiö on investoinut merkittävästi uusiin kyvykkyyksiin ja pystyy nopeisiin toimituksiin myös rakenteeltaan monimutkaisten piirilevyjen osalta. Yhtiön merkittävimpiä etuja ovat korkea teknologinen osaaminen ja tuotannon lyhyet läpimenoajat. Yhtiön läpimenoaika on Euroopan ylhipiä, mikä on esimerkiksi tuotekehitykseen

liittyvissä pienissä sarjoissa merkittävä kilpailuetu.

Tarjontaa laajentavat yhteistyökumppanit

Aspocomp ei ole resurssiltaan tai kapasiteetiltaan kilpailukykyinen aasialaisten massatuottajien rinnalla volyymituotannossa, minkä takia yhtiö on laajentanut tarjontaansa strategisien yhteistyökumppaneiden kautta. Näin yhtiö pystyy tarjoamaan teknologiaratkaisuja ja kilpailukykyisempiä tuotteita ”yhdestä osoitteesta” teknologiasta ja määrästä riippumatta. Yhtiö on jo aikaisemmin tarjonnut oman valmistuksen lisäksi piirilevyjen välityspalveluja, mutta on viime vuosina panostanut huomattavasti enemmän tähän osa-alueeseen päästäkseen kiinni koko tuotteen elinkaareen Aasian yhteistyökumppaniverkoston kautta. Yhtiön strategiassa korostetaan tuotteen elinkaaren kattavaa palvelua.

Välityspalvelu sisältää sopivimman volyymivalmistajan valinnan, tuotteen teknisen tiedon välityksen, laadunvarmistuksen ja logistiset palvelut. Asiakas voi halutessaan ostaa piirilevynsä koko tuotteen elinkaaren ajan yhdestä paikasta. Oman valmistuksen kautta jatkuvasti päivittyvä kokemus piirilevyteknologioista erottaa Aspocompin kilpailussa puhtaista välittäjistä, joilla ei ole omaa valmistusta. Välityspalvelun liikevaihto on kasvanut voimakkaasti ja sen osuus kokonaisuudesta on kasvanut. Lukuja ei ole julkistettu, mutta uskomme osuuden olleen vuonna 2020 noin 25 %, mikä on toimialalle normaali taso Euroopassa. Odotamme kasvun jatkuvan lähivuosina muuta liiketoimintaa nopeampana ja osuuden hiljalleen kasvavan.

ASPOCOMP

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



Strategian kriittiset elementit

- Teknologiakyvykkyyksien ja kapasiteetin vahvistaminen 10 MEUR:n investoinneilla
- Kyky palvella asiakkaita kokonaisvaltaisesti yhteistyöverkoston kautta
- Asiakaskunnan laajentaminen
- Laajentuminen Yhdysvaltojen markkinoille

* Inderesin arvio vuoden 2021 jakaumasta

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/3

Asiakassektoreiden laajentaminen

Aspocompin ylivoimaisesti suurin asiakassektori on historiallisesti ollut tietoliikenne, mikä on perua yhtiön historiasta Nokian merkittävänä alihankkijana. Vielä vuonna 2011 sektorin osuus yhtiön liikevaihdosta oli 80 %, minkä jälkeen osuus on laskenut voimakkaasti. Q3'21:lla osuus oli enää 13 % muiden sektorien palaututtua koronan myötä tulleesta markkinahäiriöstä nopeammin. Vuonna 2020 autoteollisuuden osuus oli 21 % (2019: 24 %) ja teollisuuselektronikka vastasi 17 %:n osuutta (2019: 15 %). Uusimman panostusalueen eli puolijohdeteollisuuden osuus oli 20 % kasvaen hurjasti edellisvuoden 10 %:sta. Liikevaihtojakauma on selvästi aiempaa tasaisempi ja kehittynyt oikeaan suuntaan, mutta osuudet voivat heilua vuosittain voimakkaasti mm. isojen asiakkuuksien mukana. Huomattavaa on kuitenkin, että koronapandemia aiheutti normaalia suurempaa heiluntaa ja esimerkiksi tietoliikenteen osuus voi palautua suuremmaksi tulevina vuosina.

Aspocomp on vuosia pyrkinyt laajentamaan asiakaskuntaansa ja vuonna 2020 sektorien osuudet tasaantuivat vauhdilla. Kasvun lisäksi yhtiö haluaa vähentää riippuvuutta yhdestä toimialasta tai asiakkaasta, ja varmistaa jatkuvuutta. Merkittävimmät kasvualueet ovat turvallisuus-, puolustus- ja ilmaliikenne sekä uusi aluevaltaus puolijohdeteollisuus, jonka kasvunäkymä on edelleen erinomainen. Investointiohjelma uusiin kyvykkyyksiin on tukenut merkittävästi kehitystä.

Asiakaskunta on ollut erittäin keskittynyt

Aspocompin asiakaskunta on ollut historiallisesti erittäin keskittynyt. Vaikka yhtiö ei ole kertonut

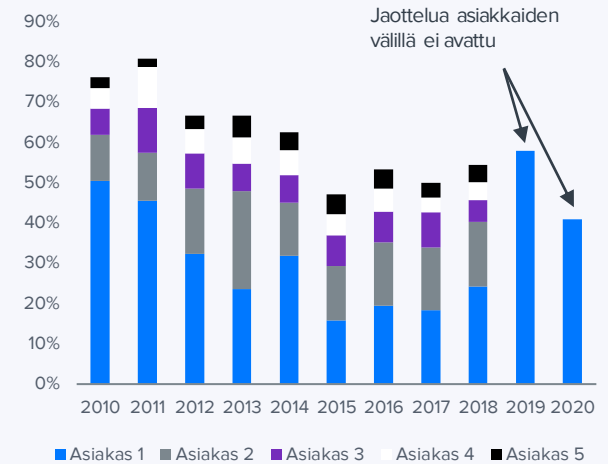
virallisesti suurimpien asiakkaidensa nimiä, on yhtiön ylivoimaisesti suurin asiakas historiassa ollut Nokia. Nokia kuuluu arviomme mukaan edelleen suurimpien asiakkaiden joukkoon, mutta osuus on silti nykyään hyvinkin kohtuullinen.

Vielä vuonna 2010 Nokia toi yli 50 % Aspocompin liikevaihdosta, mutta tämän jälkeen lasku oli todella suuri (kts. graafi) ja selittää Aspocompin vaikeuksia seuraavina vuosina. Suurimman asiakkaan (Nokian) liikevaihto enemmän kuin puolittui vuodesta 2014 (osuus 32 %) vuoteen 2015, minkä uskomme johtuneen Alcatel Lucent - fuusioon liittyneistä valmisteluista. Vuonna 2016 ja 2017 tilanne tasaantui, mutta 5G:n nousun myötä Nokian rooli on jälleen arviomme mukaan kasvanut. Vuosina 2020 ja 2019 yhtiö ei julkaisut vuosikertomuksessaan jakaumaa suurimpien asiakkaiden välillä, mikä heikentää näkyvyyttä.

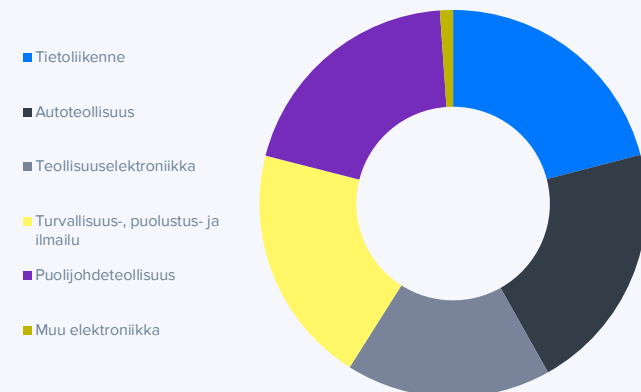
Viiden suurimman asiakkaan osuus liikevaihdosta oli vuonna 2019 59 %, mutta vuonna 2020 taso laski koronan myötä merkittävästi 41 %:iin. Suurimpien asiakkaiden lasku näkyi tuloksessa, mutta näemme, että jatkossa asiakaskunnan hajautuminen on Aspocompille hyväksi. Vuoden 2021 aikana suurimpien asiakkaiden osuus on kuitenkin ollut taas kasvussa (Q3'21: 51 %). Aspocompille ideaali asiakasportfolio olisi kohtuullisen suuri määrä merkittäviä keskikokoisia asiakkaita. Tärkeintä olisi, ettei yksittäisen asiakkaan tai sektorin kysynnän heilahtelut enää vaikuttaisi merkittävästi kokonaisuuteen. Uskomme yhtiön tavoittelevan suuria 1-3 MEUR:n (liikevaihto vuodessa) ja keskisuuria 0,5-1,0 MEUR:n asiakkaita.



Viiden suurimman asiakkaan osuus liikevaihdosta historiallisesti (%)



Liikevaihdon jakautuminen (2020)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/3

Liiketoimintamalli

Aspocompin omassa tuotannossa liiketoimintamalli perustuu tuotannon tehokkuuteen, korkeaan teknologiaseen tasoon, joustavuuteen ja tuotannon optimointiin. Haastavaksi tilanteen tekee todella heikko näkyvyys korkeakatteisiin pikatoimituksiin, ja toisaalta suurempien volyymien alhaiset katteet. Näin ollen Aspocompin täytyy varmistaa riittävät volyymit, jotta tuotanto pysyy käynnissä ja kattaa kaikissa tilanteissa kiinteät kulut, mutta toisaalta säilyttää toimituskyky pikatoimituksille.

Näin ollen Aspocompin tuotantokoneiston dynamiikka ei ole kuin prosessiteollisuudessa. Kapasiteetin käyttöaste heiluu koko ajan, koska tuotanto on lähtökohtaisesti aina volyymiltaan pientä ja vaihtelevuudeltaan suurta (low volume / high mix). Kapasiteettia ei ole järkevää myydä täyteen, koska silloin yhtiö menettäisi joustavuutensa eikä kannattavia pikatoimituksia voitaisi tehdä. Yhtiölle suotuisin tilanne on pikatoimitusten tasainen virta, joka olisi saavutettavissa kun asiakaskunta on riittävän laaja.

Yhtiön tuotekatteet ovat yleensä erittäin korkeita (keskimäärin noin 40 %). Katteet kuitenkin vaihtelevat todella voimakkaasti ja voivat olla ääritapauksissa 10-60 % riippuen esimerkiksi toimitusaikataulusta ja tuotteiden vaatavuudesta. Pikatoimitusten osuus heijastuu voimakkaasti myyntimixiin ja kannattavuuteen. Samalla yhtiön kulurakenne on merkittävin osin kiinteä.

Parhaat tuotekatteet ovat lyhyellä toimitusajalla

tilatuissa tuotekehityssarjoissa, joissa yhtiö saa merkittävän kompensaation pikatoimituksesta eikä yksikkökustannuksella ole asiakkaalle suurta merkitystä. Kriittinen tekijä on silloin aika ja asiakkaan T&K-prosessin eteneminen, joten Aspocompin hinnoitteluvoima on nopean läpimenoajan takia huomattava. Vastakkaisessa ääripäässä ovat suuret sarjakoot, joissa vaihtoehtoiskustannus on tuotanto Aasiassa. Silloin katteet painuvat suhteellisen alhaisiksi.

Välitysliiketoiminta tukee kasvua

Tulevaisuuden normaaliin kannattavuustasoon vaikuttaa volyymivälityksen osuuden kasvu. Tässä liiketoiminnassa katteet eivät yleensä ole niin korkeita kuin omassa tuotannossa. Välitysliiketoiminnassa tuotekatteet liikkuvat arviomme mukaan yleisesti 15-30 %:n välillä, minkä jälkeen yhtiön täytyy kattaa liiketoiminnan kiinteät kulut. Nämä ovat suhteellisen pienet (myynti ja markkinointi sekä asiantuntijoiden käyttö), joten kannattavuus nousee suhteellisen nopeasti tietyn liikevaihtotason jälkeen. Parhaat toimijat ovat pystyneet suhteellisen kestävästi välitysliiketoiminnassa 10 %:n liikevoittotasoon.

Toisaalta partneriverkoston perustuva liiketoiminta ei sido pääomia, koska se ei vaadi investointeja omaan kapasiteettiin. Välityksen kasvu ei vähentäisi oman tuotannon liikevaihto- tai tulospotentiaalia, vaan paremminkin tukisi sitä. Yhtiö voisi myös hallita volyymivalmistuksen kautta paremmin myös oman kapasiteetin käyttöastetta ja vahvistaa asiakassuhteita.



Oman tuotannon avaintekijät

Vahvuudet

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

Heikkoudet

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



Välityksen avaintekijät

Vahvuudet

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

Heikkoudet

- Lisäarvon tuottaminen voi jäädä vähäiseksi ja katetasot ovat maltillisia
- Kilpailu on kovaa eikä toimiala kasva Euroopassa
- Sopii rajalliselle määrälle asiakkaita

Strategia ja kilpailuetu 1/2

Kokonaisvaltaisempaa palvelua

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

Kumppanimallin peruseriaatteen

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

Välitysketjutoiminnassa yksittäiset toimitukset ovat käsityksemme mukaan suhteellisen pieniä, keskimäärin noin 10 000- 20 000 euroa (vaihtelu

suurta). Yksittäisten tuotteiden vuosivolyymit voivat kuitenkin olla jopa 1 MEUR:n kokoluokassa. Varsinkin alkuvaiheessa prosessin sujuvuus on liiketoiminnan kannattavuuden ja skaalautuvuuden kannalta kriittistä. Oleellista on onnistua saamaan alallaan nousevia (eli kasvavia) asiakkaita.

Laajempi asiakaskunta ja tasaisempi kysyntä

Aspocompin tavoitteena on ollut laajentaa asiakassegmenttejään niin ettei se ole enää yhtä riippuvainen tietoliikennesektorista. Yhtiö on tässä myös onnistunut osittain koronasta aiheutuneen tietoliikennesektorin häiriön ansiosta. Kasvua on tullut autoteollisuudesta, turvallisuus- ja puolustusteollisuudesta, teollisuuselektronikasta sekä puolijohdeteollisuudesta. Tällä hetkellä mielenkiintoisin asiakassektori on puolijohdeyhtiöt, joilla on tällä hetkellä käynnissä voimakas investointisykli päällä. Täällä kasvu onkin ollut nopeaa ja uskomme sektorin kysynnän pysyvän vahvana.

