

# Incap

## Laaja raportti

24.6.2024 9.25 EEST



**Antti Viljakainen**  
+358 44 591 2216  
antti.viljakainen@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Läpäisty painekoe takana, kasvu-ura edessä

Toistamme Incapin lisää-suosituksemme ja nostamme yhtiön tavoitehintamme 13,50 euroon (aik. 12,50 €). Tämän vuosikymmenen alun rakettikasvun jälkeen yhtiö on kohdannut viime kvartaaleilla painekokeen suurimman asiakkaan varastokorjauksen takia, mutta testi on näkemyksemme mukaan menossa läpi kiitettävien paperein. Arviomme mukaan yhtiön kysyntäkuva alkaa näyttää jo hieman kirkkaammalta ja odotamme Incapin keskeisen vahvuuden eli kulutehokkuuden kantavan yhtiötä myös kasvumoodissa. Incapin arvostus on mielestämme vielä kohtuullinen (2025e: EV/EBIT 9x) H2:lla orastava tuloskäänne ja lähivuosien tuloskasvupotentiaali huomioiden.

## Suorituskykyinen sopimusvalmistaja

Incap on pääosin tuotantarjoiltaan teknisesti vaativiin ja pieniin (high mix / low volume) teollisuuselektroniikan sovelluksiin erikoistunut sopimusvalmistaja. Asiakkailleen yhtiö luo lisäarvoa 1) mahdollistamalla laitevalmistajille resurssien tehokkaamman allokoimisen omiin ydintoimintoihin, kuten tuotekehitykseen, myyntiin ja markkinointiin sekä 2) tuomalla ulkoistetulla tuotannolla laitevalmistajille joustoa niin kapasiteetin kuin kulujen hallintaan. Incap on rakentanut organisaatiomallistaan hajautetun, mikä on puolestaan johtanut kevyeen organisaatorakenteeseen, mataliin yleiskuluihin, nopeaan operatiiviseen päätöksentekoon ja kuluorientoituneeseen kulttuuriin. Lisäksi yhtiön tuotannosta tuntuva osa on alhaisen kulutason maissa (etenkin Intia). Nämä tekijät ovat mielestämme yhtiön keskeisimpiä vahvuuksia. Pääriskeinä on edelleen yksittäinen suuri asiakas (2023 suurin asiakas toi 47 % yhtiön liikevaihdosta), investointivetoiseen kysyntään luontaisesti liittyvät vaihtelut ja mahdollisesti kiristynyt kilpailu.

## Odotamme yhtiön palaavan jo lähiaikoina tuloskasvuun

Incapin asiakasriski realisoitui osittain viime vuonna ja Q1'24:llä, kun yhtiön suurin asiakas alensi oman kasvunsa hidastumisen takia varastotasojaan. Käytännössä Incapin myynti on sakannut viimeisen 3 kvartaalin aikana, mutta yhtiö pystyi silti vahvuksiensa turvin säilyttämään erinomaisen kaksinumeroisen liikevoittomarginaalin jokaisella kvartaalilla. Q1:llä liikevaihto kääntyi myös kvartaalitasolla kasvuun. Maailman sähköistyminen ja siitä seuraavan elektroniikan lisääntyminen sekä teollisuuden laitevalmistajien kohoavat ulkoistamisasteet ja -osuudet ajavat myös sopimusvalmistajien kysyntää ylös pidemmässä juoksussa BKT:n kasvua nopeammin. Lisäksi toimialan hajanainen rakenne muodostaa yhdessä Incapin nykyisen vahvan taseaseman kanssa vankan pohjan kasvaa epäorgaanisesti. Yhtiöön ja toimialaan liitännäisiä taustoja vasten pidämme Incapin arvonluontimahdollisuuksia hyvinä (ml. onnistumiset AWS- ja Pennatronics-yrityksissä). Odotamme nyt perusskenaariossamme Incapin palaavan kasvuun ja tuloskasvuun jo tänä vuonna, mikä on yhtiön ohjeistusta optimistisempi arvio. Lähivuosien kasvun ennustamme olevan selvästi vuosien 2021-2022 vauhtia hitaampaa. Kannattavuuden arvioimme pysyvän toimialaan suhteutettuna väkivahvalla noin 13 %:n oikaistun liikevoitto-%:n tasolla mainittujen vahvuuksia ansiosta.

## Arvostuskuva on edelleen varovaisen houkutteleva, kunhan tuloskunto alkaa parantua

Incapin ennusteidemme mukaiset P/E-luvut vuosille 2024 ja 2025 ovat 16x ja 13x, kun taas vastaavat EV/EBIT-kertoimet ovat 11x ja 9x. Absoluuttiset kertoimet ovat perustellusti historiallisia tasoja korkeammalla, mutta ne painottuvat myös arvioimamme neutraalin kerroinhaarukan alalaitoihin lähtökohtaisesti puhtaamman ensi vuoden osalta. Pidämmekin vakuuttavat laadulliset ominaisuuden omaavan Incapin arvostusta houkuttelevana ja tuotto-odotusta yhä hyvänä, kunhan yhtiön H2:lta alkava tuloskasvu toteutuu suunnilleen odotustemme mukaisesti. Olemme laskeneet piirun Incapin viime vuonna kohonnuttua tuottovaatimusta näkymän kirkastuessa edelleen.

## Suositus

### Lisää

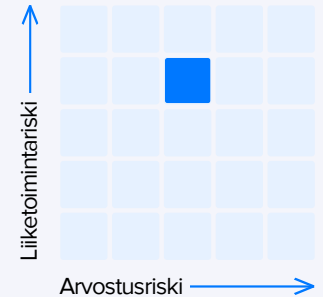
(aik. Lisää)

### 13,50 EUR

(aik. 12,50 EUR)

### Osakekurssi:

12,12 EUR



## Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Liikevaihto</b>	221,6	235,9	271,3	298,4
<b>kasvu-%</b>	-16 %	6 %	15 %	10 %
<b>EBIT oik.</b>	30,6	30,5	35,2	39,2
<b>EBIT-% oik.</b>	13,8 %	12,9 %	13,0 %	13,1 %
<b>Nettotulos</b>	19,8	22,2	25,9	29,2
<b>EPS (oik.)</b>	0,75	0,77	0,90	1,01
<b>P/E (oik.)</b>	10,4	15,7	13,4	12,0
<b>P/B</b>	2,1	2,8	2,3	1,9
<b>Osinkotuotto-%</b>	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	7,2	10,9	8,9	7,4
<b>EV/EBITDA</b>	6,7	9,4	7,9	6,6
<b>EV/Liikevaihto</b>	1,0	1,4	1,2	1,0

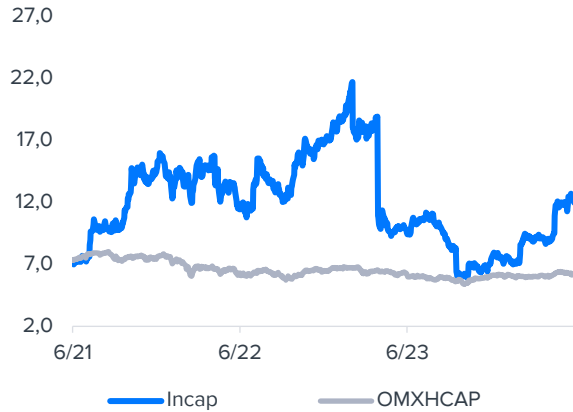
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

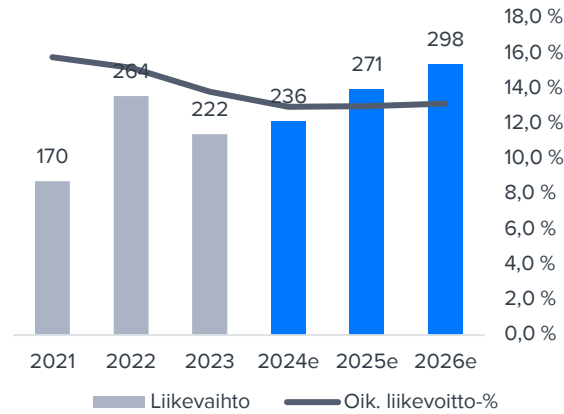
Incap arvioi, että yhtiön liikevaihto ja liikevoitto (EBIT) vuonna 2024 ovat pienempiä kuin vuonna 2023

## Osakekurssi



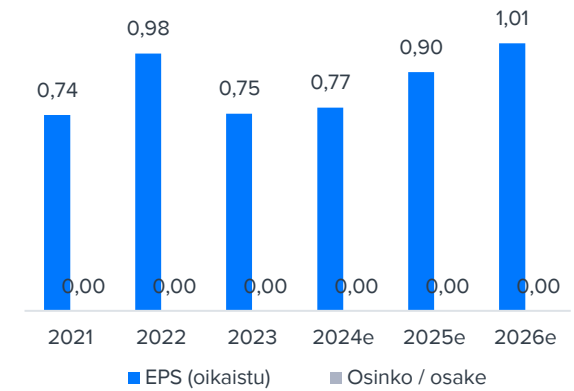
Lähde: Millistream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

- Elektroniikkamarkkinan orgaaninen kasvu globaalien megatrendien tukemana ja ulkoistamisasteen nousu
- Kevyt organisaatio- ja kustannusrakenne mahdollistavat korkean kannattavuustason
- Nopea päätöksenteko tukee uusasiakashankintaa
- Kasvun kiihdyttäminen yritysostoin
- Pennatronics-kaupan luoma ristiinmyyntipotentiali



### Riskitekijät

- Molempinpuolisesti haastava arvoketjuasema pitää kilpailutilanteen raadollisena
- Asiakastoimialojen syklinen tai volatiili luonne
- Kilpailutilanteen kiristymisen
- Oman kulutehokkuuden rapistuminen
- Toimitusketjujen häiriöt
- Edelleen koholla oleva yksittäiseen asiakkaaseen liittyvä riski

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
<b>Osakekurssi</b>	12,1	12,1	12,1
<b>Osakemäärä, milj. kpl</b>	29,4	29,4	29,4
<b>Markkina-arvo</b>	356	356	356
<b>Yritysarvo (EV)</b>	332	314	291
<b>P/E (oik.)</b>	15,7	13,4	12,0
<b>P/E</b>	16,1	13,7	12,2
<b>P/B</b>	2,8	2,3	1,9
<b>P/S</b>	1,5	1,3	1,2
<b>EV/Liikevaihto</b>	1,4	1,2	1,0
<b>EV/EBITDA</b>	9,4	7,9	6,6
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	10,9	8,9	7,4
<b>Osinko/tulos (%)</b>	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Osinkotuotto-%</b>	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>s. 6-14</b>
Toimiala ja kilpailukenttä	<b>s. 15-20</b>
Strategia	<b>s. 21-25</b>
Taloudellinen asema	<b>s. 26</b>
Ennusteet	<b>s. 27-32</b>
Arvonmääritys ja suositus	<b>s. 33-40</b>
ESG	<b>s. 41</b>
Vastuuvapauslauseke	<b>s. 42</b>

# Incap lyhyesti

Incap on elektroniikkateollisuuden sopimusvalmistaja, joka toimii korkeaan teknologiaan keskittyneiden globaalien laitevalmistajien strategisena kumppanina.

**1985**

Perustamisvuosi

**1997**

Listautuminen

**222 MEUR** (-16 % vs. 2022)

Liikevaihto 2023

**30,6 MEUR** (13,8 % lv:sta)

Oikaistu liikevoitto 2023

**38 %**

Keskimääräinen sijoitetun pääoman tuotto 2017-2023

**1784**

Henkilöstö 2023 lopussa

**67 %**

Vihreään rahoituksen kriteerit täyttävien tuotteiden liikevaihto-osuus 2023 EU:n taksoniamukaisuuden pohjalta tarkasteltuna

## Liiketoimintamallin muutos 2012-2015

Isoilla rakennejärjestelyillä luodaan perusta kestäväälle kannattavuuskänteelle

Organisaatiomallista muodostetaan hajautettuun päätöksentekoon perustuva ja strategia terävöitetään

Liiketoiminnan eräänlainen uudelleenkäynnistäminen ja kannattavan kasvuvaihteen löytäminen

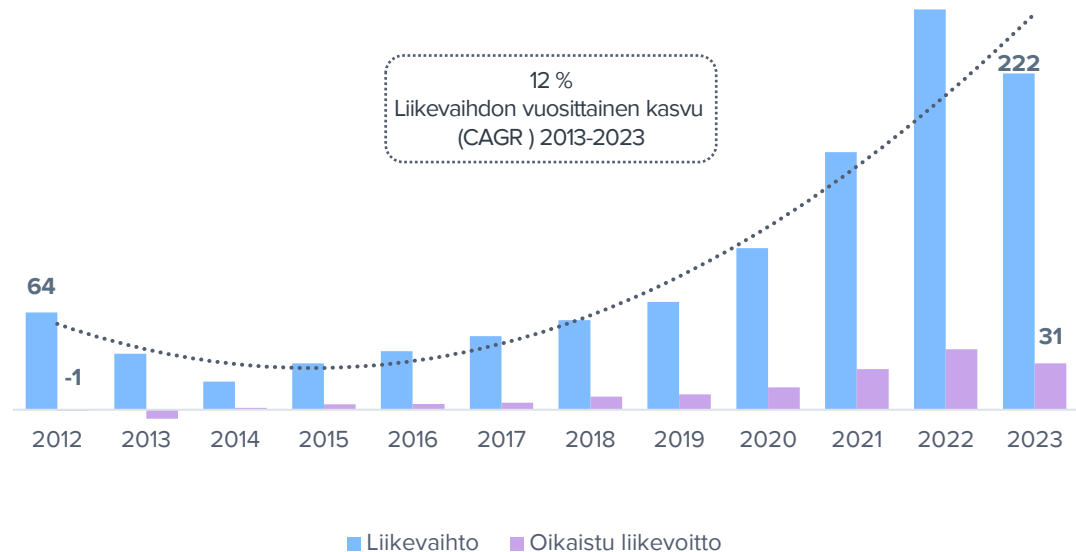
## Liikevaihdon raju kasvu 2016-2023

Orgaaninen kasvuvauhti pysyy erinomaisena suurimman asiakkaan kasvun siivellä ja kannattavuustaso nousee toimialan kärkeen

Orgaaniset ja epäorgaaniset investoinnit kasvuun

Kasvu- ja tuloskasvu sakkaa yllättäen suurimman asiakkaan varasto-ongelman takia vuonna 2023

## Incapin liikevaihto ja oikaistu liikevoitto 2012-2023



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/8

## Teollisuuselektroniikan sopimusvalmistaja

Incap on elektroniikkateollisuuden sopimusvalmistaja, joka on erikoistunut teknisiltä vaatimustasoiltaan korkeiden ja tuotantosarjoiltaan pienten (high mix / low volume) teollisuuselektroniikan sovellusten valmistamiseen ja sen sisällä merkittävällä painolla myös vihreään siirtymään liittyvän teknologian tuottamiseen. Esimerkiksi vihreään siirtymään EU-taksonomialuokittelussa taksonomian mukaisten tuotteiden osuus liikevaihdosta oli 67 % vuonna 2023. Operaatioiden tasolla tämä tarkoittaa sitä, että Incapilla on tarvittavat kyvykkyydet valmistaa asiakkaan eli tyypillisesti laitevalmistajan koko tuote tai sen osakokonaisuus. Näin ollen Incap luo asiakkailleen arvoa käytännössä kahta reittiä pitkin: 1) mahdollistamalla laitevalmistajan resurssien tehokkaamman allokoimisen liiketoiminnan varsinaisiin ydintoimintoihin, kuten tuotekehitykseen, myyntiin ja markkinointiin sekä 2) tuomalla ulkoistetun tuotannon kautta laitevalmistajille joustopisteitä (ml. reagointikyky) niin kapasiteetin kuin kustannustenkin hallintaan.

Incapin valmistamia lopputuotteita ovat muun muassa invertterit, erilaiset ohjausjärjestelmät ja mittausinstrumentit. Vaikka Incapin strateginen fokus onkin lähtökohtaisesti teollisuuselektroniikassa, ei yhtiö arviomme mukaan ylenkatso pienten tuotantosarjojen kuluttajaelektroniikan mahdollisuuksia, kunhan ne vain ovat riittävän houkuttelevia. Tällaisista mahdollisuuksista konkreettisenä esimerkkinä pidämme kevyiden kulkuneuvojen, kuten sähköpotkulautoja ja niiden latausinfrastruktuureja,

jonka uskomme tarjonneen yhtiölle viime vuosina oivia liiketoimintapolkuja. Massavalmistetut kuluttajatuotteet (esim. puhelimet ja tietokoneet) eivät kuitenkaan ole Incapin fokusalueessa.

## Eurooppaa ja suuria asiakkaita

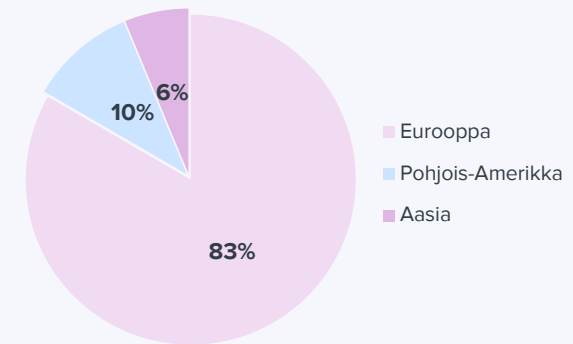
Vuonna 2023 Incapin liikevaihto oli 222 MEUR ja operatiivinen kannattavuus (oik. EBIT-%) toimialan kontekstiin linjattuna erinomaisella 14 %:n tasolla. Maantieteellisesti yhtiön liiketoiminta on Euroopan hallitsemaa, sillä viime vuonna noin 83 % tuli tältä alueelta loppuasiakkaan sijainnin perusteella laskettuna. Toiseksi merkittävin markkina-alue on Pohjois-Amerikka 10 %:n liikevaihto-osuudellaan, kun Aasian osuus liikevaihdosta on 6 %. Vaikka arviomiimme Incapin asiakkaisiin kuuluvat laitevalmistajat ovatkin globaalissa mittakaavassa operoivia yhtiöitä, löytyvät niiden päämarkkinat ensisijaisesti Euroopan rajojen sisäpuolelta. Incapin tuotannon perusteella liikevaihtojakauma olisi erilainen, sillä Intian tehtaat ovat selvästi yhtiön suurin tuotantoyksikkö. Näin ollen Incap operoi vahvasti vientivetoisella liiketoimintamallilla.

Incapin asiakasportfolio on keskittynyt, sillä suurin asiakas toi yhtiön liikevaihdosta vuonna 2023 47 % (2022: 67 %). Inderesin julkisiin lähteisiin perustuvan arvion mukaan suurin asiakas on Victron Energy, mutta Incap ei ole julkistanut asiakkaitaan. Suurin asiakas on myös kasvanut merkittävästi muuta konsernia nopeammin ennen vuoden 2023 varastojen liikakasvusta johtunutta sakkausta. Neljän suurimman asiakkaan osuus liikevaihdosta oli 58 % (2022 74 %), joten muut suuret asiakkaat eivät ole merkittäviä suhteessa



- Yli 30 vuoden operatiivinen historia ja korkealla tasolla oleva teknologiaosaaminen
- Strateginen fokus teknisiltä vaatimustasoiltaan korkeiden ja tuotantosarjoiltaan pienten sovellusten teollisuuselektroniikassa
- Pääosin matalien kulurakenteiden maissa sijaitsevat tuotantolaitokset ja kevyt organisaatorakenne lisäävät kilpailukykyä
- Tehokkaan piirilevyvalmistuksen ohella kyvykkyydet myös laajempiin kokonaistoimituksiin

## Liikevaihdon maantieteellinen jakautuminen 2023



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/8

konsernin kokoluokkaan. Yli miljoonan euroa viime vuonna tuoneita asiakkaita yhtiöllä oli viime vuonna 26 kpl (2022 22 kpl). Kaiken kaikkiaan asiakkaiden lukumäärä pyörii arviomme mukaan useissa kymmenissä. Incapin avainasiakkuudet ovat arviomme mukaan pitkäaikaisia ja monelta osin myös strategisia kumppanuuksia. Siten vaihtuma portfolioissa on lähtökohtaisesti vähäistä.

Incapin keskittynyt asiakasrakenne nostaa Incapin riskiprofiilia suhteessa verrokkeihin, vaikka asiakasportfolio tasoittui selvästi vuoden 2023 aikana, asiakaskeskittymät eivät ole toimialalla huomattavan poikkeavia ja suurien asiakkaiden menettäminen on harvinaista korkeiden vaihdon kustannusten takia. Etenkin suurimman asiakkaan (ts. Victron Energyn) liiketoiminnan suunta vaikuttaa oleellisesti Incapin suuntaan lyhyellä tähtäimellä, eikä varsinkaan liikevaihdon nopea toipuminen ole mahdollista ilman suurimman asiakkaan paluuta kasvuun. Siten heilahduksen vaara on yhä läsnä, vaikka asiakasriskin osittainen realisoituminen ja muut toimet vuonna 2023 tasapainottivatkin vaakaa tältä osin sekä osakkeen että liiketoiminnan näkökulmasta.

## Arvioimme Victron Energyn olevan isoin asiakas

Hollantilainen tehoelektroniikan valmistaja Victron Energy on arviomme mukaan Incapin suurin asiakas. Incap ei julkaise itse asiakkaitaan. Yritys suunnittelee ja myy inverttereitä, latureita ja muita voimansiirtoon liittyviä tuotteita. Yrityksellä on yli 100 työntekijää, joista tuntuva osa on R&D-insinöörejä. Yhtiö on kasvanut alansa merkittäväksi toimijaksi ja sen tuotteita myydään globaalisti.

Victron Energyn tavoitteena on tarjota asiakkailleen luotettavia ja kestäviä ratkaisuja, joilla asiakkaat voivat tuottaa ja käyttää sähköä mahdollisimman tehokkaasti ja ympäristöystävällisesti. Tuotteita käytetään laajasti eri alojen sovelluksissa, ja ne ovat suosittuja veneilijöiden, matkailuajoneuvojen omistajien, teollisuuden ja kotitalouksien keskuudessa. Yrityksen tuotteisiin kuuluvat muun muassa invertterit, laturit, akut, aurinkopaneelit, lataussäätimet ja lisävarusteet.

Yksi Victron Energyn tärkeimmistä kasvualoista viime vuosina on ollut uusiutuvan energian ratkaisut, erityisesti aurinkopaneelit ja aurinkosähkövoimalat. Yhtiö on kehittänyt useita uusia tuotteita, kuten älykkäät lataussäätimet ja aurinkopaneelien optimoijat, jotka auttavat asiakkaita saamaan mahdollisimman suuren hyödyn aurinkovoimasta. Siten vihreä siirtymä on todennäköisesti Victron Energylle merkittävä kysyntäajuri myös jatkossa. Arviomme kuitenkin korkojen nousun ja energian hintojen laskun olleen merkittävä syy sille, että Victron Energyn kasvu jäi vuonna 2023 odotuksia hitaammaksi, mikä taas paljasti yhtiön ylisuuret varastot.

## Victron Energyn kasvu on ollut huimaa

Yrityksen liikevaihto on kasvanut merkittävästi viime vuosina, ja se on laajentanut toimintaansa useille uusille markkinoille ympäri maailmaa. Victron Energyn liikevaihto on kasvanut vuosien 2013-2022 välillä 55 MEUR:sta 566 MEUR:oon eli noin 29 % vuodessa (CAGR), kun vastaavasti liikevoitto on kasvanut samalla ajanjaksolla noin 36 % vuodessa (CAGR). Victron Energy vaikuttaa olevan hyvin kilpailukykyinen toimija omalla

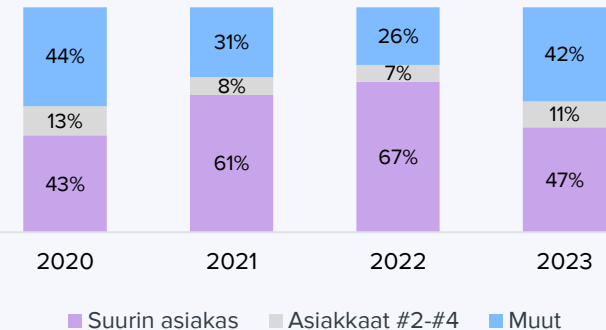
## Potentiaaliset asiakkaat\*



\*Perustuu Inderesin arvioihin potentiaalisista asiakkaista. Incap ei itse julkaise asiakkaitaan.

