

# Incap

Laaja raportti

9/2020

# Ketterässä peruspelissä tehoa ja sisua

Incap on navigoinut korona-aasteiden läpi vakuuttavalla tavalla, mikä on mainio osoitus sekä yhtiön keskeisimpien vahvuuksien purevuudesta että alla olevan koneiston taistelukyvyistä. Näistä elementeistä ja strategian määrätietoisesta toteuttamisesta kumpuava arvonluontipotentiaali on mielestämme paksu. Tähän linjattuun arvostustaso ei ole korkea ja kokonaiskuva huomioiden pidämmekin tarjolla olevaa tuotto/riski-suhdetta riittävän hyvänä. Näin ollen toistamme lisää-suosituksemme ja 20,00 euron tavoitehintamme.

## Ketterä ja kustannustehokas sopimusvalmistaja

Incap on pääosin teollisuuselektronikan toimintaloikkaan operoiva sopimusvalmistaja. Asiakkailleen Incap tarjoaa mahdollisuutta lopputuotteen koko arvoketjun tai sen yksittäisen osan ulkoistamiseen. Tämä tuo laitevalmistajien tyypillisesti varsin kiinteisiin kustannusrakenteisiin tietyjä joustopisteitä, tehostaa pääoman käyttöä ja vapauttaa resursseja omiin ydintoimintoihin kuten tuotekehitykseen ja myyntiin. Incapin asemoituminen on järkevä, sillä teollisuuselektronikan pienet ja teknologisesti vaativat tuotantoerät mahdollistavat myös pienemmille toimijoille houkuttelevia toimintarakoja sektorin kroonisesta hintapaineesta ja haastavasta arvoketjudynamiikasta huolimatta. Incapin keskeisin kilpailuvälittäjä on mielestämme matalan organisaatorakenteen sekä kuluorientoituneen kulttuurin ketteräksi ja tehokkaaksi virittämä toimintamalli. Keskeisimpinä riskeinä näemme puolestaan investointivetoisen kysyntäkuvan kehityksen, tehokkuusetumatkan kutistumisen sekä riippuvuuden suurimmista asiakkaista.

## Kasvuyhtiö epäorgaanisella strategiahaaralla

Incapin pidemmän aikavälin orgaaninen näkymä on alla olevan elektronikkamarkkinan kasvun sekä teollisuuden ulkoistamisasteen vaiheittaisen kohoamisen ajamana hyvä. Lisäksi markkinan hajanainen rakenne tarjoaa Incapille tukevan alustan yritystostovetoisen kasvun tavoittelulle. Tämä strategiahaara on järkevä, kun huomioidaan yritysjärjestelyjen orgaanisia kasvuponnistuksia nopeammat tulokset sekä sen sisällään pitämät riskienhallinnalliset kulmat (mm. asiakasriskin lasku). Kuluvaan vuonna odotamme Incapin liikevaihdon kasvavan AWS:n epäorgaanisten vaikutusten tukemana voimakkaasti, mutta liikevoiton jäävän edellisvuoden tasolle toimitusvirtojen orgaanista laskua sekä koronakupruja heijastellen. Vuonna 2021 odotamme yhtiön palaavan takaisin kannattavan operatiivisen kasvun kantaan, joskin pandemian todellisiin rasitteisiin ja niiden mahdollisiin aikaviiveisiin liittyvät muuttujat pitävät ensi vuoden riskitasoa vielä normaalia viitekehikkoa korkeammalla. Mahdollisesta toimintaturbulenssista huolimatta olemme luottavaisia Incapin suhteellisen aseman pitävyyteen ja pidemmälle katsottaessa yhtiöllä on mielestämme oivat rakenteelliset edellytykset profiloitua yhdeksi toimialan voittajista.

## Tuotto/riski-suhde puoltaa etenevään tarinaan nojaamista

Ennusteidemme mukaiset P/E-luvut vuosille 2020 ja 2021 ovat 12x ja 9x, kun taas vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 7x ja 5x. Absoluuttiset kertoimet eivät ole erityisen korkeita ja ne painottuvat selvästi yhtiölle hyväksymämme kerroinhaarukan sisään. Tulokertoimet ovat myös Incapin historiallisten mediaanitasojen tienoolla, mikä ei mielestämme ole täysin perusteltua, kun huomioidaan AWS:n hankinnan myötä laskenut kokonaisriskitaso sekä korkean ja luonteeltaan varsin sisukkaaksi osoittautuneen peruskannattavuuden taustalla oleva vääntökyky. Tätä taustaa vasten pidämme osakkeen tuotto/riski-suhdetta riittävän hyvänä, emmekä näe syytä sekä operatiivisesti että strategisesti vahvan ja etenevän sijoittajatarinan torjumiselle.

## Analytiikot

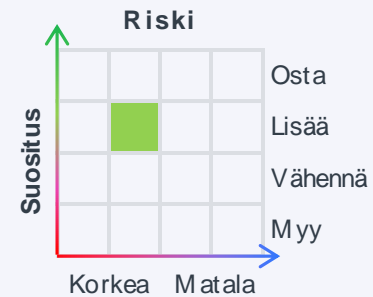


Joonas Korkiakoski

+358 40 182 8660

joonas.korkiakoski@inderes.fi

## Suositus



## Lisää

(aik. Lisää)

**20,00 EUR**

(aik. 20,00 EUR)

**Osakekurssi:**

18,00

**Potentiaali:**

11,1%

## Avainluvut

	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Liikevaihto</b>	71,0	100,5	109,9	114,8
<b>kasvu-%</b>	20 %	41 %	9 %	4 %
<b>EBIT oik.</b>	10,1	10,0	11,7	12,4
<b>EBIT-% oik.</b>	14,2 %	10,0 %	10,7 %	10,8 %
<b>Nettotulos</b>	6,3	6,6	8,4	9,0
<b>EPS (oik.)</b>	1,44	1,54	1,93	2,06

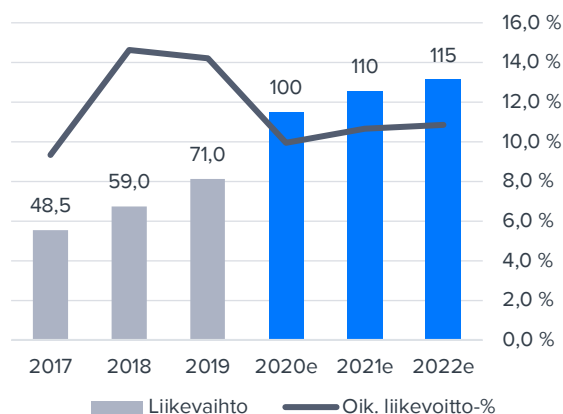
<b>P/E (oik.)</b>	11,8	11,7	9,3	8,7
<b>P/B</b>	3,4	2,7	2,2	1,8
<b>Osinkotuotto-%</b>	0,0 %	1,9 %	2,2 %	2,5 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	7,3	8,5	6,8	6,0
<b>EV/EBITDA</b>	6,4	6,8	5,4	4,9
<b>EV/Liikevaihto</b>	1,0	0,8	0,7	0,6

## Osakekurssi



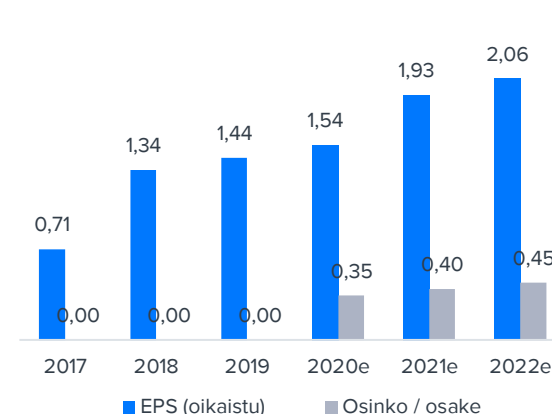
Lähde: Thomson Reuters

## 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
- Arvostuskertoimissa pientä nousuvaraa

### Riskitekijät

- Molemminpuolisesti haastava arvoketjuasema pitää kilpailutilanteen ankarana
- Asiakastoimialojen syklinen luonne
- AWS:n integroinnissa epäonnistuminen
- Koronapandemian aiheuttamien rasitteiden pidemmälle ulottuvat vaikutukset

### Arvostus

- Absoluuttiset kertoimet eivät ole karanneet liian korkeiksi
- Yhtiö hinnoitellaan käyvän arvon haarukan sisään
- Kertoimien maltillisesta nousuvarasta, pienestä osingosta ja tuloskasvusta muodostuva tuotto-odotus on mielestämme riittävä keskeisimpiin riskeihin nähden
- Merkittäviä tukitasoja ei kuitenkaan ole, mikäli ennusteriskit realisoituvat voimakkaasti

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>5-11</b>
Sijoitusprofiili	<b>12-15</b>
Toimiala	<b>16-19</b>
Kilpailukenttä	<b>20-23</b>
Strategia	<b>24-27</b>
Taloudellinen tilanne	<b>28-30</b>
Ennusteet	<b>31-35</b>
Arvonmääritys ja suositus	<b>36-42</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>43</b>

# Incap lyhyesti

Incap on elektroniikkateollisuuden sopimusvalmistaja, joka toimii johtavien korkean teknologian laiteoimittajien strategisena kumppanina.

**1985**

Perustamisvuosi

**1997**

Listautuminen

**24 %**

Liikevaihdon keskimääräinen kasvu 2015-2020 (TTM)

**12 %**

Keskimääräinen liikevoittomarginaali 2015-2020 (TTM)

**81 MEUR**

Liikevaihto 2020 (TTM)

**8,3 MEUR (10,3 % liikevaihdosta)**

Liikevoitto 2020 (TTM)

**1 297**

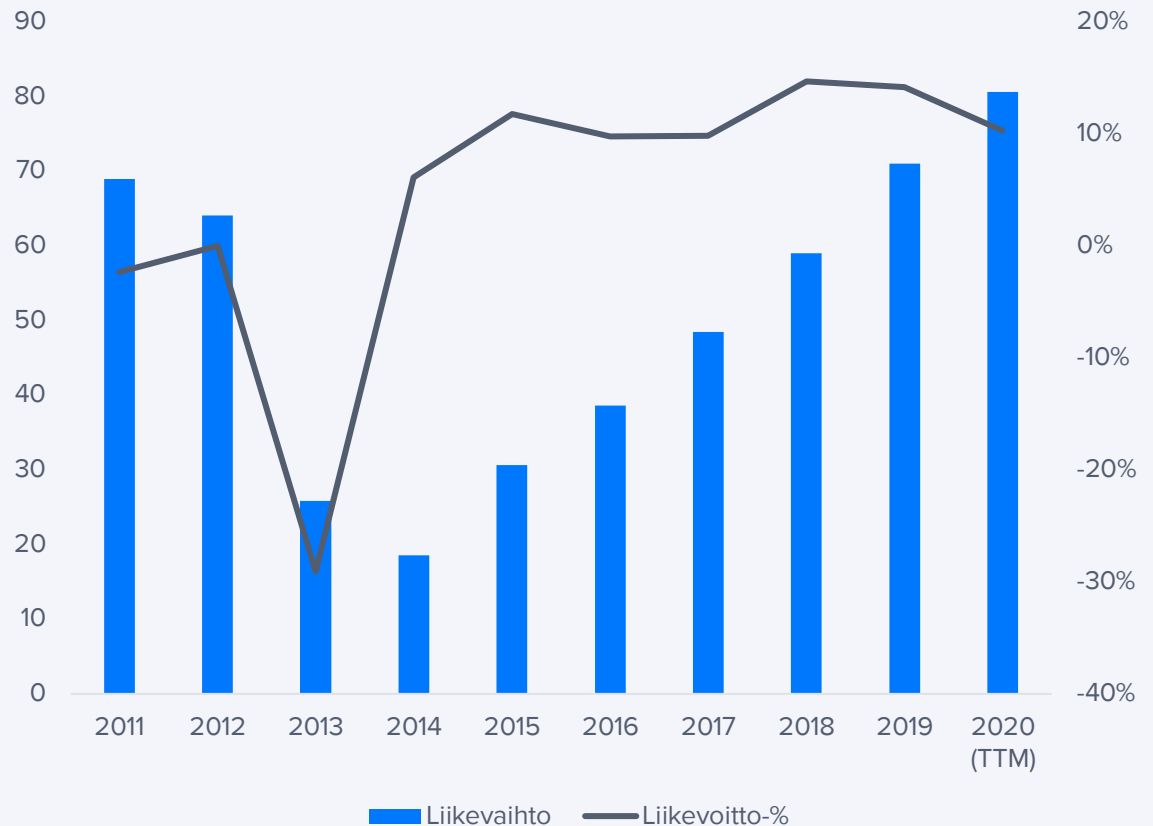
Henkilömäärä H1'20:n lopussa

## Vuodet 2011-2014

- Rakenne- ja rahoitusjärjestelyillä luodaan pohjaa kestäväälle kannattavuuskäännteelle
- Organisaatorakenteen viilaaminen ja strategian terävöittäminen ydintekijät käännteeseen taustalla
- Liiketoiminnan käynnistäminen lähes puhtaalta pöydältä ja tuloskäännteessä onnistuminen vuonna 2014

## Vuodet 2015-2020 (TTM)

- Vakuuttavan orgaanisen ja kannattavan kasvun työpätkä vuosina 2015-2019
- Toimintamalli osoittanut purevuutensa ja marginaalitaso kohonnut toimialan kärkipäähän
- AWS-järjestelyn myötä nousu uuteen kokoluokkaan ja tasapainoisempaan asiakasportfolioon



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/4

## Yhtiökuvaus

### Teollisuuselektronikan sopimusvalmistaja

Incap on elektroniikkateollisuuden sopimusvalmistaja, joka on keskittynyt pääosin korkean teknologian teollisuuselektronikan osa- ja kokonaisuovelluksien valmistamiseen. Tyypillisiä teollisuuselektronikan loppusovelluksia ovat mm. muuntajat, invertterit, mittaus- ja luentainstrumentit sekä erilaiset automaatioovellukset. Vaikka Incapin fokus on pääosin teollisuuselektronikan asiakassegmenteissä, ei yhtiö arviomme mukaan jätä käyttämättä myöskään kuluttajaelektronikan tarjoamia mahdollisuuksia, jos ne ovat riittävän houkuttelevia. Tällaisista mahdollisuuksista hyvä esimerkki on kevyiden kulkuneuvojen (mm. sähköskootterit) lohko, joka on käsityksemme mukaan tarjonnut yhtiölle viime vuosina varsin otollisia liiketoimintapolkuja.

Incapin pääkonttori sijaitsee Helsingissä. Yhtiöllä on neljä valmistavaa yksikköä, jotka sijaitsevat Virossa, Intiassa, Isonsa-Britanniassa ja Slovakiassa sekä Hongkongissa sijaitseva hankintayksikkö. Yhteensä yhtiö työllistää noin 1 300 henkilöä.

### Liikevaihto painottuu Eurooppaan

Vuonna 2019 Incapin liikevaihto oli 71 MEUR ja liikevoitto 10,1 MEUR. Incapin vanhan portfolion liikevaihto on hyvin Eurooppa-vetoista, sillä vuonna 2019 Euroopan osuus tulovirroista oli noin 66 %, kun taas Pohjois-Amerikka ja Aasia muodostivat yhteensä noin 27 %. Käsityksemme mukaan myös AWS:n liikevaihdon (2019: noin 41 MEUR) maantieteellinen jakauma on samansuuntainen, mitä peilaten uskomme Euroopan talousalueen

pysyvän jatkossakin konsernin tilaus- ja toimitusvirtojen keulana.

Vuonna 2019 Incapin asiakasportfolio oli vielä äärimmäisen keskittynyt ja neljän suurimman asiakkaan osuus liikevaihdosta oli noin 79 %. AWS:n hankinnan myötä yhtiön asiakasportfolio kuitenkin laajeni sekä asiakkaiden lukumäärällä että alla olevilla teollisuudenaloilla tarkasteltuna ja H1'20:llä neljän suurimman asiakkaan osuus liikevaihdosta oli 51 %. Yhteensä asiakkaita on arviomme mukaan kymmeniä. Vaikka suurimpien asiakkaiden liikevaihto-osuudet ovatkin yhä verrattain tukevat ja asiakasportfolion yleisilme kohtuullisen keskittynyt, on portfolio nyt selvästi aikaisempaa tasapainoisempi. Tämän näemme automaattisesti laskeneen myös yhtiön kokonaisriskitasoa.

### Liiketoiminnan rakenne

Yhtiöllä ei ole erikseen raportoitavia liiketoimintasegmenttejä, vaan liikevaihdon jakautuminen esitetään ainoastaan maantieteellisesti loppuasiakkaan sijainnin perusteella. Viron ja Slovakian toimitukset suuntautuvat arviomme mukaan pääosin Eurooppaan, kun taas Intian ja Ison-Britannian yksiköt toimittavat maantieteellisesti laajemmalla skaalalla. Arviomme mukaan tuotantoyksiköitä ei kuitenkaan ole erikseen roolitettu, vaan kaikkien yksiköiden tuotanto- ja palveluportfolioissa on käsityksemme mukaan varsinaisen volyymituotannon ohella myös esisarja- ja prototyyppivalmistusta sekä myynnin jälkeisiä tukitoimia. Lieviä taajuuseroja yksiköiden välisissä asiakasmixeissä kuitenkin on, sillä käsityksemme



## Teollisuuselektronikka

### Esimerkkejä tuotesovelluksista

- Etäluentajärjestelmät
- Muuntajat ja invertterit
- Sähkö- ja ohjauskeskukset
- Metallinpaljastimet
- Mittausinstrumentit



- Yli 30 vuoden markkinaläsnäolo ja korkea teknologiaosaaminen
- Matalan kustannusrakenteen maissa sijaitsevat tuotantolaitokset ylläpitävät kilpailukykyä
- Kevyt organisaatorakenne ja matalat yleiskulut
- Onnistunut keskittyminen teollisuuselektronikan asiakassegmentteihin

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/4

mukaan Viron ja Ison-Britannian portfolioissa on vakiintuneiden teollisuusasiakkaiden rinnalla myös paljon startup-vaiheessa olevia toimijoita, kun taas Intiassa ja Slovakiassa asiakkaat ovat pääosin vakiintuneimmista kehitysvaiheissa olevia toimijoita teollisuuden eri lohkoilta.

Incapin tuotantoyksiköt operoivat itsenäisinä tulosyksikköinä. Näin ollen ne vastaavat itse suunnittelusta, tarjouslaskennasta ja tuotannosta sekä konserniohjeen mukaisesti myös hinnoittelusta, kun taas ylätasolle keskitetyt tukifunktiot rajoittuvat pääosin IT- ja taloushallintopalveluihin. Näiden askelkuvioiden seurauksena yhtiön organisaatorakenne on hiottu hyvin ohueksi, mikä on pitänyt yleiskulut matalina, päätöksenteon nopeana ja toiminnan kustannustehokkaana. Mielestämme juuri nämä elementit ja siten kokonaisuudessaan tehokkaaksi viritetty toimintamalli ovat myös Incapin keskeisimmät kilpailuvaltit, vaikka AWS:n hankinta toimintaa tietyiltä osin jäykistääkin.