Aspocompilla on vahvoja referenssejä ja omat selkeät vahvuutensa, joita hyödyntämällä yhtiöllä on hyvät mahdollisuudet voittaa uusia asiakkuuksia. Lisäksi kumppaniverkosto antaa mahdollisuuden tarjota laajempaa kokonaisuutta profiililtaan sopiville asiakkaille. Aspocomp onkin saanut uusia asiakkaita hyvällä vauhdilla viime vuosina. Asiakaskunnan laajentaminen ja erityisesti sieltä saatavan liikevaihdon kasvattaminen vaatii aikaa. Perinteisesti asiakkaat aloittavat uuden kumppanin kanssa varovaisesti pienillä tilauksilla ja uusilla tuotteilla. Testijakson jälkeen tilaukset kasvavat hiljalleen Aspocompin onnistuessa, mutta merkittävään liikevaihtoon pääseminen vaatii aikaa.



Strategian pääpiirteet (2017-2022)

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



Taloudelliset tavoitteet (2017-2022)

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

Aspocomp tarjoaa ja vakuuttaa välityspalvelussa:

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

Strategian avainkohdat

-2015

2015
-
2019

2020/
2021-

Aspocomp keskittyi piirilevyjen valmistukseen omilla tehtailla

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

Transformaatio kokonaisvaltaisemmaksi piirilevypalveluyhtiöksi

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

Investointiohjelman hyödyt näkyviin

- Aspocomp julkisti 2017 yhtiölle merkittävän noin 10 MEUR:n investointiohjelman
- Ensimmäisen osan uusiin kyvykkyyksiin liittyvät investoinnit Oulun tehtaalla on tehty
- Nyt investoinnit keskittyvät Oulun tehtaan kapasiteetin nostoon ja tukevat yhtiön liikevaihdon kasvua
- Kapasiteetin lisäksi investoinnit kohdistuvat automaation parantamiseen ja tuotannon tehostamiseen

Strategian Must Win Battles

Toteutunut

- Siirtyminen tuotekeskeisyydestä asiakaskeksiseksi palveluyhtiöksi
- Asiakaskunnan laajentuminen, mitä täytyy tosin edelleen jatkaa/ylläpitää
- Yhtiön taloudellisen tilanteen merkittävä vahvistaminen ja vakauttaminen

Lähitulevaisuus 1-2v

- Tuloskehityksen oikaiseminen koronapandemian aiheuttamien vaikeuksien jälkeen
- Investointiohjelman loppuun saattaminen ja uuden kapasiteetin ylösajo
- Asiakaskunnan laajentaminen sekä nykyisten asiakkuuksien kasvattaminen, mitä uuden kapasiteetin täyttämisen vaatii
- Teknologisten kyvykkyyksien ylläpitäminen

Seuraavat 5 vuotta

- Pitkäjänteiden kehitystyön jatkaminen optimaalisen liikevaihtorakenteen saavuttamiseksi
- Pidemmän aikavälin tavoitteena on ollut 50/50-jako oman valmistuksen ja välityksen välillä
- Teknologisen kyvykkyyden ylläpitäminen
- Riittävän kokoluokan varmistaminen (kasvu)
- Hyvän taloudellisen tilanteen ylläpitäminen ja omistaja-arvon luonti

Strategia ja kilpailuetu 2/2

Kilpailuedut

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

Mielestämme Aspocompin merkittävimmät kilpailuedut voidaan tiivistää seuraavasti:

- Oulun tuotantolinjan erittäin nopea läpimenoaika pienissä sarjoissa
- Tuotannon kyvykkyys, laatu, joustavuus ja organisaation ketteruus
- Oman tuotannon tuoma teknologinen osaaminen (välittäjäkilpailussa)
- Korkea automaatiotaso ja kilpailukykyinen kokonaistarjonta (eurooppalaisia kilpailijoita vastaan)

Lisäksi Aspocompin eduksi voidaan sanoa, että yhtiö on toiminut alalla pitkään ja sillä on luotettavan sekä laadukkaan toimittajan maine. Yhtiöllä on vuosien varrella kumuloitunut vahva osaamis pohja sekä paljon merkittäviä referenssejä. Pohjoismaissa yhtiöllä on myös vahva asema markkinoilla ja myös Euroopan mittakaavassa Aspocomp on merkittävä toimija.

Kilpailuhaitat

Aspocompilla on myös heikkouksia. Yhtiöllä ei ole mahdollisuuksia kilpailla volyymituotannossa aasialaisten kilpailijoiden kanssa, mutta nykyisessä strategissa yhteistyökumppanit hoitavat tämän. Ilman aikarajoitteita tehtävissä tilauksissa yhtiön hinnoitteluvoima on tiukan kilpailutilanteen vallitessa lähes olematon. Tämä kuuluu toimialan realiteetteihin, ja tekee kapasiteetin hallinnasta haastavaa ja erittäin tärkeää.

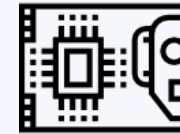
Lisäksi Aspocompilla on pienenä yhtiönä yleisesti rajalliset resurssit. Toistaiseksi Aspocomp on pystynyt tekemään riittävät investoinnit pitääkseen tuotannollisen kilpailukyvyyn hyvällä tasolla, mutta erittäin huonossa skenaariossa tämä vaarantuisi. Käytännössä silloin liikevaihdon ja kannattavuuden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

Suuri ja jatkuva haaste on kysynnän voimakas heilunta ja heikko ennustettavuus, mikä johtuu pääosin liiketoiminnan luonteesta ja osittain myös edelleen keskittyneestä asiakaskunnasta.



Aspocompin kilpailuedun ydin

Tuotannon nopeus ja joustavuus



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

Teknologinen kyvykkyys



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

Yhteistyöverkosto ja maine



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

Sijoitusprofiili 1/2

Vahvuudet

Kilpailukykyinen tuotanto (high mix/low volume).

Aspocompin kilpailukyky on vahva omalla ydinalueellaan korkealaatuisen ja joustavan tuotannon takia. Yhtiön niche ovat korkealaatuiset pikatoimitukset, joissa volyymit ovat pieniä ja aikataulu yksikköhintoja tärkeämpää.

Strateginen kehitys laajentaa mahdollisuuksia.

Aspocomp on vuosia edennyt strategisesti oikeaan suuntaan, minkä ansiosta yhtiö on pystynyt pienentämään suurempia heikkouksiaan. Kumppaniverkoston kautta yhtiö voi tarjota asiakkailleen koko elinkaaren tuotannon ”yhdestä paikasta” kohtuulliseen kokonaiskustannukseen. Välitys on yhtiölle merkittävä (tulos)kasvuajuri. Lisäksi yhtiön asiakaskunta on kasvanut ja tasapainottunut merkittävästi viime vuosina.

Heikkoudet

Heikko näkyvyys kysyntään ja suuret kysynnän vaihtelut aiheuttavat tuloskehitykseen suuria heilahduksia. Tämä on luonnollista merkittävän osan tuloksesta kertyessä pikatoimituksista, jotka jo luonteensa vuoksi tulevat lyhyellä varoitusaajalla. Heikko näkyvyys on pitkälti krooninen ongelma.

Keskittynyt asiakaskunta on edelleen riski, vaikka Aspocompin asiakaskunta on laajentumassa sekä määrässä että sektoreissa. Yhtiön viiden suurimman asiakkaan osuus liikevaihdosta Q1-Q3'21 oli 46 % (2019: 58 %).

Asema arvoketjussa on haastava. Vaikka yhtiöllä on vahvuutensa omalla niche-alueellaan, on neuvotteluasema suurempien ja isoissa volyymeissä hintasensitiivisten asiakkaiden kanssa

haastava. ”Preferred Supplier” -asemastaan huolimatta Aspocompilla ei ole yleensä oleellista hinnoitteluvoimaa kilpailutuksissa, joten paineet oman toiminnan tehostamiseen ovat kovat.

Kasvu sitoo käyttö pääomaa. Erityisesti suuremmat asiakkaat vaativat pitkiä maksuaikoja, mutta Aspocomp ei juuri saa vastaavia etuja sen toimittajilta. Q3'2021 lopussa vaihto-omaisuus ja myyntisaamiset muodostivat 44 % taseesta. Nettokäyttöpääoman kertyminen vaikeuttaa yhtiön kasvua, vaikka tase on sinänsä hyvässä kunnossa.

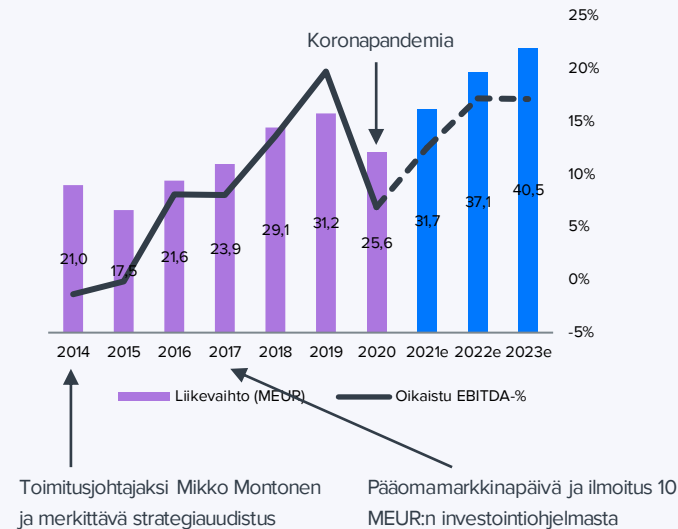
Mahdollisuudet

Kasvupohja on hyvä uusien asiakkaiden tuodessa kasvavaa liikevaihtoa ja asiakaskunnan laajentuessa edelleen. Uuden asiakkaan voittamisen ja merkittävän liikevaihdon välillä on alalla pitkä viive, joten asiakasmäärän kasvu heijastuu myöhemmin tuloslaskelmaan. Käsityksemme mukaan yhtiö on kuitenkin tehnyt hyvää pohjatyötä tulevaisuuden kasvua ajatellen.

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

Paikallisuuden merkitys on noussut Kiinan ja Yhdysvaltain kauppasodan, poliittisten jännitteiden ja pidempien tuotantoketjujen haasteiden takia. Tämä voi kasvattaa Aspocompin kysyntää länsimaista ja parantaa kilpailuasetaelmaa pääasiassa kiinalaisia massavalmistajia vastaan.

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Osakkeen pitkän aikavälin kehitys



Sijoitusprofiili 2/2

Uhat

Tuotekehityksen siirtyminen. Merkittävä osa Aspocompin liiketoiminnasta pohjautuu erityisesti tuotekehityksessä käytettäviin pikatoimituksiin. Jos asiakkaiden tuotekehitys siirtyisi merkittävässä määrin pois Suomesta tai Euroopasta, Aspocompin kilpailuetu tällä sektorilla heikentyisi merkittävästi. Vaikka tätä ei ole toistaiseksi tapahtunut suuressa mittakaavassa, joillakin aloilla on merkkejä siitä, että tuotekehitys seuraisi valmistusta (joka on jo keskittynyt Aasiaan).

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

Yhteenveto: korkean riskiprofiilin kasvuyhtiö

Aspocomp on viimeisen viiden vuoden aikana todistanut olevansa kannattavan kasvun yhtiö, vaikka kannattavan kasvun tarina ottikin pahasti takapakkia koronapandemiasta. Vuodet 2020 ja 2021 vahvistaakin sen, että yhtiön riskiprofiili on

edelleen korkea. Näkymät ovat nyt kuitenkin kirkastuneet ja olemme luottavaisia Aspocompin omasta kilpailukyvyystä.

Aspocomp profiloituu mielestämme pieneksi kasvuyhtiöksi. Vuosien 2015-2020 liikevaihdon kasvu on ollut keskimäärin noin 8,0 % (jossa viime vuoden romahdus rokottaa lukua) ja samalla yhtiö on rakentanut myös selvästi aikaisempaa vahvemman pohjan liiketoiminnalle. Yhtiö on saanut viime vuosina merkittävän määrän uusia asiakkaita, joiden osalta yhteistyö on käsityksemme mukaan vasta alkamassa merkittävää liikevaihtoa ajatellen. Tämä tasapainottaa asiakasjakautumaa ja laskee muuten erittäin korkeaa riskiprofiilia.

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

Mielestämme osakkeen pitkän aikavälin tuotto-odotus nojaa voimakkaasti tulevaisuuden odotettuun tuloskasvuun. Tällä hetkellä näkymää tukee merkittävästi poikkeuksellisen vahva tilauskanta, mutta oletamme tämän johtuvan osin markkinoiden poikkeustilasta. Aspocompin pikatoimituksiin edelleen jossain määrin nojaavassa liiketoimintamallissa näkyvyys on kroonisesti heikko, joten sijoittajilla täytyy lähtökohtaisesti olla korkea riskinsietokyky.



SWOT-analyysin tiivistelmä

Vahvuudet	Heikkoudet
<ul style="list-style-type: none">Kilpailukykyinen oma tuotantoUusien investointien tuomat kyvykkyydetVahva strateginen kehitysHyvä maine ja taloudellinen asema	<ul style="list-style-type: none">Yleisesti heikko näkyvyysHeikko hinnoitteluvoimaKasvu sitoo pääomaaEdelleen keskittynyt asiakaskunta
<ul style="list-style-type: none">Kasvupohja on hyväUuden liiketoimintamallin todellinen läpilyöntiYhdysvaltojen markkinalla menestyminenPaikallisuus	<ul style="list-style-type: none">Merkittävien asiakkaiden tuotekehityksen siirtyminenAasialaisten kasvu EuroopassaKilpailun yleinen kiristyminen
Mahdollisuudet	Uhat

Sijoitusprofiili

1.