## Asiakasrakenne

### Osuus liikevaihdosta 2020-2023



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/8

toimialallaan, sillä sen kannattavuus on ollut erinomaisella tasolla voimakkaasta kasvusta huolimatta. Operatiivinen tehokkuus on ollut erinomaista, sillä liikevoitto-% on heilunut 25-35 %:n haarukassa vuosina 2013-2022. Myös yhtiön taloudellinen asema on arviomme mukaan vahva. Varastossa yhtiöllä on ollut vuoden lopussa keskimäärin vajaat 40 % edeltävän vuoden liikevaihdosta vuosina 2013-2022.

Victron Energy:n vuoden 2023 tilinpäätösluvut eivät ole käytössämme. Käsityksemme mukaan yhtiön kasvu kuitenkin jatkui, mutta vauhti on ollut selvästi takavuosia hitaampi. Varastotason arvioimme laskeneen ainakin absoluuttisesti jo melko selvästi vuoden 2023 loppupuolella.

## Luotamme Victron Energy:n liiketoiminnan olevan isossa kuvassa tukevalla pohjalla

Victron Energy:n hyvä asemoituminen vihreään trendiin ja yhtiön valtaosin väkivahva taloudellinen lähistoria lisäävät luottamus Victron Energy:n kykyyn kasvaa kannattavasti myös jatkossa. Tämä on luonnollisesti myös Incapin kasvun ja kannattavuuden näkökulmasta tärkeää. Listaamattomana yhtiönä läpinäkyvyys Victron Energy:n liiketoiminnan kehitykseen ja pitkän tähtäimen tavoitteisiin on kuitenkin erittäin heikko ja yllätyksiä voi tulla jatkossakin eteen sekä hyvässä että pahassa.

Incapin kannalta positiivista on myös, että yhtiöt vaikuttavat olevan aitoja strategisia kumppaneita, sillä siinä missä Victron Energy on Incapin selvästi suurin asiakas, niin Incap on arviomme mukaan Victron Energy:n suurin valmistuskumppani. Incap ei käsityksemme mukaan ole hävinnyt osuutta Victronin toimituksista viime vuonna. Näin ollen

intressi yhteistyön kehittämiseen pitäisi käsityksemme mukaan olla molemminpuolinen (vrt. käsityksemme mukaan Victron ja Incap ovat kehittäneet esim. ennusteprosessia vuoden 2023 ongelmien jälkeen). Tämä ei silti tietenkään poista tosiasiaa, että sopimusvalmistajat tarjoavat asiakkailleen ensisijaisesti joustoa ja tehokkuutta ja näiden perusedellytysten varmistaminen voi lyhyellä aikavälillä vaatia myös epämiellyttäviä toimia Incapin näkökulmasta (vrt. esim. tuotannon merkittävä supistaminen ainakin H2'23-H1'24 Victron Energy:n varastojen alentamiseksi).

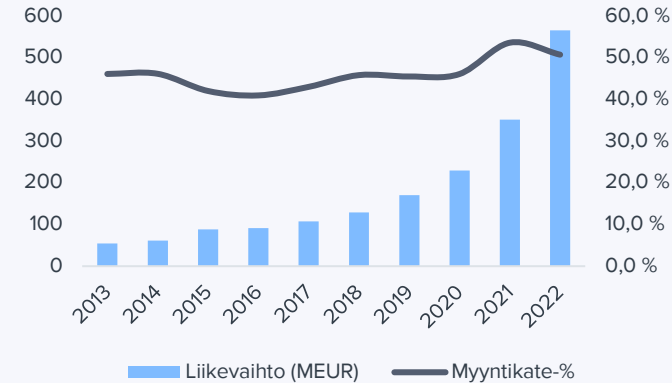
## Yritysstot hajauttaisivat asiakasriskiä

H2'23:n alussa toteutunut Pennatronics-yritysstoto hajautti asiakasriskiä hieman, kun lähtötilanteessa kaupassa tuli noin 30 MUSD uutta liikevaihtoa konserniin. Incapin vallitseva asiakasrakente huomioiden uskommekin riskin lisähajauttamisen olevan yhtiön prioriteettilistalla edelleen korkealla. Nopein tapa asiakasriskin pienentämiselle olisi toki yritysstotojen jatkaminen. Sijoittajien pitää kuitenkin mielestämme varautua sietämään jossain määrin keskimääräistä korkeampaa asiakasriskiä Incapissa toistaiseksi, sillä hyvien yritysstotojen löytämisen aikataulua on vaikea ennakoita.

## Pitkjänteisiä yhteistöitä

Arviomme mukaan yhtiö tähtää kaikkien merkittävämpien asiakkaidensa kanssa pitkäkestoiisiin strategisiin yhteistöihin, jotka mahdollistavat Incapin näkökulmasta omien vahvuuksien hyödyntämisen ja kasvavat tilauskertymät niin volyyymi- kuin arvopohjaisestikin. Tällaisten yhteistöiden luomisessa yksi tärkeimmistä tekijöistä on mielestämme asiakkaan

## Victron Energy B.V. liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys





# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/8

luottamus sopimusvalmistajaan. Sopimusvalmistaja vastaa asiakkaan menestymiselle kriittisistä tuotantotoiminnoista. Näin ollen luottamus onkin arviomme mukaan ansaittava laadukkaan ja toimitusvarman tarjoaman kautta. Vahvistuneiden asiakassuhteiden ohella näissä elementeissä onnistuminen kohottaa näkemyksemme mukaan myös asiakkaan kohtaamia vaihdon kustannuksia ja luovat sopimusvalmistajalle sitä kautta tiettyä kilpailuetua. Toisaalta samat tekijät hidastavat tietenkin myös uusasiakashankinta.

Näkemyksemme mukaan Incap on onnistunut strategisten kumppanuuksien rakentamisessa hyvin, sillä asiakassuhteet keskeisimpien asiakkaiden kanssa ovat olleet pitkäikäisiä ja arviomme mukaan yhtiö on viimeisten vuosien aikana onnistunut voittamaan oleellisen määrän myös asiakaskohtaisia markkinaosuuksia. Myös AWS:n mukana tullut uudempi asiakasportfolio on käsityksemme mukaan kehittynyt samankaltaisesti ja myös Pennatronicsin asiakkaiden kautta yhtiöllä on luultavasti mahdollisuuksia kasvuun eri tehtailla. Tämä luokin yhdessä laajentuneen maantieteellisen jalansijan ja teollisuudenalojen kirjon kanssa Incapille mielestämme hyvän pohjan sekä jo olemassa olevien asiakassuhteiden vahvistamista että omilla alueillaan hyvillä kilpailukyvyillä operoivien uusien strategisten kumppanien ja niiden tuomien pidemmän aikavälin kasvulähtöjen realisoimista ajatellen.

## Tehtaat ovat vastuussa kokonaisuudesta

Incap raportoi liikevaihtonsa ainoastaan konsernitasolla ja maantieteellisiin alueisiin jaettuna. Tuotantolaitoksittain katsottuna Viron ja

Slovakian ja Intian toimitukset suuntautuvat käsityksemme perusteella pääosin Eurooppaan, kun taas Intian, Ison-Britannian ja Yhdysvaltojen yksiköt toimittavat valtaosan Pohjois-Amerikan ja Aasian toimituksista.

Kaikkien yksiköiden tuotanto- ja palvelurepertuaareissa on käsityksemme mukaan varsinaisen volyymituotannon ohella kyvykkyyttä myös esisarja- ja prototyypivalmistukseen, suunnittelun tukeen sekä myynnin jälkeisiin palveluihin. Tavanomaisia eroavaisuuksia yksiköiden asiakas- ja tuotantomixeissä kuitenkin on, sillä arviomme mukaan esimerkiksi Viron ja Ison-Britannian portfolioissa on vakiintuneissa vaiheissa olevien asiakkaiden ohella paljon myös startup-toimijoita. Intiassa ja Slovakiassa asiakkaat taas ovat pääosin elinkaariensa vaiheiltaan kypsempiä yhtiöitä. Yhdysvalloista löytyy molempia. Toki tiettyjen sovellusten erityispiirteistä ja toimialojen paikallisista valmistusklustereista — kuten esimerkiksi lääketieteellisten instrumenttien valmistamiseen vaadittavat sertifikaatit ja Itä-Euroopan autoteollisuuskeskittymä — johtuen tuotantoyksiköiden välillä on luontaisia painopisteroja myös teollisuudenaloittain katsottuna.

Itsenäisinä tulosityksikköinä operoivat tehtaat ovat itse vastuussa tuotannon suunnittelusta, asiakashankinnasta, tarjouslaskennasta, varsinaisista tuotantoprosesseista ja konserniohjeen mukaisesti myös hinnoittelusta. Komponenttien hankinta on puolestaan järjestelty pääosin paikallisten tuotanto-operaatioiden kyljessä toimivien tiimien kautta, joskin konsernitasolla hankintoja koordinoidaan myös



## Tuotantolaitosverkosto 1/2



### Intia

- Tumkurissa on tällä hetkellä kolme yksikköä, joissa lattian kokonaispinta-ala on 26 500 neliömetriä
- Tehtailla oli vuoden 2023 lopussa työntekijöitä yhteensä 1 001
- Fokus erittäin kustannustehokkaassa volyymituotannossa, mutta kyvykkyudet myös esisarjoihin ja muihin tukitoimiin
- Tuotantoportfolio on laaja sisältäen muun muassa muuntajia, UPS-laitteita ja tankkauspäätteiden elektroniikkaa



### Viro

- Kuressaaressa sijaitseva tuotantolaitos palvelee sekä vakiintuneita että startup-vaiheessa olevia toimijoita, joiden ensisijaiset kohdemarkkinat Euroopassa
- Uusien tuotteiden tehokas ylösajo laajan palvelutarjoaman erityisosaamisena
- Tuotantolaitoksen lattiapinta-ala yhteensä noin 7 300 neliömetriä
- Tehtaalla oli vuoden 2023 lopussa työntekijöitä 132
- Tuotantoportfoliossa painopiste korkean teknologisen vaatimustason osa- tai kokonaistoimituksissa

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/8

myös Hongkongin hankintayksikköä hyödyntämällä. Hankintamalli myös toimi myös vuosien 2021-2022 komponenttipullonkaulojen aikaan erittäin hyvin, sillä Incap ei liikevaihdossa ja tuloksessa näkyviä häiriöitä komponenttipulasta kohdannut. Varsinaisesti ylätasolle keskitetyt tukitoimet rajoittuvatkin täten pitkälti IT:n ja taloushallinnon palveluihin.

Näiden tehtyjen valintojen seurauksena Incapin organisaatorakenteesta on hioutunut hyvin ohut (vrt. pääkonttoritoiminnoissa on töissä noin 5 henkeä). Tämä puolestaan on johtanut erittäin mataliin yleiskuluihin, nopeaan operatiiviseen reagointikykyyn ja erinomaiseen kulutietoisuuteen. Pidämmekin juuri näitä elementtejä ja siten kokonaisuudessaan hyvin tehokkaaksi viritettyä toimintamallia Incapin keskeisimpinä kilpailuvaltteina, mitkä yhdessä Intian tuotannon hyvin matalien henkilöstökulujen kanssa mahdollistavat yhtiölle toimialan mittakaavassa huippuluokan kannattavuuden. Huomionarvoista kuitenkin on, että yhtiö on kyennyt ylläpitämään vahvaa kannattavuutta sekä kasvussa aikavälillä 2020-H1'23:n että liikevaihdon sakatessa H2'23:lla. Mielestämme tämä onkin hyvä osoitus siitä, että toimintamallissa on kestävyyttä, vaikka varsinaisesta kestävästä kilpailuedun lähteestä puhumista emme tältä osin kuitenkaan pidä perusteltuna mallin periaatteessa kopioitavissa olevat osat noteeraten. H2'23:n suoritus kertoo myös mielestämme, että myös Intian ulkopuolisilla tehtailla kannattavuus on erittäin vahva toimialan kontekstiin suhteutettuna.

## Peruspilarina piirilevyjen ladonta

Incapin liiketoimintamalli koostuu muutamista

ydinprosesseista ja -toiminnoista, joilla yhtiö pyrkii sekä ottamaan että vakiinnuttamaan paikkansa asiakkaan arvoketjussa. Sopimusvalmistajille tyypilliseen tapaan Incapin toiminnan peruspilari on piirilevyjen ladonta (PCBA). Piirilevyjen ladonnassa erilaisia elektronisia komponentteja nimensä mukaisesti ladotaan ja liitetään kiinni piirilevyyn, jotta siitä saadaan lopputuotteen asettamiin edellytyksiin täsmäävä kokonaisuus. Käsitksemme mukaan Incapin tuotantolaitosten nykyiset linjat ovat kohtuullisen moderneja, mitä heijastellen uskomme myös varsinaisen piirilevyosaamisen olevan kilpailukykyisellä tasolla.

Piirilevyjen ladonnan perustavanlaatuisesta luonteesta huolimatta sen luoma lisäarvo ei arviomme mukaan ole yksittäisenä tai itsenäisenä toimintona tavattoman suuri. Tätä mukaillen kilpailukykyinen piirilevyosaaminen tulee mielestämme mieltää suhteellista etumatkaa tuovan kyvykkyyden sijaan pikemminkin eräänlaisena hygieniatekijänä ja siten perusvaatimuksena lisäarvoltaan korkeampien operaatioiden, kuten Box Build -kokoonten, koko tuotekokonaisuuden elinkaari- ja palveluiden ja muiden räätälöityjen osaprosessien toteuttamista ajatellen. Erityisesti Box Build -kokoonten Incapin osuus loppusovelluksen arvoketjusta on leveä, sillä tällöin yhtiön vastuulla on koko tuotteen valmistaminen (ml. materiaalien hankinta, kaapelointi- ja johtosarjatyt sekä tuotetestaus) ja toimittaminen aina laitevalmistajan jakelukanavaan saakka. Leveän arvoketjuloikon hallitseminen puolestaan tarkoittaa korkeamman lisäarvon ohella myös pelkkää piirilevyloadontaa parempaa asiakaspitoa ja vahvempaa asiakassuhdetta.



## Tuotantolaitosverkosto 2/2



### Iso-Britannia

- Newcastlella sijaitsevalla yksiköllä kattavat resurssit kokonaistoimitusten tarjoamiseen
- Tuotantolaitoksessa lattiapinta-alaa noin 4 400 neliometriä
- Työntekijöitä vuoden 2023 lopussa 172
- Pitkä kokemus erityisesti puolustusväline-, turvallisuus- ja ilmailupuolen asiakkaina



### Slovakia

- Namestovon tuotantolaitos on käytännössä peilikuva Ison-Britannian yksikön kanssa
- Tuotantolaitoksen lattiapinta-ala yhteensä noin 5 200 neliometriä ja Eurooppa toimitusvirtojen loppusijoituspaikkana
- Työntekijöitä vuoden 2023 lopussa 320
- Erityispiirteenä yksi täysin autoteollisuuden palvelemiseen valjastettu tuotantohalli



### USA

- Vuoden 2023 Pennatronics yritysston yhteydessä haltuunotettu tuotantolaitos
- Tuotantolaitoksen lattiapinta-ala yhteensä noin 6 000
- Työntekijöitä vuoden 2023 lopussa 172
- Tehdas palvelee etenkin pohjois-amerikkalaisia asiakkaita useilla eri teollisuuden aloilla

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/8

Elinkaari- ja muut räätälöidyt palvelut pitävät sisällään muun muassa tuote- ja tuotantosuunnittelun tukitoimia, erilaisia testausoperaatioita sekä arviomme mukaan pienessä mittakaavassa myös korjaustöitä. Vaikka varsinainen valmistustoiminta onkin Incapin liiketoimintamallin ydintä ja palveluiden nykyinen osuus liikevaihdosta arviomme mukaan pientä, on palvelukyvykkyyden omaaminen kuitenkin pidemmän aikavälin kokonaistarjoaman kannalta loogista. Palveluiden kautta yhtiö kykeneekin auttamaan sekä elinkaariensa alkuvaiheissa olevia pieniä toimijoita että tarjoamaan isommille laitevalmistajille valmistustoimintoja täydentäviä kokonaisuuksia ja siten järkeviä kasvupolkuja alkuvaiheen tukitoimista ja protosarjoista aina myöhemmän vaiheen volyymituotantoon asti.

Sopimusvalmistajien tuotantolinjat ovat tyypillisesti

standardoituja eikä suhteellisen kilpailuaseman parantaminen saati etumatkan hankkiminen pelkin laiteinvestoinnein ole mielestämme tehtävissä. Incapin tuotantoprosesseissa on kohtuullisista automaatioasteista huolimatta yhä paljon henkilöintensiivisiä vaiheita ja näitä vaiheita hallitsevat henkilöt ovat muuttuvia palasia. Korkea henkilöintensiivisyys ja saumattomasti etenevän prosessivirran tärkeys asettavatkin henkilöstön osaamistasoon kohdistuvat vaatimukset melko korkeiksi. Siten henkilöstön rekrytointi ja siitä kiinni pitäminen ovat tärkeitä osia pitkän aikavälin kilpailukyvyyn muodostumisessa.

## Kova tilauskanta on lyhyt

Sopimusvalmistajan kysynnän vaihtelut voivat olla voimakkaitakin, sillä asiakkaat käyttävät sopimusvalmistajia tyypillisesti puskureina omien loppukysyntöjensä vaihteluille. Arviomme mukaan

Incap sai asiakkailtaan ennen pandemiaa vallinneissa normaaleissa olosuhteissa (ts. komponenttien toimitusaika tavanomainen) sekä varsinaisia tilauksia että ei-sitovia tarve-ennusteita noin 3-6 kuukauden jaksolle. Komponenttipulassa ikkuna venyi 12-24 kuukauteen, mutta komponenttipulan helpotettua vuonna 2023 näkyvyys on käsityksemme mukaan supistunut noin 6 kuukauden horisonttiin.

Tästä kasasta niin sanottujen kovien tilausten kantama on kuitenkin vain muutamien viikkojen mittainen, mikä tekee tilauskannasta rakenteellisesti melko lyhyen. Näin ollen Incapin näkyvyys liiketoiminnan kehitykseen on melko lyhyt, vaikka etenkin asiakasportfolion kypsemmässä päässä majoilevien asiakkaiden liiketoiminnat ovat arviomme mukaan kohtuullisen



## Asiakasprosessi

### Suunnittelu- ja kehitystyö

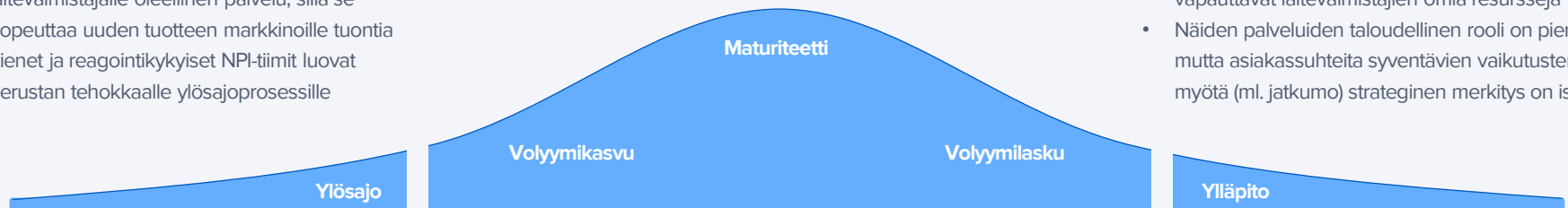
- Asiakkuuden ylösajon keskiössä suunnittelu- ja validointitöiden sekä lyhyiden tuotantosarjojen kautta valmistettavat uusien tuotteiden prototyypit
- Tehokas NPI-prosessi (New Product Introduction) laitevalmistajalle oleellinen palvelu, sillä se nopeuttaa uuden tuotteen markkinoille tuontia
- Pienet ja reagoitukykyiset NPI-tiimit luovat perustan tehokkaalle ylösajoprosessille

### Tuotanto

- Luotu asiakasarvo sitä suurempi, mitä isompi osa koko tuotteen arvoketjusta on sopimusvalmistajalla
- Aikajänne protosarjoista varsinaiseen volyymituotantoon aina asiakaskohtainen

### Myynnin jälkeinen työ

- Korkean teknologian jälkimarkkinakyvykkyys on looginen osa elektroniikkatuotteiden koko elinkaaren kattavaa palveluportfoliota
- Muiden operaatioiden tapaan ylläpitotoimet vapauttavat laitevalmistajien omia resursseja
- Näiden palveluiden taloudellinen rooli on pieni, mutta asiakassuhteita syventävien vaikutusten myötä (ml. jatkumo) strateginen merkitys on isompi



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 7/8

ennustettavia viime vuosien kaltaisia poikkeusoloja lukuun ottamatta. Kovan tilauskannan rakenteesta huolimatta tarvittavat komponentit hankitaan etupainotteisesti ennen ennusteiden kääntymistä tilauksiksi. Varsinaista riskiä Incap ei kuitenkaan komponenttihankinnoissaan ota, sillä asiakkaat ovat lähtökohtaisesti sitoutuneet ostamaan hankitut komponentit omakustannehintaan, jos he peruvat tuotetilauksen komponenttitilauksen tekemisen jälkeen. Komponenttien ajoittaisista saatavuusongelmista (esim. vuoden 2022 tilanne) johtuen niiden markkinahinnat voivat heilahtella voimakkaastikin. Incapin soveltama ja sopimusvalmistajille tyypillinen kulupohjainen hinnoittelumalli kuitenkin mahdollistaa nousseiden materiaalikustannusten siirtämisen asiakkaille nopeillakin aikatauluilla. Varsinaiseksi hinnoitteluvoimaksi tätä ei silti tule luokitella, sillä hinnoittelumallin molempiin suuntiin toimivaa rytmiä mukaillen materiaalikustannusten laskut siirretään vastaavalla tavalla asiakkaiden hyödyiksi. Incapin kannalta tärkeää onkin saada materiaalien jälkeen riittävä ja mielellään vakaa kate, jotta puhtaammin yhtiön omissa näpeissä olevien kulujen vähentämisen jälkeen jäljelle voi jäädä tavoitteiden mukainen marginaali. Käyttöpääoman tasoon komponenttien hintojen heilahtelut voivat kuitenkin lyhyellä aikavälillä vaikuttaa.

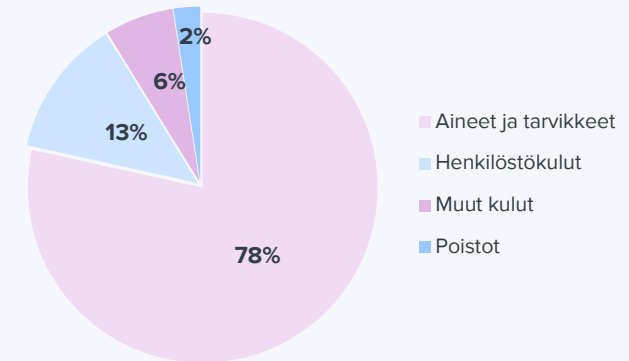
Lisäksi tilauskannan lyhyt rakenne voi jossain määrin vaikeuttaa tilaus/toimitus-ketjun hallittavuutta olosuhteissa, joissa vahvistetut kovat tilaukset poikkeavat merkittävästi annetuista tarve-ennusteista. Tämän taustalla on se, että lyhyellä aikavälillä kapasiteetin jousto on rajallinen etenkin silloin, kun kovat tilaukset jäävät tarve-ennusteita

matalammiksi. Päinvastaisessa tilanteessa kapasiteetin jousto käsityksemme mukaan sen sijaan on tietyin reunaehdoin varsin hyvä, sillä tuotantovuoroja on esimerkiksi mahdollista lisätä. Näin ollen operatiivisten joustopisteiden säilyttäminen ja luominen on tärkeää nykyisellä liiketoimintamallilla.