## Historiallinen kehitys

Incapilla on sopimusvalmistussektorilta pitkät juuret, sillä yhtiö on perustettu jo vuonna 1985. Mielestämme nykymuotoisen Incapin tarinan alkupiste on kuitenkin vuosi 2014, jolloin yhtiö kääntyi omistaja-arvoa voimakkaasti tuhonneiden tappioiden ja rahoitusjärjestelyjen värittämistä vuosista jälleen voitolliseksi. Käänteeseen keskeisimpinä ajureina olivat tuotannon siirtäminen matalan kustannustason maihin, organisaatorakenteen keventäminen sekä strategisen fokuksen terävöittäminen ja selvemmin teollisuuselektronikan

asiakassegmentteihin keskittyminen. Näiden toimien purevuus on ollut vakuuttavaa, sillä vuosina 2015-2019 yhtiön liikevaihto kasvoi orgaanisesti keskimäärin 23 % vuodessa ja keskimääräinen liikevoittomarginaali pysyi toimialaan nähden erinomaisella 12 %:n tasolla.

Tarinaa kirjoitettiin uusi luku tammikuussa 2020, jolloin yhtiö hankki AWS Electronics Groupin koko osakekannan. Järjestelyn myötä Incap nousi uuteen kokoluokkaan, laajensi toimintaansa uusille markkina-alueille Isoon-Britanniaan ja Keski-Eurooppaan sekä vahvisti asemaansa myös Yhdysvaltain ja Kaakkois-Aasian markkinoilla. AWS:n hankinnan myötä Incapin aikaisemmin hyvin keskittynyt asiakasjakauma laajeni merkittävästi, AWS:llä ei käsityksemme mukaan ole portfolioissaan merkittävän kokoluokan yksittäisiä asiakkaita (ts. > 20 % liikevaihdosta). Näitä kasvu- ja riskikulmia vasten kaupan teollinen logiikka oli hyvin järkevä. Maksettu kauppahinta vastasi AWS:n toteutuneella ja arviomme mukaan varsin hyvin perustasoa vastaavalla tuloksella noin 6x EV/EBITDA-kerrointa, mikä oli mielestämme varsin neutraali. Näemmekin AWS-järjestelyllä olevan hyvät edellytykset omistaja-arvon luontiin jo keskipitkällä tähtäimellä etenkin kun huomioidaan Incapin viime vuosien vahvat näytöt kannattavasta orgaanisesta kasvusta, operatiivisen tehokkuustason viritämisestä ja saavutettujen hyötyjen ylläpitämisestä.

## Liiketoimintamalli

### Liiketoimintamallin ytimessä PCB-ladonta

Incapin liiketoimintamalli koostuu muutamista

ydinprosesseista, joilla yhtiö pyrkii ottamaan ja vakiinnuttamaan paikkansa asiakkaan arvoketjusta. Sopimusvalmistajille tyypilliseen tapaan Incapin keskeisin ydinprosessi on PCB- eli piirilevyldonta. Piirilevyldonnassa elektronisia komponentteja liitetään (ts. ladotaan) piirilevyyn, jotta siitä saadaan lopputuotteen käyttöön sopiva kokonaisuus. Arviomme mukaan Incapilla on tuotantolaitoksissaan moderni laitekanta, mitä heijastellen uskomme myös yhtiön PCB-osaamisen olevan hyvällä tasolla.

PCB-ladontojen lisäksi yhtiön toimintamallin keskiössä on Box Build -kokoonpanojen, koko tuotekokonaisuuden elinkaari palveluiden sekä muiden räätälöityjen palveluiden tarjoaminen asiakkaiden tarpeisiin. Box Build -kokoonpanoissa lohko lopputuotteen arvoketjussa on leveä, sillä yhtiön vastuulla on tuotteen valmistaminen (ml. materiaalihankinta ja testaus) ja toimittaminen aina asiakkaan jakeluketjuun saakka. Leveän arvoketjulohkon hallitseminen mahdollistaakin korkeamman lisäarvon luomisen, paremman asiakaspidon ja sitä kautta pelkkää PCB-ladontaa paremman kateprofiilin.

Elinkaari- ja muut räätälöidyt palvelut pitävät sisällään muun muassa tuote- ja tuotantosunnittelun tukitoimia, testauspalveluita sekä arviomme mukaan myös pienen mittakaavan korjaustöitä. Vaikka yhtiön toimintamallin kovaa ydintä onkin varsinainen valmistustoiminta ja palveluiden nykyinen osuus myyntimixistä arviomme mukaan hyvin pieni, on palveluiden lokero pidemmän tähtäimen kokonaistarjoaman kannalta kuitenkin looginen. Palveluiden kautta

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/4

yhtiö kykenee sekä palvelemaan elinkaarien alkuvaiheessa olevia pieniä yhtiöitä että tarjoamaan isommille toimijoille ydintoimintoja täydentäviä kokonaisuuksia ja siten järjettä kasvupolkuja alkuvaiheen tukitoimista prototyyppi- ja myöhemmän vaiheen volyymituotantoon asti.

Sopimusvalmistajien tuotantolinjat ovat tyypillisesti standardoituja, joten etumatkan hankkiminen suhteessa kilpailijoihin pelkkien laiteinvestointien avulla on hyvin haastavaa. Sen sijaan Incapin valmistusprosessissa on kohtuullisesta automaatioasteesta huolimatta yhä varsin paljon henkilöintensiivisiä prosesseja ja näitä prosesseja hallitsevat henkilöt ovat muuttuvia osia. Korkea henkilöintensiivisyys ja saumattomasti etenevän prosessivirran tärkeys asettavatkin kynnyksen henkilöstön osaamistasoa ajatellen korkeaksi.

## Strategiset kumppanuudet tähtäimessä

Arviomme mukaan yhtiö pyrkii asiakkaidensa kanssa solmimaan pitkäkestoisia strategisia kumppanuuksia, jotka mahdollistavat Incapin näkökulmasta omien vahvuuksien hyödyntämisen ja kasvavat tilauskertymät sekä volyymi- että arvopohjaisesti. Tällaisten kumppanuuksien luomisessa yksi tärkeimmistä tekijöistä on arviomme mukaan asiakkaan luottamus sopimusvalmistajaan. Tämä on looginen linja, sillä sopimusvalmistaja vastaa asiakkaan oman menestymisen kannalta kriittisestä lopputuotevalmistuksesta ja luottamus onkin ansaittava laadukkaan ja toimitusvarman tarjoaman kautta. Vahvistuneiden asiakassuhteiden ohella näiden elementtien

hallitseminen kohottaa arviomme mukaan myös asiakkaan kohtaamia vaihdon kustannuksia ja luovat sitä kautta sopimusvalmistajalle tiettyä kilpailuetua suhteessa kilpailijoihin.

Käsityksemme mukaan Incap on strategisten kumppanuuksien tavoittelussa onnistunut, sillä asiakassuhteet keskeisimpien asiakkaiden kanssa ovat olleet pitkäkestoisia ja arviomme mukaan yhtiö on viimeisten vuosien aikana onnistunut myös asiakaskohtaisia markkinaosuuksia voittamaan. Myös AWS:n portfolioissa kehityskaari on käsityksemme mukaan ollut samansuuntainen, mikä yhdessä aikaisempaa laajemman maantieteellisen jalansijan ja teollisuudenalojen kirjon kanssa luo Incapille mielestämme mainiot työkalut sekä jo olemassa olevien asiakassuhteiden vahvistamista että uusien strategisten kumppanuuksien ja niiden mukanaan tuomien kasvuaihioiden realisointia ajatellen.

## Tilaukanta on rakenteellisesti lyhyt

Sopimusvalmistussektorilla kysynnän vaihtelut voivat olla voimakkaita, sillä asiakkaat käyttävät sopimusvalmistajia tyypillisesti puskureina omien lopputuotekysyntöjensä vaihteluille. Arviomme mukaan yhtiö saa asiakkailtaan tyypillisesti sekä varsinaisia tilauksia että ei-sitovia tarve-ennusteita noin 5-6 kuukauden jaksolle. Tästä massasta varsinaisten kovien tilausten kantama on kuitenkin vain noin muutaman kuukauden mittainen, mikä tekee tilaukannasta rakenteellisesti melko lyhyen. Varsinaisten kovien tilausten ja tarve-ennusteiden lisäksi osa asiakkaista saattaa antaa jopa 12 kuukauden rullaavia ennusteita, mutta

nämä ennusteet sisältävät arviomme mukaan jo hyvin merkittävää epävarmuutta.

Tilaukannan rakenteesta huolimatta yhtiö joutuu hankkimaan komponentit jo selvästi ennen ennusteiden taipumista tilauksiksi. Näin ollen yhtiö joutuu varautumaan tilauksiin etupainotteisilla raaka-aineostoilla. Komponenttien ajoittaisista saatavuushaasteista johtuen niiden markkinahinnat voivat heilahdella voimakkaasti, mikä puolestaan voi luoda painetta yhtiön käyttöpääoman hallintaan. Yhtiön asiakassopimukset mahdollistavat kuitenkin raaka-ainehintojen tietynasteisen siirtämisen lopputuotteiden hintoihin ja lyhytaikainen hintapiikki palautuu tilausten realisoituessa jonkinasteisesti takaisin yhtiön kassan. Lyhyt tilaukanta voi vaikeuttaa myös yhtiön tilaus/toimitus-ketjun hallittavuutta ja aiheuttaa yllätyksiä tarve-ennusteiden pettäessä, sillä lyhyellä aikavälillä kapasiteetin jousto ei ole täysimääräinen. Emme odota toimialan ansaintalogiikan muuttuvan tulevina vuosina oleellisesti, mikä pitää tilaukannan luonteen lyhyenä ja kulurakenteen joustopisteet tärkeinä myös tulevaisuudessa.

## Kustannusrakenne rajaa skaalaetuja

Incapin kustannusrakenteesta kiinteiden kulujen osuus on hyvin pieni, sillä suurin osa kustannuksista on materiaalikustannuksia. Arviomme mukaan yhtiön kokonaiskuluista noin 85-90 % on muuttuvia, kun taas kiinteiden kustannusten osuus on noin 10-15 %. Kiinteiden kustannusten matalaa osuutta selittää etenkin



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/4

yhtiön ohueksi trimmattu organisaatorakenne ja se, ettei yhtiön toimintamalli edellytä tuotekehitysresursseja ja sen sitomaa kiinteäpalkkaista henkilöstömässää ja muita kiinteitä kuluja. Yhtiön toimintakulttuuri on myös hyvin kuluorientoitunut, minkä myötä odotamme kustannusrakenteen pysyvän kevyenä tulevaisuudessakin.

Kevyen kustannusrakenteen johdosta Incapin realisoitavissa olevat skaalaedut ovat rajalliset, eikä kasvu skaalaudu hyvän perustason saavuttamisen jälkeen isolla vivulla. Kevyen kustannusrakenteen kautta yhtiön joustokyky laskevaa volyymitasoa vastaan on kuitenkin kohtuullinen, vaikka lyhyellä tähtäimellä tietyt hankinta- ja valmistuskustannukset liiki kiinteitä ovatkin. Kokonaisuudessaan kevyt kustannusrakenne ja kohtuulliset joustopisteet luovat Incapille mielestämme erinomaiset lähtökohdat hyvän marginaalitason saavuttamiselle laskevankin liikevaihtotason ympäristössä, mikä on suotuisa asia myös kokonaisriskiprofiilin kannalta.

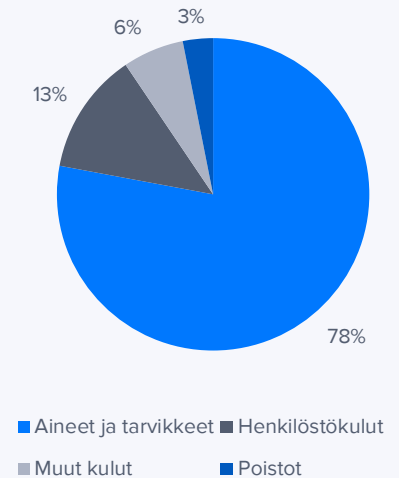
## Liiketoiminta sitoo pääomaa maltillisesti

Incapin liiketoiminta ei sido merkittävää määrää pääomaa, vaikka yhtiö valmistavassa teollisuudessa toimiikin. Vuonna 2020 (TTM) kiinteän pääoman osuus liikevaihdosta oli noin 13 % (ml. IFRS 16), mikä on varsin maltillinen taso. Taseen loppusummaan suhteutettuna kiinteän pääoman osuus oli puolestaan noin 15 %, mikä myös indikoi toiminnan melko matalasta pääomatarpeesta. Kiinteän omaisuuden maltillisen sitoutumisen taustalla on etenkin

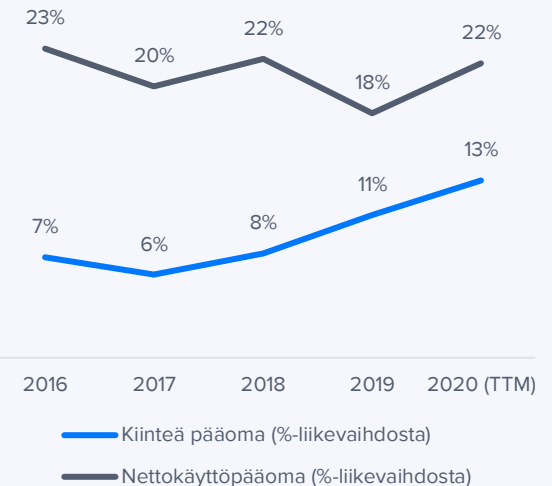
sopimusvalmistuksen luonne, joka on henkilöintensiivisempää ja laitekannaltaan huomattavasti perinteistä prosessi- ja konepajateollisuutta kevyempää. Toimialalla kiinteät laiteinvestoinnit onkin tyypillisesti pystytty toteuttamaan varsin lineaarisessa suhteessa kysynnän kasvun kanssa, mikäli tehtaiden seinä- ja lattiatila sen on mahdollistanut. Tämä on tuonut toimijoiden kapasiteetti-investointeihin tietyjä liikkumatilaa suhteessa kulloiseenkin kysyntäikkunaan (vrt. prosessiteollisuuden etupainotteiset investoinnit). Tästä johtuen sopimusvalmistajat ovatkin tyypillisesti vältäneet katetasoille tuhoisat krooniset ylikapasiteettitilanteet.

Nettokäyttöpääomaa Incapin toimintaan on tyypillisesti sitoutunut noin 20 %. Viimeisen vuoden jaksolla yhtiön myyntisaamisten ja ostovelkojen kiertoajat olivat optimaaliset (ts. myyntisaamiset < ostovelat), mikä on sopimusvalmistajan haastava arvoketjuasema huomioiden mainio suoritus. Kauttaaltaan Incapin toiminta on kohtuullisen käyttöpääomaintensiivistä ja sen sitoutuminen syö yhtiön vapaata kassavirtaa etenkin volyymikasvun maastossa, mutta tämä on toki positiivinen ongelma. Kokonaisuutena pääoman sitoutuminen on kuitenkin maltillista, mikä on positiivinen tekijä, sillä pääoman tehokas käyttö ja allokointi luo hyvän pohjan lihavien pääoman tuottolukujen saavuttamiselle ja tätä kautta omistaja-arvon luonnille. Incapilla ei käsityksemme mukaan ole myöskään kumuloitunutta investointivelkaa, jonka purkamisella olisi nakertava vaikutus lähivuosien kassavirtaan.

Kustannusrakenne 2020 (TTM)



Pääoman sitoutuminen



## Potentiaalisia asiakkaita\*



\* Perustuu Inderesin arvioon potentiaalisista asiakkaista.

## Toiminnot



Piirilevyldonnat



Box Build-kokoonpanot



Suunnittelu ja prototyypinvalmistus



Elinkaari- ja muut räätälöidyt palvelut

## Liiketoimintaidea

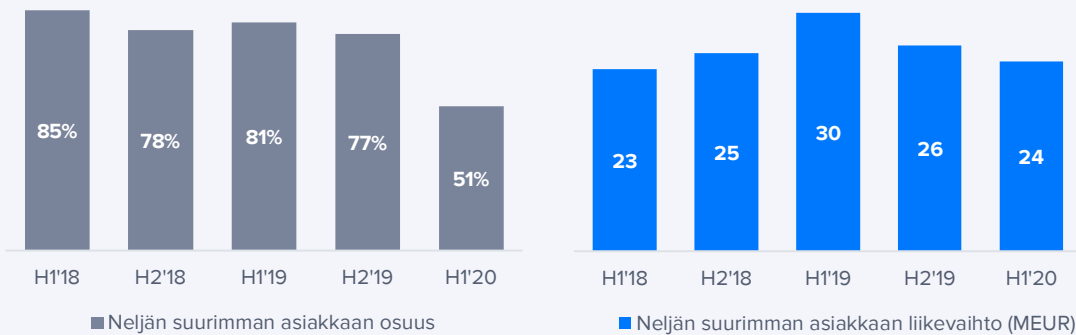
Incap on kansainvälisesti toimiva elektroniikkateollisuuden sopimusvalmistaja



## Kilpailijat

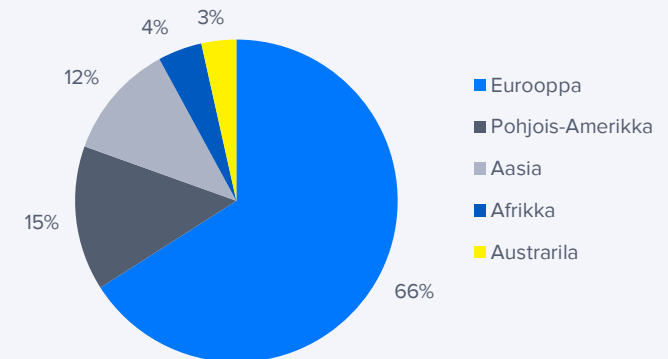


## Asiakasportfolion kehitys



## Tulovirrat maantieteellisesti

Liikevaihto 71 MEUR (2019)



# Incapin tuotantolaitosverkosto

- Kuussaaren tuotantolaitos palvelee sekä vakiintuneita että startup-vaiheessa olevia toimijoita, joiden kohdemarkkinat ovat Euroopassa
- Lattiapinta-alaa yhteensä noin 7 300 neliötä
- Tuotantoportfolion painopiste hyvin korkean teknologisen vaatimustason tuotteissa
- Vuoden 2019 liikevaihto arviomme mukaan noin 20 MEUR



- Newcastle'n yksiköllä kattavat resurssit kokonaistoimitusten tarjoamiseen (ts. full turn-key-yksikkö)
- Lattiapinta-alaa yhteensä noin 4 400 neliometriä ja toimitusvirroissa sekä paikallista että globaalia taajuutta
- Pitkä kokemus erityisesti puolustusväline-, turvallisuus- ja ilmailusektoreilta
- Asiaksmixissä käsityksemme mukaan myös alkuvaiheen startup-toimijoita
- Vuoden 2019 liikevaihto arviomme mukaan noin 20 MEUR



- Namestovon yksikkö on käytännössä peilikuva Ison-Britannian tuotantolaitoksen kanssa
- Lattiapinta-alaa yhteensä noin 5 200 neliötä ja toimitusvirtojen loppusijoituspaikkana Eurooppa
- Erikoistunut niche-segmenttien volyymituotantoon
- Vuoden 2019 liikevaihto arviomme mukaan noin 20 MEUR



- Tumkurissa kaksi tuotantolaitosta (koti- ja vientimarkkinan yksikkö)
- Lattiapinta-ala nousee investointien myötä noin 16 000 neliöön
- Fokus kustannustehokkaassa volyymituotannossa, mutta kyvykkyydet myös esisarjoihin ja muihin tukitoimiin
- Tuotantoportfolio hyvin laaja ja sisältää mm. muuntajia, UPS-laitteita sekä tankkauspäätteiden elektroniikka
- Vuoden 2019 liikevaihto arviomme mukaan noin 50 MEUR



# Sijoitusprofiili 1/2

## Kannattavan kasvajan profiili

Incap profiloituu mielestämme kannattavaksi kasvuyhtiöksi. Näkemystämme kannattavan kasvajan profiilista tukee etenkin viime vuosien vahva orgaaninen kasvu, toimialan kärkipäätä hiova kannattavuustaso, AWS:n hankinnan myötä otetut ensimmäiset epäorgaaniset askeleet sekä toimialan terve pidemmän aikavälin kasvukuva. Yhtiön toiminta ei sido ylimalkaisesti pääomaa, mitä heijastellen Incapilla on kassavirtansa puitteissa hyvät lähtökohdat myös asteittain kasvavan osingon maksamiselle. Ottaen kuitenkin huomioon Incapin kasvuyhtiöprofiilin sekä korkean pääoman tuottopotentiaalin, ei osingon rooli osakkeen tuotto-odotuksen ja sijoittajien kannalta ole mielestämme merkittävä ja näemmekin sen vain kokonaisuutta maltillisesti tukevana komponenttina. Mielestämme kasvuun panostaminen on pidemmän tähtäimen arvonaluonnin kannalta hyvin järkevää ja käytännössä myös ainoa valinta, sillä jo nyt hyvällä tasolla olevat marginaalit sekä toimialan krooninen hintapaine pitävät mahdollisuudet kannattavuusparannuksen kautta tulevalle arvonaluonnille hyvin rajallisina.