Merkittävä kasvupotentiaali

2.

**Vahva asema merkittävillä kasvualueilla
kuten puolijohdeteollisuus**

3.

**Yleensä heikko näkyvyys kysyntään
nostaa riskiprofiilia**

4.

Suhteellisen kevyt taserakenne

5.

Korkea riskiprofiili

Potentiaali



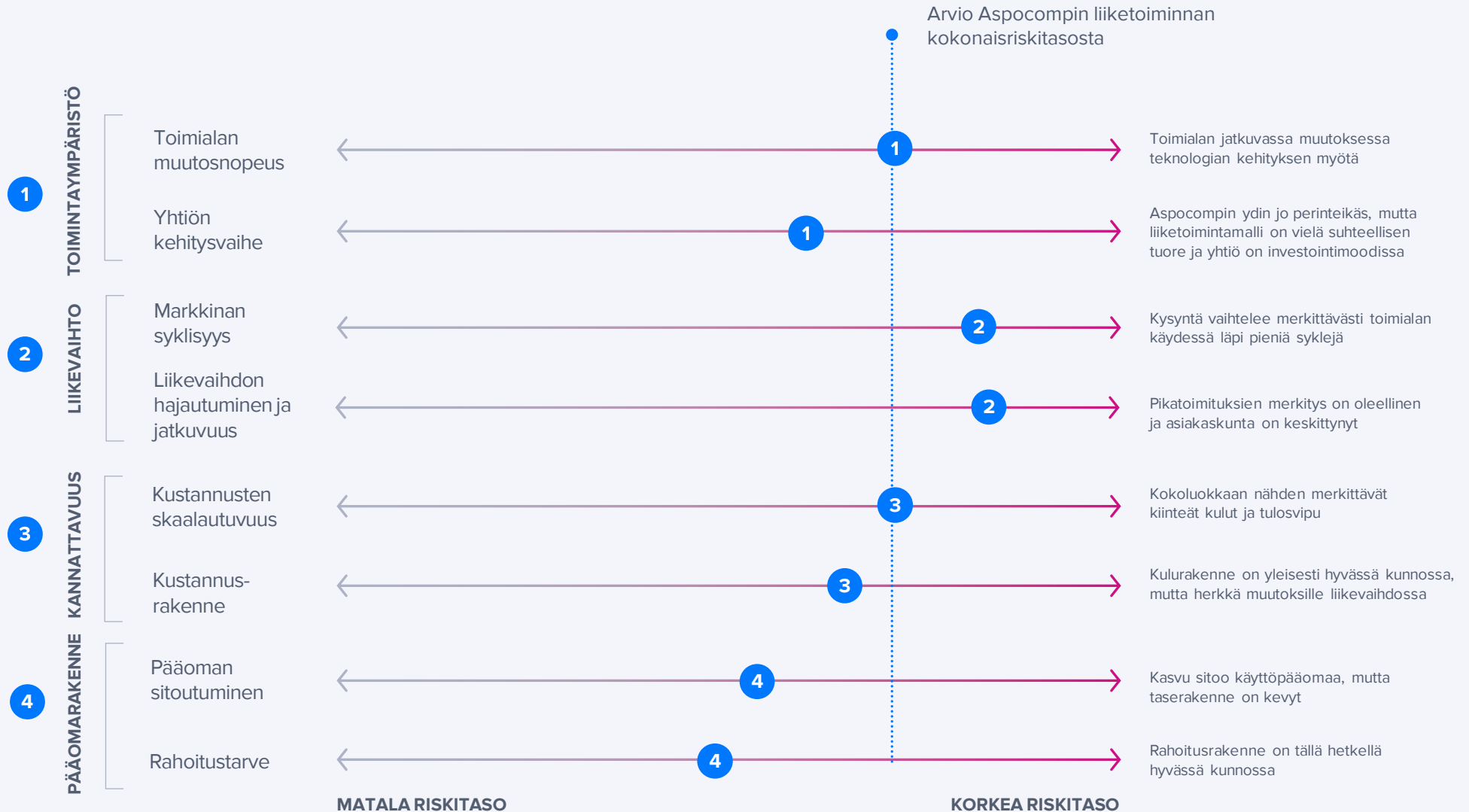
- Aspocomp on niche-toimija valtavalla markkinalla
- Elinkaaristrategia on käynnistynyt hyvin ja tarjoaa kasvua
- Yhtiöllä on uskottava kasvustrategia ja se on voittanut uusia asiakkuuksia
- Kannattavuudessa on edelleen nousuvaraa, kun uudet investoinnit alkavat tuottamaan (2020 ja 2021 eivät ole hyviä vertailukohtia koronapandemian takia)

Riskit



- Koronapandemia aiheutti yhtiölle merkittäviä vaikeuksia ja muistutti piirilevymarkkinan riskeistä
- Näkyvyys heikko pikatoimituksien oleellisen roolin takia
- Tuottopotentiaali vaatii tuloskasvua
- Kasvu ja suuret investoinnit vaativat merkittävästi pääomia

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Toimiala ja kilpailu 1/4

Perusteet

Piirilevy on pääasiallinen liitântämenetelmä elektronisissa laitteissa: useimmissa elektronisissa laitteissa piirilevy toteuttaa komponenttien välisen kytkennän sekä toimii komponenttien asennusalustana. Globaali piirilevymerkkina on kooltaan yli 70 miljardia dollaria, mutta Aspocompille relevanttimman Euroopan osuus kokonaismarkkinasta on alle 5 %, jossa koko markkina on arviomme mukaan 6-8 mrd. euroa, mutta itse valmistus alle 2 mrd. euroa. Euroopassa tehdään tyypillisesti pieniä tuotekehityssarjoja, mikä on Aspocompille houkuttelevin niche, ja mahdollisesti aloitetaan sarjatuotantoa.

Euroopassa suurin asiakassegmentti on ollut autoteollisuus, joka on ollut heikko viime vuosina, mutta on osoittanut piristymisen merkkejä. Volyyimivaiheessa tuotanto siirtyy yleensä Aasiaan ja erityisesti kuluttajatuotteiden massatuotanto on siellä, missä yksikkökustannukset ovat alhaisia. Aasian (Taiwan, Japani, Etelä-Korea ja Kiina) osuus piirilevymerkkina on jo yli 80 %. Aasian massavalmistajat ovat käytännössä ylivoimaisia kilpailussa silloin, kun tuotantomäärät ovat suuria.

Piirilevymerkkinaat kasvavat erilaisten elektronisten laitteiden vaatiessa lisää piirilevyjä ja piirilevyjen suhteellisen merkityksen kasvaessa elektroniikkateollisuudessa. Markkinan kasvun odotetaan olevan noin 2-5 % vuodessa, mutta Aspocompin kasvunäkymät eivät ole sidoksissa kokonaismarkkinan kasvuun. Oleellisempaa on se, että yhtiö pystyy kasvattamaan markkinaosuuttaan olemassa olevien asiakkaiden keskuudessa ja toisaalta saamaan uusia asiakkaita.

Kokonaismarkkinan kasvu antaa kuitenkin

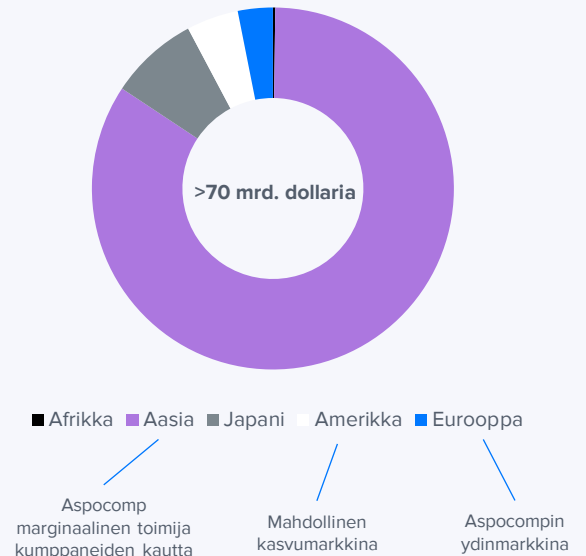
paremmat mahdollisuudet myös Aspocompin kasvulle, sillä se pitää suurempien toimijoiden fokuksen pois pienemmiltä niche-markkinoilta.

Aspocomp on marginaalinen toimija, mutta häiriötilanteet heijastuvat myös siihen

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

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

Piirilevymerkkinaan jakautuminen



Markkinatietoja	Koko (Mrd. \$)	Kasvuenn. (%)	Liikevaihto (M€)	Aspocompin potentiaali
Autoteollisuus	~5	5,0 %	5,4	Korkea
Tietoliikenne	~6	1,5 %	5,4	Korkea
Turvallisuus ja puolustus	> 3	3,6 %	5,1	Kohtuullinen
Puolijohdetestaus	< 1	2,5 %	5,1	Korkea
Teollisuus-elektroniikka	< 3	4,0 %	4,4	Kohtuullinen
Piirilevymerkkinaat yhteensä	>70	2,2 %	25,6	

Lähde: Inderes, taustalla Aspocompin ja Prismarkin näkemykset. Liikevaihto viittaa vuoteen 2020.

Globaalin markkinan tiedot: Data4PCB 04/2020.

Toimiala ja kilpailu 2/4

Pohjois-Amerikan markkinat tarjoavat lisämahdollisuuksia

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

Yhdysvaltain paikallisen kilpailukentän taso ei ole erityisen vakuuttava, mikä antaa Aspocompin kaltaisille korkean teknologian valmistajille mahdollisuuden päästä markkinoille. Lisäksi yhtiötä tässä auttavat tuotannon tehokkuus ja lyhyet läpimenoajat, minkä ansiosta logistiikkaan kuluva ajan ei pitäisi olla kohtuuton. Aspocomp aikoo pyrkiä Pohjois-Amerikan markkinoille ja uskoo pystyvänsä palvelemaan kilpailukykyisesti asiakkaita ilman paikallista valmistusta. Kyseisen strategian vaatimat panostukset (ja sitä kautta riskit) ovat kohtuullisen pienet. Jos strategia toimii, yhtiö voi kasvaa Yhdysvalloissa asteittain hallitulla riskillä. Aspocomp on Yhdysvalloissa selvästi haastaja, eikä markkinoille sen positiivisista rakenteista huolimatta ole helppo päästä.

Kilpailuttaminen on toimialalla raakaa

Piirilevymarkkinoilla toimii alihankkijamalli, jossa

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

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

Kilpailukentän jakautuminen

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

Alan suurimmat toimijat omaavat erittäin suuren

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

Suurien lisäksi alalla on ollut suuri määrä pieniä yhtiöitä, joiden kokoluokka jää monesti murto-osaan esimerkiksi Aspocompista. Todella pienien piirilevyvalmistajien määrä on edelleen merkittävä, mutta näkemyksemme mukaan se on ollut voimakkaassa laskussa viime vuosina. Esimerkiksi Euroopassa oli Aspocompin mukaan vielä 2007 yhteensä 319 piirilevyvalmistajaa, mutta vuonna 2017 vastaava määrä oli enää 223 (-30 %). Viime vuosina murros on kiihtynyt, ja 2020 valmistajien määrä oli enää 170. Määrä saattaa laskea edelleen vuonna 2021, mikäli toimialalla nähdään konkurssseja.

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

Toimiala ja kilpailu 3/4

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

Oma tuotanto vs. ”välittäjät”

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

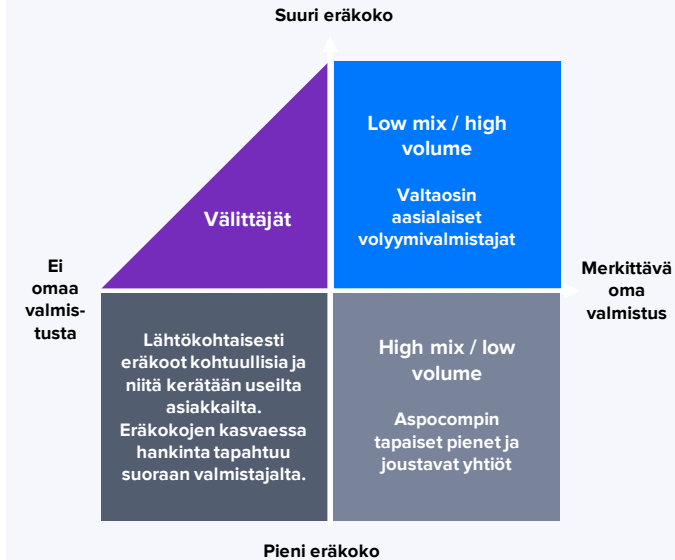
Aspocomp kilpailee välittäjiä vastaan omassa volyyminvalmistusvälityspalvelussaan, mutta yhtiöllä on myös omaa valmistusta. Tämä antaa yhtiölle edun teknologisessa osaamisessa ja lisää mielestämme selvästi yhtiön uskottavuutta.

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

Kilpailutilanne on tiukka, mutta terve

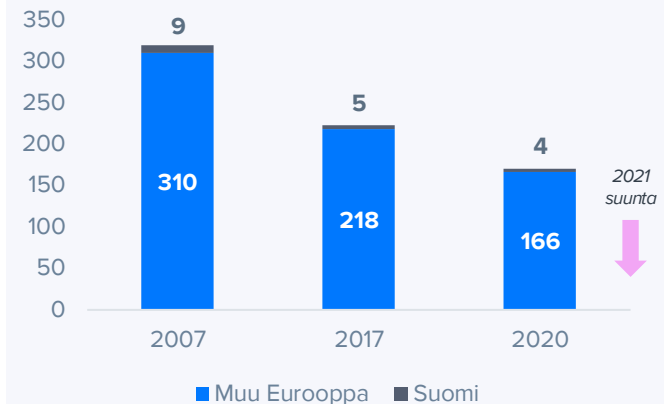
Aspocompin kotimarkkina on Eurooppa, jonka kilpailukenttä eroaa selvästi Aasian vastaavasta. Euroopassa on muutamia yli 100 MEUR:n liikevaihtoluokassa toimivaa valmistajaa ja markkinoilla on paljon todella pieniä toimijoita. Euroopassa alalla on toimijoita yhteensä noin 170 ja Aspocomp on ollut viime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

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



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

Piirilevyvalmistajia Euroopassa



Toimiala ja kilpailu 4/4

Yleensä alan dynamiikka on korjannut tilanteen suhteellisen nopeasti ja markkinan ylitarjonta vaikuttaa rauhoittuneen vuoden 2021 edetessä. Nyt kapasiteetti ei taas tunnu riittävän, ja toimitusajat ovat venyneet. Mielestämme kilpailutilanne ei anna mitään ilmaiseksi, muttei toisaalta myöskään estä menestystä pidemmällä aikavälillä. Aspocompilla on mielestämme edellytykset pärjätä kilpailussa Euroopassa ja mahdollisesti myös Pohjois-Amerikan markkinoilla, mutta jälkimmäiseltä yhtiöllä ei juuri ole näyttöjä.