## Kulurakenne rajoittaa kasvun skaalautumista, mutta mahdollistaa korkean marginaalin

Incapin kulurakenteesta kiinteiden kulujen osuus on hyvin pieni, sillä elektroniikkavalmistuksen perusluonteesta ja myös yhtiön toimintakulttuurista johtuen suurin osa kustannuksista on muuttuvia materiaalikuluja. Arviomme mukaan yhtiön kokonaiskustannuksista noin 85-90 % on muuttuvia, kun taas kiinteän puolen osuus kokonaisuudesta on noin 10-15 %. Matalaa kiinteiden kustannusten määrää selittää etenkin kaksi tekijää: 1) yhtiöllä ei ole perinteistä ja matriisiorganisaatiota, vaan paikalliseen päätöksentekoon perustuvasta organisaatorakenteesta on trimmattu hyvin kevyt, sekä 2) sopimusvalmistajan toimintamalli ei laitevalmistajien tapaan vaadi taakseen isoja tuotekehitysresursseja, niiden sitomia kiinteäpalkkaisia henkilöstömassoja ja muita kiinteitä kulukeskittymiä. Koska yhtiön toimintakulttuuri on erittäin kulutietoinen ja tämä tietoisuus on pitänyt pintansa kovissakin kasvuvaiheissa, uskomme kulurakenteen voivan pysyä vielä melko pitkään nykyisen kaltaisena. Kevyen kulurakenteen seurauksena Incapin realisoitavissa olevat skaalaedut ovat rajalliset, eikä liikevaihdon

## Kustannusrakenne 2023



## Pääoman sitoutuminen



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 8/8

kasvu skaalautuu tietyn perustason saavuttamisen jälkeen juurikaan. Tuotemix voi heiluttaa varsinkin kvartaalitasoon kannattavuuksia 1-2 %-yksiköllä.

Kevyen kustannusrakenteen ja nopean reagointikyvyn kautta yhtiöllä on joustoa laskevaa volyymitasoa vastaan, kuten H2'23:lla nähtiin. Kevyt kustannusrakenne ja järkevät joustopisteet luovat Incapille mielestämme erinomaiset lähtökohdat korkean marginaalitasoon saavuttamiselle laskevankin liikevaihtotason ympäristössä. Tämä taas on suotuisa asia kokonaisriskiprofiiliin kannalta.

## Pääomatarpeet ovat rajallisia

Vuonna 2023 kiinteän pääoman (ml. IFRS 16:n mukaiset omaisuuserät) osuus liikevaihdosta oli noin 13 %, mitä voidaan pitää maltillisena tasona (ml. luvussa mukana koko Pennatronicsin omaisuus ja vain H2:n liikevaihto). Taseen loppusummaan suhteutettuna kiinteän pääoman osuus oli 12 %. Myös tämä indikoi liiketoiminnan matalaksi luokiteltavasta pääomatarpeesta. Kiinteän pääoman matala tarve selittyy etenkin sopimusvalmistuksen luonteella, joka on henkilöintensiivistä ja laitekannaltaan huomattavasti esimerkiksi prosessiteollisuutta kevyempää. Tätä heijastellen toimialan kiinteät laiteinvestoinnit onkin tyypillisesti kyetty toteuttamaan varsin lineaarisesti kasvavan kysynnän mukana, mikäli vain tehtaiden seinä- ja lattiatiloissa on varaa. Tämä on vastaavasti tuonut sopimusvalmistajien kapasiteetti-investointeihin tiettyä liikkumatilaa suhteessa kulloiseenkin kysyntänäkymään (vrt. prosessiteollisuuden etupainotteiset investoinnit). Dynamiikka on siis sekä tehostanut sopimusvalmistajien pääoman

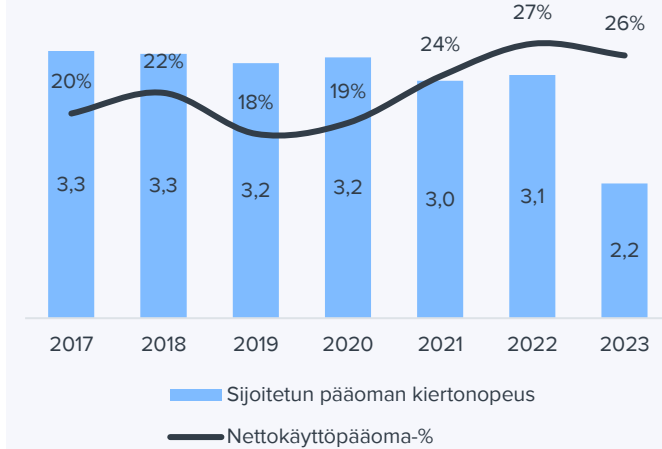
käyttöä että edesauttanut yhtiöitä välttämään katetasojen kannalta ikävät ylikapasiteetti-tilanteet.

Nettokäyttöpääomaa Incapin toimintaan on tyypillisesti sitoutunut 20-25 %. Viimeisen vuoden jaksolla yhtiön myyntisaamisten ja ostovelkojen kiertoajat olivat optimaaliset (myyntisaamiset < ostovelat). Tämä on sopimusvalmistajan yleisesti ottaen haastava arvoketjuasema huomioiden mainio suoritus. Kokonaisuutena käyttöpääoma-% on kuitenkin ollut nousussa (vrt. komponenttipula 2021-2022), vaikka Pennatronicsin osto keskellä heikensikin tunnuslukua teknisesti vuonna 2023. Arvioimme, että Intian tehtaan liikevaihto-osuuden kasvulla ajan yli voi olla lievä käyttöpääomaa sitova taipumus, kun Intiasta toimitetaan suuria määriä Eurooppaan.

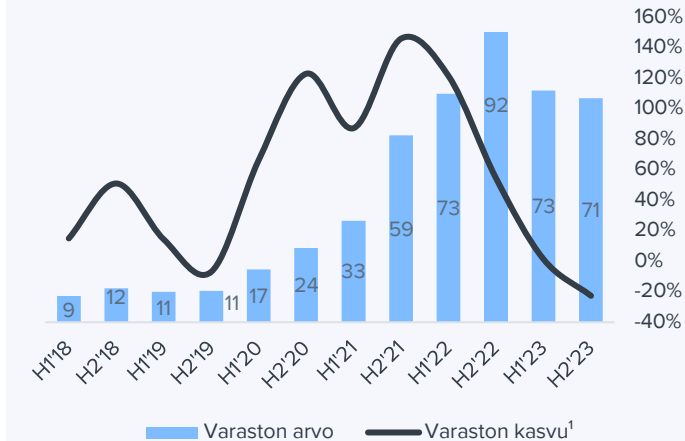
Incapin toiminta onkin käyttöpääomaintensiivistä, sillä viime vuosien toteutuneilla numeroilla Incap on yksinkertaisten saanut 1 MEUR:n liikevaihdon kasvusta käyttökattetta noin 0,15 MEUR ja käyttöpääomaan on sitoutunut noin 0,25 MEUR. Siten Incapin vuosien 2021-2022 voimakkaan orgaanisen kasvun aikana yhtiö ei juuri tuottanut liiketoiminnan rahavirtaa väkivahvasta tuloksesta huolimatta vaan tulos on sitoutui varastoon. Viime vuoden volyymin laskun hopeareunus kuitenkin oli, että kassavirta parani etenkin Q4:llä vuolaaksi. Lyhyellä tähtäimellä tulos- ja kassavirta voivat jatkossakin kertoa eri tarinoita, mutta suurempaa huolta asiasta ei mielestämme tarvitse kantaa.

Kokonaisuutena tarkastellen normaalissa kasvuvauhdissa maltillinen pääoman sitoutuminen on positiivinen tekijä, sillä pääomatehokkuus luo mainion perustan korkealle sijoitetun pääoman tuotolle ja täten omistaja-arvon luomiselle.

## Pääoman sitoutumisen kehitys

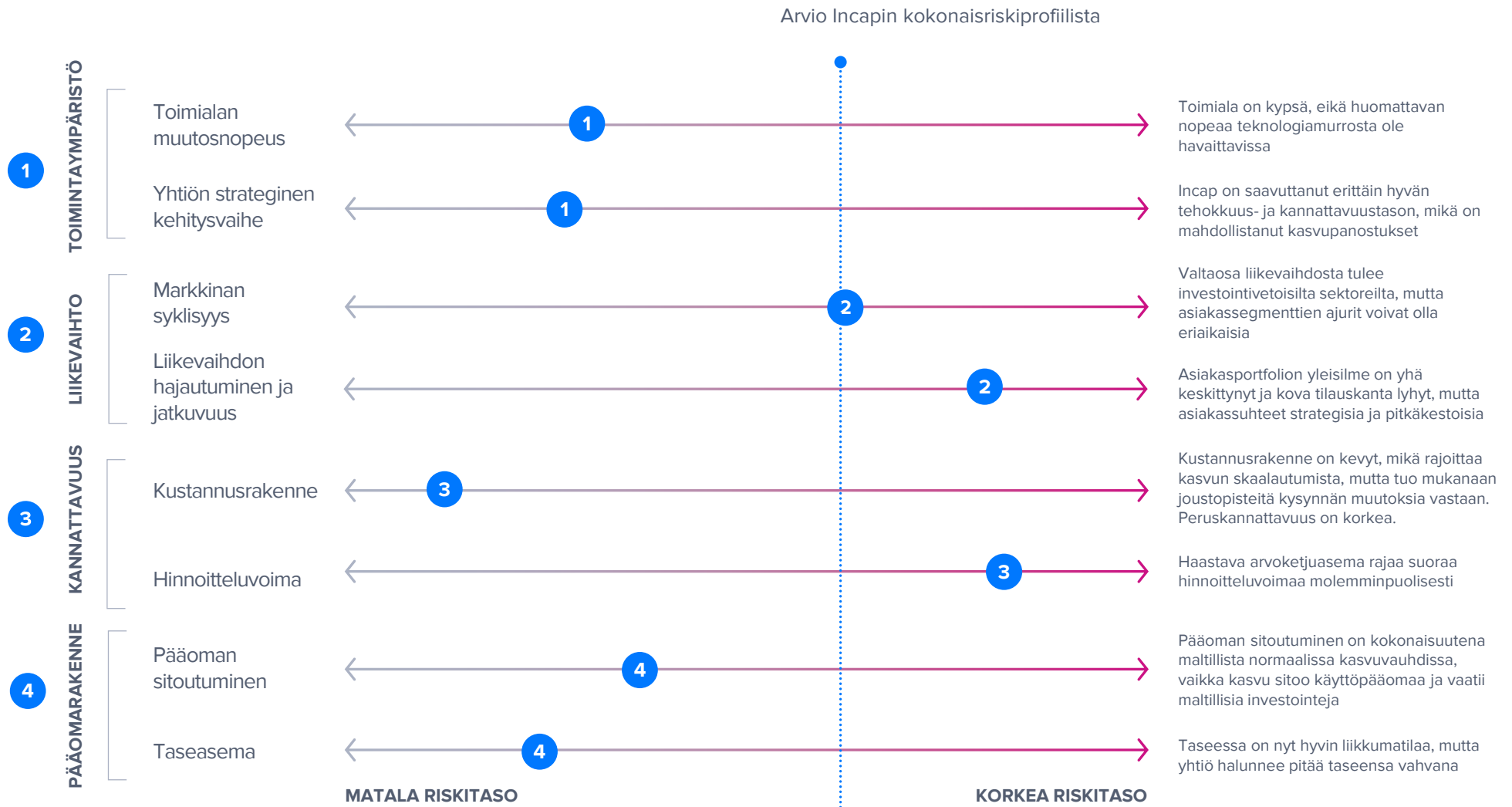


## Varaston kehitys



Lähde: Incap, Inderes  
<sup>1</sup>Kasvu vuoden takaiseen nähden

# Liiketoimintamallin riskiprofiili



# Toimiala ja kilpailukenttä 1/6

## Kokonaismarkkina on valtava

Eri tutkimusyhtiöiden arvioiden mukaan globaalien elektroniikkatuotannon yhteenlaskettu liikevaihto oli vuonna 2022 noin 2200 miljardia dollaria. Koko markkina voidaan jakaa siinä toimivien yhtiöiden liiketoimintamallien perusteella neljään osaan: laitevalmistajiin (OEM-yhtiöt), ulkoistetun suunnittelun ja valmistuksen tarjoajiin (ODM-yhtiöt), sopimusvalmistajiin (EMS-yhtiöt) sekä komponenttien jakelijoihin (tekniset tukkurit ja jälleenmyyjät). Nämä toimintamallit eroavat toisistaan sen suhteen, minkälaiset alla olevat arvoketjut ovat ja kuka lopputuotteen immateriaalioikeudet omistaa. Koska Incap itse on sopimusvalmistaja, ei yhtiöllä ole itsenäistä ja täysin asiakkaasta riippumatonta tuotekehitystä. Täten yhtiö ei myöskään omista valmistamiensa tuotteiden oikeuksia. Eri toimintamallit, jakelijoita lukuun ottamatta, kilpailevat kuitenkin jossain määrin toistensa kanssa (mm. valmista / osta - päätöksenteko), minkä takia Incapille relevantin kohdemarkkinan alkupisteenä on mielestämme järkevä katsoa koko elektroniikkamarkkinaa.

Varsinaisen sopimusvalmistusmarkkinan on puolestaan arvioitu olevan reilun 550 miljardin dollarin suuruinen. Vaikka Incap ei olekaan läsnä kaikissa markkinan segmenteissä, pelikenttä on Incapin omaan kokoluokkaan suhteutettuna valtava. Näin ollen emme näe sen rajaavan yhtiön kasvumahdollisuuksia.

## Aasia kokoluokaltaan suvereeni

Maantieteellisesti tarkasteltuna Aasia on markkinan ykkönen. Toimialan suurimmat aasialaiset yhtiöt kuten Hon Hai (Foxconn),

Pegatron ja Compal vastaavat noin puolesta koko globaalien toimialan liikevaihdosta.

Eurooppalaisten elektroniikkavalmistajien markkina on selvästi pienempi ja hajanaisempi, sillä alan 30 suurinta eurooppalaista yhtiötä vastaavat vain noin 2 %-3 % koko toimialan liikevaihdosta. Aasian hallitsevan osuuden taustalla on alueen historiallisesti kehittyneitä talouksia matalampi kustannustaso, joka on omien hintakilpailukykyjen säilyttämiseksi houkutelut alueelle laitevalmistajia ja niiden alihankintaketjuja. Aasian sisällä kuludynamiikka on kuitenkin viimeisen vuosikymmenen aikana elänyt, sillä etenkin Kiinassa voimakkaasti kohonneet kustannukset ovat ohjanneet uutta ja siirtäneet vanhaa tuotantoa edullisimmille alueille, kuten Intiaan ja Vietnamiin. Nousseen kulutason ohella tätä siirtymää on edesauttanut myös Kiinaan liittyvät kauppa- ja geopoliittiset jännitteet, koronapandemian pintaan nostamat tuotantoketjujen keskittymisriskit sekä laitevalmistajien kohonnut tietoisuus toimitusketjujen kokonaiskustannuksiin liittyen. Itä-Euroopassa työvoima puolestaan maksaa karkeasti 30-40 % läntisiä alueita vähemmän, joskin myös siellä palkkainflaatio on ollut kovaa.

Toiminnan henkilöintensiivisyyden ja vallalla pysyvän hintapaineen myötä uskomme varsinaisen volyymituotannon painottuvan myös jatkossa matalien kustannustasojen alueille. Tätä mukaillen länsimaisten tuotantolaitosten ensisijaisena roolina onkin arviomme mukaan keskittyä kapeampien ja korkeampien vaatimustasojen niche-segmentteihin, nopeisiin toimituksiin sekä tuotekehityssarjoihin.



## Toimialan ansaintamallit

OEM	ODM
<ul style="list-style-type: none"><li>• Laitevalmistajia, jotka omistavat lopputuotteiden brändin ja immateriaalioikeudet</li><li>• Ydintoimintoina tuotekehitys, suunnittelu ja myynti</li><li>• Hyvä arvoketjuasema ja hinnoittelukyky</li><li>• EMS-yhtiöiden asiakkaita</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Laitevalmistajia, joiden lopputuotteet uudelleen brändätään OEM-yhtiön alle</li><li>• Omistavat itse immateriaalioikeudet</li><li>• Ydintoimintoina tuotekehitys, suunnittelu ja valmistus</li><li>• Voivat hyödyntää EMS-yhtiöiden resursseja</li></ul>
EMS	Jakelijat
<ul style="list-style-type: none"><li>• Sopimusvalmistajia, jotka eivät omista valmistamiensa tuotteiden immateriaalioikeuksia</li><li>• Ydintoimintoina valmistus ja siihen liittyvät tukitoimet (mm. materiaalihankinta)</li><li>• Tarjoavat OEM-yhtiöille suoria kustannus- ja kapasiteettihyötyjä</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Tukkureita tai jälleenmyyjä, jotka keskittyneet komponenttien myyntiin ja tekniseen tukeen</li><li>• Ei omaa suunnittelua / valmistusta ja kilpailukyky päämiesportfolion ajamaa</li><li>• Globaalilla tasolla jakelijoiden lukumäärä on massiivinen</li></ul>

# Toimiala ja kilpailukenttä 2/6

Toisaalta asteittain lähemmäs laitevalmistajien tuotekehityksiä ja loppumarkkinoita siirtyvien tuotantoketjujen, tuotantoketjujen hajauttamistarpeen sekä tuotantoteknologioiden jatkuvan kehityksen (mm. automatisaatio) tulisi tukea länsimaisten yksiköiden strategisia rooleja ja kilpailukykyä volyymituotantoakin silmällä pitäen.

## Markkinassa neljä lohkoa

Markkina voidaan jakaa neljään segmenttiin, jotka ovat kuluttajaelektroniikka, teollisuuselektroniikka, elektroniset komponentit ja julkisen sektorin elektroniikka (esim. maanpuolustus).

Kuluttajaelektroniikassa sovellusten tekninen vaatimustaso ei ole yleensä tavattoman korkea, mutta toimituserät ovat suuria (low mix / high volume). Tässä lohossa menestyvät sopimusvalmistajat ovat kokoluokiltaan valtavia ja mittavat tuotantoresurssit omaavia toimijoita. Kuluttajaelektroniikassa tuotesykliit ovat lisäksi lyhyitä – noin 2-3 vuoden mittaisia – ja kilpailu luonteeltaan hintavetoista ja raastavaa.

Incap on asemoitunut teollisuuselektroniikkaan, jossa tuotetekninen vaatimustaso on yleisesti ottaen korkea ja toimituserät keskimäärin selvästi kuluttajaelektroniikkaa pienempiä (high mix / low volume). Teollisuuselektroniikassa tuotesykliit voivat olla jopa 20-30 vuoden mittaisia, mikä tekee sopimusvalmistajasta OEM-yhtiölle strategisesti tärkeän kumppanin ja korostaa myös oman tuotekehitysosaamisen ja myynnin jälkeisen asiakaspalvelun roolia. Tämä puolestaan tekee teollisuuselektroniikan kilpailutilanteesta terveemmän luoden pienemmillekin toimijoille houkuttelevia liiketoimintamahdollisuuksia.

Vaikka teollisuuselektroniikassa volyymit ovat

pääasiassa matalampia ja kuluttajaelektroniikassa korkeampia, löytyy segmenttien sisältä poikkeuksia. Myös Incapiltä löytyy joitain kuluttajatuotteita portfolioissa eikä niiden potentiaalia ole syytä ylenkatsoa.

## Kasvukuva on oiva

Markkinan kasvua ajaa etenkin maailman sähköistyminen. Tätä puolestaan ohjaa elintason nousu, digitalisaatio, väestön ikääntyminen sekä vihreä siirtymä. Näiden tekijöiden tukemana kokonaismarkkina on eri tutkimusyhtiöiden mukaan kasvanut noin 4-5 % vuodessa. Myös lähivuosina kasvuvauhdin odotetaan pysyvän terveenä, vaikka lyhyellä aikavälillä taloustilanteen heikentyminen, inflaatio ja korkeahko korkotaso painanevat vielä vuoden 2024 näkymiä. Vihreä siirtymä ja siten pidemmäksi aikaa kasvavat investoinnit voivat olla potentiaalinen ajuri väliaikaisen tasaantumisen jälkeen.

Maantieteellisesti kasvun on arvioitu olevan vauhdikkainta Aasiassa, jonka uskotaan yltävän 4-6 % vuotuiseseen kasvuun. Euroopassa ja Pohjois-Amerikassa markkinatason kasvun on sen sijaan arvioitu jäävän 2-3 % tasolle yleistalouden hitaampaa kehitystä mukaillen.

Globaalien ajureiden ohella toinen markkinaa viime vuosina ohjannut voima on ollut laitevalmistajien ulkoistamisasteen nousu. Tämän teollinen logiikka on hyvin selkeä, sillä tuotannon ulkoistaminen vapauttaa laitevalmistajien resurssuja omiin ydintoimintoihin tuoden samalla suoraa kustannussäästöjä. Ulkoistettu tuotanto mahdollistaa OEM-yhtiöille myös paremman kapasiteetin- ja kassavirranhallinnan, kun investointeja voidaan siirtää ja kasvavaan

kysyntään vastata sopimusvalmistajien resurssuja hyödyntämällä. Tätä dynamiikka heijastellen OEM-yhtiöt voivat lisäksi saavuttaa tiettyjä kulupuolen joustoja tyypillisesti melko kiinteisiin kustannusrakenteisiinsa. Näistä tekijöistä johtuen sopimusvalmistajien aggregaattitason kasvu on ollut viime vuosina koko elektroniikkamarkkinaa vauhdikkaampaa. Uskomme tilanteen pysyvän jatkossakin samanlaisena juuri edellä mainittuja kokonaishyötyjä heijastellen.

Teollisuuselektroniikassa ulkoistamisaste on ollut selvästi kuluttajaelektroniikkaa matalampi, sillä pienemmät ja vaativammat toimituserät nostavat kynnystä tuotannon suurelle ulkoistamiselle. Arvioimme kuitenkin, että sopimusvalmistajien tarjoamien hyötyjen myötä omien valmistusresurssien pienentäminen kasvattaa suosiotaan myös teollisuuselektroniikan laitevalmistajien ja erityisesti markkinoille tulevien uusien yhtiöiden keskuudessa (ts. ei halua tehdä ison kokoluokan tuotantoinvestointeja). Tätä peilaten uskomme, että kasvavaa kysyntää tullaan enenevässä määrin ohjaamaan sekä laatutasonsa että toimitusvarmuutensa osoittaneille sopimusvalmistajille. Tämä evoluutio luo kyvykkäille sopimusvalmistajille edellytykset myös omien arvoketjuasemien vahvistamiselle, sillä arviomme mukaan kysynnän painopiste tulee vaiheittain siirtymään pelkästä piirilevyladonnasta kohti lisäarvoltaan suurempia kokonaistoimituksia. Tällä hetkellä Teollisuuselektroniikan ulkoistamisaste on käsityksemme noin 35 %, joten ulkoistamisasteen pienikin nousu tarjoaisi sopimusvalmistajille suuressa markkinassa paljon uusia liiketoimintamahdollisuuksia.