## Vahvuudet ja arvoajurit

Näkemyksemme mukaan Incapin keskeisimmät vahvuudet ja arvoajurit ovat:

- **Kustannustehokas toimintamalli ja -kulttuuri:** Viime vuosien voimakkaasta orgaanisesta kasvusta huolimatta Incapin kannattavuustaso on säilynyt toimialan logiikkaan ja viitekehukseen linjattuna erinomaisella tasolla,

eikä kasvua siten ole haettu kannattavuuden kustannuksella. Arviomme mukaan tämän taustalla on etenkin Incapin hyvin kevyt organisaatorakenne ja sitä kautta kustannustehokas toimintamalli ja -kulttuuri. Toimintamallin tehokkuuden ja kustannusorientoituneen ajattelutavan vaaliminen on kriittistä myös jatkossa toimialan rakenteelliset ominaisuudet (mm. kova hintapaine) huomioiden ja uskomme näiden elementtien olevan kärkisijoilla yhtiön operatiivisessa pelikirjassa.

- **Orgaaninen kasvu:** Incapin asiakaskentässä lopputuotekysyntä kasvaa tyypillisesti noin BKT:n kasvuvauhtia, eikä teollisuussektoreiden ulkoistamisaste ole arviomme mukaan saavuttanut vielä lakipistettään. Näiden lähtökohtien tulisi mahdollistaa vuositasolla edellytykset vähintään muutaman prosentin orgaaniseen volyymikasvuun, minkä tulisi kustannusdynamiikan tarjoaman lievän skaalautumisen kautta antaa tervettä tukea myös pidemmän tähtäimen tuloskasvulle. Lisäksi näemme, että yhtiöllä on keskeisimpien kilpailuvalttiensa (mm. nopea päätöksenteko ja ketterä toimintamalli) ja vahvistuneen tuotantolaitosverkostonsa turvin lähivuosina mainiot edellytykset myös markkinaosuuksien voittamiselle sekä vakiintuneissa asiakkuuksissa että uusasiakaskentässä.
- **Yritysostovetoinen kasvu:** Sopimusvalmistusmarkkina on rakenteeltaan hajanainen ja uskomme konsolidaation jatkuvan myös tulevaisuudessa kroonisesti

kireän kilpailupaineen pakottaessa toimijoita tehostamaan operaatioitaan. Tämän sapluunan näemmekin tarjoavan Incapin kaltaisille tehokkaille toimijoille mielenkiintoisia epäorgaanisia mahdollisuuksia niin kokoluokan kasvattamiseen kuin riskiprofiilin tasoittamiseenkin. Vaikka yhtiön historialliset näytöt yritysostorintamalta ovat vielä varsin vähäiset, näemme yritysjärjestelykortin kuitenkin positiivisena lupaavasti käynnistynyttä AWS:n integrointityötä ja sen taustalla olevaa teollista logiikkaa mukailen.

## Heikkoudet ja riskitekijät

Näkemyksemme mukaan Incapin keskeisimmät heikkoudet ja riskit ovat:

- **Kysynnän heilahtelut ja syklisyys:** Incapin liikevaihdosta valtaosa tulee investointihyödykkeistä, joiden kysynät ovat alttiita useille ulkoisille maailmantalouteen ja -politiikkaan sidonnaisille tekijöille. Näin ollen kysyntäkuvan äkilliset muutokset voivat rokottaa yhtiön liikevaihtoa ja tulosta. Tätä korostaa vielä se, että toimialan ansaintalogiikasta johtuen kova tilauskanta on tyypillisesti varsin lyhyt. Pidemmällä tähtäimellä Incapilla on kuitenkin kulurakenteessa olevien joustopisteiden takia hyvät edellytykset sopeuttaa kustannustasoaan vallitsevan volyymiluokan kanssa samalle viivalle. Tiettyä puskuria kysynnän vaihteluita vastaan Incapille tuo myös eri teollisuuslohkoille, kysyntäajureille ja sitä kautta eriaikaisille syklin vaiheille ulottuva asiakasportfolio.

## Sijoitusprofiili 2/2

- **Keveyen ja joustavan kulurakenteen menettäminen:** Incapin keskeisin kilpailuetu on arviomme mukaan kevyestä kustannus- ja organisaatorakenteesta kumpuava ketteryys ja sen myötä toimintaan saavutettu tehokkuus. Saavutetun kulutehokkuuden ylläpitäminen käy kuitenkin kokoluokan kasvaessa sekä tuotanto- ja asiakasportfolion laajetessa aikaisempaa vaikeammaksi. Näin ollen kasvu voi huonossa skenaariossa johtaa keskeisimmän kilpailuedun heikkenemiseen ja sitä kautta korkean kannattavuustason keskiarvoistumiseen. Incapilla on kuitenkin viime vuosilta hyvät näytöt voimakkaan kasvun ja tiukan kulukontrollin kombinaatiosta, minkä lisäksi yhtiön toimintamalli skaalautuu näkemyksemme mukaan varsin hyvin vielä selvästi nykyistä liikevaihtoluokkaa korkeampaan asteikkoon (> 150 MEUR). Täten tämän riskin realisoituminen orgaanisen kasvun kautta ja keskipitkällä aikajänteellä ei mielestämme ole erityisen todennäköistä ilman yhtiön omia liiketoimintavirheitä.
- **Keskeisen asiakkaan menettäminen:** Incapin asiakasportfolion yleisilme on yhä varsin keskittynyt, vaikka AWS:n hankinnan ja uusasiakaskentän onnistumisten myötä portfolio aikaisempaa laajempi onkin. H1'20:llä Incapin neljä suurinta asiakasta toivat yhteensä 51 % liikevaihdosta, minkä lisäksi yhtiöllä oli seitsemän muuta yli 1 MEUR:n liikevaihtokuorman tuonutta asiakasta. Näin ollen 11 suurinta asiakasta toivat yhteensä vähintään 66 % liikevaihdosta H1'20:n aikana. Tästä johtuen suuren asiakkaan äkillisellä

menettämisellä olisi näkyviä vaikutuksia Incapin omaan liikevaihtoon ja tätä kautta myös tulokseen. Asiakkaan varsinaisen menettämisen lisäksi Incap kantaa riskiä myös asiakkaiden omien liiketoimintojen hapettumisesta, sillä toimialan ansaintamallista johtuen sopimusvalmistajien tilausvirrat ovat tulilinjalla asiakkaiden omien liiketoimintojen kohdatessa vaikeuksia. Arviomme mukaan sekä Incapin vanhan että AWS:n portfolion asiakassuhteet ovat varsin pitkäikäisiä ja keskeisimmät asiakkaat omilla alueillaan hyvissä asemissa olevia vakiintuneita toimijoita, minkä lisäksi yhtiö on käsityksemme mukaan onnistunut myös näissä asiakkuuksissa markkinaosuuksiaan vahvistamaan. Tämä asetelma antaa mielestämme varsin hyviä luottamuspisteitä tulevienkin vuosien asiakasriskin hallintaa ajatellen.

- **Hinnoitteluvoima:** Incapin arvoketjuasema on haastava, sillä yhtiö kohtaa hintapaineita sekä suurten komponenttitoimittajien että loppuasiakkaiden suunnalta. Täten yhtiön hinnoitteluvoima on arvoketjun molempiin suuntiin kinkkinen, minkä seurauksena yhtiöllä voi olla vaikeuksia puolustaa myyntikatteitaan, jos lopputuotteiden myyntihinnat kohtaavat lasku- ja / tai komponenttien hinnat nousupaineita. Historiallisesti tarkasteltuna Incapin myyntikate on kuitenkin ollut melko vakaa, mitä heijastellen yhtiö on aikaisemmin onnistunut marginaalitasoan kunniakkaasti puolustamaan. Myös henkilöstökulujen osin krooninen inflaatio (tuotanto paljon kehittyvissä maissa) asettaa paineita tuottavuuden

jatkuvalle parantamiselle, sillä näitä kuluja on vaikea siirtää suoraan asiakkaan maksettavaksi.

- **Kilpailukentän muutokset:** Kilpailu Incapille tärkeimmissä teollisuuslohkoissa voi lisääntyä ja tämä voi kohottaa yhtiön kohtaamia marginaalipaineita entisestään. Kilpailukentän muutosvoimana voi arviomme mukaan olla useiden sopimusvalmistajien matala pohjakannattavuus, mikä voi ajaa toimijoiden rakennemuutoksia ja sitä kautta uusiin liiketoimintoihin asemoitumista. Toisaalta kilpailukentän muutokset voivat olla myös globaalissa mittakaavassa suurempien toimijoiden ajamaa, mikäli nämä sopimusvalmistajat pyrkivät aggressiivisesti murtautumaan Incapille relevantteihin teollisuuselektronikan toimintalohkoihin. Globaalien jättien kohdalla nämä toimintalohkot voivat jäädä kuitenkin liian pieniksi ja niihin murtautuminen voi vaatia taakseen strategiatason muutoksia. Toiminallisia esteitä (ts. tuotanto-osaaminen tai resurssit) tällaiselle kehityskaarelle ei arviomme mukaan sen sijaan ole olemassa. Kilpailukentän mahdolliset rakennemuutokset tulevat läpi tyypillisesti aikaisintaan keskipitkällä jännteellä, mitä peilaten lyhyellä tähtäimellä kilpailukenttään sidonnaiset riskit kohdistuvat vahvasti muutoksiin toimijoiden suhteellisissa kilpailukyvyissä (esim. tyypilliset hygieniatekijät, kuten hinta, laatu ja toimitusvarmuus).

# Sijoitusprofiili

1.

**Orgaaninen kasvu vakiintuneiden asiakkaiden ja ristiinmyynnin kautta**

2.

**Uusasiakashankinnan oikeansuuntainen jatkuminen**

3.

**Pidemmällä tähtäimellä kasvu ja riskien alentaminen yritysostojen kautta**

4.

**Kustannustehokkaaksi viritetty toimintamalli ja -kulttuuri**

5.

**Pääoman tuottopotentiali on korkea**

## Potentiaali



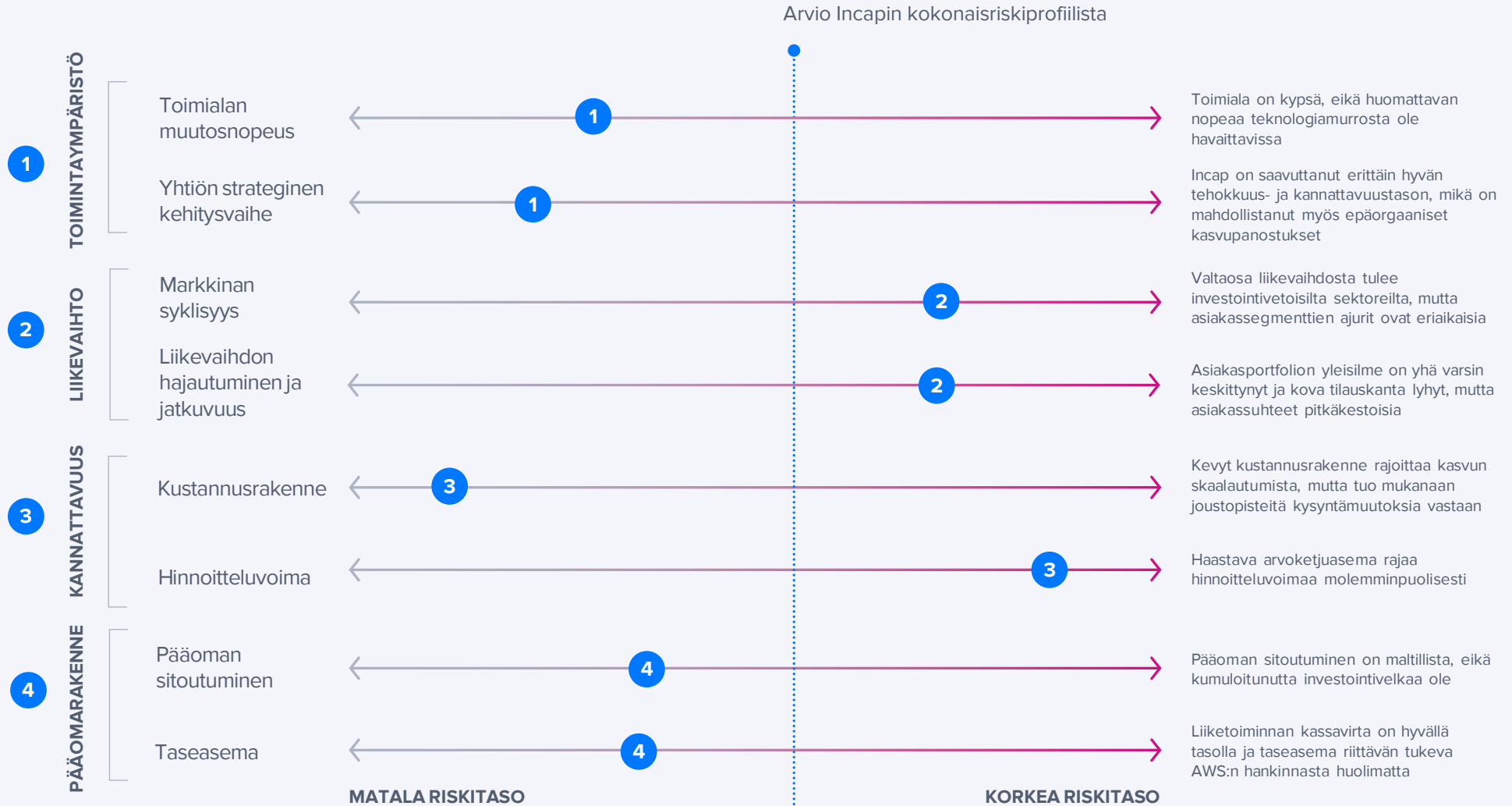
- Markkinanäkymä on terve teollisuuselektroniikan pohjakysynnän asteittaista kasvua ja ulkoistamisasteen nousua heijastellen
- Orgaaninen kasvu nykyasiakkaiden mukana, asiakaskohtaista markkinaosuutta voittamalla (ml. ristiinmyynti) ja uusia asiakkaita hankkimalla
- Matala investointitarve tuo vapausasteita pääoman allokontiin
- Pitkällä tähtäimellä kasvu ja riskitason lasku yritysostojen kautta

## Riskit



- Kysyntä on luonteeltaan syklistä, vaikka portfolion eri teollisuuslohkot vaikutuksia osin tasaavatkin
- Asiakasportfolio yhä keskittynyt ja keskeisien asiakkaan menettäminen tekisi loven volyyymi- ja tulostasoon
- Toimialan krooninen hintapaine puristaa marginaaleja sekä myynti- että hankintapuolella
- AWS:n integroinnissa ja seuraavissa yritysjärjestelyissä epäonnistuminen
- Koronapandemian jälkipoltot

# Liiketoimintamallin riskiprofiili



# Toimiala 1/4

## Iso kokonaismarkkina painottuu Aasiaan

Markkinatutkimusyhtiö Custer Consulting Groupin mukaan globaalien elektroniikkamarkkinan koko vuonna 2019 oli noin 2 500 miljardia dollaria. Näin ollen kokonaismarkkina on Incapin mittakaavaan suhteutettuna valtava, eikä se suoraan rajaa kasvua nähtävissä olevan tulevaisuuden aikana.

Elektroniikkamarkkina voidaan jakaa kolmeen osaan: omamerkkivalmistukseen (OEM-yhtiöt), ulkoistettuun suunnitteluun ja valmistukseen (ODM) sekä sopimusvalmistukseen (EMS). Mallit eroavat toisistaan sen suhteen, miten suuri osa tuotteen arvoketjusta on ulkoistettu ja kuka omistaa lopputuotteen immateriaalioikeudet. Incap on sopimusvalmistaja, eikä yhtiöllä tämän takia ole asiakkaasta riippumatonta tuotekehitystä. Näin ollen yhtiö ei myöskään omista valmistamiensa tuotteiden immateriaalioikeuksia. Erilaiset toimintamallit kilpailevat globaalissa markkinassa kuitenkin keskenään, minkä takia tarkastelemme koko elektroniikkamarkkinaa myös Incapille relevanttina kohdealustana.