Yhteistyömalli muuttaa kokonaiskuva

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

Mitä suuremmaksi liiketoiminta kasvaa, sitä merkittävämpi asiakas Aspocomp on Aasian yhteistyökumppaneilleen. Suurilla asiakkailla on enemmän neuvotteluvoimaa niin hinnassa kuin muissa ehdoissa, joten kasvu parantaa Aspocompin edellytyksiä tarjota myös lisäarvoa. Viime vuosina strategia on toiminut hyvin. Väilyliiketoiminnan suhteellinen osuus kasvoi käsityksemme mukaan koronapandemian aikana,

välityksen liikevaihdon laskiessa absoluuttisesti vähemmän kuin oman tuotannon.

Ala konsolidoituu, mutta yritysostoilla on vaikea saada synergioita

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

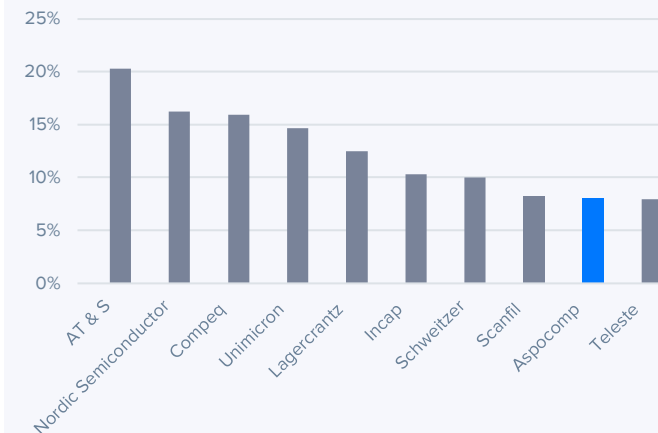
Selkein syy yritysostolle olisi asiakasportfolion vahvistaminen uusilla asiakkuuksilla sekä laajentaminen tietyille toimialalle. Vaikka Aspocomp on strategiassaan nostanut esille myös epäorganisen kasvun kartoittamisen, emme odota Aspocompilta yritysostoja ainakaan lyhyellä aikavälillä. Seuraavat vuodet yhtiö tulee arviomme mukaan keskittymään omien kyvykkyyksien parantamiseen, kapasiteetin asteittaiseen lisäämiseen, kasvupohjan vahvistamiseen ja asiakaspohjan laajentamiseen. Jos Aspocomp tekisi yritysoston, todennäköisin kohde olisi mielestämme välitysluokan vahvistaminen kohdistetulla yritysostolla.

Emme myöskään usko, että Aspocomp olisi erityisen potentiaalinen yritysostokohde teolliselle ostajalle. Yleisesti uskomme, että yhtiö haluaa ensin parantaa tuloskuntoa ja edetä strategiassaan seuraavaan vaiheeseen ennen kuin yritysjärjestelyt voisivat olla mielenkiintoisia.

Valikoituja Aspocompin kilpailijoita



Toimialan valikoitujen verrokkien mediaani käyttökate-% (2010-2020)



Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne

Historiallinen tulostaso on vaihdellut paljon

Aspocompin taloudellinen kehitys on ollut 2000-luvulla todella heikkoa, mutta suunta kääntyi vuonna 2015 ja kannattavuus on ollut viime vuosina pääsääntöisesti hyvällä tasolla (pandemian vaikutusaika pois lukien). Aspocompin keskimääräinen käyttökate-% on ollut 8,4 % vuosina 2015-2020 ja vastaava liikevoitto-% noin 3,4 % heiluen kuitenkin voimakkaasti. Vuosina 2018-2019 ennen koronaa yhtiö ylsi 10 %:n liikevoittoon. Korkealla kapasiteetin käyttöasteella yhtiö voikin tehdä vahvan tuloksen erinomaisella kannattavuudella. Kannattavuus riippuu myös kuorman tasaisuudesta sekä erityisesti siitä, miten suuri osa liikevaihdosta tulee pikatoimituksista. Myyntimixillä tarkoitammekin yleensä Aspocompin tapauksessa sitä, miten suuri osa liikevaihdosta tulee korkeakatteisista pikatoimituksista tai teknologisesti vaativista piirilevyistä, ja miten suuri osa pienen mittakaavan volyymituotteista. Pikatoimituksissa ja vaativissa levyissä Aspocompin kilpailuetu- ja hinnoitteluvoima on ylivoimaisesti suurin, mikä heijastuu katteisiin.

Arviomme mukaan normaalisti suunnilleen puolet Oulun tehtaan toimituksista voidaan luokitella pikatoimituksiksi. Osuus on arviomme mukaan laskenut, kun tietoliikennesektorin (myynti vahvasti painottunut pikatoimituksiin) osuus yhtiön liikevaihdosta on laskenut viimeisen kahden vuoden aikana. Autoteollisuudessa tämä osuus on taas arviomme mukaan ollut alhaisempi. Volyymitoimituksista saadaan liikevaihtoa, mutta kannattavuus jää helposti suhteellisen alhaiseksi. Ideaalitalanteessa pikatoimituksia tulisi koko ajan

sopivasti pitäen kapasiteetin käyttöasteen koko ajan hyvällä tasolla.

Tase on nykyään hyvässä kunnossa

Aspocompin tase on tällä hetkellä hyvässä kunnossa siitä huolimatta, että pandemia-aika oli yhtiölle vaikea ja yhtiöllä on ollut käynnissä merkittävä 10 MEUR:n investointiohjelma. Q3'21-lopussa omavaraisuusaste oli 63 % ja nettovelkaantumisaste 17 %. Molemmat luvut ovat mielestämme hyvällä tasolla. Lisäksi on hyvä huomioda, että Aspocomp omistaa oman tehdaskiinteistönsä, jonka yhtiö osti alkuvuonna 2018. Tämä antaa yhtiölle tiettyä joustoa taseeseen, jos tulostäänne ei jatkuisikaan odotetusti ja yhtiö ajautuisi ongelmiin.

Yhtiön likviditeetti on ajoittain ollut tiukassa, sillä yhtiön kasvu sitoo merkittävästi pääomia. Yhtiön rahavarat olivat 1,5 MEUR Q3'21:n jälkeen (Q3'20: 3,5 MEUR). Varsinaista likviditeettiongelmaa ei ole, mutta mielestämme kassassa ei ole varaa merkittävästi enää supistua. Yhtiöllä on kuitenkin vielä käyttämättömät 1,0 MEUR:n luottolimiitti ja factoring-sopimus, joten joustoa on edelleen helposti saatavilla. Sinänsä huolestuttavaa toki on, että yhtiön velkojen kovenantit rikkoutuivat kesäkuussa 2021. Tästä ei syntynyt seurauksia rahoittajien kanssa, ja oletamme ehtojen liittyneen väliaikaisesti merkittävästi heikentyneeseen tulokuntoon.

Toimialan luonne huomioiden uskomme, että Aspocompin tavoitteena on ylläpitää vahvaa tasetta ja maltillista velkamäärää pitkällä aikavälillä. Yhtiön hakema liikevaihdon kasvu sitoo

käyttöpääomaa ja vahva tase antaa yhtiölle yleensäkin liikkumavaraa.

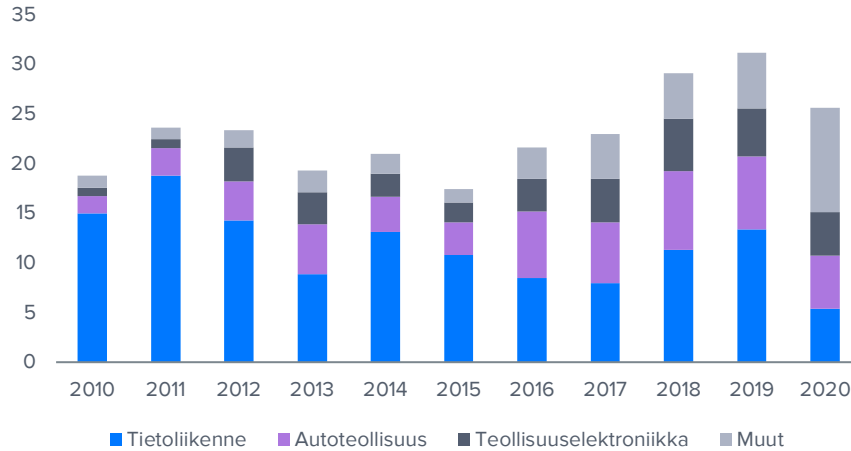
10 MEUR:n investointiohjelma

Aspocomp kertoi vuoden 2017 lopussa investoivansa noin 10 MEUR uuteen teknologiaan Oulun tehtaassaan. Investoinneilla parannettiin ensin tehtaan teknologisia kyvykkyksiä ja myöhemmin kasvatetaan kapasiteettia. Nyt ensimmäinen kyvykkyysvaihe on aikataulun venymisestä huolimatta tehty ja yhtiö sai 2020 kesällä oleellisen [1,35 MEUR:n tuen ELY-keskukselta](#), minkä jälkeen kapasiteettivaihe aloitettiin. Kehittämisyhteistyö vastaa noin 25 % hankkeen kokonaiskustannuksista ja yhtiö sai vastaavan tuen myös kyvykkyysvaiheeseen, joten avustukset ovat tukeneet investointien kannattavuutta merkittävästi.

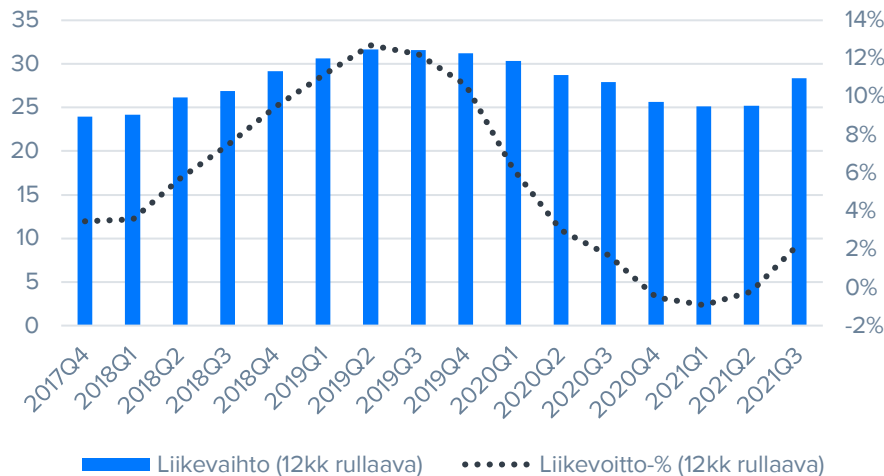
Ensimmäisessä vaiheessa kyvykkyysinvestoinnit suuntautuivat käsityksemme mukaan erityisesti puolijohdeteollisuuden tarpeisiin, ja tulokset ovat hyvin nähtävissä sektorin liikevaihdon kasvussa. Toki investointeja on tehty myös muita tarpeita ajatellen, esimerkiksi tietoliikennesektorin 5G:n vaatimiin teknologioihin. Toisen vaiheen investointiohjelma kohdistuu erityisesti tuotantokapasiteetin kasvattamiseen. Investoinnin kaikki laitteet asennetaan olemassa olevaan tehdasrakennukseen eikä tehdaspinta-alaa lisätä. Investointi sisältää myös tuotannon automaatiota tai läpimenoaikoja parantavia laitteistoja. Investoinnit keskittyvät vuosille 2020-2022, joista suurin osa vuosille 2021-2022. Aikataulu on venynyt mm. toimitusaikojen pidentymisen takia.