# Toimiala ja kilpailukenttä 3/6

## Incap on vahvoilla

Teollisuuselektroniikan pitkän aikavälin kasvu- ja kannattavuuspotentiaali huomioiden pidämme Incapin asemoitumista järkevänä. Lisäksi Incap on kokonaismarkkinaa suhteutettuna pieni toimija, eikä se siten ole riippuvainen markkinatason kasvuvauhdista, vaikka yhtiö ei myöskään operoi tyhjiössä. Täten kokonaismarkkinan kasvaessa voi Incapia suurempien toimijoiden katveeseen jäädä hyvinkin houkuttelevia niche-segmenttejä. Toki taas markkinakasvun hyytyminen olisi mitä todennäköisimmin seurausta yleistalouden nikottelusta ja se vaikuttaisi asiakkaiden kohtaamien liiketoimintahaasteiden kautta jonkinlaisella voimalla myös Incapin omiin tuotantovolyymeihin ja sitä kautta tulosriveihin.

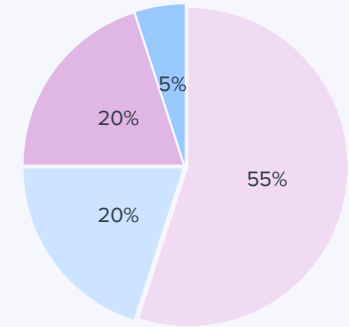
Incapin tuotantolaitosverkoston rakenne on mielestämme hyvä, sillä yhtiö kykenee tarjoamaan globaaleille ja sellaisiksi pyrkiville asiakkailleen loogisen reitin tuotekehityksen lähellä valmistetuista protosarjoista aina kulutehokkaaseen ja loppumarkkinoiden kyljessä sijaitsevaan volyymituotantoon useilla mantereilla. Erityisesti maailman suurimmassa demokratiassa sijaitsevat Intian tuotantolaitokset ovat yhtiölle merkittäviä valttikortteja paikallisen markkinan massiivisuuden, otollisen sijainnin (ts. Kiina-riskien noususta hyötyminen) ja ihailtavaksi viritetyn suorituskyvyn myötä, vaikka vuoden 2023 haasteet osuivatkin juuri Intiaan. Nämä tekijät, olemassa oleva investointikyvykyys sekä kokonaistoimituksiin taipuva toimintamalli huomioiden pidämme Incapin asemaa suhteessa kohdemarkkinaa ja sitä muokkaaviin voimiin perustellusti vahvana.

## Kilpailua piisaa

Toimialan ansaintalogiikasta, sopimusvalmistajien arvoketjuasemista ja siten rajallisista hinnoitteluvoimista johtuen kilpailuympäristön perusluonne on kova. Tästä huolimatta toimialan asiakaspysyvyys on tyypillisesti ollut hyvä. Tätä tukee arviomme mukaan etenkin se, että sopimusvalmistajan vaihtamisesta koituvat kustannukset voivat nousta korkeiksi, minkä vuoksi asiakkaat pyrkivät pitäytymään samoissa toimittajissa. Laittevalmistajat vaihtavatkin sopimusvalmistajiaan vain painavien syiden, kuten esimerkiksi laatuongelmien, jatkuvasti venyvien toimitusaikojen ja pysyvän hintakilpailukyvyn menettämisen vuoksi. Korkeilla vaihdon kustannuksilla on myös varjopuolensa, sillä ne vaikeuttavat uusasiakashankintaa.

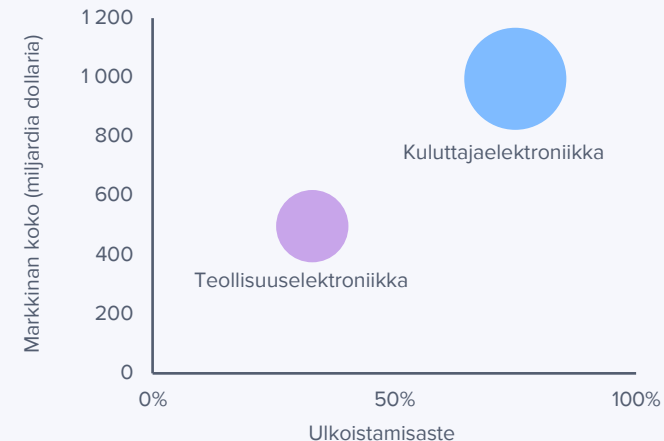
Toiminnan globaalista rakenteesta huolimatta asiakassuhteiden paikallisuus on säilynyt vahvana. Tästä syystä Incapilla on arviomme mukaan asiakkaina paljon pohjoiseurooppalaisia, isobritannialaisia, yhdysvaltalaisia ja Baltian maista tulevia asiakkaita, kun taas esimerkiksi keskieuropalaisilla valmistajilla asiakasportfoliot koostuvat selvemmin paikallisten kohdemarkkinoiden toimijoista. Siten Incapin kilpailukenttä vaihtelee alueellisesti ja taistoja käydäänkin tyypillisesti eri yhtiöiden kanssa Euroopassa, Pohjois-Amerikassa ja Aasiassa. Alueellisten tekijöiden lisäksi kilpailutilanteeseen vaikuttaa myös alla oleva teollisuudenala (ts. kilpailijoiden asemoitumiset) sekä asiakkaan kokoluokka ja ratkaisutarve.

## Markkinan maantieteellinen jakautuminen



■ Aasia ■ Eurooppa ■ Pohjois-Amerikka ■ Muut

## Markkinan ulkoistamisasteet



# Toimiala ja kilpailukenttä 4/6

## Kolmen kerroksen kisailu

Sopimusvalmistajat on tyypillisesti jaettu liikevaihtoperusteisesti kolmeen ryhmään. Suurimmat yhtiöt (liikevaihto > 1 000 MEUR) toimivat laajasti läpi elektroniikkateollisuuden segmenttien, minkä lisäksi yhteinen nimittäjä näille toimijoille on etenkin matalan kustannustason alueilla sijaitsevat massiiviset tuotantoresurssit. Suuresta koostaan johtuen nämä toimijat ovat tyypillisesti operoineet pääosin low mix / high volume -segmenteissä, eivätkä ne siten ole Incapille kovinkaan relevantteja kilpailijoita. Täysin näitä yhtiöitä ei kuitenkaan voida sivuuttaa, sillä toimijoiden laajat operaatiot ulottuvat väistämättä Incapille tärkeille asiakasaloille. Taloudellisten resurssiensa puitteissa suuryhtiöillä on väkevää investointikykyä ja siten edellytyksiä kilpailukentän vallitsevan dynamiikan muuttamiselle, mutta Emme silti pidä tätä akuuttina uhkana Incapille.

Toisessa kerroksessa olevien yhtiöiden liikevaihto on vuositasolla 200 - 1 000 MEUR. Nämä yhtiöt operoivat tyypillisesti globaaleilla toimintamalleilla, mutta ovat keskittyneet yhteen tai useampaan markkinasegmenttiin. Kuluttajaelektronikan massatuotannot ovat pääosin näiden toimijoiden kyvykkyyksien ulkopuolella, mutta joustavuudet ja ketteryydet ovat kuitenkin vielä riittäviä tuomaan kilpailukykyä pienempien valmistuserien ja räätälöidyn asiakaspalvelun suunnalla. Mielestämme suuri osa keskeisimmistä kilpailijoista tulee tästä lohkoista. Keskiuurista yhtiöistä mainitsemisen arvoisia nykyisiä tai tulevia kilpailijoita ovat arviomme mukaan muun muassa suomalainen Scanfil, norjalainen Kitron,

saksalaiset BMK Electronics ja Katek, ruotsalaiset Note ja Hanza sekä sveitsiläiset Enics ja Cicor.

Kolmannessa kerroksessa ovat puolestaan alle 200 MEUR:n liikevaihtoa tekevät toimijat. Tämän kokoluokan yhtiöiden resurssit ovat jonkin verran keskisuuria valmistajia kapeammat, mitä peilaten myös niiden palvelutarjoamat saattavat olla suppeampia. Lisäksi näillä yhtiöillä suurimpien asiakkaiden osuus koko portfoliosta voi olla erittäinkin suuri. Pienemmässä päässä olevien yhtiöiden keskeisimmät kilpailuvaltit kulminoituvat puolestaan ketteryyteen ja joustavuuteen, erikoistuotteisiin sekä nopeisiin läpimenoaikoihin. Näistä yhtiöistä Incapin kanssa kilpailee muun muassa ruotsalainen Inission, ranskalainen Lacroix, suomalaiset Kyrel ja Darekon sekä isobritannialaiset JJS Manufacturing ja SMS Electronics. Lisäksi Incap kisailee sekä useiden proto- ja piensarjatutantoihin erikoistuneiden pienten paikallisten toimijoiden että laitevalmistajien omien tuotantojen kanssa.

## Konsolidaatio muokkaa kilpailukenttää

Kokonaisuudessaan toimiala on hyvin hajanainen, sillä pelkästään Euroopassa on yli 2000 sopimusvalmistajaa. Aasiassa lukumäärä on vielä suurempi, vaikka liikevaihdolla mitattuna ala on Aasiassa keskittyneempi suuriin toimijoihin. Toimijoiden runsas lukumäärä ja pyrkimykset arvoketjuasemien kohentamiseksi ovatkin viime vuosina ohjanneet toimialan konsolidoitumista. Arviomme mukaan tämä tulee myös jatkossa olemaan kilpailukentän rakenteeseen vaikuttava ominaisuus taustalla vaikuttavien ajureiden

teollisia logiikkoja (mm. hankinnan mittakaavaetujen tavoittelu) heijastellen. Incapin kannalta toimialan rakenne on suotuisa asia, sillä se tarjoaa runsaasti yritysjärjestelymahdollisuuksia.

## Incap on toimialan kärkeä

Incapin kannattavuustaso on toimialan kärkipäätä, mikä on mielestämme konkreettinen osoitus sekä onnistuneesta strategisesta asemoitumisesta että keskeisimpien vahvuuksien purevuudesta ja toki myös suurimman asiakkaan liiketoiminnan keskimäärin vahvan kasvun yhtiölle antamasta myötätuulesta. Korkea kannattavuus ei kuitenkaan kumpua suhteellisesta hinnoittelusta, sillä Incapin myyntikate on toimialaan linjattuna tavanomaisella tasolla. Näin ollen oikean asemoitumisen säilyttäminen ja etenkin operatiivisesta tehokkuustasosta kiinni pitäminen ovat jatkuvan hintapaineen värittämässä toimintaympäristössä välttämättömiä toimenpiteitä. Tätä taustaa vasten emme pidä todennäköisenä sitä, että Incap kykenisi lähivuosina marginaalitasoan oleellisesti (> 2 %-yksikköä) nostamaan vaan saavutetun 13-15 %:n tason ylläpitäminen olisi jo hyvä suoritus.

Toimialan matalasta pääomaintensiteetistä johtuen kohtuullisen ohuillakin voittomarginaaleilla on mahdollista tehdä pääoman tuottovaadetta korkeampaa tuottoa. Kilpailijoitaan paremman kannattavuuden ja tehokkaan pääoman käytön myötä Incapin sijoitetun pääoman tuotto on ollut viime vuosina erinomaisella ja melko selvästikin kilpailijoita korkeammalla tasolla. Täten Incap kuuluu numeroiden perusteella mielestämme yhdeksi toimialan laadukkaimmista pelureista.

# Toimiala ja kilpailukenttä 5/6

## Valikoituja sopimusvalmistajia



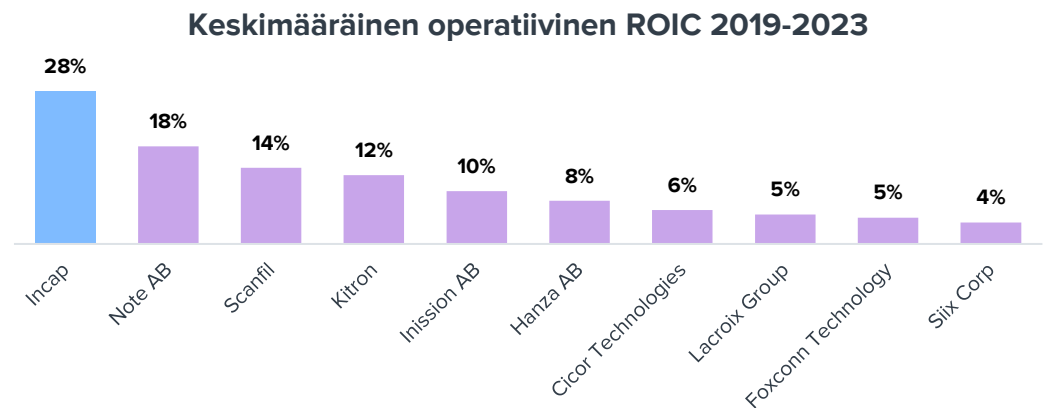
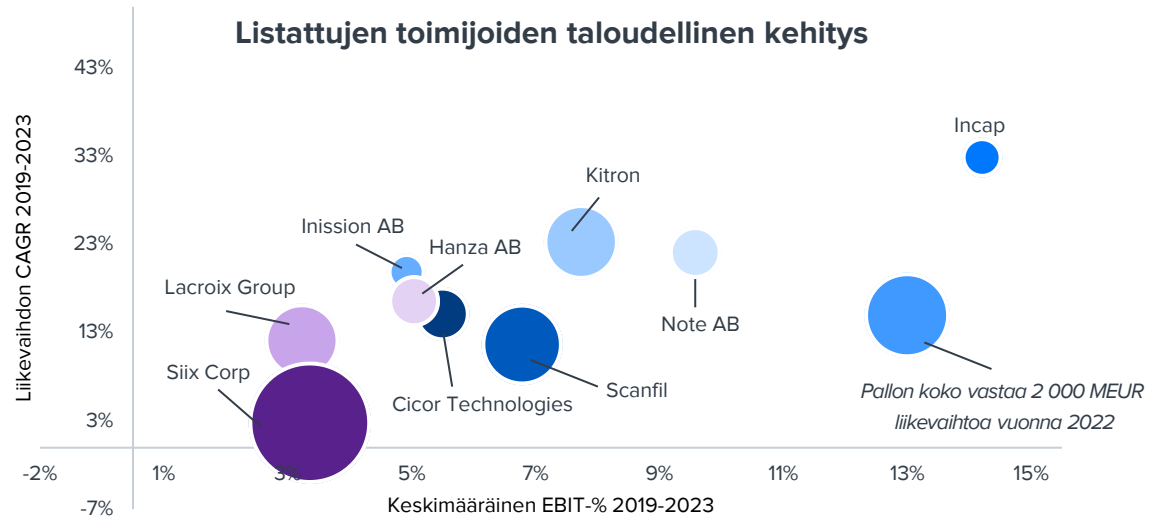
Suurilla tuotannollisilla ja taloudellisilla resursseilla toimivat sopimusvalmistajat, joilla vahva läsnäolo kuluttajaelektronikassa



Vahvat toimijat, joilla resurssit laajoihin palvelukokonaisuuksiin ja fokus lähes täysin teollisuuselektronikan sovelluksissa



Palvelutarjoamiltaan hieman suppeammat, mutta joustokykyiset ja ketterät yhtiöt



# Toimiala ja kilpailukenttä 6/6

## Nykyinen kilpailutilanne (merkittävä\*)

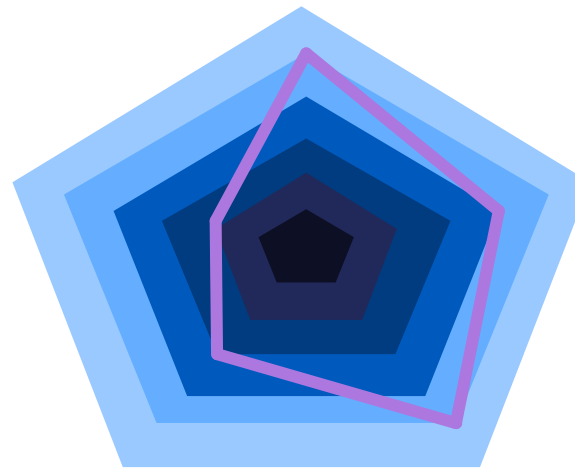
- Sopimusvalmistajien lukumäärä on globaalisti hyvin suuri ja arvoketjuasemat ovat perusluonteiltaan haastavia
- OEM-yhtiöiden kustannusrakenteet ovat kohtuullisen jäykkiä, mikä lisää niiden hintaherkkyyttä ja osaltaan kiristää kilpailua
- Pitkän aikavälin terve kasvukuva on kilpailun kireyttä laskeva tekijä

## Korvaavien tuotteiden uhka (vähäinen\*)

- Sopimusvalmistajilla ei ole omia tuotteita ja korvaavien tuotteiden uhka tulee läpi asiakasportfolioiden kautta
- Ulkoistamisasteen lasku ei mielestämme ole relevantti uhka sopimusvalmistajien tarjoamat kokonaishyödyt huomioiden
- Näköpiirissä ei ole myöskään havaittavissa muutosvoimia, jotka nopeasti syrjäyttäisivät olemassa olevia tuotantoteknologioita

## Uusien kilpailijoiden uhka (matala\*)

- Toiminnan ylösajo ei vaadi massiivisen raskaita pääomainvestointeja ja toimialan kasvukuva on terve
- Laittevalmistajien kohtaamien vaihdon kustannusten ja toimintadynamiikan takia uusasiakashankinta on hidasta, mikä laskee kokonaan uusien tulokkaiden uhkaa
- Kilpailukykyisen teknologia- ja prosessiosaamisen saavuttaminen vaatii taakseen riittävän skaalan



## Tavarantoimittajien neuvotteluvoima (kohtuullinen\*)

- Komponenttien tuotanto on varsin keskittynyt, mikä rajaa jakelijoiden ja sitä kautta myös sopimusvalmistajien neuvotteluvoimaa
- Tuottajilla on myös pientä differentikykyä
- Sopimusvalmistajien hankintaketjut ovat hajautettuja ja riippuvuus yksittäisestä toimittajasta on maltillinen
- Komponenttitoimittajien eteenpäin integroitumisen uhka on olemassa ja tätä on viime vuosina myös realisoitunut

## Ostajien neuvotteluvoima (merkittävä\*)

- OEM-yhtiöiden hankintaketjut tyypillisesti hajautetumpia kuin sopimusvalmistajien asiakasportfoliot (ts. OEM-yhtiö tärkeämpi sopimusvalmistajille kuin päinvastoin)
- Sopimusvalmistajien taaksepäin integroitumisen uhka on matala, kun taas OEM-yhtiöillä on myös omaa tuotantoa
- Sopimusvalmistajien differentikyky rajoittuu palvelutasolle, mutta vaihdon kustannukset voivat nousta korkeiksi
- Teollisuuselektronikassa OEM-yhtiöiden hintaherkkyys on kuluttajaelektronikkaa matalampi

\* Inderesin näkemys toimialavoiman Incapille aiheuttamasta uhasta asteikolla ei uhkaa, vähäinen, matala, kohtuullinen, merkittävä ja korkea.

# Strategia 1/5

## Arvolupaus laadussa ja toimitusvarmuudessa

Arviomme mukaan pitkä operatiivinen historia on luonut Incapille maineen luotettavana sopimusvalmistajana. Pitkän toimintahistorian ja hyvän maineen kerryttäminen ei mielestämme ole mahdollista ilman kestävän asiakasarvon luomista arvolupauksen johdonmukaisella lunastamisella. Incapin strategian arvolupauksena onkin näkemyksemme mukaan olla sekä luotettava ja kilpailukykyinen valmistuskumppani korkealaatuisella ja toimitusvarmallakin tarjoamalla.

## Kulutehokkuus avainasemassa

Incapin toimintamallia ja viimeisten vuosien tulospäätöksiä heijastellen on mielestämme yksiselitteistä, että korkea kulutehokkuus on avainasemassa strategian toteuttamista ajatellen. Kulutehokkaalla toiminnalla Incap kykenee kohentamaan kokonaiskilpailukykyänsä ja avaamaan strategisten kumppanuuksien solmimisen kannalta tärkeitä arvoketjujen osia. Samaan aikaan kulutehokkuus luo vahvan perustan mainion kannattavuustason tekemiselle ja omistaja-arvon luomiselle.

Kulutehokkuudella ja varsinkin sen ylläpitämisellä on keskeinen rooli myös kilpailudynamiikan näkökulmasta katsottuna. Incapin nykyinen tehokkuustaso mahdollistaa kroonisten hintapaineiden ympäristössä sen, että yhtiö kykenee hyvään kannattavuustasoon, vaikka myyntihintoja jouduttaisiin tietyissä tilanteissa hieman leikkaamaan. Toimialan luonteesta

johtuen riittävä hintakilpailukyky on oleellinen hygieniatekijä, mitä peilaten jatkuva keskittyminen tehokkuuteen tulee jatkossakin olemaan yhtiön keskeisimpiä strategisia ja tietyiltä osin taktisiakin prioriteetteja. Kilpailukentän edullisimman valmistajan leiman metsästäminen ei kuitenkaan ole tarpeellista, eikä yhtiö tätä arviomme mukaan myöskään tule tekemään.

## Strategisia kumppaneita hamutaan

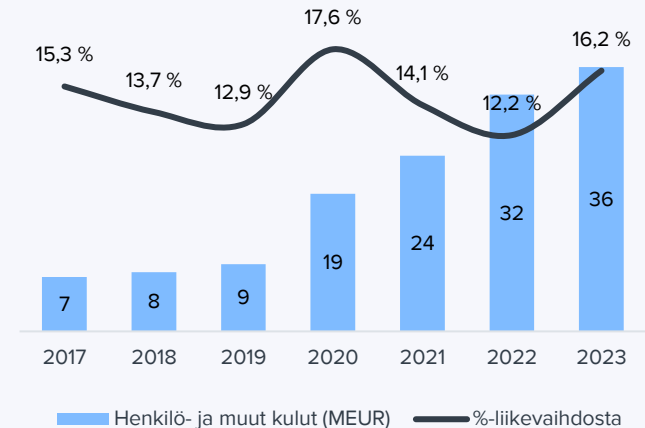
Korkealla kulutehokkuudella ja -tietoisuudella Incap pyrkii arviomme mukaan rakentamaan alustaa pitkäkestoisille asiakassuhteille ja siten strategisten kumppanuuksien solmimiselle. Tämä on loogista, sillä pitkät asiakassuhteet ovat arviomme mukaan tyypillisesti johtaneet asiakkaiden liiketoimintojen kasvun mukana 1) suurempaan asiakaskohtaiseen ulkoistusasteeseen ja/tai osuuden kasvuun asiakkaan ulkoistetusta tuotantotoiminnasta, 2) kokonaan uusiin sovelluksiin sekä 3) näiden summana korkeampiin tilausmääriin. Siten pitkiin asiakassuhteisiin panostaminen ja niissä onnistuminen on oman liiketoiminnan pidemmän aikavälin kasvattamiselle tärkeää polttoainetta.

Strategisten kumppanuuksien solmimisella Incap pyrkii ottamaan paikan asiakkaan tärkeänä tuotantoresurssina ja aikaisemmin mainittuun tapaan hallitsemaan mahdollisimman isoa osaa koko lopputuotteen arvoketjusta. Lisäksi strategisten kumppanuuksien solmimisen teollisena logiikkana on sopimusvalmistajan

## Strategian ydin



## Henilöstökulut ja muut kulut



# Strategia 2/5

vaihtamisesta koituvien kustannusten nostaminen ja oman kilpailuedun vahvistaminen. Arviomme mukaan isossa kuvassa strategisen kumppanuuden euromääräinen lähtötaso ei ole Incapille avainkysymys, vaan uskomme asiakassuhteen arvioitujen pidemmän aikavälin kasvupotentiaalin sekä mahdollisten referenssipisteiden olevan yhtiölle tärkeämpiä mittareita. Tätä heijastellen arvioimmekin yhtiön pitävän alkuvaiheen tilausvirroiltaan pienempää, mutta kokonaan uudelta teollisuudenalalta tulevaa ja/tai kasvupotentiaaliltaan houkuttelevaa asiakasta strategisesti tärkeämpänä kuin kokoluokaltaan jonkin verran suurempaa, mutta kypsemmässä markkinassa ja kehitysvaiheessa olevaa sekä potentiaalisesti äärimmäisen hintatietoista toimijaa. Lisäksi asiakasstrategiassa oleellista on myös välttää panostaminen pieniin asiakkuuksiin, joilla ei ole kykyä kasvaa ja skaalata toimintaansa ylös.