Maantieteellisesti tarkasteltuna markkina painottuu Kiinaan, missä valmistetaan yli 40 % kaikesta maailman elektroniikasta. Euroopan ja Pohjois-Amerikan osuus on sen sijaan noin 20 %, kun taas loppuosaa hallitsevat muut Aasian valtiot. Edellisen kahden vuosikymmenen aikana tuotannonsiirrot matalan kustannustason maihin ja lähelle loppuasiakasta on ollut toimialaa näkyvästi ohjaava voima. Tämän taustalla on ollut erityisesti oman kilpailukyvyyn säilyttäminen, sillä Aasiassa työvoimakulut ovat tyypillisesti noin 20-30 % (pl. sivukulut) länsimaiden vastaavista tasoista. Aasian

sisällä kustannusdynamikka on viime vuosina kuitenkin hieman elänyt, sillä Kiinan korkeana säilynyt palkkainflaatio on ohjannut uutta tuotantoa ja osin myös siirtänyt vanhaa vielä edullisemmän kulutason alueille, kuten Intiaan ja Vietnamiin. Itä-Euroopassa työvoimakustannukset ovat puolestaan noin 30-40 % länsimaisen tason alapuolella, joskin myös siellä palkkainflaatio on viime vuosina ollut varsin voimakasta.

Liiketoiminnan henkilöintensiivisyyden ja akuutin hintapaineen vuoksi uskomme varsinaisen volyymituotannon painottuvan myös jatkossa matalan kustannustason alueille. Länsimaisten tuotantolaitosten roolina onkin arviomme mukaan erikoistua ensisijaisesti kapeampiin, korkeamman osaamistason niche-segmentteihin, nopeisiin toimituksiin sekä tuotekehityssarjoihin. Pidemmällä aikavälillä tuotantoteknologioiden kehittyminen (ml. automatisaatio ja robotiikka) ja tuotantoketjujen hajautustarpeet (taustalla koronapandemian esiin nostamat riskit) voivat kuitenkin lisätä volyymituotantoa myös korkeamman kulurakenteen alueilla.

## Markkina jakaantuu neljään lohkokseen

Markkina voidaan jakaa neljään päälohkokseen, jotka ovat kuluttaja- ja teollisuuselektroniikka, elektroniset komponentit sekä julkisen sektorin elektroniikka (esim. maanpuolustus). Kuluttajaelektroniikassa (mm. matkapuhelimet ja tietokoneet) tuotetekninen vaatimustaso ei tyypillisesti ole korkea, mutta toimituserät ovat hyvin suuria (low mix / high volume). Tästä johtuen kuluttajaelektroniikan johtavat sopimusvalmistajat ovat suuret ja kustannustehokkaat

tuotantoresurssit omaavia toimijoita. Kuluttajaelektroniikassa myös tuotesykli ovat luonteeltaan lyhyitä ja noin 2-3 vuoden mittaisia.

Incap on asemoitunut teollisuuselektroniikan asiakassegmenttiin, jossa toimituserät ovat selvästi pienempiä, teknologinen vaatimustaso korkeampi (high mix / low volume) ja toimitusajat nopeampia. Lisäksi tuotesykli voivat pisimmillään olla jopa 20-30 vuoden mittaisia ja myynnin jälkeisten tukitoimintojen rooli on selvästi kuluttajaelektroniikkaa korostuneempi. Tämä tekee myös Incapin kilpailukentästä erilaisen kuluttajaelektroniikkaan verrattuna ja mahdollistaa etenkin sen, että myös pienemmille toimijoille jää riittävästi elintilaa sekä kannattavuusprofilleiltaan houkuttelevia toimintataskuja. Incapin kokoluokkaan suhteutettuna kuitenkin myös pienemmät taskut ovat hyvin suuria.

## Elektroniikkamarkkina kasvukuva on terve

Elektroniikkamarkkinaa ajaa etenkin sähkölaitteiden kysynnän kasvu. Tätä puolestaan ohjaa elintason nousu, digitalisaatio sekä väestön ikääntyminen. Näiden tekijöiden tukemana globaali elektroniikkamarkkina on eri markkinalähteiden mukaan kasvanut noin 3-5 % vuodessa. Kasvuvauhti on täten ollut varsin tervettä ja mahdollistanut toimijoille hyviä kasvupolkuja. Myös lähivuosina markkinakasvun on arvioitu säilyvän lähellä historiallisia tasoja ja kasvupohja myös tulevaisuuteen katsottaessa vaikuttaa tukevalta, vaikka koronapandemian aiheuttamien rasitteiden todellinen kokoluokka ja kesto voivatkin tiettyjä säröjä tähän aiheuttaa. Maantieteellisesti kasvun on arvioitu olevan



# Toimiala 2/4

vauhdikkainta Aasiassa, jonka uskotaan yltävän 3-6 % vuotuisen kasvuun. Pohjois-Amerikassa ja Euroopassa kasvun on arvioitu jäävän 1-3 % tasolle heikompaa BKT:n kasvua mukailen.

## Ulkoistusasteen nousu tarjoaa kasvutuen

Toinen elektroniikkateollisuutta viime vuosina voimakkaasti ohjannut trendi on ollut tuotannon ulkoistamisasteen nousu. Tämän teollinen motiivi on looginen, sillä tuotannon ulkoistaminen vapauttaa laitevalmistajien resursseja omiin ydintoimintoihin kuten tuotekehitykseen ja myyntiin. Ulkoistettu tuotanto mahdollistaa OEM-yhtiöille myös tiettyjen kapasiteettijoustojen saavuttamisen, kun tuotantoinvestointeja voidaan viivyttää sopimusvalmistajien kapasiteettia hyödyntämällä. Tätä heijastellen OEM-yhtiöt voivat saavuttaa myös asteittaisia kulupuolen joustoja tyypillisesti melko kiinteisiin kulurakenteisiinsa. Näistä tekijöistä johtuen sopimusvalmistajien ja ODM-yhtiöiden markkinakasvu on ollut viime vuosina hieman yleisen elektroniikkamarkkinan kasvua vauhdikkaampaa. Uskomme vauhtieron pysyvän myös jatkossa samansuuntaisena sopimusvalmistajien OEM-yhtiöille tarjoamia hyötyjä mukailen.

Teollisuuselektronikassa ulkoistamisaste on tyypillisesti ollut kuluttajaelektronikkaa matalampi, sillä teollisuuselektronikan kuluttajalohkoa pienemmät ja vaativammat toimituserät nostavat kynnystä valmistuksen ulkoistamiselle. Arvioimme kuitenkin, että ulkoistamisen hyötyjen myötä omasta valmistuksesta asteittain luopuminen kasvattaa suosiotaan myös teollisuuselektronikan

valmistajakentässä.

Uskomme sopimusvalmistajien aseman teollisuuselektronikassa olevan ODM-yhtiöitä parempi, sillä kokonaisvaltainen suunnittelun ulkoistaminen on lopputuotteiden haastavuudesta johtuen huomattavasti kimurantimpaa kuin kuluttajaelektronikassa. Teollisuuselektronikassa tuotekehitys kuulukin mielestämme kiinteästi OEM-yhtiön verenerintöön, kun taas kypsän elinkaaren ja matalan teknologiatason kuluttajatuotteissa lopputuotteen myyjä voi optimoida oman tuotto/panos-suhteensa vain liimaamalla tavaramerkkejä muiden suunnittelemiin ja valmistamiin tuotteisiin.

## Incapin asemoituminen on oikein järkevä

Mielestämme Incapin asemoituminen on järkevä, sillä näkemyksemme mukaan teollisuuselektronikan lähivuosien kasvu- ja kannattavuuspotentiaalin tulisi säilyä muita elektroniikkamarkkinan taskuja parempana. Lisäksi Incap on koko markkinaa suhteutettuna hyvin pieni toimija, eikä markkinatason kasvu ensisijaisesti sanele yhtiölle realisoitavissa olevia kasvupolkuja. Globaalin markkinan kasvu ei kuitenkaan ole yhtiölle merkityksetön muuttuja, sillä Incap ei operoi tyhjiössä. Täten kokonaismarkkinan kasvaessa voi Incapia suurempien toimijoiden katveeseen jäädä hyvinkin kannattavia kasvuaihioita. Toisaalta markkinakasvun hyötyminen olisi mitä todennäköisesti seurausta yleistalouden sakkauksesta ja se iskisi asiakaskentän supistuneiden liiketoimintamahdollisuuksien

kautta väistämättä myös Incapin omiin toimitusvolyymeihin ja sitä kautta tulosriveihin.

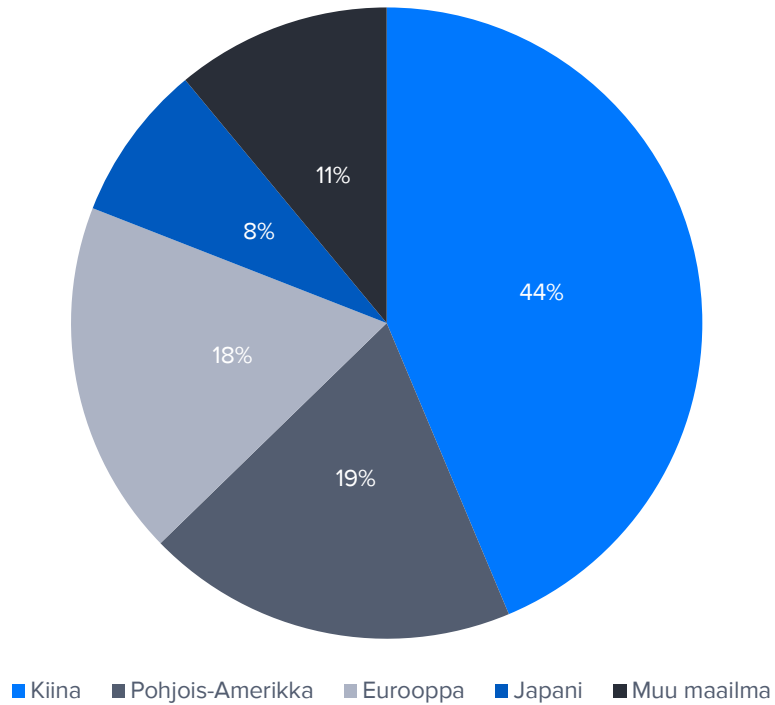
## Toimiala konsolidoitunut viime vuosina

Elektroniikkateollisuuden ja etenkin sopimusvalmistusmarkkinan varsin hajanaisen rakenteen johdosta toimiala on konsolidoitunut viime vuosina varsin reippaalla tahdilla. Arvioimme mukaan toimialan yritysjärjestelyaktiiviteetti on ollut vauhdikkainta puolijohdekomponentteja valmistavien yhtiöiden keskuudessa, missä etenkin paremman arvoketjuaseman ja isomman kokoluokan tarjoamien mittakaavaetujen tavoittelu on ohjannut toimialan rakennemuutosta.

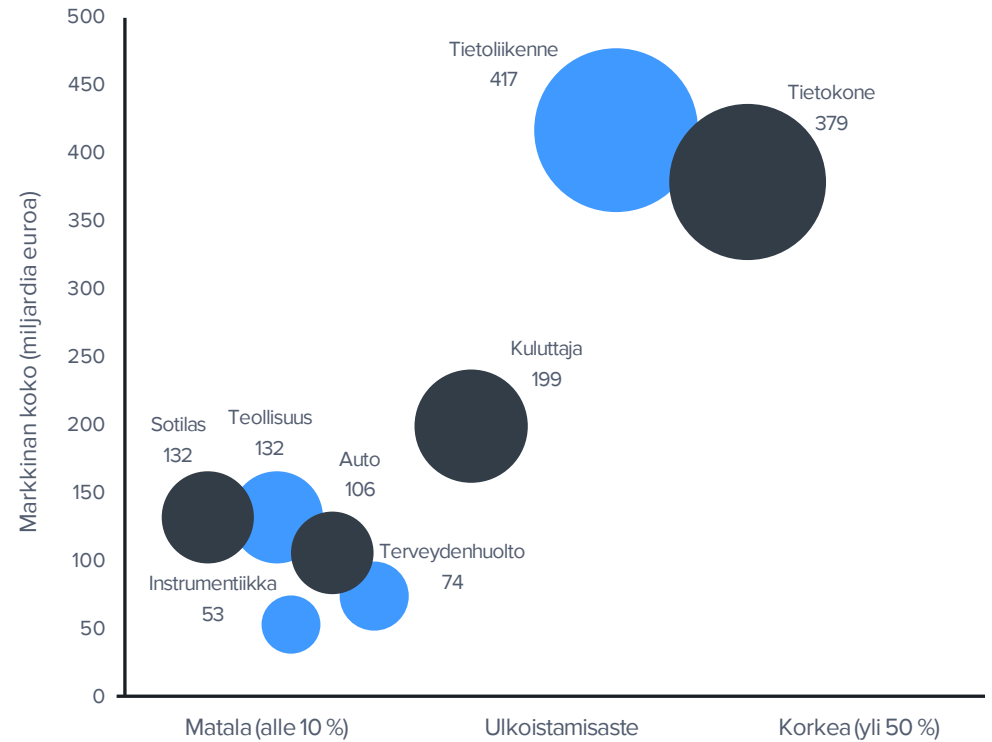
Komponenttivalmistajien konsolidaatio on keskittänyt komponenttien tarjontaa ja kohentanut tarjoajien neuvottelu- ja hinnoitteluvoimaa, mikä puolestaan on kiristänyt silmukkaa etenkin sopimusvalmistajien ympärillä. Hankintapuolelta kiristynyt kustannuspaine ja mittakaavaetujen tavoittelu ovat puolestaan vyöryttäneet konsolidaatioaaltoa myös sopimusvalmistajien päälle. Sopimusvalmistajien konsolidaatio on luonnollisesti ollut myös kasvuambitioiden ajamaa, sillä toimialan logiikasta johtuen uusasiakashankinta on verrattain hidasta ja etenkin keskikokoisilla sekä suurilla toimijoilla kasvuun siivittäviin volyymitasoihin yltäminen puhtaasi orgaanisin ponnistuksin voi vaatia taakseen useita vuosia. Näitä tekijöitä mukailen uskommekin yritysjärjestelyjen pysyvän myös jatkossa keskeisenä osana toimijoiden työkalupakkeja niin kasvu- kuin tulosloikkienkin tavoittelussa.

# Toimiala 3/4

## Elektroniikkamarkkinan jakautuminen alueittain



## Elektroniikkamarkkinan jakautuminen segmenteittäin



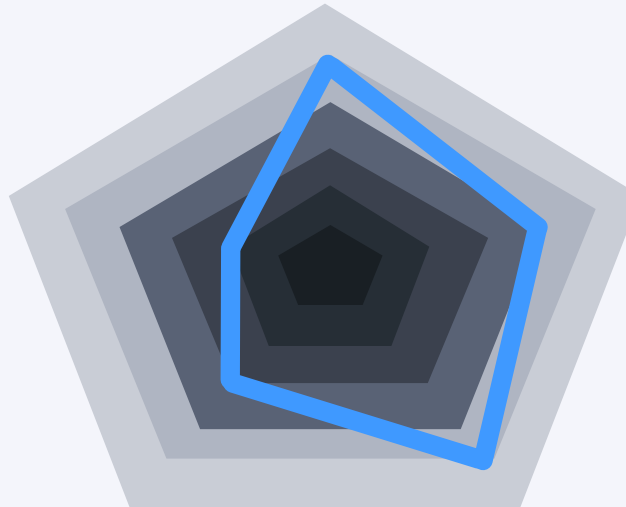
# Toimiala 4/4

## Nykyinen kilpailutilanne (merkittävä\*)

- Sopimusvalmistajien lukumäärä on globaalisti hyvin suuri ja arvoketjuasemat kroonisesti haastavia
- OEM-yhtiöiden kustannusrakenteet kohtuullisen jäykkiä, mikä lisää niiden hintaherkkyyttä ja kiristää kilpailua
- Markkinan terve kasvukuva on kilpailupoltetta lievittävä tekijä (ts. ei markkinaosuustaistelua supistuvassa kehikossa)

## Korvaavien tuotteiden uhka (vähäinen\*)

- Sopimusvalmistajilla ei omia tuotteita ja korvaavien tuotteiden uhka tulee läpi asiakasportfolioiden kautta
- Ulkoistamisasteen lasku ei mielestämme ole konkreettinen uhka, kun huomioidaan sopimusvalmistajien OEM-yhtiöille tarjoamat hyödyt
- Näköpiirissä ei myöskään ole havaittavissa muutosvoimia, jotka syrjäyttäisivät olemassa olevia tuotantoteknologioita



## Uusien kilpailijoiden uhka (matala\*)

- Toiminnan ylösajo ei vaadi massiivisen raskaita pääomainvestointeja ja toimialan kasvukuva on terve
- Laitevalmistajien 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 keskittynyttä, mikä rajaa jakelijoiden ja sitä kautta sopimusvalmistajien neuvotteluvoimaa
- Tuottajilla on myös tiettyä differentointikykyä
- Sopimusvalmistajien hankintaketjut ovat hajautettuja ja riippuvuus yksittäisestä toimittajasta maltillinen
- Komponenttitoimittajien eteenpäin integroitumisen uhka on olemassa ja tätä on viime vuosina myös realisoitunut
- Sopimusvalmistajien neuvotteluvoima työntekijöiden suuntaan on puolestaan hyvä

## Ostajien neuvotteluvoima (merkittävä\*)

- OEM-yhtiöiden hankintaketjut tyypillisesti hajautetumpia kuin sopimusvalmistajien asiakasportfoliot (ts. OEM-yhtiö tärkeämpi sopimusvalmistajalle kuin päinvastoin)
- Sopimusvalmistajien eteenpäin integroitumisen uhka on matala, kun taas OEM-yhtiöillä on myös omaa tuotantoa
- Sopimusvalmistajien differentointikyky ohut ja rajoittuu palvelutasolle, mutta vaihdon kustannukset voivat olla tuntuvia
- Teollisuuselektronikassa OEM-yhtiöiden hintaherkkyys matalampi kuin kuluttajaelektronikassa

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

# Kilpailukenttä 1/4

## Kilpailu on luonteeltaan ankaraa

Toimialan ansaintalogiikan sekä toimijoiden kokoonpanopainotteisten ydintoimintojen johdosta sopimusvalmistajien lopputuotteeseen luoma lisäarvo jää maltilliseksi. Tämä rajaa sopimusvalmistajien neuvottelu- ja hinnoitteluvoimaa asiakkaiden suuntaan, mikä tekee arvoketjuasemasta kroonisesti haastavan ja kilpailun luonteesta ankaran. Nämä tekijät ovat näkyneet myös toimijoiden keskimääräisissä voittomarginaaleissa, jotka ovat tyypillisesti olleet varsin ohuita. Toimialan dynamiikkaa merkittävästi muuttavaa muutosvoimaa ei ole havaittavissa, mitä heijastellen odotamme kilpailutilanteen pysyvän myös jatkossa nykyisenkaltaisena.

## Toimialan kysyntä/tarjonta-kehikko tasapainossa

Sopimusvalmistuksessa pääomainvestoinnit on tyypillisesti kyetty tehdasalan mahdollistamissa puitteissa toteuttamaan varsin nopeasti. Tämä on mahdollistanut sopimusvalmistajille kapasiteetin lisäämisen liki lineaarisessa suhteessa kasvaneeseen kysyntään eikä toimialalle ole syntynyt katetasoille ikäviä ylikapasiteettitilanteita (vrt. perusteellisuus). Myös yksittäisen tuotantolaitoksen sulkeminen on verrattain yksinkertaista ja edullista, sillä toimialan pääomakeveästä luonteesta johtuen tuotantolinjat ja -koneet ovat arviomme mukaan melko vaivatta liikuteltavissa olevia osia. Matalan kustannustason maissa myös työvoimasta irtaantuminen on pääosin hyvin joustavaa ja siten kulutehokasta.