Historiallinen kehitys ja taserakenne

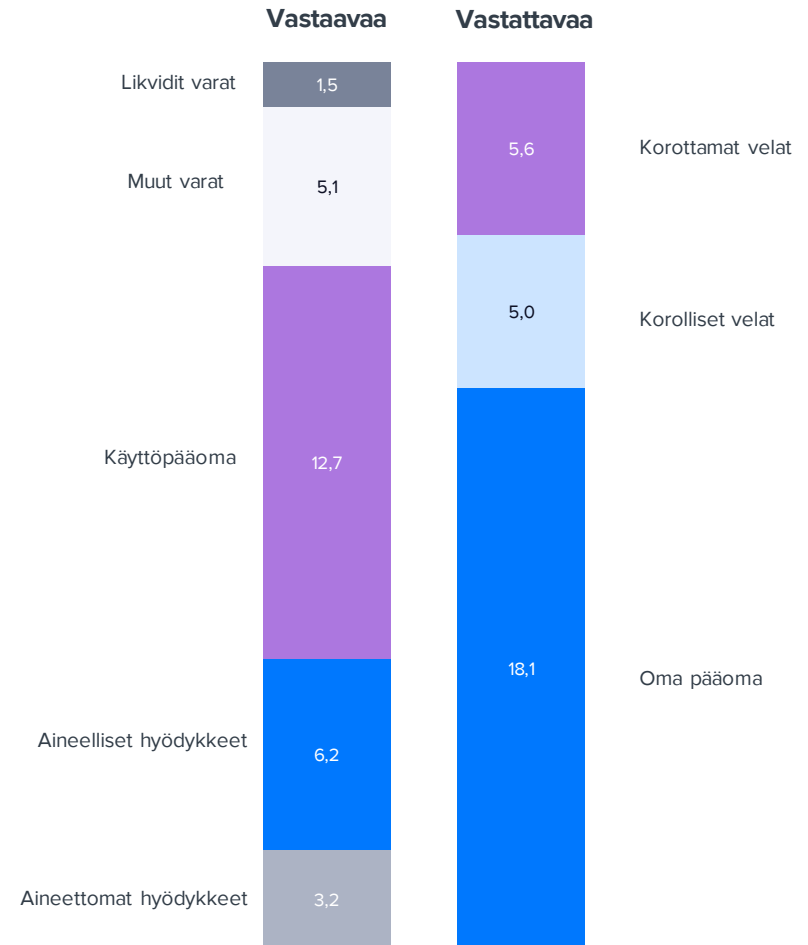
Liikevaihdon kehitys asiakassegmenteillä (MEUR)



Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Yksinkertaistettu taserakenne Q3'21 (MEUR)



Ennusteet 1/4

Ennustaminen on yleisesti hankalaa

Aspocompin liiketoiminta ja erityisesti tuloskehitys on nojannut pikatoimituksiin, joissa ei luonteenmukaisesti ole oleellista tilauskantaa tai näkyvyyttä. Näin ollen liikevaihtotason arvioimiseen liittyy merkittävää epävarmuutta, vaikka pidemmän aikavälin trendit ovat olleet suhteellisen vakaita. Lisäksi myyntimixin eli pikatoimituksien osuus liikevaihdosta vaikuttaa kannattavuuteen. Tuote- ja toimitusprofiilit sekä -määrät vaihtelevat voimakkaasti, eikä tuotemix ole ennustettavissa yhtiön ulkopuolelta. Tämä tarkoittaa, että keskimääräiset tuotekatteen voivat vaihdella merkittävästi, mikä tekee tuloskehityksen ennustamisesta todella vaikeaa.

Aspocompilla on jonkin verran näkyvyyttä siihen, mitä asiakkaat ovat ennakkoon tuotteiden mahdollisista tilausmääristä kertoneet. Nämä eivät kuitenkaan ole asiakkaita sitovia ja toteumat voivat poiketa merkittävästi ennusteista. Ennusteisiin liittyvä epävarmuus onkin korkea ja sijoittajien täytyy hyväksyä se, että liikevaihto- ja tuloskehitys tulee olemaan kuoppaista ja tulosyllätyksiä on väkisin tulossa. Yleisesti näkyvyys on ollut kroonisesti heikko, mutta onneksi nyt parantunut.

Näkyvyys tuloskehitykseen on parantunut

Aspocompin julkaisema tilauskanta on perinteisesti ollut erittäin lyhyt, mutta tällä hetkellä tilauskirja ulottuu merkittävästi pidemmälle ja tarjoaa siten parempaa näkyvyyttä tulevaan. Yhtiö myös julkaisi Q3'21-katsauksen yhteydessä arvion siitä, miten sen tilauskirjan toimitukset jakautuvat Q4:lla ja toisaalta ensi vuoden alkuun. Yhtiön

mukaan tilauskannan asiakastoimituksista noin 9 MEUR ajoittuu Q4:lle ja loput noin 7 MEUR vuodelle 2022. Tämän lisäksi tulevalle Q4:lle (ja toki Q1:lle) ajoittuu pikatoimituksia, jotka eivät kvartaalin lopun tilauskannassa näy. Aspocompin tilauskanta antaa nyt tukea merkittävälle kasvulle myös alkuvuonna, mikä on poikkeuksellista näkyvyyden ollessa yleensä erittäin heikko.

Toisaalta on hyvä huomioida, että piirilevyjen tuotantotarvikkeiden toimitusajat ovat edelleen ”hyvin pitkiä”, mikä osaltaan aikaistaa asiakkaiden tekemiä tilauksia ja siten kasvattaa ja pidentää tilauskantaa. Tilanteen kestävyttä on näin ollen vaikea arvioida komponenttipulan lopulta purkautuessa. Silti tämän hetken näkymään on helppo suhtautua positiivisesti.

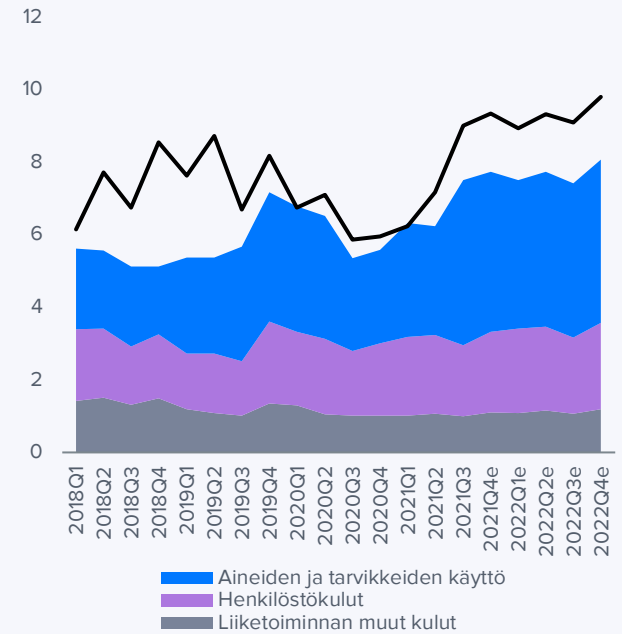
Kysyntä on tällä hetkellä vahvaa kaikkialla

Markkinatilanne on vuoden edetessä elpynyt voimakkaasti, mikä nähtiin Q2:lla tilauskannassa ja Q3:lla lisäksi myös tuloksessa. Kysyntä on nyt erittäin vahvaa, ja uhkia aiheuttaa enemmänkin tuotantomateriaalien ja puolijohdekomponenttien saatavuusongelmat.

Puolijohdeteollisuudessa (2020: 20 % vs. 2019: 10 % liikevaihdosta) kysyntä on vahvaa, ja kasvu on jatkunut vuonna 2021 erittäin voimakkaasti. Q3'21:lla sektorin osuus liikevaihdosta oli jo 23 % ja myös näkymä on erinomainen sekä lyhyellä että pitkällä tähtäimellä. Puolijohdeteollisuuden asiakkaiden ansiosta Aspocomp on ainakin toistaiseksi ollut voittavalla puolella komponenttipulassa, koska tämä on tarkoittanut merkittäviä investointeja sektorille.



Kulurakenne ja sen kehitys (M€)



Aineiden ja tarvikkeiden käyttö on liikevaihdon mukana muuttuva kulu, joka on viime vuosina ollut noin 40-50 % kulurakenteesta. Osuus vaihtelee merkittävästi myyntimixin mukana.

Henkilöstökulut ovat 25-30 % kaikista kuluista. Henkilöstökuluissa on joustoa tuotantohenkilöstön osalta, sillä työajoissa voidaan käyttää liukumaa ja negatiivisessa skenaariossa lomautuksia.

Liiketoiminnan muut kulut (noin 15 % kuluista) ovat valtaosin kiinteitä. Osuus liikevaihdosta on pienentynyt selvästi kasvun mukana, mikä on tukenut kannattavuutta.

Ennusteet 2/4

Myös **turvallisuus- ja ilmailusektorin** (2020: 20 % vs. 2019: 7 %) liikevaihto on kasvanut erittäin vahvasti. Näillä sektoreilla näemme Aspocompin kilpailukyvyn poikkeuksellisen hyvänä: puolijohdeteollisuuden vaatimiin kyvykkyyksiin yhtiö on juuri investoinut merkittävästi ja pystynyt saavuttamaan sektorilla jo hyvän aseman, joka on lähtökohtaisesti arvokas. Yleisesti asema sektorin kumppanina on vaikeampi saavuttaa kuin menettää. Teknologiset vaatimukset ovat molemmissa korkeita, mikä tarkoittaa myös korkeampia katteita. Lisäksi erityisesti puolustus- ja ilmailuteollisuudessa Kiinaa vierastetaan merkittävästi, jolloin kilpailupaine Aasiasta on maltillisempi. Tämä on selkeä etu ja vähentää heiluntaa kokonaismarkkinan mukana. Q3'21:lla Aspocomp sai lisäksi tärkeän AS9100-sertifikaatin, mikä tukee edelleen kasvua ilmailusektorilla.

Aspocompille perinteisesti tärkeän **tietoliikennesektorin** (2020: 21 % vs. 2019: 43 %) kysyntä kärsi merkittävästi koronasta ja on ollut myös vuonna 2021 suhteellisen vaisu, mikä johtuu käsityksemme mukaan pääasiassa tuotekehityssyörien ajoittumisesta. Käsityksemme mukaan Nokia on sektorilla erittäin tärkeä asiakas, ja vuodet 2020 ja 2021 ovat olleet hiljaisia 5G-kehityssyörien oltua osin ”välitilassa” vahvan 2019 jälkeen. Aiemmin Aspocompin liikevaihdollisesti suurimmasta sektorista on tullut nopeassa ajassa pienin sektori (Q3'21: 13 % liikevaihdosta), joskin yksittäisen kvartaalin perusteella ei kannata tehdä suuria johtopäätöksiä. Q3'21:llä nähtiin sektorilla jo rohkaisevaa elpymistä (liikevaihto +20 %) ja odotamme palautumisen jatkuvan. Segmentin näkyvyys on kroonisesti heikko tilauskannan

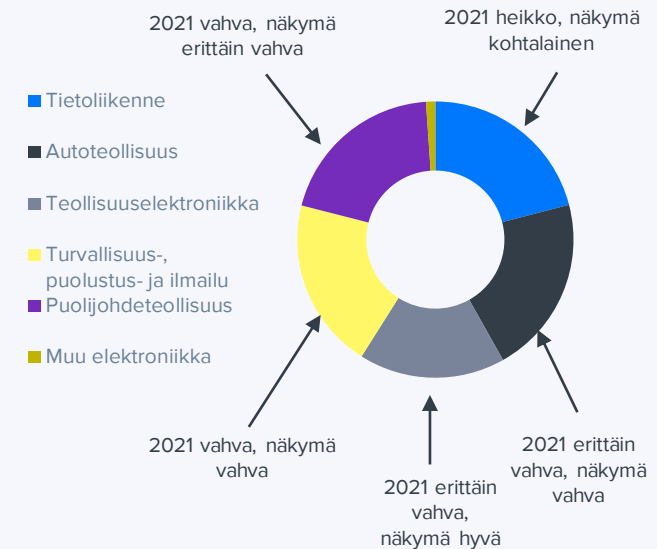
ollessa pieni, koska valtaosa tietoliikennesektorin kysynnästä liittyy nimenomaan tuotekehitykseen ja on siten valtaosin korkeakatteisia pikatoimituksia. Jos alhaisella tasolla olleet tietoliikennesektorin T&K-investoinnit pyörähtäisivät korkeammille kierroksille ja toisivat hyväkatteisia pikatoimituksia, tilanne voisi muuttua nopeasti paremmaksi.

Teollisuuselektronikan (2020: 17 % vs. 2019: 15 %) kysyntätilanne kärsi koronan myötä, mutta on jo palautunut vuoden 2021 aikana investointihyödykkeiden patoutuneen kysynnän vuoksi. Q3'21:lla sektorin liikevaihto yli kaksinkertaistui vertailukaudesta ja oli 24 % yhtiön liikevaihdosta. Pitkällä tähtäimellä mahdollisuuksia on, mutta odotamme suurempaa kasvua muualta.

Euroopan **autoteollisuuden** (2020: 21 % vs. 2019: 24%) tilanne on ollut viime vuodet vaikea ja ala kärsi koronasta huomattavasti tehdassulkujen myötä. Euroopan autoteollisuus on kärsinyt jo pidempään mm. 2015 päästöskandaalista ja siirtymästä hybridi- ja sähköautoihin. Muutenkin alavireiseen sektoriin osui lisäksi koronapandemia, ja autoteollisuuden piirilevyjen kysyntä karun arvion mukaan laski noin 15-20 % vuonna 2020. Tämä heijastui voimakkaasti myös Aspocompin liikevaihtoon autoteollisuuden suuren osuuden takia. Nyt autoteollisuus on kuitenkin palautumassa vauhdilla ja Aspocompin mukaan sektori oli teollisuuselektronikan ohella voimakkaimmin kasvava segmentti Q2:lla ja Q3:lla. Q3'21:lla kasvu vertailukauteen oli lähes 80 % ja sektori oli 23 % yhtiön liikevaihdosta. Kasvu perustui etenkin raskaan kuljetuskaluston hankintaketjuun.



Markkinatilanne eri sektoreilla*



* Inderesin arvioita perustuen toimialojen yleiseen kehitykseen sekä Aspocompin yleisiin kommentteihin. Vuoden 2021 tilanne viittaa vallitsevaan kysyntätilanteeseen alkuvuoden heikkouden jälkeen.

Ennusteet 3/4

Autoteollisuuden näkyisiin vaikuttaa merkittävästi myös Aspocompin huhtikuussa 2021 tiedottamat [merkittävät projektisopimukset](#). Aspocomp kertoi silloin saaneensa kaksi merkittävää projektisopimusta piirilevytoimituksista autoteollisuusasiakkaalle. Yhtiön mukaan monivuotisten sopimusten yhteisarvo on toteutuessaan yli 30 MEUR ja toimituksien on suunniteltu ajoittuvan vuosille 2022-2030. Tämä antaa yhtiölle hyvän kasvuajurin lähivuosille.

Tilaukanta tarjoaa jo mukavasti puskuria

Loppuvuoden kannalta Aspocompin näkymää tukee merkittävästi ennätystasolla oleva tilaukanta. Q3'21-tilaukanta oli peräti 15,8 MEUR, mikä tarkoittaa vahvaa nousua edellisestä neljänneksestä (Q2'21: 10,8 MEUR ja valtavaa harppausta Q3'20-vertailujaksosta (4,1 MEUR). Aspocomp kertoi Q3:n yhteydessä, että tilauskirjasta noin 9 MEUR ajoittuu Q4:lle ja noin 7 MEUR vuodelle 2022. Perinteisesti yhtiön tilauskirja on ollut erittäin lyhyt, mutta nykytilanteessa tilauskirja on pidentynyt parantaen näkyvyyttä pidemmälle tulevaan. Kausiluontoisesti yleensä vaisun Q1:lle korkea liikevaihtotaso on jo käytännössä turvattu, ja kysynnän pysyessä vahvana loppuvuoden tilaukset tarjoavat puskuria ja näkyvyyttä pidemmälle tulevaisuuteen.