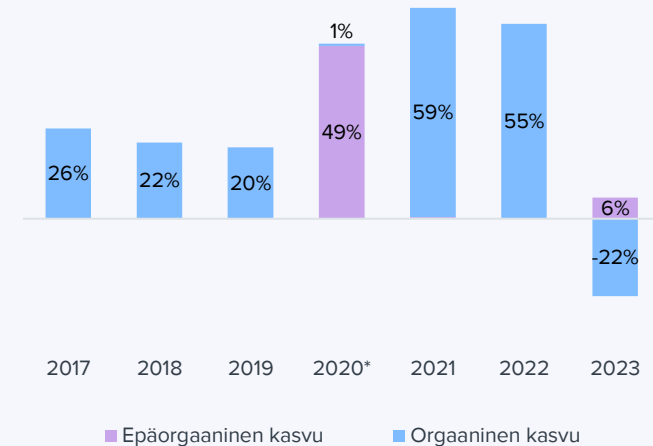
Incapin asiakasportfolion rakennetta mukaillen uusien strategisten kumppanuuksien solmimisella on myös riskienhallinnallinen funktio. Toimialan logiikasta (mm. aikajänne protosarjoista volyymituotantoon) johtuen uudet strategiset kumppanuudet ovat kuitenkin hyvin pitkäjänteisen työn lopputuloksia ja arviomme mukaan uuden asiakkuuden eteneminen volyymeiltaan portfolion rakenteeseen vaikuttavaan kokoluokkaan voi viedä vuosia. Toki tämä dynamiikka ei ole yleispätevä ja sopivissa olosuhteissa (esim. asiakkaan liiketoiminnan nopea kehittyminen) uudet strategisesti tärkeät asiakkaat voivat kohota taloudellisesti merkityksellisiksi verrattain nopeastikin.

## Kasvu tähtäimessä

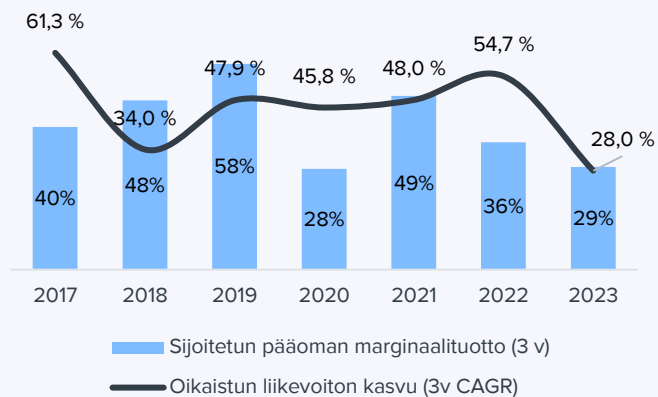
Strategiansa toteuttamisella Incap tähtää yllätyksettömästi liiketoiminnan kannattavaan kasvattamiseen (RONIC > WACC). Tämän työn kulmakivet muodostuvat arviomme mukaan pitkäkestoisten asiakassuhteiden säilyttämisestä ja niiden vahvistamisesta, etenevästä uusasiakashankinnasta, tehokkuustasojen ylläpitämisestä sekä yritysjärjestelyistä. Viime vuosina yhtiön operatiivinen suorituskyky on vakiintunut väkeväksi. AWS:n ja Pennatronicsin integrointityössä yhtiö ei käsityksemme mukaan ole kohdannut juuri minkäänlaisia negatiivisia yllätyksiä, eikä käynnissä ole yhtiön kokoluokkaan nähden merkittäviä kehityshankkeita. Tätä heijastellen Incapilla tulisi olla täydet valmiudet keskittyä strategiansa toteuttamiseen ja omistaja-arvon luomiseen.

Orgaanista kasvua Incap tavoittelee sekä vakiintuneiden että uusien asiakkaiden kautta. Arviomme mukaan Incapin portfolion keskeisimmät asiakkaat ovat omilla toiminta-alueillaan kilpailukykyisiä yhtiöitä, mikä yhdessä Incapin omien vahvuuksien kanssa luo tukevan perustan näiden asiakkaiden mukana kasvamiselle. Omat ydinvahvuudet, AWS:n sekä Pennatronicsin hankinnan myötä laajentunut tuotantolaitosverkosto sekä globaalissa mittakaavassa vielä kohtuullisen pieni kokoluokka (ts. osuus absoluuttisesti suurimpien asiakkaiden tuotantoketjusta arviomme mukaan on vielä kohtuullisen pieni) petaavat järkevät edellytykset myös asiakaskohtaisille markkinaosuusvoitoille.

## Liikevaihdon kasvun rakenne



## Uuden pääoman tuotto<sup>1</sup>



Lähde: Incap, Inderes

<sup>1</sup>Viimeisen 3 vuoden aikana sijoitettu pääoma ja Liikevoiton kasvu

# Strategia 3/5

Tällaiset voitot voivat mielestämme olla osaltaan myös pieniä riskienhallinnallisia onnistumisia, mikäli ne tarkoittavat asiakkaan sisällä esimerkiksi kokonaan uusiin sovelluksiin pääsemistä. Lisäksi etenkin Yhdysvaltoihin liittyvä kaksisuuntainen ja kiinnostava ristiinmyyntipotentiaali lienee vielä pääosin hyödyntämättä.

Incapilla on portfoliossaan paljon myös varhaisen kehitysvaiheen pieniä yhtiöitä. Oikeilla asemoitumisilla ja innovatiivisilla ratkaisuilla tällaisten yhtiöiden liiketoiminnat voivat kasvaa nopeasti. Laajoihin kokonaistoimituksiin taipuvan toimintamallin ja nopean päätöksenteon muodostamaa vahvaa palvelukykyä heijastellen Incapin asema on mielestämme näiden asiakkaiden tuomien pidemmän aikavälin mahdollisuuksien realisoimista ajatellen hyvä. Lyhyellä aikavälillä toimitusvirtojen suunta on kuitenkin asiakasportfolion keskittyneestä rakenteesta johtuen isommassa kokoluokassa olevien asiakkaiden etenemisten hallitsemaa.

Uusiasiakashankinnassa taas arvioimme painopisteen olevan juuri strategisten kumppanuuksien solmimisessa. Uusista asiakkaista on volyymituotannon ylösajon tyypillisesti ottaman ajan lisäksi hyvä huomioida laitevalmistajien kohtaamat vaihdon kustannukset. Koska nämä kustannukset voivat nousta verrattain korkeiksikin, laitevalmistajat uudelleenjärjestelivät tuotanto- ja hankintaketjujaan melko harvoin. Näin ollen asiakashankinnan onnistumiset eivät suoraan takaa lyhyen aikavälin näkyvää orgaanista kasvua, vaan selvemmin ne tulevatkin läpi vasta keskipitkällä ja pitkällä aikajänteellä.

## Yritystostot täydentävinä elementteinä

Incap pyrkii vauhdittamaan orgaanista kasvuaan yritystostojen kautta. Nykymuotoisen historiassa Incap on tehnyt kaksi ostoa eli vuonna 2020 AWS:n hankinnan ja vuonna 2023 Pennatronicsin oston. Strategisesti molemmat hankinnat oli merkittäviä, sillä niiden myötä maantieteellinen jalansija laajeni kokonaan uusille alueille ja sekä tuotantolaitosverkosto että kokonaistarjoama vahvistuivat. Pennatronics-osto oli pienempi, mutta sen myötä Incap laajeni strategisesti yhä tärkeämmälle USA:n markkinalle. Molemmat järjestelyt tasoittivat myös Incapin asiakasriskejä järjestelyjen toteutumishetkestä laskettuna.

Ainakin AWS:n ja luultavasti myös Pennatronicsin kulttuurillinen sopivuus on ollut oiva, mistä ilman suurempia kipuiluja sujunut integraatiotyö ja realisoituneet kulusynergia ovat konkreettisia osoituksia. Vaikka seuraavien yritysjärjestelyjen lopullinen järjestyminen on aina tapauskohtaista ja siihen vaikuttaa muun muassa sekä maksettu hinta että ostetun liiketoiminnan luonne, suhtaudumme Incapin epäorgaanisiin kasvuaikaisiin lähtökohtaisesti positiivisesti. Näkemystämme tukevat etenkin seuraavat tekijät:

**Yritystostojen kassavirtaprofiilit** ovat alusta alkaen positiivisia ja järjestelyt tuovat orgaanisia panostuksia huomattavasti nopeampia tuloksia.

**Yritystostot laajentavat asiakaskuntaa** automaattisesti ja avaavat samalla myös uusia maantieteellisiä alueita / teollisuudenaloja. Nämä laajennukset ja avaukset voivat lisäksi tuoda erilaisia ristiinmyyntitilaisuuksia. Yritystostot voidaan nähdä myös kokonaisriskitasoa asteittain alentavina strategisina toimenpiteinä.



## Orgaanisen kasvun anatomia

### Nykyiset asiakkaat

- Pitkän aikavälin kasvun kannalta nykyisten asiakkaiden sovellusten uusien tuotesukupolvien saaminen on erittäin keskeistä (ts. fokus korkeassa pysyvyyssasteessa)
- Asiakaskohtaisen markkinaosuuden kasvu on arvokkainta arvoketjuaseman laajentuessa (PCBA → Box Build)
- Hyvän asiakassuhteen ja oman kilpailukyvyyn yhdistelmä luo pohjan myös kokonaan uusien sovellusten voittamiselle



### Uudet asiakkaat

- Arvioimme mukaan uusien asiakkaiden hankkimisessa pyritään skaalaamaan erilaisia toimialaosaamia
- Kooltaan pienissä alkuvaiheen asiakkuuksissa on oltava toteutumiskelpoista pidemmän aikavälin kasvupotentiaalia
- Eiinkaarten loppuvaiheissa olevilla sovelluksilla / supistuvilla liiketoiminnoilla operoivat yhtiöt eivät mielestämme lähtökohtaisesti ole Incapille optimaalisia uusia asiakkaita

# Strategia 4/5

**Edulliset yritysostot** eli omaa arvostusta matalammat yritysostot voivat luoda lyhyellä aikavälillä omistaja-arvoa, mitä kautta myös pidemmän aikavälin arvonluontipotentiaali on hyvä. Matalilla kauppahinnoilla toteutetut järjestelyt tuovat lisäksi turvamarginaalia ostetun liiketoiminnan odotettua huonompaa kehitystä ja / tai mahdollista heikentymistä vastaan.

**Toimialan rakenne on** erittäin hajanainen. Tämä tarjoaa Incapille runsaasti kriittistä massaa yritysostovetoisen strategian toteuttamiselle.

Massiivisia kulusynergioita yritysostot eivät mielestämme toimialalla tarjoa, mikä johtuu etenkin kiinteiden kulujen maltillisesta painosta portfoliossa. Näin ollen järjestelyjen logiikka pitää nojata lähtökohtaisesti johonkin muuhun kuin isojen kulusynergioiden saavuttamiseen.

## Lähestymistapa on laatua vaaliva

Arvioimme yhtiön noudattavan konservatiivista mallia potentiaalisten kohteiden haarukoinnin suhteen, emmekä näe Incapin olevan kiinnostunut tappiollisista tai hyvin heikolla kannattavuustasolla operoivista käännetyhtiöistä. Mielestämme tällainen laatua vaaliva lähestymistapa on perusteltua yritysjärjestelyihin liittyvät tavanomaiset riskit ja niiden hallinta huomioiden. AWS:ssä ja myös Pennatronicsissa Incap lienee myös onnistunut luultavasti nostamaan tehtaiden kannattavuuksia selvästi.

Liiketoiminnan varsinaisen laadun lisäksi uskomme yhtiön olevan ostokohteiden seulonnessaan hyvin tarkka myös kulttuurisesta sopivuudesta. Incapin itsenäisinä operoivia

tuotantoyksiköitä johdetaan hyvin yrittäjähenkisesti, minkä myötä organisaatorakenteen ylätasolta tuleva kädenjälki on kevyt ja päätöksenteko pääosin paikallisella tasolla tapahtuvaa. Tästä johtuen arvioimme Incapin olevan kiinnostunut erityisesti sellaisista toimijoista, jotka operoivat valmiiksi yhtiön omien periaatteiden mukaisesti ja joissa on vastunottoon kykenevää henkilöstöä. Integraatoriskien laskemisen ohella tällainen valikoivuus on mielestämme järkevää myös tehokkuuden kannalta, sillä raskaammilla hallinto-operaatioilla ja keskitetyillä päätöksenteoilla varustettujen toimijoiden ostaminen väistämättä jäykistäisi Incapin omiakin rakenteita tai niiden henkilöstö ei pärjäisi ilman rakenteita.

Maantieteellisesti uskomme painopisteen olevan Pohjois-Amerikassa, Keski-Euroopassa ja myös Kiinan ulkopuolisissa Aasiassa. Nämä ovat absoluuttiselta kooltaan valtavia lohkoja, joissa ulkoistamisasteella on selvää nousuvaraa. Näitä tekijöitä heijastellen kaikilta alueilta löytyy arviomme mukaan kohtuullinen määrä Incapin kriteerit täyttäviä ja riittävän kokoluokan (liikevaihto > 25 MEUR) omaavia kohteita.

Uuden tuotantolaitoksen rakentamiseen emme usko yhtiön lähtevän millään alueella nykyisen tuotantolaitosverkoston kapasiteettia ja Intiassa skaalaamatta oleva kapasiteettivaraa huomioiden lähtevän. Yhtiöllä olisi greenfield-tehtaaseen helposti varaa, mutta Tällainen tehdas olisi alkuun kuitenkin pelkästään nykyisten asiakkaiden varassa, mistä johtuen investointipanostusten ja positiivisen kassavirran välinen ajallinen kuilu jäisi auttamatta aivan liian pitkäksi.



## Yritysostot

1

### Kulttuurinen sopivuus

- Ostettavan yhtiön on sovittava erinomaisesti Incapin yrittäjämäiseen ja joustavaan toimintakulttuuriin (mm. itsenäisesti toimivat tuotantoyksiköt ja niiden henkilöstö)
- Kulttuurisen sopivuuden tunnistaminen vaatii aikaa, mutta kartoitus- ja etenkin vaalimistyöhön panostaminen laskee integraatiovaiheeseen liittyviä riskejä.

2

### Taloudellinen suorituskyky

- Incapin resurssit erilaisiin käänneharjoituksiin tai mittavien operatiivisten synergioiden hakemiseen ovat rajalliset, joten ostettavan yhtiön on operoitava terveellä tulostasolla
- Operatiivista laatua vaaliva lähestymistapa voi johtaa korkeampiin arvostuskertoimiin, mutta toisaalta yritysostostrategian riskit ovat päinvastaista tilannetta pienemmät

3

### Strateginen logiikka

- Pienemmissä järjestelyissä kantava logiikka nojaa arviomme mukaan nopeisiin mutta mittakaavaltaan rajallisiin synergioihin (mm. hankinta- ja kapasiteettipuoli)
- Suuremmissa järjestelyissä logiikkana on puolestaan pääsy uusiin teollisuudenaloihin ja niissä oleviin asiakkuuksiin
- Erikokoisten järjestelyjen yhteisenä strategisena nimittäjänä on mielestämme maantieteellisen jalansijan vahvistaminen ja ristiinmyyntiteiden rakentaminen.



# Strategia 5/5 – SWOT



## Vahvuudet

- Erittäin kulutehokas ja nopeaan päätöksentekoon kykenevä toimintamalli
- Globaali ja suorituskykyinen tuotantolaitosverkosto
- Korkea peruskannattavuus ja pääoman tuottokyky
- Vahva tase



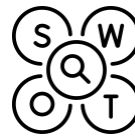
## Mahdollisuudet

- Pitkän aikavälin kasvuajurit ovat terveitä
- Teollisuuselektroniikan ulkoistamisaste on matala
- Vahva tase ja toimialan rakenne mahdollistavat arvoa luovat yritysostot
- Laitevalmistajien Kiina-riskien vähentämiset ja toimitusketjujen siirtämiset lähemmäs loppuasiakasta (ts. lokalisaatio)



## Heikkoudet

- Tilauskannan rakenne on normaaleissa olosuhteissa lyhyt
- Riippuvuus etenkin suurimmasta asiakkaasta on yhä koholla
- Suora hinnoitteluvoima on rajallinen ja arvoketjuasema haastava
- Uusiasiakasvoitot näkyvät nykyisessä kokoluokassa hitaasti



## Uhat

- Keskeisen asiakkaan menettäminen / asiakkaan omat liiketoimintahaasteet
- Kulutehokkuuden rapistuminen ja päätöksenteon kangistuminen
- Yritysostoissa epäonnistuminen
- Pidemmällä aikavälillä kilpailukentän rakennemuutokset

# Taloudellinen tilanne

## Taseessa on liikkumavaraa

Q1'24:n lopussa Incapin omavaraisuusaste oli 62 % ja nettovelkaantumisaste -5 %. Näin ollen yhtiön tase on vahva. Kassassa yhtiöllä oli 39 MEUR. Siten yhtiöllä on jopa tilillä likviditeettiä yritysostoihin, vaikka toki tavoitellun liiketoiminnan kasvukäänteen saavuttaminen alkaakin taas sitoa kassaa käyttöpääomaan. Incapin mittakaavassa merkityksellisiä alaskirjaurisriskejä taseessa ei mielestämme ole, sillä liikearvon määrä on hyvin vähäinen ja varaston osalta selkein riskikohta eli vuoden 2023 tilinpäätös on ohitettu.

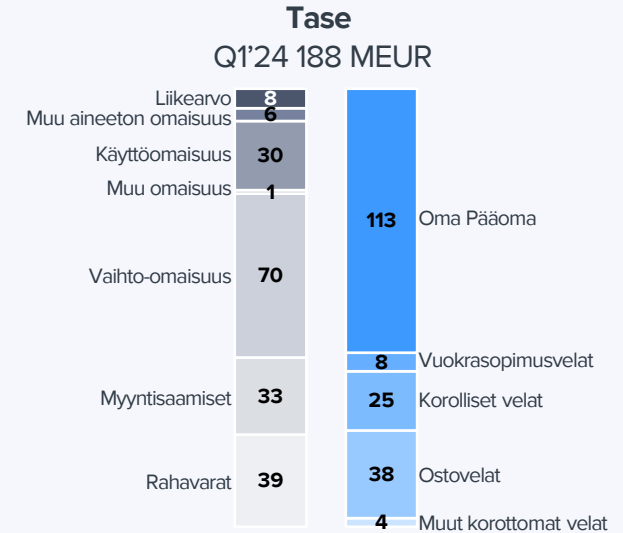
Vahva pääomarakenne sekä hyvä kannattavuus- ja kasvuprofiili tukevat Incapin rakenteellista velankantokykyä ja taloudellinen liikkumatilaa. Emme silti yllätyisi, jos ulkoisien velkarahoittajien silmissä yhä keskittynyt asiakasrakenne rajaisi osin näiden vahvuuksien hyötyjä. Yhtiön kasvustrategian yritysostohaara huomioiden uskomme Incapin olevan kiinnostunut ajamaan koneistoaan tämänhetkistä tilannetta aggressiivisemmalla vivulla mutta kokonaisuudessaan riittävän turvallisuuden tunteen säilyttävällä pääomarakenteella. Arvioimme mukaan tällainen tase voisi nettovelkaantumisasteella katsottuna tarkoittaa noin 20-40 %:n tasoa tai nettovelka/käyttökate-kertoimella 1x-2x haarukkaa. Näillä tasoilla yhtiöllä olisi kohtuullisesti vipua oman pääoman tuoton tehostamiseen.

Vuoden 2023 lopun tasetta sekä mukavuusalueella pitämäämme velkaparametrejä heijastellen Incapilla olisi arvioimme mukaan taseasemansa puitteissa noin 60-90 MEUR

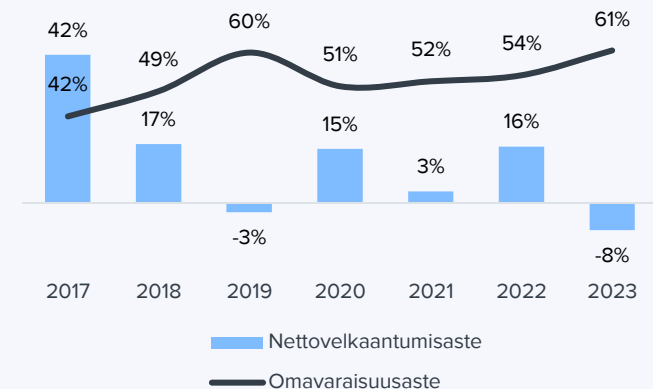
vapaata velkakapasiteettia epäorgaaniseen kasvuun, jos orgaaninen kasvu ei ylitä selvästi lähivuosien ennusteitamme. Listaamattomalle sopimusvalmistajalle käsityksemme mukaan kutakuinkin tavanomaista ja arvioimme mukaan vallitsevaakin tilannetta kuvaavaa 6x-8x EV/EBITDA-kerrointa soveltamalla tämä taas tarkoittaisi kykyä noin 7-15 MEUR:n (tai 20-45 %) operatiivisen tuloskasvun ostamiselle pelkällä velalla. Vaikka Incapin asettamiin kriteereihin sopivien ostokohteiden arvostuksen ovat hieman laskeneet vuosien 2023-2024 aikana, arvioimme kuitenkin yhtiön odottavan kärsivällisesti sopivaa tilaisuutta edetä epäorgaanisella rintamalla järkevällä tuotto/riski-suhteella. Keskipitkällä sihdillä ostoja kuitenkin tulee varsin varmasti.

## Kassavirta normaalisti tulosta pienempi

Kun huomioidaan Incapin orgaaninen kasvukuva ja sen vaatimat käyttöpääomatarpeet, on kassavirtasuhte (liiketoiminnan kassavirta / käyttökate) yleensä alle 100 %. Tämä on kuitenkin sopimusvalmistajille tavallista, eikä Incapin kassavirtaprofiili ole siten millään tavalla normaalista poikkeava. Käsityksemme mukaan yhtiön tulevien vuosien kiinteä investointitarve on maltillinen, minkä tulisi yhdessä korkean operatiivisen kannattavuuden kanssa tarjota tykötärpeet mukavan vapaan kassavirran tekemiselle nyt, kun kasvuvauhdin osalta näkymä on kaikissa skenaariossa vuosia 2021-2022 alempi. Pidemmälle katsottaessa hyvä kassavirta on perusedellytys myös voitonjaolle, vaikka aikaisemmin mainittuun tapaan toivomme osingon jäävän Incapin pääoman allokoinnissa korkeintaan pieneen sivuosaan.



## Omavaraisuus ja nettovelka



# Ennusteet 1/4

## Ennustemalli

Ennustamme Incapin liikevaihdon kehitystä lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä alla olevien markkinakasvujen, arvioimiemme asiakaskohtaisten markkinaosuusmuutosten sekä suhteellisen kilpailukyvyyn varaan rakentuvan uusasiakashankinnan perusteella. Pidemmän aikavälin ennusteemme puolestaan pohjautuvat pitkälti elektroniikkateollisuuden odotettuun kasvuun sekä omien ydinvahvuuksien muodostamaan kokonaisuuteen. Lyhyen ja keskipitkän aikavälin kannattavuutta mallinamme riveittäin eri kuluerien osalta. Pitkällä aikavälillä taas ennakoimme kannattavuutta kestäviksi arvioimiemme marginaalitasojen kautta.