Nämä tekijät viittaavat mielestämme siihen, että toimialan vallitseva kysyntä/tarjonta-kehikko on tasapainoisessa tilassa. Markkinadynamiikkaa ja

-näkyviä peilaten uskomme tämän tasapainon olevan myös pidemmällä tähtäimellä todennäköisin lopputulema, vaikka lyhyellä aikavälillä asiakastoimialojen erilaiset juoksuvaudit voivatkin hetkittäisiä epäsuhtia aiheuttaa.

## Kilpailutilanne vaihtelee alueellisesti

Toiminnan globaalista luonteesta huolimatta kilpailu on kovaa myös alueellisesti. Alueellisen kilpailun koveneminen on johtanut viimeisen vuosikymmenen aikana valmistusklustereiden syntymiseen, kun globaalit toimijat ovat siirtäneet tuotantosolujaan matalamman kustannustason alueille. Siirtymää ovat ajaneet etenkin laitevalmistajien rakenteelliset muutokset ja tuotantoketjujen keskittämiset kustannuskilpailukykyisemmille palstoille. Klustereiden synty ja alueellisen kilpailun kiristyminen on johtanut myös kilpailun alueelliseen vaihteluun. Täten Incap kilpailee eri yhtiöiden kanssa Euroopassa ja Aasiassa. Alueellisten tekijöiden lisäksi vallitsevaa kilpailukenttää ohjaa luonnollisesti myös alla olevan asiakkaan koko ja teollisuussektori.

Tiukasta kilpailutilanteesta huolimatta toimialan asiakaspysyvyys on säilynyt hyvänä. Tätä tukee arviomme mukaan etenkin se, että sopimusvalmistajan vaihtamisesta koituvat kustannukset (ts. tuotantoketjun uudelleenjärjestelyt) voivat nousta hyvinkin korkeiksi, minkä vuoksi asiakkaat pyrkivät pitäytymään samassa toimittajassa mahdollisimman kauan ja vaihtamaan toimittajaa vain painavin perustein (esim. heikko laatu, viivästyvät toimitukset, hintakilpailukyvyyn

menettäminen). Korkeat vaihdon kustannukset ovat kuitenkin tietyllä tapaa kaksiteräisiä miekkoja, sillä vaikka ne luovat sopimusvalmistajille asteittaista jatkuvuutta vaikeuttavat ne samaan pohjalogiikkaan nojaten myös asiakashankintaa.

## Kilpailijat kolmessa kerroksessa

Sopimusvalmistajat voidaan liikevaihdon perusteella jakaa kolmeen kerrokseen. Ensimmäisessä kerroksessa ovat suurimmat toimijat, joiden vuotuinen liikevaihto on vähintään 1 000 MEUR. Vuonna 2019 tähän ryhmään kuului Market Manufacturing Insidersin mukaan noin 20 yhtiötä. Nämä yhtiöt ja muut globaalit jättiläiset toimivat laajasti läpi elektroniikkateollisuuden segmenttien. Yhteistä näille toimijoille on lisäksi se, että ne ovat saavuttaneet matalan kustannustason maissa sijaitsevan tuotantokapasiteettinsa ajamina huomattavia valmistuksen mittakaavaetuja. Lisäksi suuryhtiöiden taloudelliset ja organisatoriset resurssit ovat mittavia ja mahdollistavat runsaat ja jatkuvat panostukset korkean teknologisen kyvykkyyden takaamisen kannalta tärkeisiin tuotantoprosesseihin. Kolikon kääntöpuolella on kuitenkin ison koon mukanaan tuoma kankeus, mistä johtuen suuryhtiöiden kilpailukyky menettää purevuuttaan pienempiin eräkokoihin liikuttaessa. Ensimmäisen kategorian yhtiöt ovatkin suuresta koostaan johtuen toimineet tyypillisesti low mix / high volume -segmenteissä, eivätkä ne näin ollen ole haastavuudeltaan korkeampien ja tuotevolyymiltään pienempien sarjojen parissa operoivan Incapin relevantteja kilpailijoita.

# Kilpailukenttä 2/4

## Suurien takana ykköskilpailijat

Toisessa kategoriassa olevien yhtiöiden liikevaihto on vuositasolla 200 - 1 000 MEUR. Nämä yhtiöt operoivat tyypillisesti globaalilla toimintamallilla, mutta ovat keskittyneet yhteen tai useampaan markkinasegmenttiin. Kuluttajalohkon massatuotteet ovat pääosin näiden valmistajien tuotanto- ja toimituskykyjen ulkopuolella. Keskisuurten yhtiöiden joustavuus ja ketteruus on kuitenkin vielä sellaisella tasolla, että toimijat taipuvat pienempien toimituserien ja räätälöidyn asiakaspalvelun tarjoamiseen. Resurssien näkökulmasta näillä toimijoilla on puolestaan riittävät lihakset niin globaalin asiakaskannan palvelemiseen kuin kokonaistoimituksiin nojaavan toimintamallin hallitsemiseenkin. Vaikka Incap ei itse vielä tähän kategoriaan kuulu, mielestämme osa yhtiön keskeisimmistä kilpailijoista tulee tästä lohkosta. Keskisuurista yhtiöistä Incapin pääkilpailijoita ovat arviomme mukaan muun muassa suomalainen Scanfil, norjalainen Kitron, saksalainen BMK Electronics, sveitsiläiset Enics ja Cicor sekä puolalainen Fideltronik.

Kolmannessa kategoriassa ovat alle 200 MEUR:n liikevaihtoa tekevät paikalliset tai alueellisesti levittäytyneet toimijat, jotka ovat keskittyneet yhteen tai muutamaan markkinasegmenttiin. Tämän kategorian yhtiöiden resurssit ovat keskisuuria toimijoita kapeammat, mitä peilaten myös niiden palvelutarjoama on suppeampi (ts. harvoin täysin vertikaalisesti integroituneita). Suppeampaa tarjoamaa mukailien näiden yhtiöiden asiakaskannat voivat olla hyvinkin keskittyneitä. Ketteryyden ja joustavuuden tuomien tuotantohyötyjen lisäksi näiden

valmistajien kilpailuvaltteja ovat erikoistuotteet sekä nopeat läpimenoajat. Tämän kokoluokan toimijoista Incapin kilpailijoita ovat arviomme mukaan muun muassa suomalainen Kyrel, ruotsalaiset Hanza ja Note sekä iso-britannialaiset JJS Manufacturing ja Axis Electronics. Näiden lisäksi Incap kilpailee useiden proto- ja piensarjatuotantoon erikoistuneiden paikallisten ja kooltaan pienten yhtiöiden kanssa.

## Konsolidaatio muokkaa kilpailukenttää

Kokonaisuudessaan sopimusvalmistusmarkkina on hyvin hajanainen, sillä pelkästään Euroopassa on satoja sopimusvalmistajia. Aasiassa lukumäärä on vielä reilusti suurempi ja globaalissa mittakaavassa toimijoita on yli tuhat. Hajanaisuus ja toimijoiden pyrkimykset oman arvoketjuaseman kohentamiseksi ovatkin arviomme mukaan ajaneet toimialan konsolidaatiota viime vuosina hyvin voimakkaasti. Arviomme mukaan konsolidaatio tulee myös jatkossa muokkaamaan kilpailukenttää toimialan ravintoketjussa korkeammalla olevien yhtiöiden ostaessa pienempiä toimijoita. Näin ollen näemme markkinan rakenteen tarjoavan Incapille rutkasti raaka-ainetta yritysostovetoiselle kasvulle.

## Myös laitevalmistajien oma tuotanto kilpailijana

Toisten sopimusvalmistajien lisäksi Incap kilpailee myös laitevalmistajien omien tuotantojen kanssa. Mielestämme tämän näkymättömän käden huomioiminen on perusteltua, sillä tietyissä teollisuuselektronikan segmenteissä ulkoistamisaste on vielä matala ja laitevalmistajien oman tuotannon osuus tukeva. Koska laitevalmistajien oma tuotanto on muuta kilpailua

näkymättömämpi, kilpailutilanteen muutokset tulevat näkyviin etenkin ulkoistamisasteen muutosten kautta.

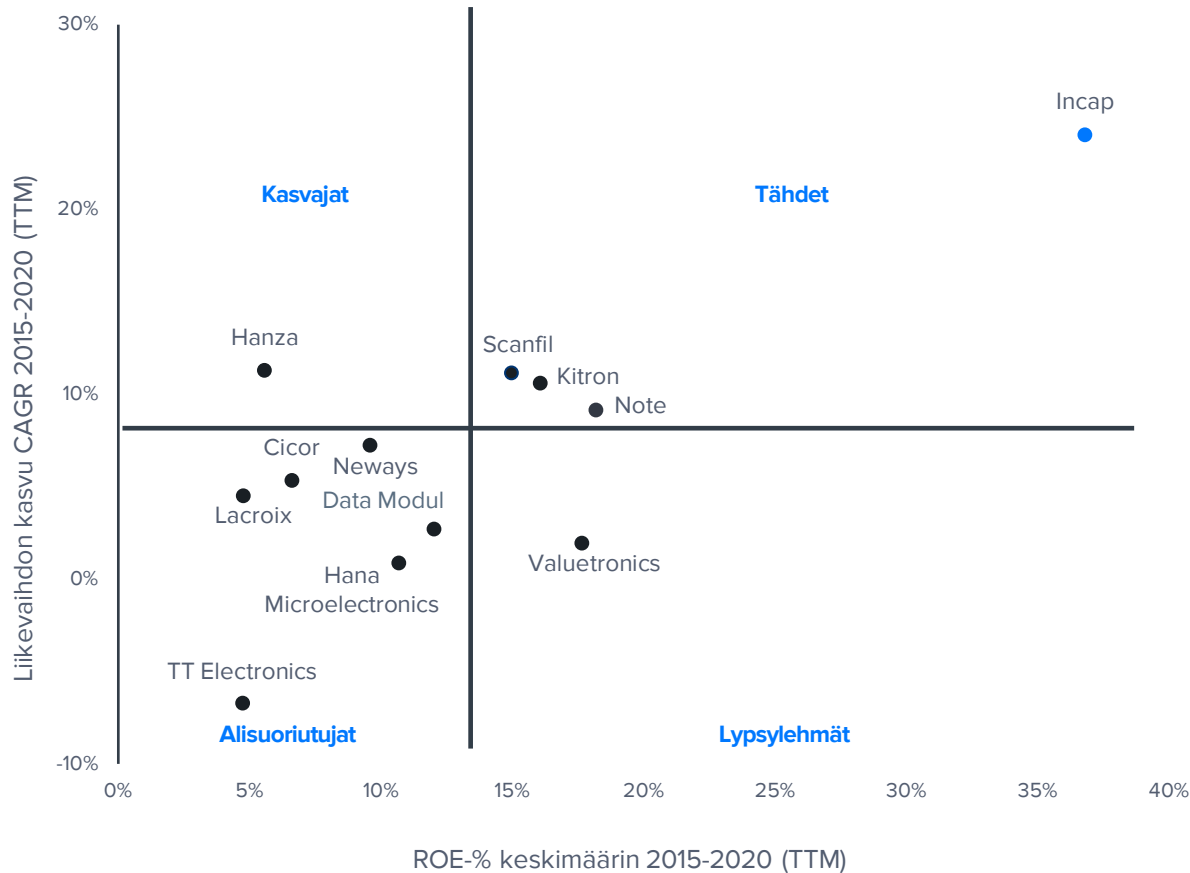
## Incap on toimialan ykköskentässä

Incapin kannattavuustaso on toimialan kärkipäätä, mikä on mielestämme hyvä osoitus sekä yhtiön onnistuneesta strategisesta asemoitumisesta että keskeisimpien kilpailuetujen purevuudesta. Korkean kannattavuustason taustalla ei kuitenkaan ole kilpailijoita suurempaa hinnoitteluvoimaa, sillä Incapin myyntikate on toimialaan linjattuna korkeintaan tavanomaisella tasolla. Näin ollen oikean asemoitumisen säilyttäminen ja korkean operatiivisen tehokkuustason vaaliminen ovat toimialan jatkuvan hintapaineen väärittämässä kilpailukehikossa hyvin olennaisia elementtejä. Tätä taustaa vasten emme pidä todennäköisenä sitä, että Incap kykenisi lähivuosina merkittävään marginaaliloikkaan asteittain realisoituvista AWS-synergioista ja hyvään iskuun viritetystä peruspelistä huolimatta.

Toimialan matalasta pääomaintensiteetistä johtuen kohtuullisen ohuillakin voittomarginaaleilla on mahdollista yltää vahvoihin ja selvästi kaksinumeroisiin pääoman tuottolukuihin, jotka ylittävät pääoman kustannukset reilulla marginaalilla. Kilpailijoitaan leveämmän kannattavuuden ja tehokkaan pääoman käytön tukemana myös Incapin pääoman tuottoluvut ovat olleet viime vuosina erinomaisella ja kilpailijoita korkeammalla tasolla. Täten Incap voidaan mielestämme laskea kuuluvaksi toimialan ykköskenttään myös tästä kulmasta tarkasteltuna.

# Kilpailukenttä 3/4

## Sopimusvalmistajien kasvu CAGR-% vs. ROE-%



## Incapin kilpailutekijät

- + Asemoituminen teollisuuselektronikkaan
- + Äärimmäisen kustannustehokas toimintamalli ja organisaatorakenne
- + Pitkäkestoiset asiakassuhteet
- + Kapasiteetti riittää vastaamaan kasvavaan kysyntään ilman mittavia uusia investointeja
- + Kasvaneen tehdasverkoston myötä kokonaistarjoama on kilpailukykyisempi
- Rajoittunut hinnoitteluvoima molemmin puolin arvoketjua
- Asiakasportfolion yleisilme yhä keskittynyt
- Asiakastoimialat ovat investointivetoisia, minkä myötä kysynnässä syklisiä piirteitä
- Kevyt kustannusrakenne rajaa realisoitavissa olevia skaalaetuja

# Kilpailukenttä 4/4

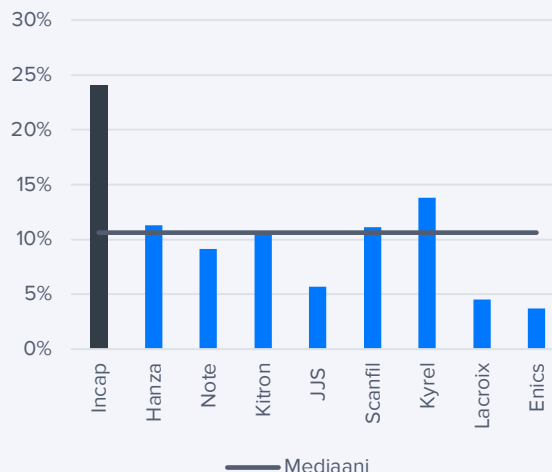
## Incapin kanssa osittain kilpailevia yhtiöitä



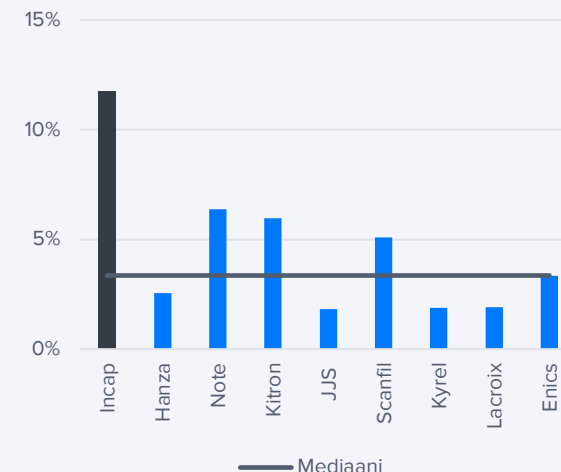
Incapin kilpailijoita ovat tyypillisesti sellaiset sopimusvalmistajat, jotka kykenevät tarjoamaan asiakkaalle koko arvoketjun ulkoistamisen mahdollistavia ratkaisuja. Kilpailijat kuitenkin vaihtelevat maantieteellisten alueiden, asiakassegmenttien sekä asiakkaiden koon välillä.

## Valittujen kilpailijoiden taloudellinen kehitys

Liikevaihdon kasvu (CAGR-%)  
2015-2020 (TTM)



Keskimääräinen EBIT-%  
2015-2020 (TTM)



## Valikoituja yhtiöitä toimialalta

Yhtiö	Lyhyt kuvaus	Liikevaihto (MEUR)	EBIT (MEUR)	EBIT-%	Henkilöstö
Incap	Teollisuuselektronikkaan erikoistunut sopimusvalmistaja	81	8,3	10,3 %	1 297
Hanza	Korkeaan teknologiaan erikoistunut ruotsalainen sopimusvalmistaja.	209	2,2	1,1 %	1 751
Note	Ruotsalainen sopimusvalmistaja, joka on erikoistunut PCB-ladontaan ja kokoonpanoihin.	178	13,4	7,5 %	1 090
Kitron	Teollisuuselektronikkaan keskittynyt norjalainen sopimusvalmistaja.	344	23,3	6,8 %	1 715
JJS (2019)	Kokonaistoimituksiin erikoistunut listaamaton ja iso-britannialainen sopimusvalmistaja.	41	1,1	2,7 %	140
Scanfil	Suomalainen sopimusvalmistaja ja järjestelmätoimittaja.	607	40,9	6,7 %	3 369
Kyrel (2019)	Listaaamaton suomalainen sopimusvalmistaja. Tuotantosarjat pieniä ja keskisuuria.	43	0,8	1,9 %	174
Lacroix	Kansainvälinen sopimusvalmistaja, jonka pääkonttori on Ranskassa.	481	15,2	3,2 %	4 133
Enics (2019)	Maailman suurimpia elektronikan sopimusvalmistaja. Pääkonttori Sveitsissä.	583	17,7	3,0 %	3 060

Lähde: Thomson Reuters / Orbis, kuvaukset Inderes. Luvut TTM 2020 lukuja (pl. JJS, Kyrel ja Enics).

# Strategia 1/3

## Arvolupauksena korkea laatu ja toimitusvarmuus

Incapilla on pitkä operatiivinen historia, jonka aikana yhtiölle on arviomme mukaan syntynyt hyvä maine luotettavana sopimusvalmistajana. Pitkä historia ja hyvän maineen syntyminen ei mielestämme ole mahdollista ilman kestävän lisäarvon luomista asiakkaille. Tämän arvonluonnin kannalta tärkeimpinä elementteinä näemme puolestaan annetun arvolupauksen johdonmukaisen lunastamisen ja sitä kautta oman arvoketjuaseman vakiinnuttamisen. Mielestämme Incapin arvolupaus ja siten strategian selkäranka onkin olla luotettava ja kilpailukykyinen sopimusvalmistaja ja vakiinnuttaa paikka asiakkaan arvoketjusta sekä korkealaatuisella että toimitusvarmalla tarjoamalla.