H2'21-tulos tulee olemaan erittäin hyvä

Odotamme Aspocompilta vahvaa tulosta Q4:llä erinomaisen tilaukannan tukemana. Arviomme liikevaihdon nousevan noin 9,3 MEUR:oon (+57 %). Edellytyksiä on merkittävästi korkeampaankin liikevaihtoon, sillä arvioidun 9 MEUR:n

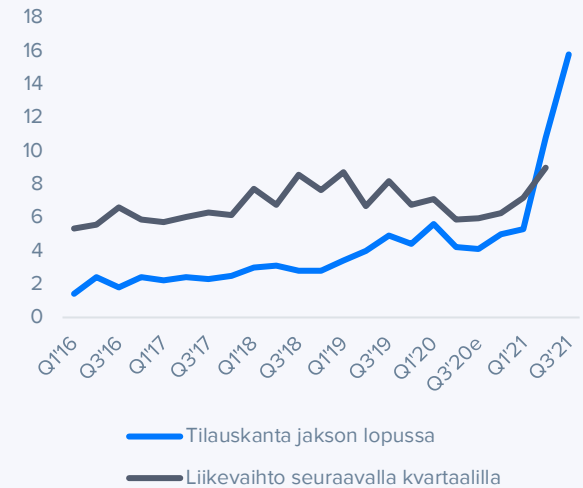
asiakastoimituksien lisäksi Q4:lla toimitetaan oletettavasti merkittävä määrä pikatoimituksia. Olemme kuitenkin olleet ennusteessa varovaisia huomioiden materiaalien heikko saatavuus ja mahdolliset siirtymät. Tuloksen suhteen arviomme Q4:n olevan suunnilleen samalla tasolla kuin Q3 oli. Ennakoimme liikevoiton olevan noin 1,0 MEUR ja osakekohtaisen tuloksen 0,15 euroa. Edellytyksiä on parempaankin, mutta olemme laskeneet kuluihin selkeää kustannusinflaatiota.

Vuoden 2021 jälkipuoliskon tulos tulee siis arviomme mukaan olemaan erittäin hyvä piirilevymerkkian normalisoiduttua, mutta heikon alkuvuoden takia koko vuoden tulostaso on edelleen vaisu. Sijoittajien on hyvä huomata, että Aspocomp tulee todennäköisesti jälleen tekemään positiivisen verokirjauksen Q4-tulokseen. Ennusteissamme tämä on 0,4 MEUR. Tällä erällä ei ole kassavirtavaikutusta, minkä takia olemme oikaisseet erän sekä historiallisista tuloksista että ennusteista. Arvonmäärityksessä kannattaa käyttää oikaistuja arvostuskertoimia. Oleellista on, että menetelmällä yhtiön ei tarvitse maksaa veroja.

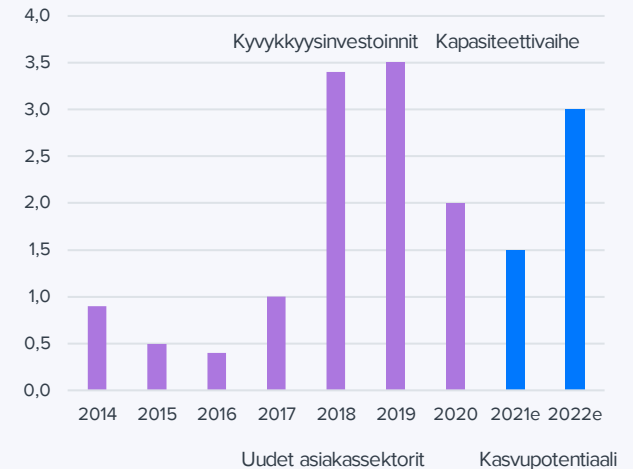
Tulos normalisoituu vuonna 2022

Poikkeuksellisen vahvan tilaukannan ansiosta näkymä on vahva myös ensi vuoden alkuun. Noin 7 MEUR yhtiön tilaukannasta tukee merkittävästi alkuvuoden liikevaihtoa, ja kysynnän jatkuessa vahvana odotamme perinteisesti hiljaisen Q1:n liikevaihdon olevan noin 8,9 MEUR. Olemme hyvin luottavaisia myös Q2:n hyvästä liikevaihtotasosta tilaukannan tarjoaman puskurin ansiosta, mutta tämän jälkeen näkyvyys heikkenee merkittävästi.

Tilaukanta ja liikevaihto (MEUR)



Bruttoinvestoinnit käyttöomaisuuteen (MEUR)



Ennusteet 4/4

Tällä hetkellä kysyntätilanne on kuitenkin erittäin hyvä ja Aspocomp on valinnut asiakassegmenttinsä viisaasti. Erityisesti puolijohdeteollisuuden näkymä on erinomainen, mutta tällä hetkellä positiivinen vire on laaja-alainen. Näin ollen arvioimme kasvun jatkuvan myös jälkimmäisellä vuosipuoliskolla, vaikka H2:lle vastaantulevat vertailukaudet ovat jo haastavia.

Ennustamme Aspocompin 2022 liikevaihdon olevan noin 37 MEUR, mikä tarkoittaisi noin 17 %:n kasvua edellisvuodesta ja jo selkeästi korkeampaa liikevaihtoatasoa kuin pandemiaa edeltäneellä vuodella 2019. Jos kysyntätilanteessa ei tapahdu suuria muutoksia, taso on täysin realistinen. Viime vuosina olemme kuitenkin nähneet, että piirilevymerkkien toimintaympäristö voi muuttua nopeasti, mutta tällä hetkellä näkymä on hyvin positiivinen. Suurin epävarmuus liittyy mielestämme tietoliikennesektoriin, jonka kysyntä on ollut vaisua jo pidempään. Pikatoimituksiin vahvasti painottuvaa kysyntää on vaikea ennustaa, mutta viimeisimmät signaalit ovat positiivisia myös tältä sektorilta. Käsityksemme mukaan Aspocompin oma asema ei ole sektorilla muuttunut, ja potentiaalia on paljon.

Odotamme vuoden 2022 liikevoittomarginaalin olevan noin 10 %:n tasolla (2021e: 6,4 %). Kulurakenteessa emme odota suuria muutoksia, ja kannattavuustaso on suunnilleen sama kuin Q3:lla. Investointiohjelman oletettavan etenemisen takia poistot tulevat edelleen kasvamaan, minkä takia kannattavuusodotuksia kannattaa tarkastella myös käyttökateatasolla. Odotamme Aspocompin 2022 käyttökateen olevan noin 17,2 % mm. puolijohde-

teollisuuden tukiessa katetasoja ja liikevoittomarginaalin ennustamme olevan hyvällä 10 %:n tasolla. Vertailun vuoksi vuonna 2019 vastaavat luvut olivat noin 15 % ja noin 11 %. Vuosien 2020 ja 2021 tulokset eivät mielestämme ole tässä mielessä vertailukelpoisia.

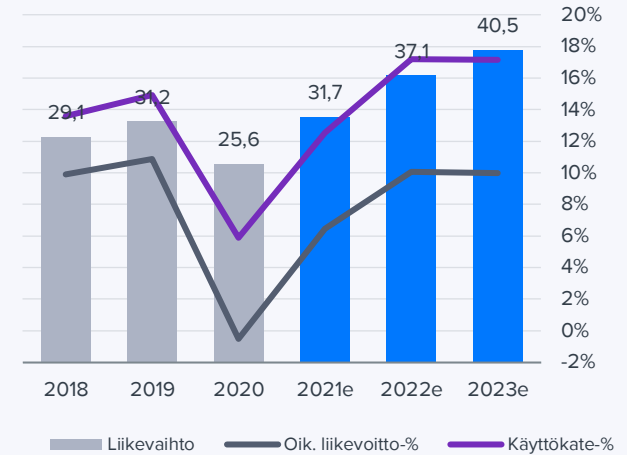
Ennusteet heijastelevat neutraalia skenaariota

Pidemmän aikavälin ennusteet olemme tehneet oletuksella, että yhtiön strategia etenee pääosin suunnitellusti, markkina kasvaa kohtuullisesti, kilpailutilanne pysyy neutraalina ja yhtiö pystyy voittamaan uusia asiakkuuksia viime vuosien tapaan. Pidemmällä aikavälillä välitysliiketoiminnan ja tulevien kapasiteetti-investointien merkitys korostuu huomattavasti. Odotamme välityksen osuuden liikevaihdosta kasvavan asteittain, minkä takia siitä tulee tärkeämpi koko konsernin kannalta. Potentiaali on merkittävä ja pidämme mahdollisena, että tulevaisuudessa Aspocompin liikevaihto jakautuu tasaisesti (50/50) oman tuotannon ja volyymivälityksen kesken (nyt välitys 25-30 % kokonaisuudesta nousevalla trendillä). Tähän on kuitenkin vielä todella pitkä matka.

Veroprosentti pysyy lähivuodet nollassa

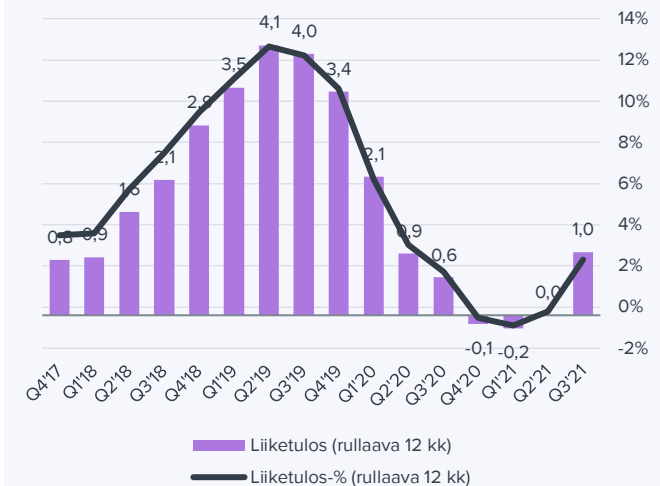
Aspocompin veroprosentti tulee olemaan käytännössä nolla lähivuosina. Yhtiöllä on taseessa 5,0 MEUR:n verosaaminen ja lisäksi muita vahvistettuja ja vahvistamattomia tappioita. Tappiot ovat Suomessa ja organisaatio on yksinkertainen (ei oleellisia ulkomaisia tytäryhtiöitä merkittävillä verotaakoilla), joten tuloverojen pitäisi jäädä lähelle nollaa. Ennustamme nyt verojen jäävän nolnaan aina vuoteen 2026 asti.

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Investointien poistot kasvattavat liikevoiton ja käyttökateen eroa

Liiketuloksen ja kannattavuuden kehitys



Tuloslaskelma ja ennustemuutokset

Tuloslaskelma	2019	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21e	2021e	Q1'22e	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	31,2	25,6	6,2	7,2	9,0	9,3	31,7	8,9	9,3	9,1	9,8	37,1	40,5	43,7
Käyttökate	4,7	1,5	-0,1	0,9	1,5	1,6	4,0	1,4	1,6	1,7	1,7	6,4	6,9	6,5
Poistot ja arvonalennukset	-1,3	-1,6	-0,4	-0,5	-0,5	-0,6	-1,9	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-2,7	-2,9	-2,3
Liikevoitto ilman kertaeriä	3,4	-0,1	-0,5	0,5	1,0	1,0	2,0	0,8	0,9	1,0	1,0	3,7	4,0	4,2
Liikevoitto	3,4	-0,1	-0,5	0,5	1,0	1,0	2,0	0,8	0,9	1,0	1,0	3,7	4,0	4,2
Nettorahoituskulut	-0,1	-0,3	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,1	-0,1
Tulos ennen veroja	3,3	-0,4	-0,5	0,4	1,0	1,0	2,0	0,8	0,9	0,9	1,0	3,6	3,9	4,1
Verot	0,5	0,7	0,0	0,0	0,0	0,4	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	0,7	0,8
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	3,9	-0,4	-0,5	0,4	1,0	1,4	2,4	0,8	0,9	0,9	1,7	4,3	4,7	4,9
Nettotulos	3,9	-0,4	-0,5	0,4	1,0	1,4	2,4	0,8	0,9	0,9	1,7	4,3	4,7	4,9
EPS (oikaistu)	0,49	-0,11	-0,07	0,06	0,15	0,15	0,29	0,11	0,13	0,14	0,15	0,52	0,57	0,60
EPS (raportoitu)	0,59	-0,06	-0,07	0,06	0,15	0,20	0,34	0,11	0,13	0,14	0,25	0,63	0,69	0,72

Tunnusluvut	2019	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21e	2021e	Q1'22e	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihdon kasvu-%	7,0 %	-17,8 %	-7,4 %	0,9 %	53,6 %	57,0 %	23,8 %	43,0 %	30,0 %	1,0 %	5,0 %	17,0 %	9,0 %	8,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	17,6 %	-103,9 %										82,9 %	8,2 %	4,8 %
Käyttökate-%	14,9 %	5,9 %	-0,9 %	13,0 %	16,7 %	17,1 %	12,5 %	15,8 %	16,9 %	18,3 %	17,7 %	17,2 %	17,2 %	14,9 %
Oikaistu liikevoitto-%	10,9 %	-0,5 %	-8,0 %	6,4 %	11,5 %	11,2 %	6,4 %	9,1 %	10,0 %	10,6 %	10,6 %	10,1 %	10,0 %	9,7 %
Nettotulos-%	12,6 %	-1,7 %	-7,3 %	5,7 %	11,3 %	14,9 %	7,4 %	8,7 %	9,6 %	10,2 %	17,3 %	11,6 %	11,6 %	11,3 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset	2021e	2021e	Muutos	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	30,8	31,7	3 %	35,0	37,1	6 %	38,1	40,5	6 %
Käyttökate	4,0	4,0	1 %	6,1	6,4	4 %	6,8	6,9	2 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	2,0	2,0	4 %	3,5	3,7	7 %	3,8	4,0	6 %
Liikevoitto	2,0	2,0	4 %	3,5	3,7	7 %	3,8	4,0	6 %
Tulos ennen veroja	1,9	2,0	5 %	3,3	3,6	8 %	3,7	3,9	6 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,27	0,29	5 %	0,49	0,52	8 %	0,54	0,57	6 %
Osakekohtainen osinko	0,11	0,11	5 %	0,20	0,21	8 %	0,22	0,23	6 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 1/2

Arvostuksen perustekijät

Aspocompin arvostustasoa tulee mielestämme tarkastella korkean teknologiatason alihankkijana, jonka kysyntä heiluu voimakkaasti ja näkyvyys on yleensä heikko. Yhtiöllä on mielestämme selkeä kilpailuetu omalla vahvuusalueellaan, korkea kannattavuuspotentiaali ja hyvät edellytykset kannattavalle kasvulle markkinatilanteen pysyessä vahvana. Sijoitusprofiililtaan yhtiö on mielestämme korkeariskinen kasvuyhtiö.