Emme ole ennusteissamme huomioineet mielestämme viimeistään keskipitkällä aikavälillä todennäköisiä yritysjärjestelyjä. Tämän taustalla on se, ettei järjestelyjen tarkkojen ajoitusten, kokojen ja muiden ominaisuuksien (esim. kauppahinta, rahoitusrakenne ja ostettavan yhtiön laatu) arviointi ole käytännössä mahdollista.

## 2024 ongelmat näkyvät Q1:llä, mutta startti oli silti kohtuullisen hyvä

Incap lähti vuoteen 2024 kaksijakoisista lähtökohdista, sillä suurimman asiakkaan (arvioimme mukaan Victron Energy) varastokorjauksen odotettiin jatkuvan vielä tänä vuonna, vaikkakin yhtiö arvioi nopeimman varastojen laskun osuneen Q4'23:lle. Muissa asiakkaissa tilanne oli parempi ja niiden kasvunäkymä oli melko hyvä, mutta makrohuolien, investointivetoisen jälkisyklisen kysynnän ja

verrokkien keskimäärin vaisujen kysyntäkommenttien valossa myös muihin asiakkaisiin liittyi epävarmuutta.

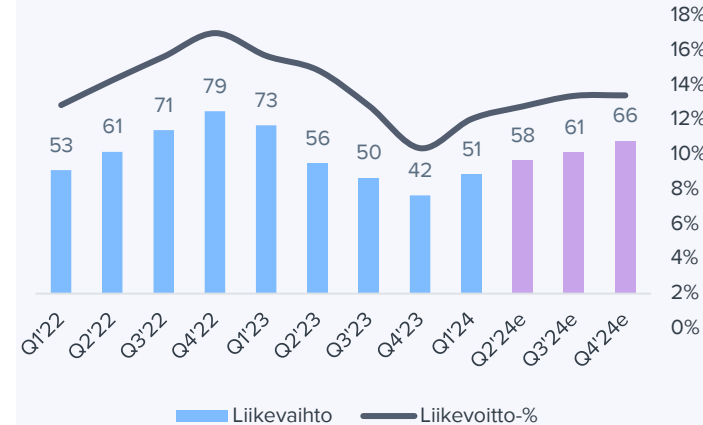
Tätä tilannekuvaa peilaten Incap antoi helmikuussa kuluvalle vuodelle ohjeistuksen, jonka mukaan yhtiön liikevaihto ja liikevoitto (EBIT) vuonna 2024 ovat pienempiä kuin vuonna 2023. Incapin sanallisten ohjeistusten taustalla olevat prosenttirajat huomioiden tämä tarkoittaa käytännössä 1-20 %:n laskua sekä liikevaihtoon että liikevoittoon viime vuoteen verrattuna. Käytännössä yhtiö siis ohjeisi kuluvalle vuodelle noin 178-221 MEUR:n liikevaihtoa ja 22,6-28,1 MEUR:n liikevoittoa (sis. PPA-poistot ja kertaerät).

## Q1:llä liiketoiminnan kvartaalitason suunta kääntyi

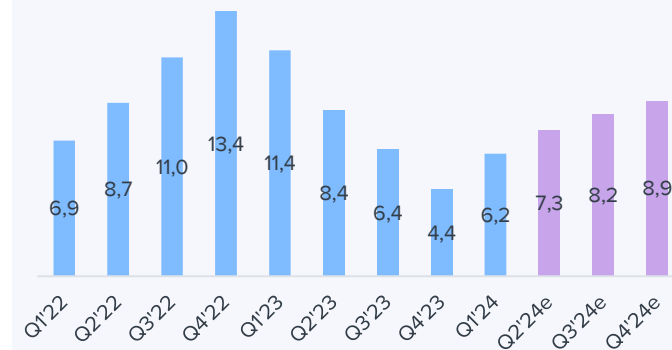
Incapin liikevaihto laski Q1:llä 29 % 51 MEUR:oon. Orgaanisesti lasku oli vielä jyrkempi, sillä heinäkuussa ostettu Pennatronics kasvatti Incapin liikevaihtoa luultavasti noin 15 %:lla Q1:llä. Incapia jarrutti Q1:llä Intian tehtaan vajaakäyttö suurimman asiakkaan varastojen laskemiseksi. Kysynnän käänne kuitenkin tapahtui, sillä toimitukset suurimmalle asiakkaalle kasvoivat Q4:n erittäin matalaan tasoon verrattuna luultavasti selvästi. Muissa asiakkaissa liikevaihto pysyi arvioimme mukaan niukassa orgaanisessa kasvussa.

Incapin oikaistu liikevoitto laski Q1:llä vertailukaudesta 46 % 6,2 MEUR:oon liikevaihdon laskun ajamana. Incap saavutti Q1:llä laskeneellakin liikevaihdolla 11,7 %n oikaistun liikevoittomarginaalin, josta valtaosa toimialaverrokeista voi vain haaveilla

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



## Oikaistu liikevoitto



# Ennusteet 2/4

huippusyklissäkin. Näin ollen Q1 oli jälleen kerran vahva näyttö Incapin vahvuuksista. Alemmilla riveillä yhtiön Q1-numerot peilasivat suunnilleen Incapin normaalia rakennetta.

Incap toisti Q1-raportissaan ohjeistuksensa. Lisäksi Incap arvioi sekä liikevaihtonsa että liikevoittonsa kehittyvän kvartaalitasolla nousujohteisesti vuoden mittaan. Q1:n lähtötason valossa kvartaalitasoon parannusten pitää olla hyvin hitaita, jotta ohjeistus ei ylittyisi. Näin ollen pidämme Incapin ohjeistusta varovaisena ja positiivista tulosvaroitusta hyvin mahdollisena loppuvuoden aikana.

## Tuloskunto voi kääntyä jo tänä vuonna

Arvioimme mukaan globaalin talouden jossain määrin positiiviseen suuntaan kehittynyt vire ja odotuksissa olevat maltilliset koronlaskut ovat kirkastaneet hieman myös Incapin näkymiä vuoden aikana. Arvioimme mukaan Victron Energyn toimitukset jatkavat kvartaalitasolla selvässä laskussa vielä Q2:lla, mutta kääntyvät kasvuun H2:lla, kun toivottu varastotaso on saavutettu. Varastokorjauksen päättymisen aikataulu ja sen jälkeinen volyyymi riippuvat Victron Energyn kysynnästä, mutta makrokuva ja Q1-numeroita heijastellen kehitys on tältä osin tämän vuoden aikana myönteistä. Arvioimme myös Victron Energyn pyrkineen tekemään esimerkiksi hinnoitteluun liittyen kysynnän vauhdittamiseen vaikuttavia toimenpiteitä. Emme kuitenkaan odota Victron Energyn toimitusten nousevan nähtävissä olevassa tulevaisuudessa varasto-ongelman aiheuttaneille vuoden 2022 ja Q1'23:n korkeille tasoille.

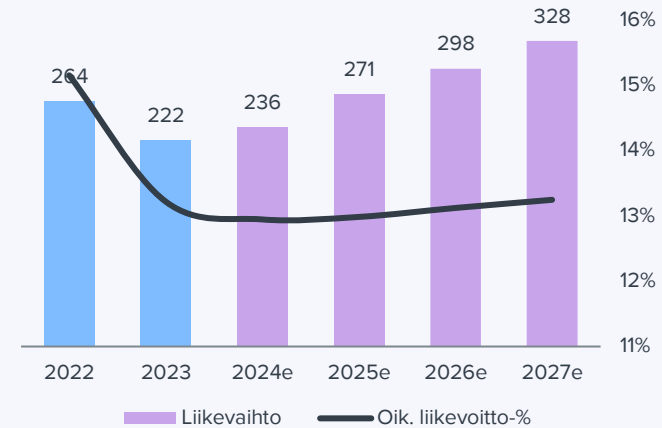
Pennatronics-yritysosto tukee Incapin kasvua epäorgaanisesti vielä Q2:lla. Muiden asiakkaiden orgaanisen kasvun arvioimme pysyvän taloustilannetta peilaten plussalla, mutta jäävän viime vuoden luultavasti melko ripeää tahtia hitaammaksi taloustilannetta ja kysynnän mahdollisesti hieman jälkisyklistä luonnetta heijastellen.

Tätä kokonaiskuva peilaten odotamme Incapin liikevaihdon kasvavan tänä vuonna 6 % 236 MEUR:oon. Arvioimme mukaan yhtiö parantaa loppuvuotta kohti kvartaali kvartaalilta, kun volyymit nousevat käytännössä kaikissa merkittävässä asiakasryhmissä kysyntätalanteen parantuessa. Ennusteemme on siis hieman Incapin liikevaihto-ohjeistuksen yläpuolella. Emme ole tehneet kuluvan vuoden liikevaihtoennusteisiimme muutoksia.

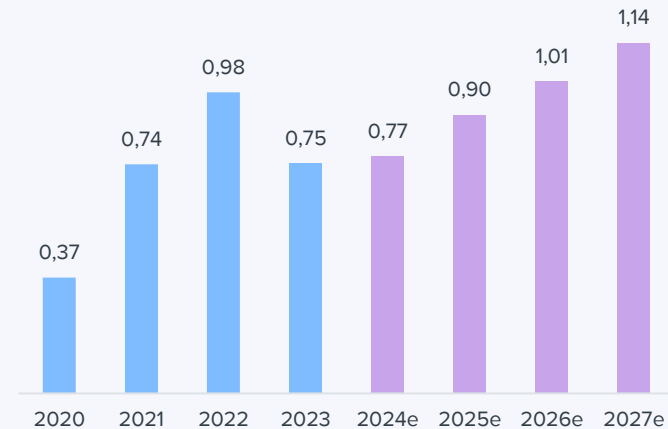
Incapin kertaeristä ja pienistä PPA-poistoista oikaistun liikevoiton arvioimme olevan tänä vuonna 30,5 MEUR ja ohjeistuksen mittatikkuna toimivan raportoidun liikevoiton 29,7 MEUR. Ennusteemme on siis ohjeistuksen yläpuolella. Olemme nostaneet hieman kuluvan vuoden ennusteitamme kiinteiden henkilöstö- ja muiden kulujen kautta. Liikevaihdon niukan orgaanisen kasvun sekä matalan ja joustavan kulurakenteensa ansiosta odotamme Incapin pystyvän tekemään tänä vuonna toimialan kontekstiin sidottuna erittäin vahvan 12,6 %:n oikaistun liikevoittomarginaalin.

Alhaisten rahoituskulujen ja normaalin noin 24 %:n veroasteen jälkeen odotamme Incapin yltävän tänä vuonna 0,77 oikaistuun osakekohtaiseen

## Liikevaihto ja kannattavuus



## Oikaistu tulos/osake



# Ennusteet 3/4

tulokseen. Koska ennusteessamme kasvu on maltillista, odotamme Incapin sitovan tänä vuonon käyttöpääomaa vain maltillisesti. Kun vielä investointitarpeetkin ovat luultavasti melko maltilliset ja investoinnit rajautuvat eri tehtaiden yksittäisten linjojen parannuksiin, Incapin vapaa rahavirta on ennusteessamme noin 14 MEUR. Kuluvan vuoden lopussa Incapin tase on arvioimme mukaan selvästi nettovelaton, jos yrityskauppoja ei sitä ennen tule.

## Odotamme kasvun kiihtyvän lähivuosina

Vuosien 2025-2027 ennusteemme perustuvat skenaarioon, jossa globaalin makrotalouden kasvu pysyy vakaana ja myös Incapin päämarkkina Eurooppaa palaa nihkeiden vuosien 2022-2023 jälkeen 2010-luvulle tyypilliseen hitaaseen 1-2 %:n BKT-kasvuun. Arvioimme läntisten keskuspankkien ja etenkin EKP:n pystyvän laskemaan korkojaan hieman, mikä lisää yhdessä luottamuksen nousun kanssa investointi-intoa. Odotamme myös vihreän siirtymän jatkavan etenemistään keskipitkällä sihdillä, vaikka trendin kulmakerroin voikin osin riippua korkotasosta ja taloustilanteesta. Tähän varovaisen myönteiseen näkymään liittyy myös riskejä, sillä globaali geopoliittinen tilanne on useilla rintamilla arvaamaton. Myöskään inflaation ja korkojen osalta negatiivisia käännteitä ei voida sulkea pois.

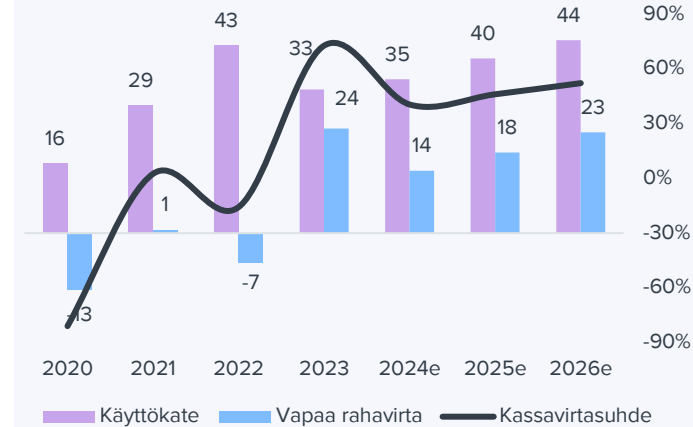
Incapin suurimman asiakkaan osalta ennusteemme perustuvat arvioon, jossa Victron Energy:n liikevaihto pysyy vuosina 2025-2027 roimasti 2020-luvun alkua hitaammassa kasvussa.

Incapin muiden asiakkaiden ennustamme pysyvän kasvussa vuodet 2025-2027, mutta tämä on toki jossain määrin alisteista yleisen taloustilanteen kehitykselle. Lisäksi arvioimme Incapin saavan vahvuksiensa ansiosta auki myös joitakin uusia asiakkuuksia keskipitkällä sihdillä, mikä tukee vuosikymmenen jälkimmäisen puoliskon kasvunäkymää ennusteessamme. Tätä perusskenaariota heijastellen odotamme Incapin kasvavan organisaationa vuosina 2025-2027 10-15 % vuosittain.

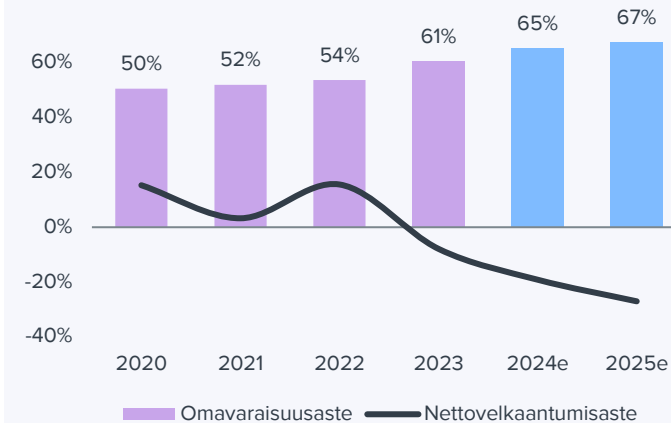
Operatiivisen tuloksen osalta arvioimme Incapin saavuttavan vuosina 2025-2027 13,0-13,0 %:n oikaistun liikevoittomarginaalin, kun volyymikasvu, Intian tehokkaiden tuotantolaitosten liikevaihto-osuuden kasvu sekä erittäin matalana pysyvä, mutta absoluuttisesti kasvun mukana hieman nouseva kulurakenne tuovat kannattavuuden lähelle yhtiön lähihistorian tasoa ja potentiaalia. Tuloslaskelman alariveillä arvioimme rahoituskulujen olevan pienet ja veroasteen pysyvän vakaana noin 24 %:ssa. Keskipitkän ajan ennusteemme nousivat vuoden 2024 muutoksia peilaten hieman. Ennusteissamme Incapin EPS ylittää vuonna 2026 vuoden 2022 tason ja kasvaa vuoden 2027 loppuun mennessä keskimäärin noin 11 % (CAGR) vuoden 2023 tasosta laskettuna.

Liiketoiminnan kassavirran arvioimme pysyvän hieman tulosta heikompana, kun kasvu sitoo edelleen hieman käyttöpääomaa, mutta vuosia 2020-2022 maltillisemmän kasvuvauhdin takia Incapin kassavirta on merkittävästi näitä vuosia vahvempi. Organiset investointitarpeet ovat

## Kassavirran kehitys



## Taseen tunnuslukujen kehitys



# Ennusteet 4/4

arvioimme mukaan lähivuosina maltillisia lukuun ottamatta yksittäisten uusien tuotantolinjojen hankintoja eri tehtaille, kunnes Intiaan vuonna 2023 valmistunut kapasiteetti on myyty täyteen.

Nettovoitto ja selvästi positiivinen vapaa kassavirta vahvistavat myös yhtiön tasetta ja painavat nettovelkaa selvästi negatiiviselle alueelle. Käytännössä emme kuitenkaan usko taseen vahvistuvan ennustamillamme tasoille, sillä keskipitkällä sihdillä yrityskaupat ovat jo hyvin todennäköisiä. Velkakapasiteetti kasvaa jakson loppua kohti mentäessä ja vuonna 2027 kapasiteetti olisi jo huomattava, jos yritysostoja ei olisi ennen sitä tehty. Velkakapasiteetin lisäksi Incap voisi tietenkin käyttää yritysostojen rahoituksessa omaa pääomaa ja omaa osaketta, mikä parantaisi tulivoimaa edelleen. Osinkoja emme odota Incapin maksavan vaan arvioimme yhtiön säästävän pääomiaan yritysostoihin.

## Pitkän aikavälin näkymä on myös myönteinen

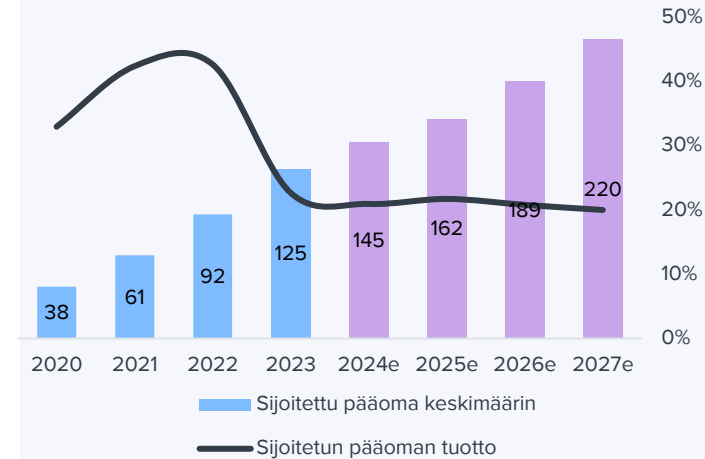
Odotamme Incapin jatkavan kasvustrategiansa johdonmukaista ja arvoa luovaa toteuttamista myös vuoden 2027 jälkeen. Pidemmän aikavälin ennusteessamme odotamme yhtiön pysyvän kiinni terveessä kasvussa nykyisiä asiakkaita ja koko elektroniikkateollisuutta tukevien sekä sopimusvalmistajien liiketoimintoja vauhdittavien voimien myötä. Tätä kokonaiskuvaa vasten arvioimme yhtiön liikevaihdon kasvavan pitkällä aikavälillä noin 2-5 % vuodessa, mikä on linjassa globaalin elektroniikkateollisuuden vastaavan ajan arvioidun kasvun kanssa. Organiset

kasvuennusteemme huomioiden suurimman asiakkaan osuus Incapin liikevaihdosta ei pääse huomattavasti laskemaan koko ennustehorisontilla, joten asiakasriski pysyy ilman yrityskauppoja kohollaan myös pitkällä sihdillä. Näin ollen ennustemme ovat yhä osin alisteiset Victron Energyn pysymiselle kasvussa omissa liiketoiminnoissaan. Mielestämme Incapin olisikin nykyrakenteella vaikea kasvaa pitkällä tähtäimellä oleellisesti markkinaa nopeammin ilman kyseisen asiakkuuden kasvua.

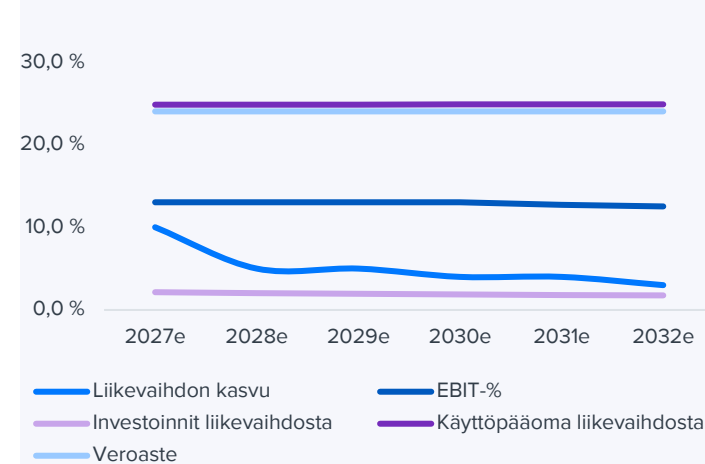
Incapin oikaistun liikevoittomarginaalin odotamme puolestaan pysyvän pitkällä aikavälillä vahvalla 12,5-13,0 % tasolla. Keskeisimmät pitkän aikavälin kannattavuusajurit ovat liikevaihdon kasvu, asteittainen paraneva tuotemix, lievät skaalahyödyt esimerkiksi ostoissa ja matalana pysyvä kulurakenne. Oleelliset riskit liittyvät suurimpaan asiakkuuteen sekä toimintamallin tehokkuuden säilyttämiseen ja pääoman allokoinnissa onnistumiseen. Arvioimme kuitenkin, että Incap ei nykyennusteillamme kasva edes terminaalissa niin isoksi (2033e: liikevaihto 411 MEUR), että kokoluokka pakottaisi yhtiötä muuttamaan toimintamallia. Huomautamme, että etenkin terminaalijakson ennusteisiin liittyy tiettyä häntäriskiä, sillä Incapin kannattavuus on terminaalissakin merkittävästi toimialan keskitasoa korkeampi. Yhtiön vahvuudet ovat mielestämme kestäviä, minkä takia olemme valmiita sietämään ennusteissamme tätä riskiä.

Emme ole tehneet Incapin pitkän aikavälin tai terminaalijakson ennusteisiimme muutoksia.