## Kustannustehokkuus avainasemassa

Arviomme mukaan kustannustehokkuus ja -orientoituneisuus ovat Incapin strategian toteuttamisen kannalta avainasemassa. Kulutehokkaalla toiminnalla Incap kykenee tekemään tarjoamastaan asiakkaan suuntaan hyvin kilpailukykyisen ja avaamaan sitä kautta strategian oikeansuuntaisen toteuttamisen kannalta tärkeitä arvoketjulohkoja. Samalla kulutehokas toiminta luo myös tukevan alustan vahvan kannattavuustason saavuttamiselle ja omistaja-arvon luomiselle.

Kustannustehokkuuden rooli on myös kilpailudynamiikan näkökulmasta varsin keskeinen elementti. Incapin nykyinen tehokkuustaso mahdollistaa toimialan kovan hintapaineen kehikossa sen, että yhtiön on mahdollista yltää

hyvään kannattavuustasoon, vaikka myyntihintoja jouduttaisiin huonossa skenaariossa leikkaamaan. Toimialan luonteesta johtuen riittävä hintakilpailukyky on arviomme mukaan hyvin olennainen hygieniatekijä (ts. pääsylippu neuvottelupöytiin), mitä peilaten uskomme operatiivisen tehokkuuden jatkuvan parantamisen olevan tulevaisuudessakin yhtiön keskeisimpiä strategisia ja tietyiltä osin myös taktisia prioriteetteja. Ottaen kuitenkin huomioon Incapin toimintamalli, keskeisimmät operatiiviset kyvykkyydet ja markkina-asemoituminen emme usko yhtiön ensisijaisesti tavoittelevan kilpailukentän halvimman valmistajan leimaa.

## Strategiset kumppanuudet toisessa aallossa

Kustannustehokkaalla toiminnalla uskomme yhtiön pyrkivän rakentamaan alustaa pitkäkestoisille asiakassuhteille ja sitä kautta strategisten kumppanuuksien solmimiselle. Pitkät asiakassuhteet ovat asiakkaiden liiketoimintojen kasvun myötä johtaneet historiallisesti uusien tuotteiden ja kasvaneiden tilausmäärien kautta myös Incapin oman liiketoiminnan kasvuun.

Näkemyksemme mukaan Incap pyrkii strategisten kumppanuuksien kautta olemaan asiakkaille merkittävä tuotantoresurssi ja hallitsemaan mahdollisimman isoa lohkoa lopputuotteen koko arvoketjusta (ts. kokonaistoimitukset). Tämän toimintakaaren kautta Incapilla on puolestaan edellytykset vahvistaa omaa arvoketjuasemaa, luoda toimintaan tiettyä vakautta, nostaa asiakkaalle sopimusvalmistajan kustannuksista aiheutuvia kustannuksia sekä syventää näiden

elementtien yhteisvaikutuksesta myös oman liiketoiminnan vallihautaa. Arviomme mukaan isossa kuvassa strategisen kumppanuuden absoluuttinen lähtötaso ei ole Incapille avainkysymys, vaan näkemyksemme mukaan asiakassuhteen tarjoamat pidemmän tähtäimen kasvupolut sekä mahdolliset referenssipisteet ovat painoarvoltaan tärkeämpiä tekijöitä. Tätä heijastellen uskomme yhtiön näkevän alkuvaiheen tilausvirroiltaan pienemmän, mutta kokonaan uudelta teollisuudenalalta tulevan ja / tai kasvupotentiaaliltaan houkuttelevan asiakkuuden strategisesti tärkeämpänä kuin kokoluokaltaan hieman suuremman, mutta kypsemmässä markkinassa ja kehitysvaiheessa olevan toimijan.

Uusien strategisten kumppanuuksien solmimisella ja asiakkaiden kasvaneella lukumäärällä on myös riskien hallitsemisen kannalta olennainen funktio, sillä laskeneesta asiakasriskistä huolimatta yhtiön portfolion yleisilme on yhä varsin keskittynyt. Toimialan logiikasta (mm. aikajänne esisarjoista varsinaiseen volyymituotantoon) johtuen uusien strategisten kumppanuuksien solmiminen on kuitenkin hyvin pitkäjänteistä työtä ja arviomme mukaan uuden asiakkuuden eteneminen volyymeiltaan portfolion asentoon vaikuttavaan kokoluokkaan voi viedä pisimmillään useita vuosia. Tämä sapluuna ei kuitenkaan ole universaali ja oikeissa olosuhteissa (mm. asiakkaan liiketoiminnan nopea ja voimakas kasvu) strategisten kumppanuuksien eteneminen taloudellisesti merkittävään rooliin voi olla hyvinkin nopeaa.



# Strategia 2/3

## Strategia tähtää kasvuun

Strategiallaan Incap tähtää etenkin liiketoiminnan kannattavaan kasvattamiseen. Tavoitteen saavuttamisen kannalta keskeisimmät kulmakivet ovat arviomme mukaan pitkäkestoisten asiakassuhteiden säilyttäminen ja kasvu näiden asiakkuuksien mukaan (ml. AWS:n mahdollistamat ristiinmyyntisynergiat), oikeasuuntaisesti etenevä uusasiakashankinta, yritysjärjestelyt sekä tehokkaan suoritustason ylläpitäminen. Viime vuosina yhtiön operatiivinen suoritustaso on vakiintunut vahvaksi, mistä mainiona osoituksena on korkeana säilynyt toimitusvarmuus sekä toimialan kärkipäässä pysynyt marginaalitaso. Myös AWS:n integrointityö on näkemyksemme mukaan sujunut hyvin, eikä sen tulisi olennaisia kitkakupuloita yhtiön prosessirattaisiin lyödä. Incapilla ei näkemyksemme mukaan ole käynnissä myöskään muita kokoluokaltaan merkittäviä kehityshankkeita tai operaatioissaan oikomista vaativia heikkouksia. Näin ollen Incapilla tulisikin olla valmiudet keskittyä lähes puhtaasti strategian toteuttamiseen ja siten pidemmän tähtäimen arvonluonnin tavoitteluun.

## Orgaaninen kasvu keihäänkärkenä

Orgaaniseen kasvuun Incap pyrkii yltämään sekä vakiintuneiden asiakkaiden että uusasiakashankinnan kautta. Arviomme mukaan Incapin vanhan portfolion keskeisimmät asiakkaat ovat omissa toimintaloikoissaan vahvoja yhtiöitä, mikä tekee kasvamisen yhdessä näiden asiakkaiden kanssa varsin houkuttelevaksi. Käsitkemyksemme mukaan myös AWS:n portfolio on

tästä perspektiivistä tarkasteltuna samansuuntainen, eikä senkään rakenteen tulisi merkittävästi jarruttaa vakiintuneiden asiakkaiden mukana tulevia kasvumahdollisuuksia. Mielestämme Incapilla on myös terveet edellytykset asiakaskohtaisten markkinaosuuksien kohottamiseen yhtiön keskeisimpiä kyvykkyyksiä, AWS:n myötä laajentunutta tuotantolaitosverkostoa ja sitä kautta vahvistunutta kokonaistarjoamaa sekä globaalissa skaalassa vielä kohtuullisen pientä kokoluokkaa (ts. osuus absoluuttisesti suurimpien asiakkaiden tuotantoketjusta vielä pieni) heijastellen.

Incapilla on portfoliossaan paljon myös varhaisen kehitysvaiheen pienyhtiöitä. Oikeilla asemoitumisilla (esim. megatrendien ohjaamat teollisuuslohkot) ja innovatiivisilla tuotetarjoamilla tällaisten pienyhtiöiden liiketoiminnat voivat kasvaa hyvinkin nopeasti. Incapin asemoituminen näihin potentiaaliin kasvuloikkiin on mielestämme hyvä, sillä laajoihin kokonaistoimituksiin taipuvan toimintamallin sekä nopean päätöksenteon turvin yhtiön palvelukyky tällaisia kehityskaaria kohtaavien asiakkaiden suuntaan on vahva. Yhtiön asiakasportfolio on kuitenkin edelleen varsin keskittynyt, minkä takia etenkin lyhyellä tähtäimellä toimitusvirtojen suuntaa ja liiketoiminnan kehittymistä dominoi pääosin isommassa kokoluokassa olevien asiakkaiden eteneminen. Pidemmän tähtäimen kannalta pienemmät yhtiöt tarjoavat arviomme mukaan kuitenkin hyvin mielenkiintoisia mahdollisuuksia ja sitä kautta realisoitavissa olevia kasvupolkuja.

Uusasiakashankinnassa uskomme pidemmän aikavälin painopisteen olevan juuri strategisten kumppanuuksien solmimisessa, mutta luonnollisesti myös tämän viitekehikon ulkopuolelle jäävät asiakkuudet ovat kasvustrategian toteuttamisen kannalta tärkeitä. Uusasiakashankinnasta on tärkeää huomioida se, että uudet asiakkuudet käynnistyvät tyypillisesti varsin hitaasti ja kasvua selvästi kiritäviin tilausvirtoihin yltäminen voi vaatia taakseen useitakin vuosia. Lisäksi uusasiakashankintaa hidastaa tietyiltä osin se, että laitevalmistajien kohtaamat vaihdon kustannukset voivat nousta verrattain korkeiksi, minkä takia laitevalmistajat uudelleenjärjestelivät tuotanto- ja hankintaketjujaan melko harvoin. Näin ollen onnistumiset uusasiakashankinnassa eivät suoralta kädeltä takaa yhtiölle nopeaa orgaanista kasvua, vaan nämä onnistumiset tulevat selvemmin läpi vasta keskipitkällä ja pitkällä aikajänteellä.

## Yritysosot myös keskeinen osa strategiapaletteilla

Incap pyrkii vauhdittamaan orgaanista kasvuaan myös yritysostojen kautta. Tästä haarasta ensimmäinen työnäyte saatiinkin tammikuun loppupuolella toteutetun AWS-järjestelyn myötä. AWS:n hankinta oli strategiselta arvoltaan hyvin merkittävä, sillä kaupan myötä yhtiön kokoluokka liki kaksinkertaistui, maantieteellinen jalansija laajeni kokonaan uusille alueille ja sekä tuotantolaitosverkosto että kokonaistarjoama vahvistuivat. Järjestely oli myös riskienhallinnan kannalta hyvin looginen laajentunutta asiakaskantaa ja kasvanutta teollisuussektoreiden

# Strategia 3/3

kirjoa mukailen. Käsityksemme mukaan myös AWS:n kulttuurillinen sopivuus on mainio, mikä laskee järjestelyn integraatiovaiheeseen liittyvää riskitasoa merkittävästi.

Vaikka tulevien yritysjärjestelyn lopullinen järkevyyks on aina tapauskohtaista ja siihen vaikuttaa muun muassa maksettu hinta ja ostetun liiketoiminnan luonne, on suhtautumisemme Incapin epäorgaanisiin kasvuambitioihin lähtökohtaisesti positiivinen. Näkemystämme tukevat etenkin seuraavat tekijät:

- 1. Yritystoston kassavirtaprofiili** on heti positiivinen ja se tuo orgaanista kasvua huomattavasti nopeampia tuloksia
- 2. Yritystosto laajentaa yhtiön asiakaskuntaa** automaattisesti ja avaa uusia markkina-alueita ja / tai teollisuudenaloja
- 3. Edulliset yritysostot** (ts. ostettavan yhtiön kertoimet omia kertoimia matalammat) luovat jo lyhyellä aikavälillä omistaja-arvoa, mitä kautta myös pidemmän aikavälin arvonnluontipotentiali on houkutteleva
- 4. Toimialan rakenne on hajanainen**, mikä tarjoaa riittävästi potentiaalista massaa yritysostovetoisen strategian toteuttamiselle

Potentiaalisten ostokohteiden ominaisuuksien (ts. laatu ja hinta) suhteen uskomme yhtiön noudattavan varsin konservatiivista mallia, emmekä usko Incapin olevan käytännössä lainkaan kiinnostunut tappiollisista tai hyvin heikolla kannattavuustasolla operoivista

toimijoista. Tämä on mielestämme perusteltu lähestymistapa yritysjärjestelyihin liittyvät riskit ja niiden hallinta huomioiden.

Liiketoiminnan laadun lisäksi uskomme yhtiön olevan ostokohteiden seulonnessaan hyvin tarkka myös kulttuurisesta sopivuudesta. Incapin itsenäisinä operoivia tuotantoyksikköjä johdetaan käsityksemme mukaan hyvin yrittäjähenkisesti, minkä myötä organisaatorakenteen ylätasolta tuleva kädenjälki on varsin kevyt ja päätöksenteko tapahtuu pääosin paikallisella tasolla. Omasta toimintamallistaan johtuen uskomme Incapin olevan kiinnostunut erityisesti sellaisista toimijoista, joita ohjataan yhtiön omien periaatteiden mukaisesti. Integraatiovaiheen riskitason laskemisen ohella tämä toimintatapa on mielestämme järkevä myös tehokkuustasoa ajatellen, sillä raskaammilla hallintasoluilla ja keskitettyllä päätöksenteolla varustettujen toimijoiden ostaminen vaikuttaisi jäykistävästi myös Incapin omiin rakenteisiin.

Maantieteellisesti uskomme yhtiön painopisteen olevan ensisijaisesti Euroopassa näiden lohkojen runsasta kohdetarjontaa sekä yhtiölle tuttua markkinadynamiikkaa heijastellen. Euroopan sisällä erityisesti Keski-Eurooppa on hyvin mielenkiintoinen markkina, sillä se on absoluuttiselta kooltaan suuri ja käsityksemme mukaan myös Incapille relevanttien teollisuussektoreiden ulkoistamisasteet ovat vielä verrattain matalia. Lisäksi markkinan toimijakenttä on arviomme mukaan hyvin laaja. Näin ollen uskomme sieltä löytyvän runsaasti Incapin

kriteereitä täyttäviä ja kokoluokaltaan sekä pienempiä (liikevaihtotasolla noin 10-20 MEUR) ja suoraviivaisia operatiivisia synergiahyötyjä tarjoavia että kooltaan suurempia (liikevaihtotasolla noin 25-50 MEUR) ja siten selkeämpiä kasvuteesejä sisällään pitäviä toimijoita.

Kokonaan uuden tuotantolaitoksen rakentamiseen emme sen sijaan yhtiön usko lähtevän nykyisen tuotantolaitosverkoston kapasiteettia ja sen sisältämiä laajennusoptioita mukailen. Arviomme mukaan uuden tehtaan kokonaiskustannus olisi noin 10-15 MEUR, mikä olisi Incapin taseeseen suhteutettuna jo kohtuullisen kokoinen investointi ja jäykistäisi tietyiltä osin myös yhtiön kustannusrakennetta. Lisäksi uusi tehdas olisi alkuun pelkästään nykyisten asiakkaiden varassa, mistä johtuen investointikustannuksen ja positiivisten kassavirtojen väliin jäisi ajallisesti varsin pitkä kuilu. Tästä johtuen pidämme investointikustannuksiltaan samassa kokoluokassa olevaa yritysostoa selvästi uuden tehtaan rakentamista vähäriskisempänä vaihtoehtona.

# Strategia

- Uusasiakashankinta tyypillisesti hidasta
- Taseasemassa liikkumatilaa strategian toteuttamiseen
- Kulttuurillinen sopivuus yritysostoissa keskeistä



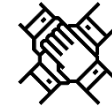
## Arvolupaus

- Olla luotettava sopimusvalmistaja ja vakiinnuttaa paikka asiakkaan arvoketjussa
- Keskiössä korkea laatu ja toimitusvarmuus



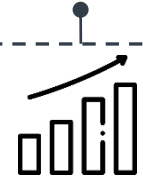
## Kustannustehokkuus

- Kustannustehokas toiminta avaa kriittisiä positioita asiakkaan arvoketjusta
- Luo hyvän pohjan kannattavalle toiminnalle ja omistaja-arvon luonnille
- Haarniska toimialan hintakilpailua vastaan



## Strategiset kumppanuudet

- Vahvistavat arvoketjuasemaa, nostavat vaihdon kustannuksia ja syventävät liiketoiminnan vallihautaa
- Uudet strategiset kumppanuudet leventävät asiakasportfoliota



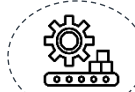
## Kasvu

- Kasvu orgaanisesti nykyisten asiakkaiden, ristiinmyynnin ja uusasiakashankinnan kautta
- Yritysosot yhtenä kasvustrategian haarana
- Yritysoistoissa AWS:n taustalla olevien teesien monistaminen

## Asiakkaan arvoketju



Suunnittelu



Valmistus



Myynti ja markkinointi



Takuu- ja tukitoiminnot



Incapin ydintoiminnot

## Arvoketjupositio

- Valmistusvaiheen toiminnot Incapin ydinosoamista
- Lisäarvon luonti asiakkaan resursseja vapauttamalla
- Oman arvoketjuaseman vakiinnuttaminen ja leventäminen

## Strategiset ajurit

Konsolidoituva markkina ja yritysjärjestelyt

Orgaaniset kasvupolut

Krooninen kustannuspaine

# Taloudellinen tilanne 1/2

## Myyntikate ollut historiallisesti vakaa

Incapin kustannusrakenteen selvästi suurin yksittäinen kuluerä on aine- ja tarvikekäyttö, joka on historiallisesti muodostanut 78-82 % kokonaiskustannuksista. Aine- ja tarvikekäytön kustannukset ovat täysin muuttuvia kustannuksia ja siten ei-skaalautuvia.

Liikevaihtoon suhteutettuna aine- ja tarvikekäytön osuus on viime vuosina liikkunut noin 71-76 % välillä. Näin ollen yhtiön myyntikate on ollut noin 24-29 % tasolla, mitä voidaan toimialan ankara kustannuspaine huomioiden pitää tyydyttävänä tasona. Huomionarvoista on myös se, että haastavasta arvoketjuasemasta ja sen rajaamasta hinnoitteluvoimasta huolimatta Incapin myyntikate on säilynyt varsin vakaana, mikä on positiivista myös tulevaisuuden katetasojen puolustamista ajatellen.

## Tuottavuus on tärkeä mittari

Incapin toiseksi suurin kuluerä on henkilöstökulut, sillä kasvaneesta ja asteittain etenevästä automaatiosta huolimatta toiminta sitoo edelleen paljon työvoimaa ja on siksi verrattain henkilöintensiivistä. Henkilöstökulut skaalautuvat varsin huonosti, minkä vuoksi orgaaninen kasvu vaatii lähes aina käsiparien palkkaamista tuotantoon. Nämä kulut joustavat kuitenkin tietyn aikaviiveen jälkeen kohtuudella alaspäin ja tarjoavatkin siten joustopisteitä kustannusten sopeuttamiseen laskevan kysynnän ympäristössä.