Näkemyksemme mukaan yhtiön arvostusta tukee yhtiön hyvin yleisesti edistynyt strategia. Asiakaskunnan laajentuminen laskee suurimpia riskejä, joita ovat riippuvuus yksittäisistä asiakkaista sekä kysynnän heikko ennakoitavuus. Tämä heijastuu arviomme mukaan pitkällä aikavälillä myös Aspocompin hyväksyttävään arvostustasoon. Mielestämme yhtiöllä on kilpailuetu ja uudistetun strategian ansiosta vahvistunut kokonaistarjonta. Lisäksi Aspocompin välitysluokituksen potentiaali on vielä pääosin piilossa, mikä antaa omistajille hyvän potentiaalisen tuottoajurin tulevaisuudessa.

Toisaalta hyväksyttävää arvostustasoa painaa tuloksen heikko ennakoitavuus, mikä on historiassa aiheuttanut negatiivisia tulosvaroituksia ja korostanut riskejä. Lisäksi yhtiön arvostustasoa painaa nyt ja tulevaisuudessa sen heikko asema arvoketjussa. Yhtiön hinnoitteluvoima on aina rajallinen suhteessa suuriin asiakkaisiin ja se toimii vahvasti kilpaillulla toimialalla, joka vaatii investointeja. Näin ollen hyväksyttävä arvostustaso on näkemyksemme mukaan maltillinen.

Piirilevy-yhtiöiden normaali arvostustaso on P/E-luvulla mitattuna on historiassa ollut vain 10-12x tulosennusteella, jos tulostaso on suunnilleen neutraali. EV/EBITDA-kertoimet ovat rahoitusrakenteesta riippuen noin 5-7x. Tässä vaiheessa vuotta seuraamme puhtaasti 2022e arvostuskertoimia, joiden osalta myös Aspocompin tulostaso on arviomme mukaan varsin neutraali.

Tuloskäänteen kestäessä arvostus on edullinen

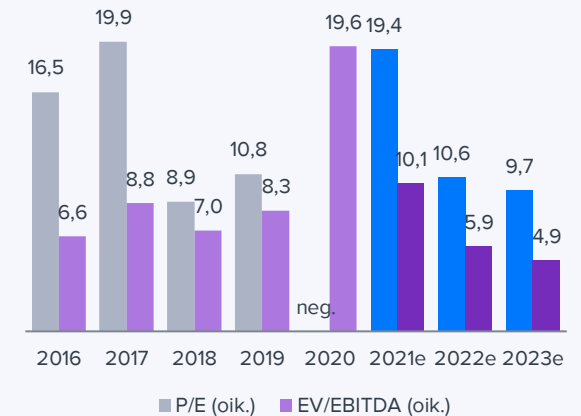
Vuosi 2020 ja H1'21 olivat Aspocompille tuloksellisesti heikkoja koronapandemian ja piirilevymarkkinan poikkeustilanteen takia. Näin ollen vuoden 2021 tuloksella arvostus on korkea (oik. P/E 19x ja EV/EBITDA 10x) markkinoiden hinnoiteltua tuloskäännettä jo aiemmin. Pidämme Q3'21-tulosta, ennätyskellistä tilauskantaa ja erittäin vahvaa näkymää vahvistuksena käänteestä, ja odotamme yhtiöltä nyt paluuta kannattavaan kasvuun.

Arvostuksessa keskitymme puhtaasti vuoden 2022e kertoiimiin, jotka heijastelevat tulevaisuuden lisäksi Aspocompin osalta suhteellisen neutraalia tulostasoa voimakkaasta parannuksesta huolimatta. Vuoden 2022e P/E on alle 11x ja EV/EBITDA maltillinen 6x, mitkä ovat yhtiölle mielestämme houkuttelevia tämän hetken mielestämme houkuttelevia tämän hetken poikkeuksellisen vahvan näkymän takia. Aspocompin kysyntään liittyy aina epävarmuutta, mutta nykyisen tilauskannan ansiosta seuraavan puolen vuoden liikevaihtotasot tulevat olemaan korkeita ja silloin yhtiö on luotettava tuloksentekijä. Tämän jälkeen näkyvyys heikkenee selvästi, mutta asiakastoimialojen näkymät ovat yleisesti hyvät.

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	5,56	5,56	5,56
Osakemäärä, milj. kpl	6,84	6,84	6,84
Markkina-arvo	38	38	38
Yritysarvo (EV)	40	37	34
P/E (oik.)	19,4	10,6	9,7
P/E	16,1	8,9	8,1
P/Kassavirta	49,4	8,6	8,6
P/B	2,0	1,7	1,5
P/S	1,2	1,0	0,9
EV/Liikevaihto	1,3	1,0	0,8
EV/EBITDA (oik.)	10,1	5,9	4,9
EV/EBIT (oik.)	19,7	10,0	8,4
Osinko/tulos (%)	33,2 %	33,5 %	33,3 %
Osinkotuotto-%	2,1 %	3,8 %	4,1 %

Lähde: Inderes

Arvostuskertoimet laskevat tuloksen normalisoituessa



Arvonmääritys 2/2

Toistaiseksi kysynnän heikkenemisestä ei ole ollut mitään merkkejä, ja vahva jakso voi hyvin kestää merkittävästi pidempäänkin. Tuloskasvun ollessa oletettavasti erittäin vahva ajuri ainakin H1'21-loppuun asti näemme osakkeen tuotto-odotuksen tällä hetkellä varsin houkuttelevana. Silti sijoittajien on tärkeää ymmärtää, että nykyinen kysyntätilanne on poikkeuksellisen vahva ja tilauskantaa (sekä näkyvyyttä) tukee nyt poikkeuksellisen yleisesti pitkät toimitusajat. Arviomme mukaan tilanne tulee normalisoitumaan ajan myötä, mutta tarkkaa ajoitusta on erittäin vaikea arvioida.

Suhteellinen arvostus tukee näkemystämme

Aspocompin verrokkiryhmä ei ole erityisen hyvä, koska piirilevyjen massatuottajien (kuten TTM Technologies) kanssa yhtiöllä on varsin vähän yhteistä ja pienemmistä listatuista löytyy rajallisesti ennusteita. Silti alan verrokeista saa jonkinlaisen viitekehysten ja lisäksi Helsingin pörssistä löytyy samankaltaisen sijoitusprofiilin yhtiöitä. Mielestämme parhaita ovat Incap (2022e P/E 16x ja EV/EBITDA 12x) ja Scanfil (2022e P/E 14x ja EV/EBITDA 9x), jotka ovat molemmat kiinni elektroniikkateollisuuden alihankintaketjussa kuten Aspocomp. Näiden yhtiöiden menestys on kuitenkin viime vuosina ollut voimakkaasti parempaa kuin Aspocompilla, joten nousseet kertoimet ovat siinä mielessä ymmärrettäviä. Kolmantena nostona Helsingin pörssistä käytämme Telesteä (2022e P/E 13x ja EV/EBITDA 6x), jonka profiili vastaa joltain osin Aspocompia. Kun katsomme laajempaa verrokkiryhmää, mediaanitasot ovat P/E 16x ja EV/EBITDA 9x. Aspocompin kertoimet (2022e P/E 11x ja EV/EBITDA 6x) ovat siis merkittävästi matalampia

kuin parhaiden verrokkien ja laajemman verrokkiryhmän vuoden 2022 ennusteilla.

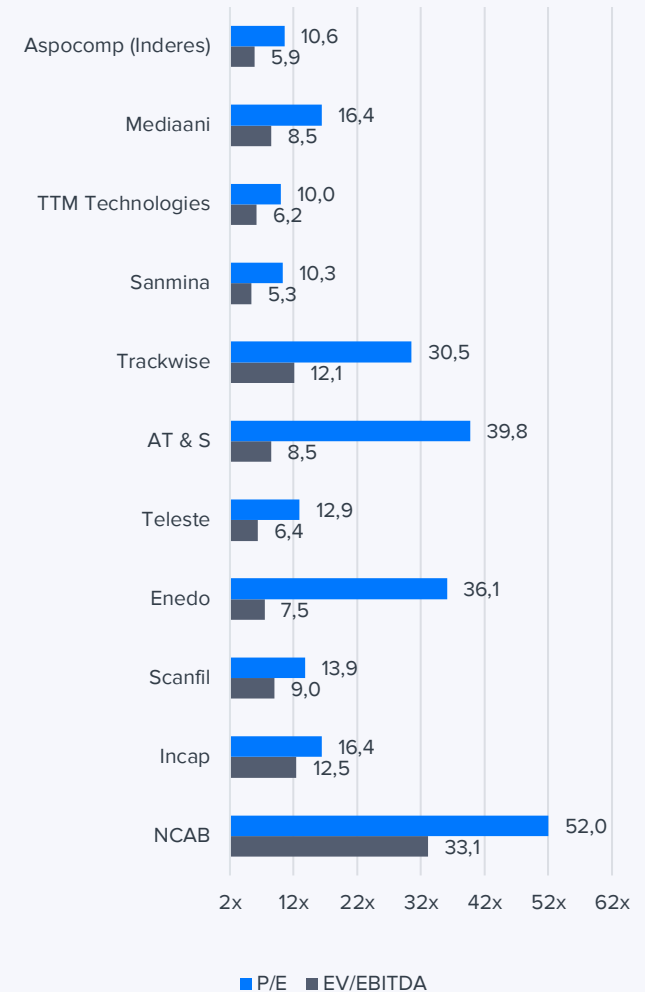
Kassavirtamalli ei anna varoitussignaalia

Kassavirtamallimme (DCF) antama arvo osakkeelle on nykyisillä oletuksilla noin 6,2 euroa mielestämme realistisilla odotuksilla, jotka yhtiö voi hyvin myös ylittää. Käyttämämme pääoman keskimääräinen kustannus (WACC) 8,9 % on korkeahko huomioiden nykyinen korkotaso ja yleisesti maltilliset tuottovaatimukset, mutta oman pääoman tuottovaatimus on 10,0 % on mielestämme Aspocompille perusteltu. Terminaalijakson painoarvo on mielestämme kohtuullinen 56 %. DCF -laskelman indikoima arvo on erittäin herkkä muutoksille avainoletuksissa ja pidämme laskelmaa lähinnä varmistuksena siitä, että asettamamme tavoitehintaa voidaan perustella järkevillä oletuksilla tulevista kassavirroista. Tarkempi kassavirtalaskelma löytyy liitetiedoista.

Osingot tukevat hieman tuotto-odotusta

Ennustamme Aspocompin maksavan maltillisen 0,11 euron osakekohtaisen osingon tilikaudelta 2021 (40% tuloksesta), mikä antaisi nykykursilla reilun 2 %:n osinkotuoton. Arviomme mukaan yhtiön taloudellinen tilanne mahdollistaisi tämän tuloksen elpymässä loppuvuonna ja näkymän ollessa hyvä. Varmana osinko ei kuitenkaan voi pitää koronavuosien jälkeen. Yhtiön tavoitteena on jakaa tilikauden tuloksesta vähintään 1/3 osinkoina osakkeenomistajille, ja tämä olisi linjassa tavoitteen kanssa. Jatkossa odotamme osingon elpymän tuloksen mukana ja osingonjakosuhteen olevan suunnilleen 40-50 %:n tasolla.