## Sijoitetun pääoman tuoton kehitys



## Pitkän aikavälin ennusteparametrit



# Tuloslaskelma ja ennustemuutokset

Tuloslaskelma	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
<b>Liikevaihto</b>	<b>264</b>	<b>72,7</b>	<b>56,4</b>	<b>50,0</b>	<b>42,4</b>	<b>222</b>	<b>51,4</b>	<b>57,5</b>	<b>61,0</b>	<b>66,0</b>	<b>236</b>	<b>271</b>	<b>298</b>	<b>328</b>
Incap	264	72,7	56,4	50,0	42,4	222	51,4	57,5	61,0	66,0	236	271	298	328
<b>Käyttökate</b>	<b>42,8</b>	<b>12,4</b>	<b>8,6</b>	<b>6,9</b>	<b>5,0</b>	<b>32,8</b>	<b>7,3</b>	<b>8,5</b>	<b>9,3</b>	<b>10,0</b>	<b>35,1</b>	<b>39,9</b>	<b>44,1</b>	<b>48,5</b>
Poistot ja arvonalennukset	-3,8	-1,1	-1,1	-1,2	-1,3	-4,6	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-5,4	-5,5	-5,7	-5,8
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>40,0</b>	<b>11,4</b>	<b>8,4</b>	<b>6,4</b>	<b>4,4</b>	<b>30,6</b>	<b>6,2</b>	<b>7,3</b>	<b>8,2</b>	<b>8,9</b>	<b>30,5</b>	<b>35,2</b>	<b>39,2</b>	<b>43,5</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>39,0</b>	<b>11,3</b>	<b>7,5</b>	<b>5,7</b>	<b>3,7</b>	<b>28,2</b>	<b>6,0</b>	<b>7,1</b>	<b>8,0</b>	<b>8,7</b>	<b>29,7</b>	<b>34,4</b>	<b>38,4</b>	<b>42,7</b>
Kertaerät	-1,0	-0,1	-0,9	-0,7	-0,7	-2,4	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
Nettorahoituskulut	-2,3	-0,4	-0,2	0,1	-1,3	-1,8	0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,5	-0,3	0,0	0,4
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>36,7</b>	<b>10,9</b>	<b>7,4</b>	<b>5,7</b>	<b>2,4</b>	<b>26,4</b>	<b>6,3</b>	<b>6,8</b>	<b>7,7</b>	<b>8,5</b>	<b>29,3</b>	<b>34,1</b>	<b>38,4</b>	<b>43,1</b>
Verot	-9,0	-2,6	-1,7	-1,4	-1,0	-6,6	-1,4	-1,7	-1,9	-2,1	-7,1	-8,2	-9,2	-10,4
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
<b>Nettotulos</b>	<b>27,6</b>	<b>8,4</b>	<b>5,7</b>	<b>4,4</b>	<b>1,4</b>	<b>19,8</b>	<b>4,9</b>	<b>5,1</b>	<b>5,7</b>	<b>6,3</b>	<b>22,2</b>	<b>25,9</b>	<b>29,1</b>	<b>32,8</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,98</b>	<b>0,29</b>	<b>0,22</b>	<b>0,17</b>	<b>0,07</b>	<b>0,75</b>	<b>0,17</b>	<b>0,18</b>	<b>0,20</b>	<b>0,22</b>	<b>0,77</b>	<b>0,90</b>	<b>1,01</b>	<b>1,14</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,94</b>	<b>0,29</b>	<b>0,19</b>	<b>0,15</b>	<b>0,06</b>	<b>0,68</b>	<b>0,17</b>	<b>0,17</b>	<b>0,20</b>	<b>0,22</b>	<b>0,75</b>	<b>0,88</b>	<b>0,99</b>	<b>1,11</b>

Tunnusluvut	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	55,4 %	36,3 %	-7,8 %	-29,1 %	-46,1 %	-16,0 %	-29,3 %	1,9 %	21,9 %	55,5 %	6,4 %	15,0 %	10,0 %	10,0 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	49,4 %	66,4 %	-4,0 %	-41,9 %	-67,1 %	-23,5 %	-45,7 %	-12,5 %	27,3 %	101,1 %	-0,2 %	15,4 %	11,2 %	11,0 %
<b>Käyttökate-%</b>	16,2 %	17,0 %	15,3 %	13,7 %	11,7 %	14,8 %	14,3 %	14,8 %	15,3 %	15,2 %	14,9 %	14,7 %	14,8 %	14,8 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	15,2 %	15,7 %	14,9 %	12,8 %	10,4 %	13,8 %	12,0 %	12,8 %	13,4 %	13,4 %	12,9 %	13,0 %	13,1 %	13,3 %
<b>Nettotulos-%</b>	10,5 %	11,5 %	10,1 %	8,8 %	3,3 %	9,0 %	9,6 %	8,9 %	9,4 %	9,6 %	9,4 %	9,6 %	9,8 %	10,0 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Toteutunut	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
<b>Liikevaihto</b>	236	236	0 %	271	271	0 %	298	298	0 %
<b>Käyttökate</b>	33,9	35,1	4 %	39,4	39,9	1 %	43,8	44,1	1 %
<b>Liikevoitto</b>	28,5	29,7	4 %	33,9	34,4	2 %	38,1	38,4	1 %
<b>Tulos ennen veroja</b>	28,1	29,3	4 %	33,5	34,1	2 %	38,0	38,4	1 %
<b>EPS (ilman kertaeriä)</b>	0,74	0,77	4 %	0,89	0,90	2 %	1,00	1,01	1 %
<b>Osakekohtainen osinko</b>	0,00	0,00		0,00	0,00		0,00	0,00	

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>29</b>	<b>45</b>	<b>44</b>	<b>44</b>	<b>44</b>
Liikearvo	7	8	8	8	8
Aineettomat hyödykkeet	0	6	5	4	3
Käyttöomaisuus	20	30	30	31	32
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0	0	0	0	0
Muut sijoitukset	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	1	0	1	1	1
Laskennalliset verosaamiset	0	1	0	0	0
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>136</b>	<b>137</b>	<b>160</b>	<b>193</b>	<b>229</b>
Vaihto-omaisuus	92	71	68	77	84
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0	0
Myyntisaamiset	36	24	47	54	60
Likvidit varat	8	43	45	62	85
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>168</b>	<b>182</b>	<b>204</b>	<b>238</b>	<b>273</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Oma pääoma</b>	<b>87</b>	<b>107</b>	<b>129</b>	<b>155</b>	<b>184</b>
Osakepääoma	1	1	1	1	1
Kertyneet voittovarot	70	90	112	138	167
Oman pääoman ehtoiset lainat	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	-5	0	0	0	0
Muu oma pääoma	22	16	16	16	16
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>13</b>	<b>33</b>	<b>18</b>	<b>18</b>	<b>18</b>
Laskennalliset verovelat	1	1	1	1	1
Varaukset	2	0	0	0	0
Korolliset velat	11	30	15	15	15
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	0	2	2	2	2
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>68</b>	<b>42</b>	<b>57</b>	<b>65</b>	<b>71</b>
Korolliset velat	11	4	5	5	5
Lyhytaikaiset korottomat velat	57	38	52	60	66
Muut lyhytaikaiset velat	1	1	1	1	1
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>168</b>	<b>182</b>	<b>204</b>	<b>238</b>	<b>273</b>



# Arvonmääritys 1/4

## Tulospohjaiset kertoimet toimivat parhaiten

Suosimme Incapin hinnoittelun tarkastelussa ja arvonmäärityksessä tulospohjaisia kertoimia. Mielestämme käyttökelpoisimmat tuloskertoimet ovat nettotulospohjainen P/E-luku sekä yhtiön taserakenteen paremmin huomioivat EV/EBITDA- ja EV/EBIT-kertoimet. Absoluuttisina kertoimina olemme hyödyntäneet arvioimiamme neutraaleja kertoimia, jotka pohjautuvat näkemykseemme yhtiön kasvu- ja kannattavuustasosta, pääoman tuottokyvystä sekä riskiprofiilista sekä osin myös yhtiön toteutuneeseen hinnoitteluun osakemarkkinoilla. Olemme absoluuttisten kertoimien lisäksi hyödyntäneet verrattain laajan ja liiketoimintamalleiltaan samankaltaisista yhtiöistä koostuvan verrokkiryhmän tarjoamaa viitekehikkoa. Tarkastelemme Incapin hinnoittelua pääosin kahdella ensimmäisellä ennustevuodella. Lisäksi hyödynnämme osakkeen arvostamisessa pitkää tähtäintä huomioivaa DCF-mallia.

## Arvostuksessa huomioitavat tekijät

Mielestämme seuraavat tekijät vaikuttavat Incapin arvostukseen:

- **Kulutehokas toimintamalli** on liki vertaansa vailla ja yhtiön kannattavuustaso on toimialan korkein. Kulutehokkuus ja etenkin sen säilyttäminen on myös vahvan suhteellisen kilpailukyyn peruspilari.
- **Näytöt kannattavasta orgaanisesta kasvusta** ja tehokkuustasojen ylläpitämisestä ovat pääosin vahvat ja myös yhtiön pidemmän ajan kasvunäkymät ovat hyvät.

- **Pitkän aikavälin orgaaniset kasvumahdollisuudet** ovat sähköistymisen, digitalisaation, ulkoistusasteen nousun ja vahvan oman kilpailukyyn myötä hyvät. Incapin korkea pääoman tuotto- ja erityisesti sen uudelleenallokointikykyä (RONIC) heijastellen orgaanisessa kasvussa onnistuminen on runsaasti arvoa luovaa.
- **Yritysosot** ovat mielestämme yhtiön kärsivällistä lähestymistapaa mukailien hyviä vaihtoehtoja arvonluonnin kiihdyttämiseksi. Nykyisellään Incapilla on velankantokykyä melko suurelkin yritysoson toteuttamiseen.
- **Suurin asiakas** vaikuttaa oleellisesti Incapin suuntaan lyhyellä ja luultavasti myös keskipitkällä tähtäimellä, mikä nostaa osakkeen riskiprofiilia. Siten heilahduksen vaara on alati läsnä, vaikka vuonna 2023 suurimman asiakkaan liikevaihto-osuuden ja osakekurssin lasku ovatkin tasapainottaneet osakkeeseen leivottua riskiä. Emme sinällään pelkää Incapin menettävän asiakkuutta, mutta sijoittajien kannalta on silti ongelmallista, että Incapin kasvu ja tulos ovat yhä tuntuvalta osin yksittäisen ja heikosti arvioitavan ajurin varassa.
- **Liiketoiminnan kysyntäajurit ovat investointivetoisia**, mikä altistaa Incapia talouden suhdannevaihteluille. Asiakasportfoliossa on kuitenkin useilla eri teollisuudenaloilla ja erilaisissa kehitysvaiheissa toimivia yhtiöitä, mikä tosin luo kysyntään eräänlaista vakautta / syklinkestävyyttä.

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
<b>Osakekurssi</b>	12,1	12,1	12,1
<b>Osakemäärä, milj. kpl</b>	29,4	29,4	29,4
<b>Markkina-arvo</b>	356	356	356
<b>Yritysarvo (EV)</b>	332	314	291
<b>P/E (oik.)</b>	15,7	13,4	12,0
<b>P/E</b>	16,1	13,7	12,2
<b>P/B</b>	2,8	2,3	1,9
<b>P/S</b>	1,5	1,3	1,2
<b>EV/Liikevaihto</b>	1,4	1,2	1,0
<b>EV/EBITDA</b>	9,4	7,9	6,6
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	10,9	8,9	7,4
<b>Osinko/tulos (%)</b>	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Osinkotuotto-%</b>	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

# Arvonmääritys 2/4

- **Haastava arvoketjuasema**  
materiaalitoimittajien ja loppuasiakkaiden välissä pitää hintapaineen kroonisena. Kilpailu on myös kireää ja voi myös kiristyä edelleen, kun pandemian jälkeinen komponenttiongelmalla on takana ja myös kovin kysyntä jäähtynyt.

Hyväksyttävää arvostusta tukevat ja painavat tekijät huomioiden Incap tulisi mielestämme hinnoitella markkinoilla P/E-luvulla 12x-15x ja vastaavasti EV/EBIT-kertoimella 9x-12x osakemarkkinoiden nykyisessä ympäristössä, jossa nimellinen korkotasoa on selvästi positiivinen. Olemme nostaneet hyväksyttävää haarukoita hieman yhtiön todistettua kykynsä tehdä vahvaa kannattavuutta laskevallakin liikevaihdolla. Haarukoiden alalaidat ovat myös karkeasti linjassa Incapin viimeisen 5 vuoden mediaanitasojen kanssa. Ajan yli ajan katsottuna nämä tasot eivät ole lukittuja, vaan niissä on liikkumavaraa sekä operatiivisten ja strategisten kehitysaskelten että riskitason muutosten (mm. esim. asiakaskannan mahdollinen laajeneminen / keskittyminen) huomioimiselle. Myös tuloskasvuvauhdilla ja korkotasolla on merkittävä rooli hyväksyttävän arvostuksen muodostumisessa.

## Absoluuttiset kertoimet ovat maltilliset

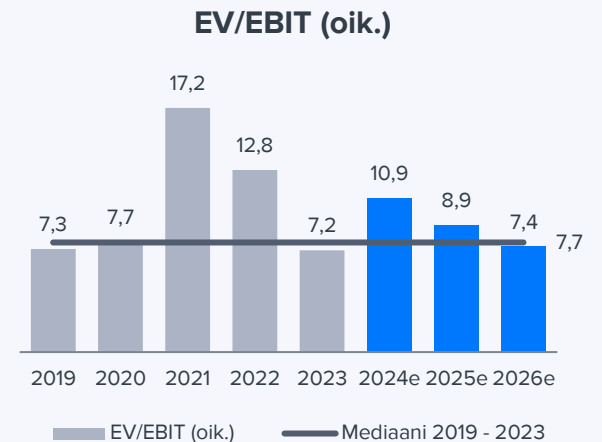
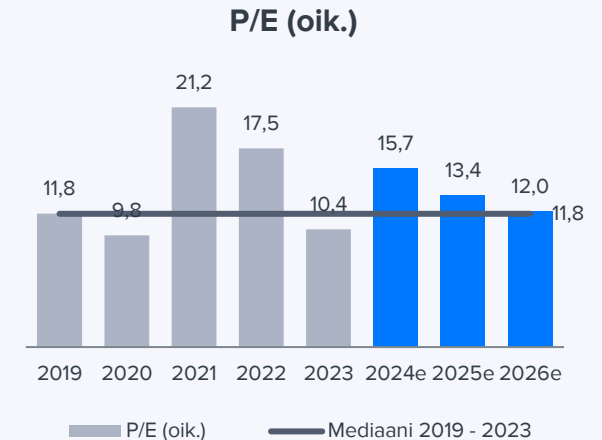
Incapin ennusteidemme mukaiset oikaistut P/E-luvut vuosille 2024 ja 2025 ovat 16x ja 13x, kun taas vastaavat EV/EBIT-kertoimet ovat 11x ja 9x. Nämä kertoimet ovat yhtiölle arvioimamme neutraalien kerroinhaarukoiden haarukoiden ylälaitojen tienoilla kuluva vuoden alle potentiaalin jäävällä tuloksella sekä alalaitojen tienoilla ensi vuodelle. Suhteessa historiallisiin

tasoihin kuluva vuoden kertoimet ovat 5 vuoden mediaanien yläpuolella ja ensi vuoden kertoimet hieman yläpuolella. Mielestämme tämä on kohtuullinen lähtökohta, kun huomioidaan, että asiakasrakenne on nyt ja ennusteidemme valossa myös lähivuosina selvästi viimeisen 5 vuoden keskiarvoa hajautuneempi ja yhtiö on myös antanut näytöt kyvystä ylläpitää korkeaa kannattavuutta myös liikevaihdon laskiessa. Näin ollen näemme osakkeen hinnoittelun kerroin pohjaisesti houkuttelevana, kunhan Incap palaa vuositason vertailussa kannattavaan kasvuun H2:lla ja pysyy tällä uralla lähivuosina. Lisäksi sijoittajille jää optio, että P/E-pohjainen arvostus laskisi kaksinumeroisella prosentilla, jos Incap onnistuisi saamaan tasettaan töihin hyvällä velkavetoisella yritysostolla. Arvostuksen houkuttelevuus riippuu kuitenkin puhtaasti tulostrendin suunnasta ensi vuonna emmekä näe osakkeessa nousuvaraa, jos Incapin tulos ei kääntyisi H2:lla kasvuun (Q1'24 LTM P/E 19x).

Incapin lähivuosien osinkotuottojen arvioimme olevan nollassa, kun yhtiö säästää pääomansa mielestämme perustellusti kasvustrategian epäorgaanisen haaran toteuttamiseen. Näin ollen sijoittajien tuotto tulee muodostumaan arvonmuutoksesta, eikä osinko pääse tukemaan lyhyen ajan tuotto-odotusta.

## Premion perusteet ovat vahvistumassa

Listattujen sopimusvalmistajien lukumäärä on suuri, joten Incapille voidaan kerätä reilu joukko liiketoimintamalleiltaan ja arvoketjuasemiltaan samankaltaisia yhtiöitä arvostustason suhteellista tarkastelua varten. Kootusta verrokkiryhmästä on



# Arvonmääritys 3/4

kuitenkin hyvä huomata, ettei se ole täydellinen, sillä osa yhtiöistä on skaalaltaan hyvin suuria sopimusvalmistajia. Lisäksi yhtiöiden kannattavuusprofiilit, liiketoimintojen rakenteet, strategiset asemoitumiset ja riskitasot eivät ole täysin yhteismitallisia. Osa relevanteista verrokkiyhtiöistä on myös listaamattomia yhtiöitä (mm. JJS Manufacturing) tai niillä ei ole esimerkiksi Katekin tapaan julkisia ennusteita, mikä tuo verrokkiryhmään vajavaisuutta. Näistä kohdista huolimatta pidämme suhteellista arvonmääritystä riittävän käyttökelpoisena, joskin sovellamme sitä silti toissijaisena tukena muille käyttämillemme menetelmille.

Valitsemistamme verrokkiyhtiöistä muutamat ovat huomattavasti Incapia suurempia valmistajia, mutta enemmistö on kuitenkin yhtiön oman kokoluokan kannalta relevantteja verrokkeja. Pidämme erityisesti pohjoismaalaisia sopimusvalmistajia oivina mittatikkaina, sillä samankaltaisten maantieteellisten ja teollisten asemoitumisten myötä yhtiöt ovat toisilleen arviomme mukaan myös melko usein suoria kilpailijoita. Lisäksi yritysostot kuuluvat keskeisesti kaikkien pohjoismaalaisten valmistajien strategioihin, mitä heijastellen uskomme, että kilpailua käydään jonkin verran myös potentiaalisten ostokohteiden rintamalla.

Vertailuryhmään nähden Incap hinnoitellaan melko neutraalisti tämän vuoden ja myös ensi vuoden kertoimilla. Verrokkiryhmään peilattuna Incapin vahva track-record ja jopa ylivoimainen peruskannattavuus puoltaisivat mielestämme selvää preemiota. Verrokkeja yhä keskittyneempi asiakasrakente on päinvastainen ajuri, mutta viime

kvartaalien vahvojen kannattavuusnäyttöjen sekä liiketoiminnan kvartaalitason käänteen takia maltillisen preemion perusteet ovat vahvistuneet. Näin ollen pidämme osakkeen suhteellista tulospoijaista arvostusta edelleen varovaisen houkuttelevana varsinkin kun huomioidaan, että verrokkiryhmä ei ole mielestämme huomattavan kallis.

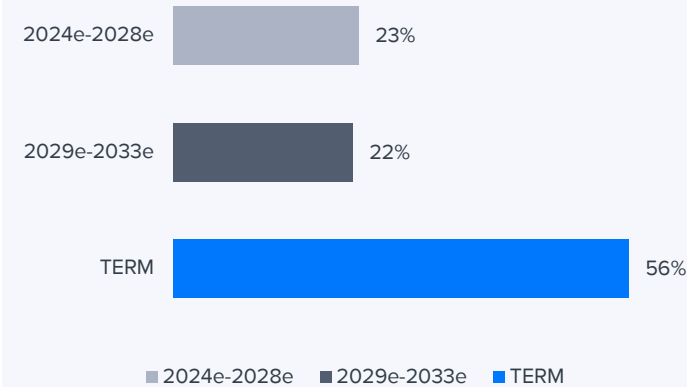
Volyymipohjaisesti (EV/S) Incap hinnoitellaan jopa tuplasti verrokkiryhmää korkeammalle. Tämä on mielestämme perusteltua yhtiön toimialan kontekstiin peilattuna korkean pohjakannattavuuden takia. Huomautamme kuitenkin, että volyymipohjaisen preemion säilyttäminen nykyisessä mittakaavassa edellyttää yhtiöltä kaksinumeroisten liikevoittomarginaalien yltämistä myös jatkossa ja osakkeessa voisi olla selvää laskuvaraa, jos kannattavuus pettäisi edes väliaikaisesti yksinumeroiselle tasolle.

## Kassavirtapohjainen arvonmääritys

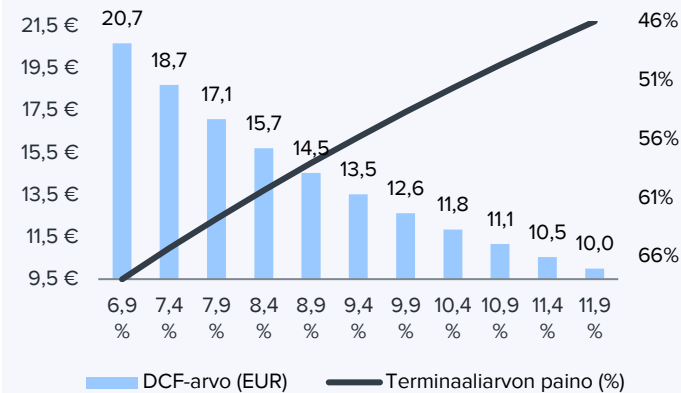
Annamme arvonmäärityksessämme painoarvoa myös kassavirtapohjaiselle mallille (DCF) huolimatta siitä, että se on varsin herkkä etenkin tuottovaatimukselle sekä terminaalijakson muuttujille. Tätä peilaten näemme mallin tarjoavan riittävän relevantin tuen muille käyttämillemme menetelmille ja erityisesti pidemmän aikavälin arvonluontipotentiaalin tarkastelulle. DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on noin 13,5 euroa osakkeelta. Näin ollen DCF antaa yhä positiivisen signaalin osakkeen arvostuksesta.

Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu pitkällä aikavälillä 3 %:iin, kun taas

## Rahavirran jakauma jaksoittain



## DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



# Arvonmääritys 4/4

operatiivisen kannattavuuden ennakoimme vakiintuvan toimialan dynamiikkaan peilattuna vahvalle noin 12,5 %:n tasolle. Näin ollen mallissa on jonkin verran häntäriskiä etenkin kannattavuuden osalta. Mallissamme terminaalijakson painoarvo on vielä kohtuullisella reilun 50 %:n tasolla.

Käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 9,4 % ja oman pääoman kustannus 10,1 %. Olemme laskeneet tässä päivityksessä vuoden 2023 aikana reilusti kohonnutta tuottovaatimusta jälleen hieman, sillä viime kvartaalien painekokeen selvittäminen puhtain paperein sekä näkymän kirkastuminen ovat jo mielestämme pudottaneet edelleen hieman osakkeen riskitasoa. DCF:ssä voisi vielä olla lievää nousuvaraa myös tuottovaatimuksen laskun kautta, jos yhtiö saisi tasattua asiakasriskejään pidemmällä tähtäimellä. Ensisijaisesti DCF-arvon nousu alkaa kuitenkin vaatia jo kassavirtanäkymien kohoamista. Riskittömänä korkona olemme soveltaneet 2,5 % ja markkinoiden riskipreemiona puolestaan 4,75 %.

## Tuotto-odotus on houkutteleva

Toteutuneella tuloksella Incapin arvostus on mielestämme koholla (Q1'24 LTM P/E 19x), mutta tulostrendin käänne odottaa Q3:lla tai Q4:llä. Siten 12 kuukauden tähtäimellä tuloskasvu riittää nostamaan tuotto-odotuksen hieman yli tuottovaatimuksemme, vaikka tuloskasvusta osa kuluisikin kertoimen sulatteluun. Osinkotuotto ei arviomme mukaan tule tukemaan tuotto-odotusta, sillä ennustamme Incapin säästävän pääomansa (järkevästi) kasvuun. Siten tuloskasvun rooli tuotto-odotukselle on kriittinen. Ennusteisiimme, yhtiölle

hyväksyimme arvostuskertoimiin, suhteelliseen arvostukseen sekä DCF-malliin perustuen arviomme Incapin osakkeen käyvän arvon olevan nyt noin 11–15 euroa per osake.