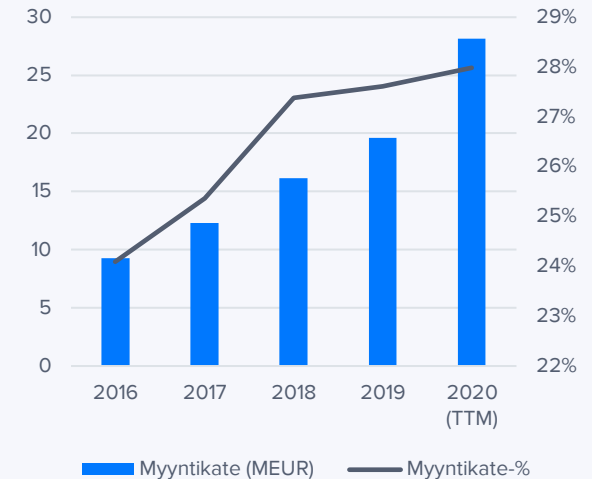
Vuonna 2020 (TTM) Incapin henkilöstökulut olivat 13 % kokonaiskustannuksista ja liikevaihtoon suhteutettuna niiden osuus oli 11 %. Incapin

henkilöstön tuottavuutta hyvin kuvaava työntekijäkohtainen liikevaihto on historiallisesti ollut noin 86 TEUR, kun viimeisen vuoden aikaikkunan liikevaihto / työntekijä oli 84 TEUR. Henkilöintensiteetin ollessa korkea on tuottavuustason ylläpito ja jatkuva optimointi arviomme mukaan hyvin keskeinen osa yhtiön operatiivista pelikirjaa. Arviomme mukaan tuottavuuden parantamisen on kuitenkin etunenässä nojattava toiminnan tehostamiseen (ml. automaatio ja henkilöstön osaamistaso), sillä tuotannon arvon kestävä kasvattaminen on hintasensitiivisessä toimintakehikossa erittäin haastavaa.

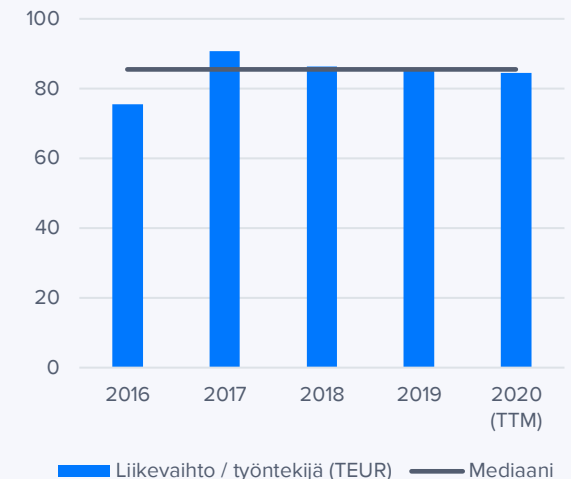
## Muiden kulujen osuus on matala

Incapin muiden kulujen osuus liikevaihdosta on ollut historiallisesti 6-7 %. Muut kulut ovat luonteeltaan pääosin kiinteitä, joskin mukana on myös joitain muuttuvia osia. Muiden kulujen osuus on historiallisesti ollut hyvin matala, mikä selittyy etenkin yhtiön matalaksi hiottulla organisaatorakenteella sekä kustannusorientoituneella toimintakulttuurilla. Erityisesti jälkimmäisestä elementistä mainio osoitus on se, että muut kulut ovat pysyneet kurissa liikevaihdon viime vuosien voimakkaasta kasvuvauhdista huolimatta. Käsityksemme mukaan myös AWS:n toimintakulttuuri on kustannusten suhteen hyvin samansuuntainen, eikä yrityskaupan tulisi siten tuoda yhtiön muihin kuluihin olennaisia rönsyjä. Näin ollen uskomme muiden kulujen kasvun säilyvän myös jatkossa liikevaihdon kasvua maltillisempänä, mikä mahdollistaa muussa kulumassassa piilevän pienen skaalaedun realisoimisen.

## Myyntikatteen kehitys



## Tuottavuuden kehitys



# Taloudellinen tilanne 2/2

## Pääomarakenteessa on vipua

H1'20:n lopussa Incapin omavaraisuusaste oli 33 % ja nettovelkaantumisaste 61 %. Näin ollen puhtaasti lainarahalla toteutetun AWS-järjestelyn myötä yhtiön taserakenteesta löytyy aikaisempaa enemmän vipua. Kassassa yhtiöllä oli H1'20:n lopussa noin 9 MEUR, mikä on tukeva taso liiketoiminnan kokoluokka ja ansaintamalli huomioiden. Taseen loppusumma oli puolestaan noin 69 MEUR.

Yritysjärjestelyn kasvattamasta velkavivusta huolimatta Incapin taseasema on edelleen terve, eikä sen tulisi yhdessä hyvän kannattavuus- ja kassavirtaprofiilin sekä maltillisten investointitarpeiden kanssa yhtiön taloudellista liikkumatilaa juuri rajoittaa. Myös yhtiön rakenteellinen velanhoitoikyky on vahva, sillä nettovelan ja käyttökatteen suhde on maltillisella 1,3x tasolla (ml. IFRS 16:n vaikutukset). Tätä kokonaisuutta, AWS-järjestelyn myötä laskenutta asiakasriskiä sekä yhtiön kasvustrategian tiekarttaa (erityisesti yritysostohaaraa) heijastellen uskomme yhtiön olevan valmis ajamaan pidempiäkin jaksoja viime vuosia aggressiivisemmalla, joskin kokonaisuudessaan yhä tukevalla pääomarakenteella.

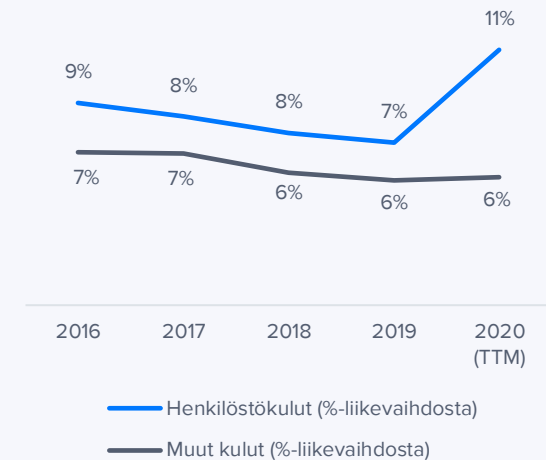
Arviomme mukaan yhtiölle tällainen tase voisi sekä omavaraisuusasteen että nettovelkaantumisasteen suhteen olla 30-50 % haarukassa. Näillä tasoilla yhtiöllä olisi kohtuullisesti velkavipua tehostamassa oman pääoman tuottoa, mutta toisaalta mukana olisi myös riittävää pelivaraa yritysostojen ajatellen. Yritysostojen yhteydessä pidämme selvästi reippaammankin vivun käyttämistä perusteltuna, kunhan paluu takaisin normaaliin viitekehikkoon on realistinen järkevässä aikaikkunassa.

Vaikka yhtiön nykyinen taseasema on melko lähellä arvioimaamme mukavuusaluetta, uskomme yhtiön lyhyen tähtäimen fokuksen olevan velkojen takaisinmaksussa ja sitä kautta taloudellisen liikkumatilan parantamisessa. Nykyisen operatiivisen suoritustason sekä nopeasti kasvavien vapausasteiden tukemana Incapilla on kuitenkin mielestämme hyvät edellytykset uusien ja kokoluokaltaan kohtuullisten yritysjärjestelyn (EV 5-20 MEUR) toteuttamiselle lähivuosien aikana. Selvästi suurempien hankintojen toteuttaminen voisi puolestaan vaatia yhtiöltä oman pääoman keräämistä. Tämä ei arviomme mukaan ole täysin poissuljettu vaihtoehto, mikäli investoinnin kokonaisprofiili vain on riittävän houkutteleva.

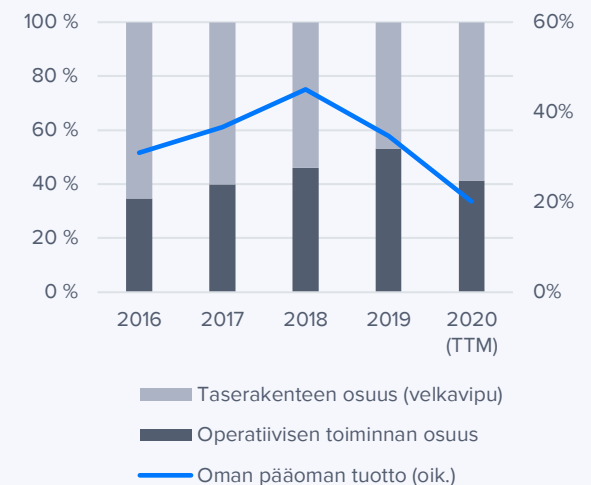
## Kassavirta rullaa tulosta pienempänä

Kun huomioidaan Incapin orgaaninen kasvunäkymä ja erityisesti sen vaatimat käyttöpääomatarpeet, jää yhtiön kassavirtasuhde (vapaa kassavirta / käyttökate) alle 100 %:iin. Tämä on kuitenkin sopimusvalmistajille tavanomaista, eikä Incapin kassavirtaprofiili ole toimialan kontekstiin linjattuna millään tavalla poikkeava. Käsitksemme mukaan Incapin lähivuosien kiinteä investointitarve on maltillinen, minkä tulisi yhdessä korkean operatiivisen kannattavuuden kanssa tarjota hyvää raaka-ainetta vapaan kassavirran tekemiselle ja sitä kautta kassavirtasuhteen kohottamiselle. Pidemmälle katsottaessa tämä yhtiö luo myös hyvää osingonjakopotentialia, vaikka uskommekin osingon roolin jäävän Incapin pääoman allokoinnissa maltilliseksi (ts. operatiivisessa toiminnassa houkuttelevampia mahdollisuuksia) ja arvonluonnin nojautuvan myös jatkossa kasvun varaan.

## Henkilöstö- ja muut kulut

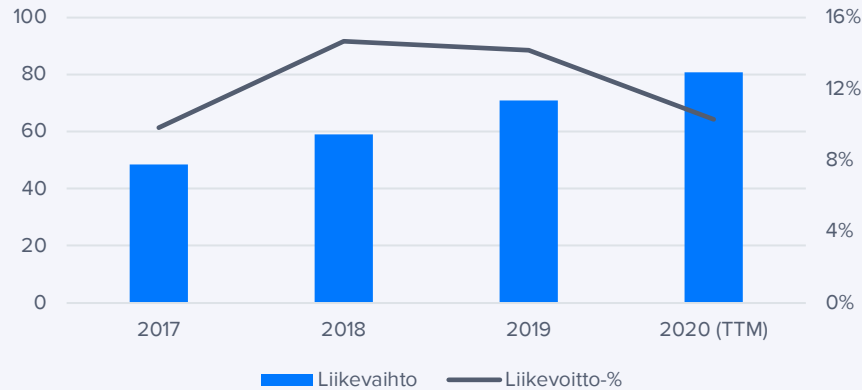


## Oman pääoman tuoton kehitys

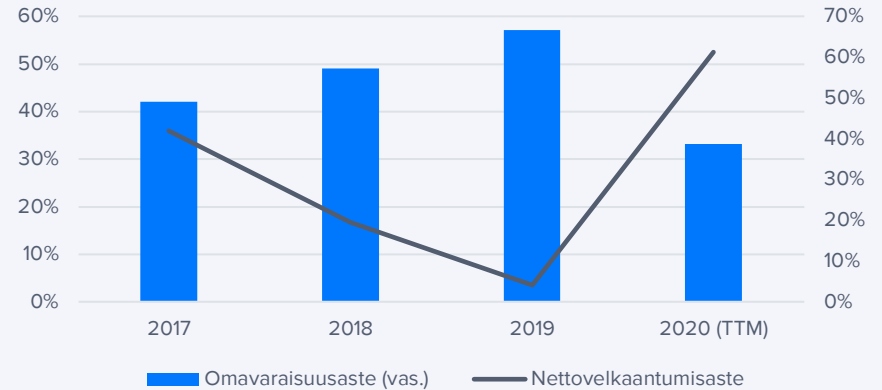


# Taloudellinen tilanne

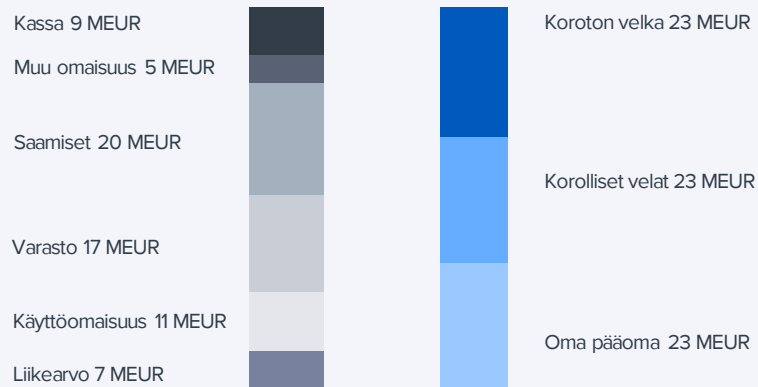
### Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



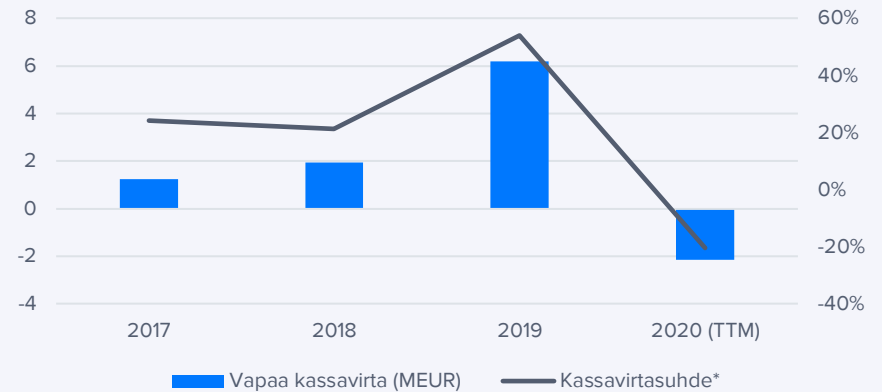
### Taseen tunnuslukujen kehitys



### Taserakenne H1'20:n lopussa



### Kassavirtasuhteen kehitys



\* Vapaan kassavirran suhde käyttökatteeseen

# Ennusteet 1/3

## Ennustemalli

Ennustamme Incapin liikevaihdon kehitystä lyhyellä ja keskipitkällä tähtäimellä ensisijaisesti alla olevan markkinakasvun sekä arvioimiemme markkinaosuusvoittojen perusteella. Lyhyen ja keskipitkän tähtäimen kannattavuuden arvioinnissa mallinamme yhtiön myyntikatteen ja kustannusrakenteen kehitystä vuositasolla. Pidemmän aikavälin ennusteemme nojautuu kasvun osalta kohdemarkkinoiden BKT:n kehitykseen ja kannattavuuden osalta yhtiölle arvioimiimme pitkän aikavälin kestäviin kannattavuustasoihin. Ennusteissamme ei oteta huomioon pidemmässä juoksussa todennäköisiä yritysostoja, sillä niiden arvioiminen etukäteen on mahdotonta.

## AWS vie uuteen kokoluokkaan vuonna 2020

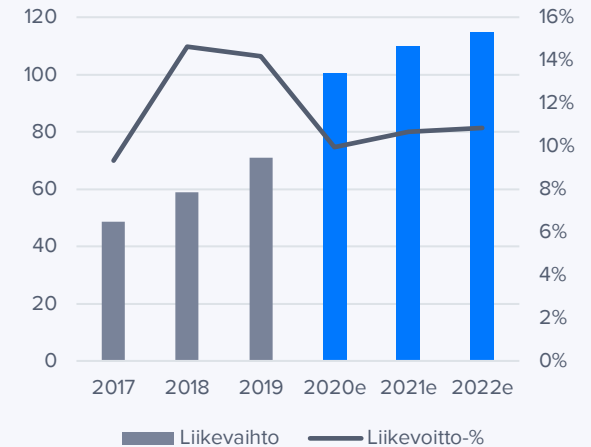
Incap lähti uuteen vuosikymmeneen hyvistä asemista, sillä vuonna 2019 yhtiön tilausvirrat kasvoivat vahvasti sekä vakiintuneiden että uusien asiakkaiden suuntaan. Lisäksi yhtiö osoitti jälleen kustannustehokkuutta vaalivan toimintamallinsa ja tehokkaaksi viritetyn suoritusastonsa purevuuden, minkä tukemana liikevoittomarginaali oli toimialaan linjattuna erinomaisella 14,2 % tasolla. Vuoden aikana yhtiö myös vahvisti orgaanista kasvualustansa käynnistämällä Intian tuotantolaitoksen laajennustyöt sekä modernisoimalla toisen Viron tuotantoyksikön valmistuslinjoista.

Vuoden 2020 yhtiö aloitti voimalla ja nousi AWS-yrityskaupan myötä uuteen kokoluokkaan. Pian kaupan toteuttamisen jälkeen koronavirus laajeni globaaliksi pandemiaksi, mikä aiheutti yhtiölle

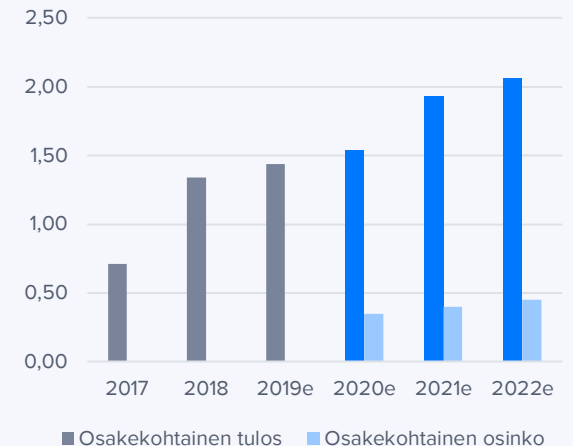
harmaita hiuksia hankintaketjuun syntyneiden lievien aikaviiveiden sekä erityisesti Intian tuotantolaitosten noin kuukauden mittaisten täyssulkujen ja niistä omaan toimituskykyyn osuneiden kolhujen muodossa. Näiden H1-haasteiden läpi yhtiö onnistui kuitenkin navigoimaan mielestämme hämmästyttävän hyvin. Erityisesti liikevoittomarginaalin (H1'20: 9,3 %) säilyttäminen vahvalla tasolla oli orgaaninen volyymilasku, AWS:n kannattavuutta laimentaneet vaikutukset sekä koronaraportit huomioden mielestämme väkevä esitys siitä, mihin yhtiön toimintamalli on kykeneväinen.