Verrokkiryhmän arvostuskertoimet (2022e)



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e
NCAB	1330	1352	41,6	36,4	37,7	33,1	59,9	52,0	0,8	0,9	17,2
Incap	416	424	17,0	13,2	15,1	12,5	20,1	16,4	1,1	1,3	6,5
Scanfil	510	560	13,2	11,7	9,7	9,0	16,2	13,9	2,4	2,5	2,5
Enedo	25	30		14,9		7,5		36,1			3,3
Teleste	99	108	12,5	10,8	7,0	6,4	15,2	12,9	2,8	3,4	1,5
AT & S	1575	2362	27,5	29,3	9,4	8,5	34,3	39,8	0,7	1,0	2,4
Schweizer	38	103				12,3					
Trackwise	64	64	544,3	25,9	64,0	12,1		30,5			
Lagercrantz	2423	2410	46,3	32,7	31,7	23,4	61,5	45,5	0,7	1,0	13,0
Sanmina	2431	2181	7,4	7,0	5,6	5,3	10,8	10,3			
Unimicron	9101	9673	28,9	18,3	14,2	10,0	26,9	20,4	1,5	2,1	5,2
Compeq	1545	1650	8,4	7,4	4,9	4,4	11,1	9,6	3,5	4,0	1,6
TTM Technologies	1289	1633	10,2	9,1	6,8	6,2	11,5	10,0			1,0
Ibiden	7388	7639		0,0	12,9	8,5	35,8	24,6	0,6	0,6	3,3
Tripod Technology	1891	1627	7,3	6,4	4,6	4,2	9,8	8,9	6,4	6,9	1,6
Meiko Electronics	648	1090			11,6	7,8	30,7	10,3	0,7	1,3	2,4
Aspocomp (Inderes)	38	40	19,7	10,0	10,1	5,9	19,4	10,6	2,1	3,8	2,0
Keskiarvo			63,7	15,9	16,8	10,7	26,4	22,7	1,9	2,3	4,7
Mediaani			15,1	12,5	10,7	8,5	20,1	16,4	1,1	1,3	2,5
Erotus-% vrt. mediaani			31 %	-20 %	-5 %	-31 %	-3 %	-36 %	83 %	199 %	-20 %

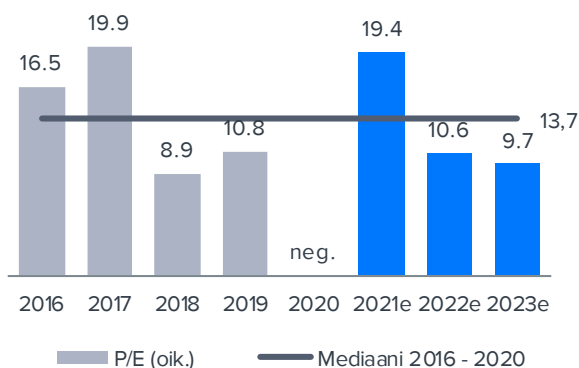
Lähde: Thomson Reuters / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Arvostustaulukko

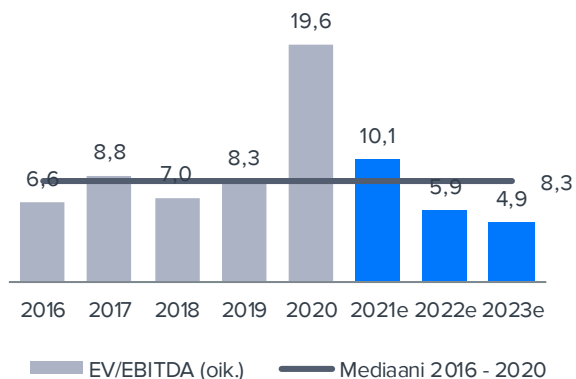
Arvostustaso	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	1,60	2,37	3,70	5,26	3,92	5,56	5,56	5,56	5,56
Osakemäärä, milj. kpl	6,41	6,67	6,67	6,70	6,84	6,84	6,84	6,84	6,84
Markkina-arvo	10	16	25	35	27	38	38	38	38
Yritysarvo (EV)	12	17	28	39	30	40	37	34	32
P/E (oik.)	16,5	19,9	8,9	10,8	neg.	19,4	10,6	9,7	9,1
P/E	9,9	12,5	7,6	9,0	neg.	16,1	8,9	8,1	7,6
P/Kassavirta	neg.	neg.	neg.	>100	10,0	49,4	8,6	8,6	13,8
P/B	1,0	1,3	1,7	1,9	1,6	2,0	1,7	1,5	1,3
P/S	0,5	0,7	0,8	1,1	1,0	1,2	1,0	0,9	0,9
EV/Liikevaihto	0,5	0,7	0,9	1,2	1,2	1,3	1,0	0,8	0,7
EV/EBITDA (oik.)	6,6	8,8	7,0	8,3	19,6	10,1	5,9	4,9	4,9
EV/EBIT (oik.)	16,7	20,0	9,5	11,4	neg.	19,7	10,0	8,4	7,5
Osinko/tulos (%)	0,0 %	36,8 %	24,7 %	25,5 %	neg.	33,2 %	33,5 %	33,3 %	50,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	3,0 %	3,2 %	2,9 %	1,8 %	2,1 %	3,8 %	4,1 %	6,6 %

Lähde: Inderes

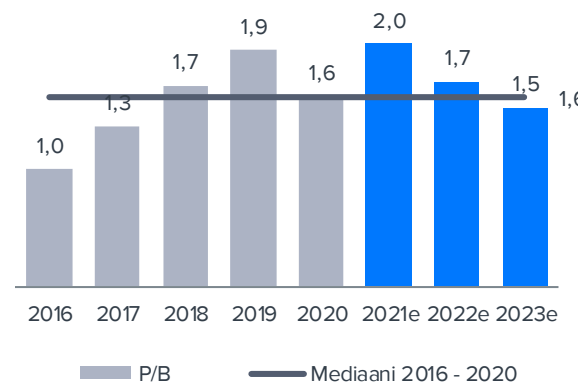
P/E (oik.)



EV/EBITDA



P/B



Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Pysyvät vastaavat	14,9	15,3	14,9	15,3	15,0
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	3,3	3,2	3,2	3,2	3,4
Käyttöomaisuus	6,9	6,9	6,5	6,9	6,5
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	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Laskennalliset verosaamiset	4,7	5,0	5,0	5,0	5,0
Vaihtuvat vastaavat	14,6	11,6	14,2	18,3	22,4
Vaihto-omaisuus	3,3	2,9	3,9	4,5	4,4
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	8,9	5,9	8,6	9,3	9,7
Likvidit varat	2,4	2,8	1,8	4,6	8,2
Taseen loppusumma	29,5	27,0	29,1	33,6	37,4

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Oma pääoma	18,1	17,1	19,0	22,5	25,8
Osakepääoma	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Kertyneet voittovarot	12,6	11,5	13,3	16,8	20,1
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	4,5	4,7	4,7	4,7	4,7
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	4,7	4,6	3,4	3,4	3,4
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	4,3	4,2	3,0	3,0	3,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
Lyhytaikaiset velat	6,7	5,2	6,7	7,7	8,3
Lainat rahoituslaitoksilta	1,5	1,4	1,0	1,0	1,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	5,2	3,8	5,7	6,7	7,3
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	29,5	27,0	29,1	33,6	37,4

DCF-laskelma

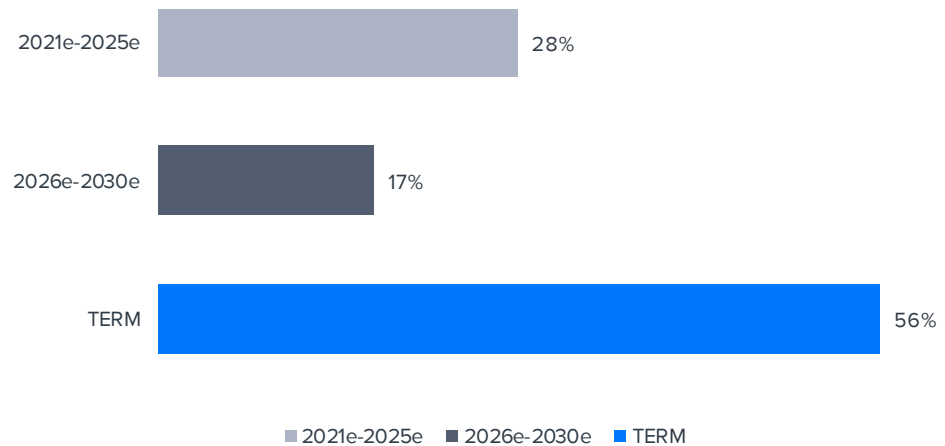
DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
Liikevoitto	-0,1	2,0	3,7	4,0	4,3	4,5	4,6	4,6	4,5	4,7	4,9	
+ Kokonaispoistot	1,6	1,9	2,7	2,9	2,3	2,5	2,6	2,7	2,9	3,0	3,1	
- Maksetut verot	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,4	-0,7	-0,9	-0,9	-0,9	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot 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	-1,7	-0,3	0,2	-0,6	-0,6	-0,6	-0,5	-0,5	-0,4	-0,3	
Operatiivinen kassavirta	3,1	2,3	6,1	7,1	5,9	6,4	6,2	6,1	6,0	6,4	6,7	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-1,7	-1,5	-3,0	-2,7	-3,2	-3,3	-3,4	-3,4	-3,5	-3,4	-3,5	
Vapaa operatiivinen kassavirta	1,4	0,8	3,1	4,4	2,8	3,1	2,7	2,6	2,5	3,0	3,2	
+/- Muut	1,3	0,0	1,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	2,7	0,8	4,4	4,4	2,8	3,1	2,7	2,6	2,5	3,0	3,2	55,5
Diskontattu vapaa kassavirta		0,8	4,0	3,7	2,1	2,2	1,8	1,6	1,4	1,5	1,5	25,5
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		45,9	45,1	41,1	37,4	35,3	33,1	31,4	29,8	28,4	27,0	25,5
Velaton arvo DCF		45,9										
- Korolliset velat		-5,7										
+ Rahavarat		2,8										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-0,5										
Oman pääoman arvo DCF		42,5										
Oman pääoman arvo DCF per osake		6,22										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	15,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	15,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen Beta	1,50
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,85 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	10,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,9 %

Lähde: Inderes

Rahavirranjakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e	Osakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	29,1	31,2	25,6	31,7	37,1	EPS (raportoitu)	0,49	0,59	-0,01	0,34	0,63
Käyttökate	4,0	4,7	1,5	4,0	6,4	EPS (oikaistu)	0,41	0,49	-0,06	0,29	0,52
Liikevoitto	2,9	3,4	-0,1	2,0	3,7	Operat. kassavirta / osake	0,25	0,44	0,46	0,33	0,89
Voitto ennen veroja	2,8	3,3	-0,4	2,0	3,6	Vapaa kassavirta / osake	-0,26	0,04	0,39	0,11	0,65
Nettovoitto	3,2	3,9	-0,1	2,4	4,3	Omapääoma / osake	2,23	2,70	2,51	2,78	3,29
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,12	0,15	0,07	0,11	0,21
Tase	2018	2019	2020	2021e	2022e	Kasvu ja kannattavuus	2018	2019	2020	2021e	2022e
Taseen loppusumma	25,8	29,5	27,0	29,1	33,6	Liikevaihdon kasvu-%	22 %	7 %	-18 %	24 %	17 %
Oma pääoma	14,9	18,1	17,1	19,0	22,5	Käyttökateen kasvu-%	106 %	18 %	-68 %	163 %	61 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	241 %	18 %	-104 %	-1661 %	83 %
Nettovelat	2,9	3,4	2,9	2,2	-0,6	EPS oik. kasvu-%	249 %	17 %	-113 %	-560 %	83 %
Kassavirta	2018	2019	2020	2021e	2022e	Käyttökate-%	13,6 %	14,9 %	5,9 %	12,5 %	17,2 %
Käyttökate	4,0	4,7	1,5	4,0	6,4	Oik. Liikevoitto-%	9,9 %	10,9 %	-0,5 %	6,4 %	10,1 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-1,8	-1,0	2,0	-1,7	-0,3	Liikevoitto-%	9,9 %	10,9 %	-0,5 %	6,4 %	10,1 %
Operatiivinen kassavirta	1,7	3,0	3,1	2,3	6,1	ROE-%	24,1 %	23,9 %	-0,6 %	13,0 %	20,6 %
Investoinnit	-3,5	-3,2	-1,7	-1,5	-3,0	ROI-%	17,1 %	15,4 %	-0,6 %	8,9 %	15,1 %
Vapaa kassavirta	-1,7	0,3	2,7	0,8	4,4	Omavaraisuusaste	57,6 %	61,3 %	63,6 %	65,4 %	67,1 %
						Nettovelkaantumisaste	19,3 %	19,0 %	16,6 %	11,8 %	-2,6 %
Arvostuskertoimet	2018	2019	2020	2021e	2022e						
EV/Liikevaihto	0,9	1,2	1,2	1,3	1,0						
EV/EBITDA (oik.)	7,0	8,3	19,6	10,1	5,9						
EV/EBIT (oik.)	9,5	11,4	neg.	19,7	10,0						
P/E (oik.)	8,9	10,8	neg.	19,4	10,6						
P/B	1,7	1,9	1,6	2,0	1,7						
Osinkotuotto-%	3,2 %	2,9 %	1,8 %	2,1 %	3,8 %						

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 (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehoitukseksi 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 käytettävät neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten 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 yhtiössä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

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
17.12.2018	Lisää	3,80 €	3,53 €
21.12.2018	Lisää	4,00 €	3,78 €
1.3.2019	Lisää	4,70 €	4,20 €
2.5.2019	Lisää	5,50 €	5,20 €
9.8.2019	Lisää	5,50 €	5,12 €
23.9.2019	Vähennä	5,20 €	5,24 €
23.10.2019	Myy	5,20 €	6,72 €
30.10.2019	Vähennä	5,50 €	5,44 €
4.11.2019	Vähennä	5,75 €	5,70 €
29.11.2019	Lisää	5,75 €	5,28 €
5.2.2020	Vähennä	5,60 €	5,62 €
11.3.2020	Vähennä	4,20 €	4,25 €
6.5.2020	Vähennä	4,20 €	4,38 €
4.6.2020	Lisää	4,75 €	4,31 €
17.7.2020	Vähennä	4,00 €	3,98 €
13.8.2020	Lisää	3,80 €	3,56 €
15.9.2020	Vähennä	3,80 €	3,83 €
5.11.2020	Vähennä	3,80 €	3,86 €
4.1.2021	Lisää	4,20 €	3,92 €
18.1.2021	Lisää	4,20 €	3,95 €
11.3.2021	Lisää	4,20 €	4,03 €
28.4.2021	Lisää	4,80 €	4,46 €
13.8.2021	Lisää	5,20 €	4,65 €
8.11.2021	Lisää	6,20 €	5,56 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyrityksiä ja sijoittajia. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisöme tarpeisiin.

Me Inderesillä uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja aktiivisen sijoittajayhteisön pariin.

Pörssiyrityksille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon, ja että sijoittajilta kerätty tieto on yhtiöiden hyödynnettävissä.

Jo yli 100 suomalaista pörssiyritystä haluaa palvella omistajiaan ja sijoittajia kauttamme hyödyntämällä tarjoamiamme yhtiöseurantapalveluita, datapohjaisia sijoittajaviestinnän palveluita, sisältötuotantoa ja konsultointia.

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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**