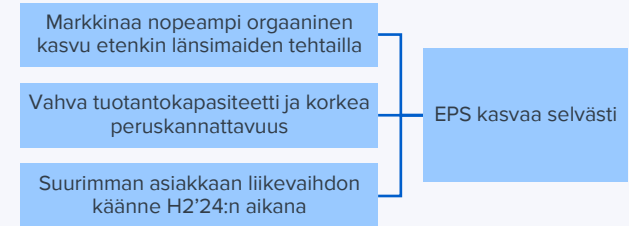
Keskkipitkällä tähtäimellä odotamme Incapin pysyvän tuloskasvussa. Aikavälillä Q1'24 LTM-2027 ennustamme Incapille reilun 15 %:n tuloskasvua oikaistun EPS:n tasolla, mikä luo vahvan pohjan keskipitkän ajan tuotto-odotukselle. Myös tämä hyvä tuloskasvupotentiaali sekä lähiaikojen uutisvirtaan liittyvä tietty positiivinen odotusarvo (ml. positiivinen tulosvaroitus) puoltavat edelleen lyhyen aikavälin hieman kohonneen arvostuksen yli katsomista. Lyhyen ja keskipitkän ajan tuotto-odotuksen realisoituminen ja osakkeen käyvän arvon kasvu ajan yli toki edellyttää, että kvartaalitason tuloskäänne jatkuu läpi kuluvan vuoden ja että yhtiö palaa tuloskasvajaksi lähivuosina. Pääriskit positiivisen näkemyksemme taustalla ovat yksittäinen suuri asiakas, investointikysynnän vaihtelu, kilpailun mahdollinen kiristyminen ja yhtiön kyky säilyttää korkea tehokkuus (ml. matala kulurakenne).

Lisäksi osakkeen ajuri voisi olla lyhyelläkin tähtäimellä yritysjärjestelyt, jos Incap pääsisi laittamaan tasettaan töihin kohtuuhintaiseen, riittävän laadukkaaseen, edes lievästi synergistiseen sekä etenkin asiakasriskitasoa alentavaan kohteeseen. Onnistuneet AWS- ja Pennatronics järjestelyt sekä myös kärsivällinen suhtautuminen yritysostoihin ovat tukeneet luottamusta yhtiön yritysostostrategiaan. Näkemyksemme ei kuitenkaan varsinaisesti nojaa positiivisen yritysjärjestelyoption realisoitumiseen.

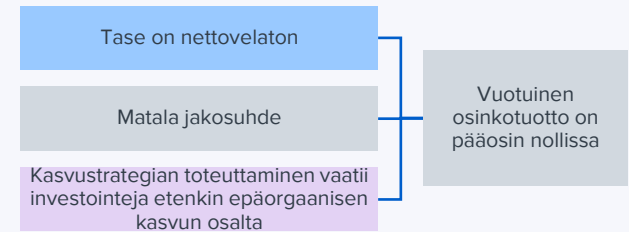
## Osaketuoton ajurit Q1'24 LTM-2027e

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

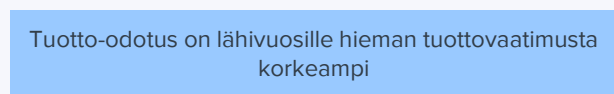
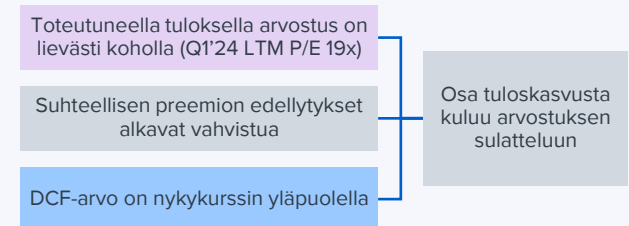
### Tulostuoton ajurit



### Osinkotuoton ajurit



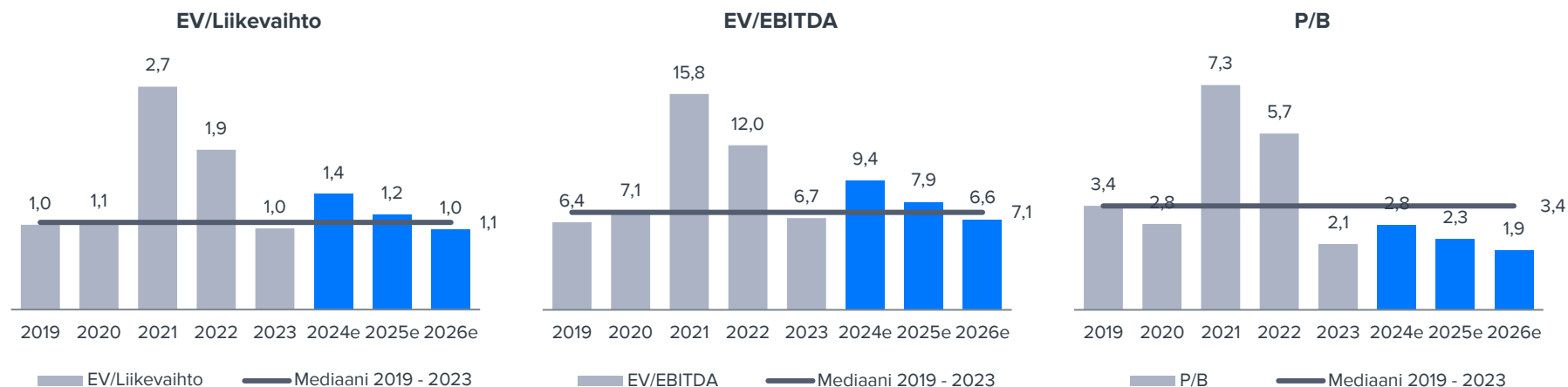
### Arvostuskertoimien ajurit



# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	3,38	3,69	15,70	17,10	7,75	<b>12,12</b>	<b>12,12</b>	<b>12,12</b>	<b>12,12</b>
Osakemäärä, milj. kpl	21,9	29,1	29,2	29,3	29,3	<b>29,4</b>	<b>29,4</b>	<b>29,4</b>	<b>29,4</b>
Markkina-arvo	74	107	459	500	228	<b>356</b>	<b>356</b>	<b>356</b>	<b>356</b>
Yritysarvo (EV)	73	113	461	514	220	<b>332</b>	<b>314</b>	<b>291</b>	<b>264</b>
P/E (oik.)	11,8	9,8	21,2	17,5	10,4	<b>15,7</b>	<b>13,4</b>	<b>12,0</b>	<b>10,7</b>
P/E	11,8	11,6	21,8	18,1	11,5	<b>16,1</b>	<b>13,7</b>	<b>12,2</b>	<b>10,9</b>
P/B	3,4	2,8	7,3	5,7	2,1	<b>2,8</b>	<b>2,3</b>	<b>1,9</b>	<b>1,6</b>
P/S	1,0	1,0	2,7	1,9	1,0	<b>1,5</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>
EV/Liikevaihto	1,0	1,1	2,7	1,9	1,0	<b>1,4</b>	<b>1,2</b>	<b>1,0</b>	<b>0,8</b>
EV/EBITDA	6,4	7,1	15,8	12,0	6,7	<b>9,4</b>	<b>7,9</b>	<b>6,6</b>	<b>5,4</b>
EV/EBIT (oik.)	7,3	7,7	17,2	12,8	7,2	<b>10,9</b>	<b>8,9</b>	<b>7,4</b>	<b>6,1</b>
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>20,0 %</b>
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>1,8 %</b>

Lähde: Inderes



# Verrokkiryhmän arvostus

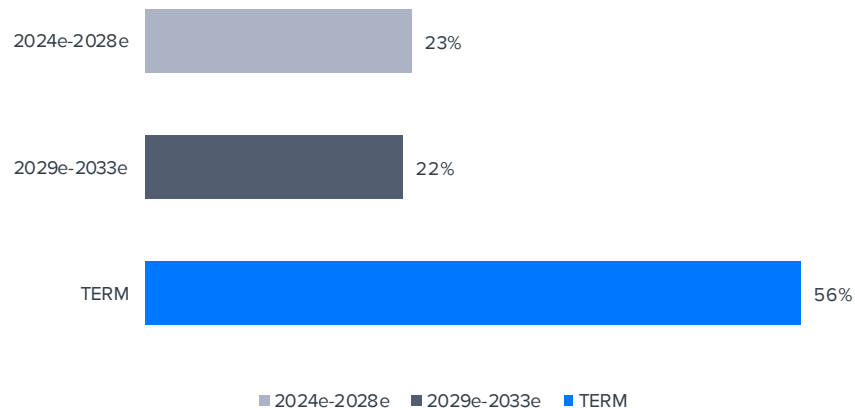
Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e
Cicor Technologies	188	295	9,3	7,7	5,3	4,6	0,6	0,5	17,8	14,3			1,3
Integrated Micro-Electronics	67	327	12,8	9,7	4,9	4,3	0,2	0,2	3,3				0,2
Data Modul	111	113	6,5	5,3	5,8	4,9	0,6	0,6	10,8	9,7	0,4	0,4	0,7
Hanza	241	324	12,6	9,0	5,0	4,3	0,4	0,4	14,8	10,0	1,9	2,8	1,1
Kitron	565	692	12,2	10,5	9,2	8,2	1,0	0,9	14,6	12,1	2,9	3,5	2,7
Lacroix Group SA	103	243	10,8	8,5	5,7	4,9	0,3	0,3	9,3	6,4	2,4	3,8	0,5
Jabil	12574	12866	8,8	8,5	6,1	5,8	0,5	0,5	13,3	11,7	0,3	0,3	6,5
Scanfil	488	535	9,1	8,7	6,7	6,4	0,6	0,6	10,7	10,3	3,3	3,6	1,6
Fabrinet	8293	7546	27,2	24,3	23,0	20,6	2,8	2,6	28,3	25,7			5,2
Hana Microelectronics	1078	864	17,4	14,5	8,9	8,0	1,3	1,2	20,5	17,5	2,5	2,7	1,5
SVI	467	535	15,5	13,4	12,4	10,8	0,8	0,8	14,8	13,1	2,1	2,2	1,3
TT Electronics	323	467	7,2	6,7	5,5	5,2	0,7	0,7	7,8	7,1	4,7	5,2	1,0
Katek Se													
Nolato AB	1403	1514	18,3	16,0	11,2	10,4	1,7	1,4	23,1	19,8	2,8	3,3	2,9
Celestica	6183	6660	13,3	12,2	10,2	9,5	0,8	0,7	16,8	15,4			3,6
<b>Incap (Inderes)</b>	<b>356</b>	<b>332</b>	<b>10,9</b>	<b>8,9</b>	<b>9,4</b>	<b>7,9</b>	<b>1,4</b>	<b>1,2</b>	<b>15,7</b>	<b>13,4</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>2,8</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>12,9</b>	<b>11,1</b>	<b>8,6</b>	<b>7,7</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>14,7</b>	<b>13,3</b>	<b>2,3</b>	<b>2,8</b>	<b>2,1</b>
<b>Mediaani</b>			<b>12,4</b>	<b>9,4</b>	<b>6,4</b>	<b>6,4</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>14,7</b>	<b>12,1</b>	<b>2,5</b>	<b>3,0</b>	<b>1,4</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>			<b>-12 %</b>	<b>-5 %</b>	<b>48 %</b>	<b>23 %</b>	<b>111 %</b>	<b>80 %</b>	<b>7 %</b>	<b>11 %</b>	<b>-100 %</b>	<b>-100 %</b>	<b>99 %</b>

Lähde: Refinitiv / Inderes

# DCF-laskelma

DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-16,0 %	6,4 %	15,0 %	10,0 %	10,0 %	5,0 %	5,0 %	4,0 %	4,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-% (oik.)	12,7 %	12,6 %	12,7 %	12,9 %	13,0 %	13,0 %	13,0 %	13,0 %	12,7 %	12,5 %	12,5 %	12,5 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>28,2</b>	<b>29,7</b>	<b>34,4</b>	<b>38,4</b>	<b>42,7</b>	<b>44,8</b>	<b>47,0</b>	<b>48,9</b>	<b>49,7</b>	<b>50,4</b>	<b>51,4</b>	
+ Kokonaispoistot	4,6	5,4	5,5	5,7	5,8	5,6	5,8	5,9	6,1	6,2	6,3	
- Maksetut verot	-6,6	-7,1	-8,2	-9,2	-10,4	-11,0	-11,6	-12,1	-12,3	-12,6	-12,9	
- verot rahoituskuluista	-0,5	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,2	0,2	0,3	0,4	0,4	0,5	0,6	0,7	0,7	0,8	
- Käyttöpääoman muutokset	14,4	-6,6	-8,2	-5,7	-4,5	-4,1	-4,3	-3,6	-3,8	-2,9	-2,0	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>40,2</b>	<b>21,3</b>	<b>23,4</b>	<b>29,2</b>	<b>33,8</b>	<b>35,6</b>	<b>37,2</b>	<b>39,5</b>	<b>40,1</b>	<b>41,6</b>	<b>43,4</b>	
+ 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	
- Bruttoinvestoinnit	-16,3	-4,7	-6,0	-6,0	-7,0	-7,0	-7,0	-7,0	-7,0	-7,0	-6,4	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>23,9</b>	<b>16,6</b>	<b>17,4</b>	<b>23,2</b>	<b>26,7</b>	<b>28,5</b>	<b>30,2</b>	<b>32,5</b>	<b>33,1</b>	<b>34,6</b>	<b>37,0</b>	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	23,9	16,6	17,4	23,2	26,7	28,5	30,2	32,5	33,1	34,6	37,0	508
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>15,8</b>	<b>15,2</b>	<b>18,5</b>	<b>19,5</b>	<b>19,0</b>	<b>18,4</b>	<b>18,0</b>	<b>16,8</b>	<b>16,0</b>	<b>15,7</b>	<b>216</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		389	373	357	339	320	301	282	264	247	231	216
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>389</b>										
- Korolliset velat		-34,1										
+ Rahavarat		42,6										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus		0,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>397</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>13,5</b>										

## Rahavirranjakauma jaksoittain



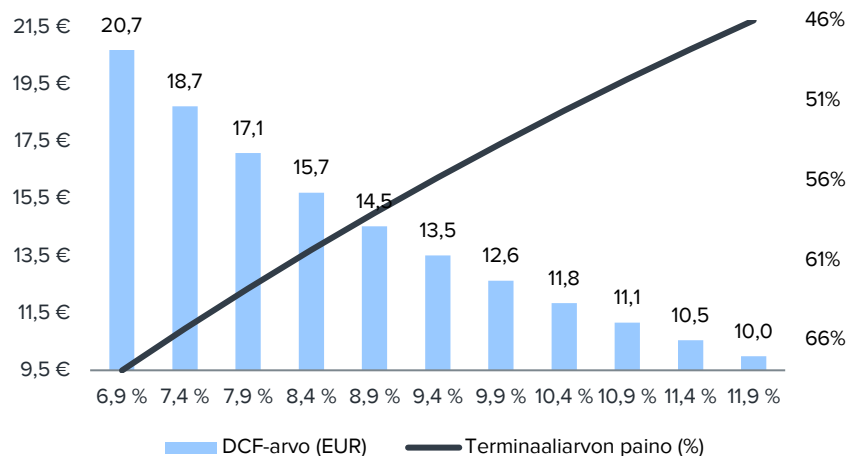
## Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	25,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,40
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,90 %
Riskitön korko	2,5 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>10,1 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>9,4 %</b>

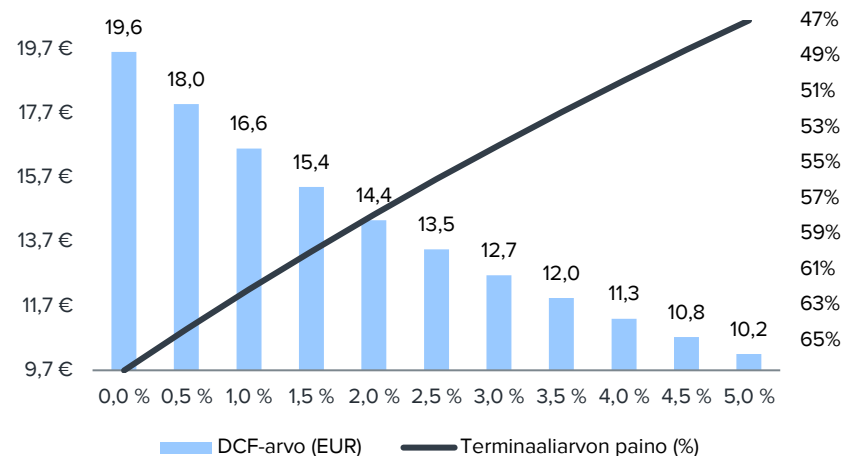
Lähde: Inderes

# DCF:n herkkyysskalkelmat ja avainoletukset graafeina

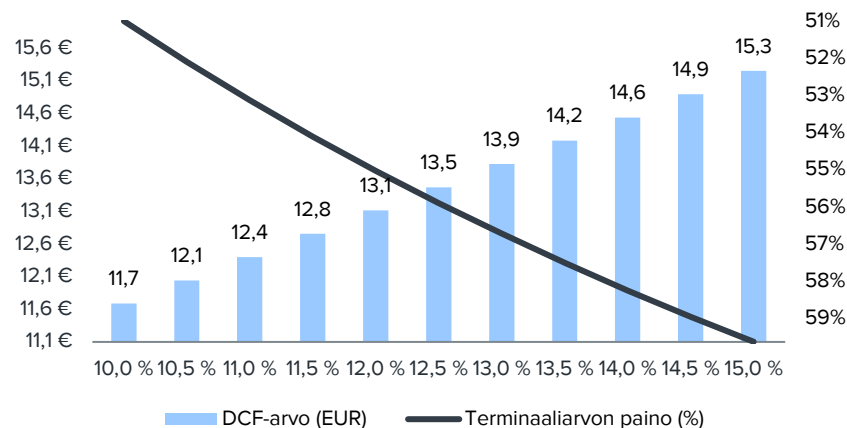
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



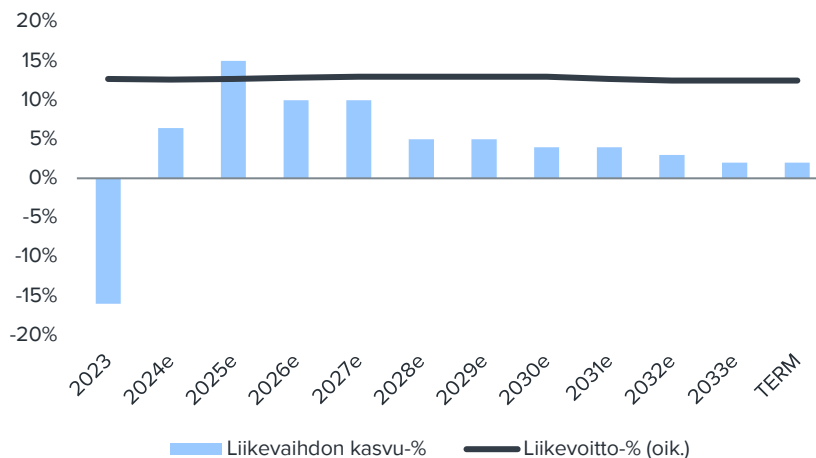
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



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



# ESG

## Incapin toiminnan taksonomiakelpoisuutta arvioidaan lopputuotteen mukaan

Incapin asiakastoimitus voi olla myös osa asiakkaan suurempaa tuotekokonaisuutta. Incap arvioi toimintansa taksonomiakelpoisuutta lopputuotteen perusteella, johon Incap on toimittanut tietyn ratkaisun. Näin ollen Incapin toiminnot ovat suurelta osin niin kutsuttuja mahdollistavia toimintoja. Niitä ovat uusiutuvan energian teknologioiden valmistus, vähähiilisten teknologioiden valmistus liikenteelle, sähkön siirto ja jakelu, sähkön varastointi, rautatieliikenteen infrastruktuuri, rakennusten energiatehokkuuden mittaamiseen, säätelyyn ja valvontaan tarkoitettujen välineiden ja laitteiden asennus, huolto ja korjaus sekä tietojenkäsittely, isännöinti ja niihin liittyvät toimet. Incapilla ei siten ole taksonomian mukaisia aktiviteettejä.

Raportointikäytännöt Incapin toimintaan liittyen voivat vielä myös muuttua. Emme usko, että vallitseva taksonomiaprosenttien taso aiheuttaa välittömiä nousupaineita esimerkiksi Incapin rahoituksen kustannuksiin tai sen saatavuuteen tai johtaa muihin liiketoiminnallisiin haasteisiin. Incapilla on myös yksi erittäin merkittävä asiakas, jonka kokoluokka on vaihdellut vuosina 2022-2023 ja vaihtelua voi olla myös jatkossa. Tästä syystä kyseisen asiakkaan liikevaihto-osuuden muutos voi heilauttaa koko konsernin taksonomiaprosentteja etenkin liikevaihdon ja kulujen osalta.

## Incapiin ei liity merkittäviä ympäristöpoliittisia kysymyksiä

Mielestämme Incapin liiketoimintaan liittyvät suorat ympäristöpolitiikkaan liittyvät elementit ovat suhteellisen vähäisiä, sillä yhtiön liiketoiminta on energiantensiteetiltään hyvin kevyttä

kokoonpanoteollisuutta, jossa ei käytetä myöskään vaarallisia aineita. Incap myös valmistaa asiakkailleen ilmastomuutosta hillitseviä tuotteita, kuten vihreää energiateknologiaa. Näin ollen emme näe regulaation aiheuttavan suurempia riskejä tai uhkia Incapille nähtävissä olevassa tulevaisuudessa.

## Emme odota merkittäviä investointitarpeita ilmastopäästöjen alentamisesta

Incapilla ei toistaiseksi ole virallisia ilmastotavoitteita, vaikka yhtiö raportoi tekemistään ja strategiaansa sisällyttämistä ympäristötoimista melko laajasti etenkin vuosikertomuksessaan. Suurin osa Incapin kuluttamasta energiasta kuluu tuotantotilojen lämmitykseen, jäähdytykseen, tuotantokoneiden toimintaan. Hiilidioksidipäästöjä Incapilta syntyy tuotantolaitosten energiankulutuksen lisäksi myös logistiikasta, liikematkoista sekä ostetuista laitteista ja palveluista. Yhtiön energiankulutuksen vähentämiseen tähtääviin pyrkimyksiin kuuluu nykyaikaisen teknologian ja energiatehokkaiden laitteiden, LED-valaistuksen, älykkäiden materiaalivirtojen ja logistiikan käyttö.

Arviomme mukaan Incapin kokonaispäästöjen osalta kannalta keskeisessä roolissa ovat etenkin scope3:n päästöt, joihin yhtiön suorat vaikutusmahdollisuudet ovat rajalliset. Arviomme mukaan ilmastopäästöjen alentaminen ei tule aiheuttamaan Incapille nykytiedon valossa merkittäviä ja yllättäviä lyhyen aikavälin kustannuksia, mutta jäämme odottamaan asiasta vielä lisätietoa. Myöskään tulevaisuuden investointitarpeiden emme lähtökohtaisesti oleta nousevan toimenpiteiden pohjalta merkittävästi.

Taksonomiakelpoisuus	2022	2023
Liikevaihto	74 %	67 %
OPEX	69 %	61 %
CAPEX	56 %	65 %

Taksonomian mukaisuus	2022	2023
Liikevaihto	0 %	0 %
OPEX	0 %	0 %
CAPEX	0 %	0 %

## Ilmasto

Ilmastotavoite	Ei	Ei
Pariisin sopimuksen mukainen (1,5 °C:n lämpenemisskenaario)	Ei	Ei

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävää 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 suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

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

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

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

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

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

## Suosituksien historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
28/07/2022	Lisää	16,00 €	14,66 €
19/10/2022	Lisää	17,00 €	15,08 €
28/10/2022	Vähennä	17,00 €	16,06 €
18/11/2022	Vähennä	17,00 €	16,18 €
23/02/2023	Vähennä	17,00 €	18,04 €
19/04/2023	Lisää	12,00 €	10,92 €
27/04/2023	Lisää	12,00 €	10,36 €
15/06/2023	Lisää	12,00 €	9,96 €
04/07/2023	Lisää	12,00 €	10,76 €
31/07/2023	Lisää	12,00 €	10,72 €
09/10/2023	Lisää	8,00 €	6,40 €
26/10/2023	Lisää	8,00 €	6,19 €
23/02/2024	Lisää	9,00 €	7,94 €
10/05/2024	Lisää	12,50 €	10,92 €
24/06/2024	Lisää	13,50 €	12,12 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömmen tarpeisiin.

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

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

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

### Inderes Oy

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.**