Incap arvioi tammikuussa toteutetun AWS-kaupan kasvattavan liikevaihtoa huomattavasti vuonna 2020. Raportoidun liikevoiton Incap arvioi pysyvän suunnilleen edellisvuoden tasolla AWS:n hankintaan liittyvien kertaluontoisten kulujen, hankintamenojen allokoointiin liittyvien poistojen sekä ylimääräisten koronakitkojen vaikutuksesta. Q2-raportissa päivitetyn ohjeistuksen yhteydessä Incap liputti, että pandemiatilanteesta johtuen ohjeistuksen taustalla oleviin ennusteisiin ja arvioihin liittyy poikkeuksellista epävarmuutta, vaikka johdon tarkempien kommenttien perusteella kysyntäympäristön tämänhetkinen vire vaikuttaakin kohtuullisen terveeltä. Myös yhtiön toimituskyky on arviomme mukaan jo hyvin lähellä normaalia juoksurytmiä. Riskivapaa H2:n toimintakuva ei kuitenkaan ole, sillä teollisuusvetoisissa arvoketjuissa aikaviiveet voivat olla varsin pitkiä ja pandemian todelliset vaikutukset näkyä asiakaskentässä ja sitä kautta Incapin omissa volyymeissä vasta aivan loppuvuodesta.

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Osakekohtaisen tuloksen ja osingon kehitys





## Ennusteet 2/3

Vallitsevista muuttujista huolimatta olemme luottavaisia Incapin keskeisimpiin vahvuuksiin ja niiden varaan rakentuvan suhteelliseen kilpailukyvyyn purevuuteen. Tätä peilaten uskomme Incapin yltävän kuluvan vuoden ohjeistukseensa, emmekä ole tehneet muutoksia kuluvan vuoden ennusteisiimme viimeisimmän [yhtiöpäivityksemme](#) jälkeen. Näin ollen odotamme Incapin liikevaihdon kasvavan tänä vuonna 41 % 100 MEUR:oon puhtaasti AWS:n tarjoileman epäorgaanisen vetoavun myötä. Raportoidun liikevoiton odotamme laskevan 1 % 9,9 MEUR:oon orgaanisen volyymilaskun ja pandemiarasitteiden haudatessa alleen AWS:n tuoman tulospotkun.

Rahoituskulujen arvioimme nousevan tänä vuonna lainarahalla toteutettua AWS-järjestelyä ja sen myötä kohonnutta velkamäärää heijastellen 1,4 MEUR:oon, kun taas veroasteen odotamme olevan lähellä normalisoitua tasoa. Näin ollen odotamme Incapin yltävän tänä vuonna 6,6 MEUR:n nettotulokseen ja yritysjärjestelyyn liittyvistä kertaluontoisista kuluista (ei sis. PPA-poistoja) oikaistuna 1,54 euron osakekohtaiseen tulokseen. Tästä arvioimme yhtiön jakavan maltillisella jakosuhteella 0,35 euron osakekohtaisen osingon. Operatiivisen kassavirran odotamme säilyvän tukevana terveen tuloksen ja käyttöpääoman tavanomaisen sitoutumisen jälkeen, joskin vapaata kassavirtaa rasittaa tuntuvasti AWS-järjestely. Vuoden lopun taseaseman odotamme puolestaan olevan hyvä (2020e: omavaraisuusaste 49 % ja nettovelkaantumisaste 20 %).

### Vuonna 2021 paluu ehjään vuosikalenteriin

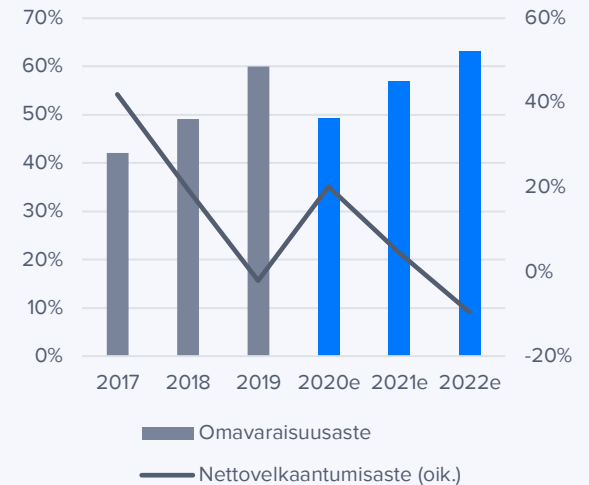
Vuonna 2021 emme odota koronapandemian

rasittavan Incapin liiketoimintaa suoraan. Isoimmat kysymysmerkit nivoutuvatkin kysyntäympäristöön kehittymiseen, sillä pandemian aiheuttaman talouskuopan syvyyteen, eri teollisuussektoreiden kohtaamiin kolhuihin ja maailmantalouden elpymisvauhtiin liittyy edelleen huomattavaa epävarmuutta. Uskomme talouskasvun kääntyvän kuitenkin selvästi positiiviseksi valtio- ja keskuspankkitaso voimakkaita elvytystoimia sekä heikoksi jääviä vertailulukuja heijastellen. Pöydällä on kuitenkin yhä myös riski siitä, että käynnistetyt elvytystoimet eivät odotetulla tavalla pure ja pandemia jättää jälkeensä pysyvämpiä vaurioita.

Vuonna 2021 odotamme Incapin liikevaihdon kasvavan 9 % 110 MEUR:oon. Kasvusta noin 3 %-yksikköä tulee AWS:n tammikuulle tuomasta epäorgaanisesta tuesta. Näin ollen pääosa kasvusta on orgaanista ja odotamme sen syntyvän vakiintuneiden asiakkaiden kasvavista tilausvirroista, edellisvuosina voitettujen uusien asiakkaiden etenemisestä varsinaiseen volyymituotantoon, uusasiakashankinnasta sekä AWS-kaupan ristiinmyyntisynergioista. Orgaaninen kasvuennustemme on kysyntäkuvaan liittyvän epävarmuuden takia varsin maltillinen, ja yhtiöllä on mielestämme rahkeita selvästi pirteämpäänkin suoritukseen, jos elpymisvauhti osoittautuu odotuksiamme rivakammaksi ja / tai asiakasportfolio käsitystämme vahvemmaksi (ts. asiakkaiden omat markkinaosuusvoitot).

Liikevoiton odotamme vuonna 2021 kohoavan liikevaihdon kasvun, AWS-järjestelystä läpi tulevien synergiahyötyjen sekä pandemian aiheuttamien kulu- ja tehokkuuskuprujen poistumisen myötä 17 % 11,7 MEUR:oon. Edellisvuotta hieman

### Taseaseman kehitys



### Kassavirran kehitys





## Ennusteet 3/3

matalampien rahoituskulujen ja normaalien verojen jälkeen odotamme Incapin nettutuloksen kohoavan 8,4 MEUR:oon ja osakekohtaisen tuloksen 1,93 euroon vuonna 2021. Osakekohtaisen osingon odotamme nousevan 0,40 euroon.

Vapaan kassavirran odotamme vahvistuvan tuloskasvun ja maltillisemman investointimassan vetämänä merkittävästi. Tätä heijastellen odotamme taseaseman tukevoituvan ja vuoden lopun omavaraisuusasteen kohoavan 57 %:iin ja nettovelkaantumisasteen laskevan 5 %:iin. Näin ollen vuoden 2021 lopussa Incapilla olisi taseessaan jo reilua liikkumatilaa kasvua tukevien yritysjärjestelyjen toteuttamiseksi.

### Kasvava yhtiö ei sammaloidu vuonna 2022

Vuonna 2022 odotamme Incapin jatkavan terveellä orgaanisella kasvupolulla ja liikevaihdon kasvavan 5 % 115 MEUR:oon. Liikevaihdon keskeisimpinä kasvuajureina näemme etenkin alla olevan markkinakasvun, asiakaskohtaiset markkinaosuusvoitot sekä onnistumiset uusasiakaskentässä. Odotamme yhtiön yltävän vuonna 2022 12,4 MEUR:n liikevoittoon ja 10,8 % liikevoittomarginaaliin volyymikasvun sekä pienten operatiivisten tehostamisten tukiessa kannattavuutta. Rahoituskulujen ja verojen arvioimme säilyvän normaaleilla tasoillaan ja nettutuloksen kasvavan 9,0 MEUR:oon vastaten 2,06 euron osakekohtaista tulosta. Osingon uskomme säilyvän maltillisella kasvu-uralla ja kohoavan 0,45 euroon osakkeelta. Hyvän tuloksen ja kassavirran siivittämänä odotamme omavaraisuusasteen nousevan 63 %:iin ja

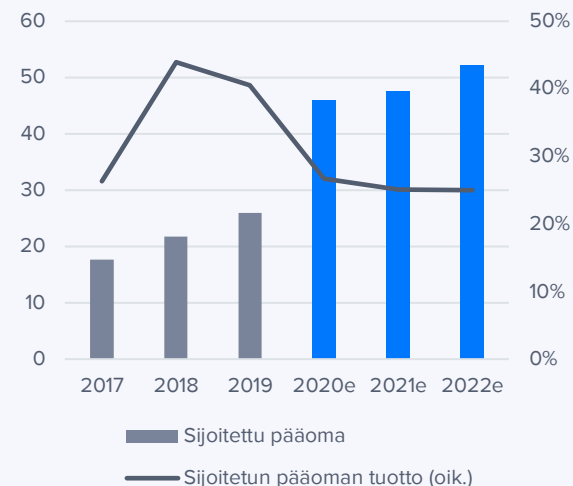
nettovelkaantumisasteen laskevan -10 %:iin. Tämä takaisi yhtiölle jo rutkasti liikkumatilaa yritysostokentällä ja mielestämme toimenpiteet tällä saralla ovat myös varsin todennäköisiä ennen vuoden 2022 loppua.

### Pitkällä aikavälillä kasvu jatkuu

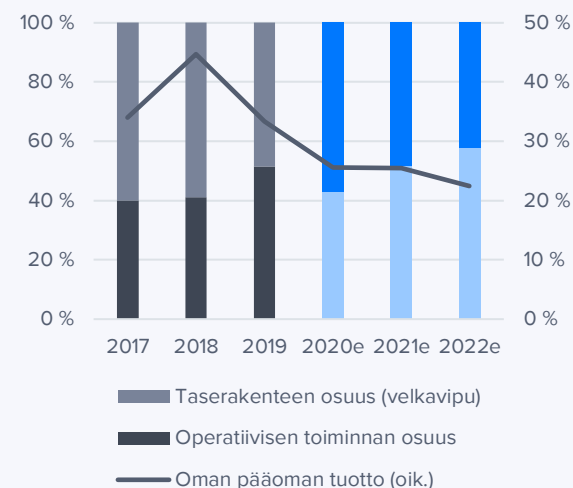
Odotamme Incapin jatkavan kasvustrategiansa johdonmukaista toteuttamista tuloksekkaasti myös vuoden 2022 jälkeen. Pidemmän aikavälin ennusteessamme odotamme Incapin jatkavan kasvuaan yhtiön asiakkaita ja koko elektroniikkamarkkinaa tukevien megatrendien sekä sopimusvalmistajia vauhdittavien ajureiden myötä. Ennustamme Incapin liikevaihdon kasvavan pitkällä aikavälillä noin 2-3 % vuodessa, mikä on linjassa sekä globaalin BKT:n että elektroniikkateollisuuden pitkän aikavälin kasvun kanssa. Tämä on varsin konservatiivisena taso, kun huomioidaan yhtiön kasvustrategian yritysostohaara, jota ei ole huomioitu ennusteissamme ennen kauppohen realisoitumista. Liikevoittomarginaalin odotamme pitkällä aikavälillä liikkuvan 8-10 %:n haarukassa haastavan arvoketjuaseman ja ankarana pysyvän kilpailupaineen vääntäessä yhtiön kulutehokasta, mutta rajallisia skaalahyötyä sisältävää toimintamallia vastaan.

Pitkällä tähtäimellä näkyvyys Incapin liiketoimintaan on kuitenkin rajallinen, minkä takia ennusteet sisältävät merkittävää epävarmuutta. Tämän takia pitkän tähtäimen ennusteiden merkitys osakkeen arvonmuodotukseen on mielestämme rajallinen ja niiden päärooli onkin toimia tukena laatimassamme DCF-mallissa.

### Sijoitetun pääoman tuoton kehitys



### Oman pääoman tuoton kehitys



# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20e	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
<b>Liikevaihto</b>	<b>59,0</b>	<b>18,5</b>	<b>18,7</b>	<b>17,6</b>	<b>16,2</b>	<b>71,0</b>	<b>24,3</b>	<b>22,6</b>	<b>27,2</b>	<b>26,4</b>	<b>100</b>	<b>110</b>	<b>115</b>	<b>119</b>
Incap	59,0	18,5	18,7	17,6	16,2	71,0	24,3	22,6	27,2	26,4	100	110	115	119
<b>Käyttökate</b>	<b>9,1</b>	<b>3,0</b>	<b>3,4</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>	<b>11,5</b>	<b>2,9</b>	<b>3,0</b>	<b>3,3</b>	<b>3,3</b>	<b>12,5</b>	<b>13,9</b>	<b>14,7</b>	<b>15,4</b>
Poistot ja arvonalennukset	-0,5	-0,2	-0,5	-0,3	-0,4	-1,4	-0,7	-0,9	-0,5	-0,5	-2,6	-2,2	-2,3	-2,3
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>8,6</b>	<b>2,8</b>	<b>2,9</b>	<b>2,2</b>	<b>2,1</b>	<b>10,1</b>	<b>2,3</b>	<b>2,1</b>	<b>2,8</b>	<b>2,8</b>	<b>10,0</b>	<b>11,7</b>	<b>12,4</b>	<b>13,1</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>8,6</b>	<b>2,8</b>	<b>2,9</b>	<b>2,2</b>	<b>2,1</b>	<b>10,1</b>	<b>2,2</b>	<b>2,1</b>	<b>2,8</b>	<b>2,8</b>	<b>9,9</b>	<b>11,7</b>	<b>12,4</b>	<b>13,1</b>
Nettorahoituskulut	-0,7	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	-0,4	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4	-1,4	-1,2	-1,2	-1,2
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>7,9</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	<b>9,7</b>	<b>2,0</b>	<b>1,7</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	<b>8,5</b>	<b>10,5</b>	<b>11,2</b>	<b>11,9</b>
Verot	-2,1	-0,5	-0,7	-0,3	-1,9	-3,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-1,9	-2,1	-2,3	-2,5
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>5,8</b>	<b>2,2</b>	<b>2,1</b>	<b>1,8</b>	<b>0,2</b>	<b>6,3</b>	<b>1,5</b>	<b>1,2</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>6,6</b>	<b>8,4</b>	<b>9,0</b>	<b>9,4</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>1,34</b>	<b>0,50</b>	<b>0,47</b>	<b>0,41</b>	<b>0,05</b>	<b>1,44</b>	<b>0,37</b>	<b>0,27</b>	<b>0,45</b>	<b>0,45</b>	<b>1,54</b>	<b>1,93</b>	<b>2,06</b>	<b>2,16</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>1,34</b>	<b>0,50</b>	<b>0,47</b>	<b>0,41</b>	<b>0,05</b>	<b>1,44</b>	<b>0,35</b>	<b>0,27</b>	<b>0,45</b>	<b>0,45</b>	<b>1,51</b>	<b>1,93</b>	<b>2,06</b>	<b>2,16</b>

Tunnusluvut	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20e	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	21,5 %	48,1 %	28,9 %	13,8 %	-1,7 %	20,5 %	31,4 %	20,7 %	54,3 %	63,0 %	41,5 %	9,4 %	4,5 %	4,0 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	90,6 %	146,3 %	49,6 %	-7,2 %	-32,6 %	16,8 %	-18,7 %	-29,7 %	27,0 %	33,4 %	-0,9 %	17,3 %	6,1 %	5,6 %
<b>Käyttökate-%</b>	15,5 %	16,1 %	18,4 %	14,3 %	15,6 %	16,1 %	11,7 %	13,2 %	12,2 %	12,6 %	12,4 %	12,7 %	12,8 %	12,9 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	14,6 %	15,3 %	15,6 %	12,6 %	13,0 %	14,2 %	9,5 %	9,1 %	10,4 %	10,7 %	10,0 %	10,7 %	10,8 %	11,0 %
<b>Nettotulos-%</b>	9,9 %	11,8 %	11,0 %	10,3 %	1,5 %	8,8 %	6,3 %	5,2 %	7,2 %	7,4 %	6,6 %	7,7 %	7,8 %	7,9 %

Ennustemuutokset	2020e	2020e	Muutos	2021e	2021e	Muutos	2022e	2022e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
<b>Liikevaihto</b>	100	100	0 %	109	110	1 %	113	115	1 %
<b>Liikevoitto</b>	9,9	9,9	0 %	11,5	11,7	2 %	12,2	12,4	2 %
<b>Tulos ennen veroja</b>	8,5	8,5	0 %	10,3	10,5	2 %	11,0	11,2	3 %
<b>EPS (ilman kertaeriä)</b>	1,51	1,51	0 %	1,90	1,93	2 %	2,01	2,06	3 %
<b>Osakekohtainen osinko</b>	0,35	0,35	0 %	0,35	0,40	14 %	0,35	0,45	29 %

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>5,8</b>	<b>8,6</b>	<b>19,1</b>	<b>19,4</b>	<b>19,7</b>
Liikearvo	0,9	0,9	6,9	6,9	6,9
Aineettomat hyödykkeet	0,0	0,0	4,0	4,1	4,1
Käyttöomaisuus	4,5	7,3	7,8	8,1	8,4
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>26,3</b>	<b>27,9</b>	<b>42,6</b>	<b>47,0</b>	<b>52,4</b>
Vaihto-omaisuus	11,6	10,8	15,1	17,6	18,7
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	11,8	10,4	17,1	20,1	21,2
Likvidit varat	2,9	6,7	10,4	9,3	12,5
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>32,1</b>	<b>36,5</b>	<b>60,1</b>	<b>64,0</b>	<b>69,4</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Oma pääoma</b>	<b>15,8</b>	<b>21,9</b>	<b>29,6</b>	<b>36,5</b>	<b>43,8</b>
Osakepääoma	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Kertyneet voittovarot	5,3	11,5	18,1	25,0	32,3
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	-1,7	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	9,5	11,0	10,5	10,5	10,5
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>1,5</b>	<b>4,0</b>	<b>11,3</b>	<b>6,8</b>	<b>5,3</b>
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	1,5	4,0	11,3	6,8	5,3
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>14,9</b>	<b>10,6</b>	<b>19,2</b>	<b>20,7</b>	<b>20,3</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	4,5	2,2	5,1	4,2	3,1
Lyhytaikaiset korottomat velat	10,4	8,4	14,1	16,5	17,2
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>32,1</b>	<b>36,5</b>	<b>60,1</b>	<b>64,0</b>	<b>69,4</b>

# Arvonmääritys ja suositus 1/4

## Tulospohjainen hinnoittelu järkevintä

Suosimme yhtiön arvonmäärityksessä tulospohjaisia hintakertoimia. Mielestämme käyttökelpoisimmat tuloskertoimet ovat nettotulospohjainen P/E-luku sekä yhtiön taserakenteen paremmin huomioiva EV/EBITDA-kerroin. Absoluuttisina kertoimina olemme hyödyntäneet yhtiölle määrittelemiämme hyväksyttävää hinnoittelukertoimia, jotka pohjautuvat näkemykseemme nykyisestä kasvu-, kannattavuus- ja riskiprofiilista sekä relevanttien verrokkiyhtiöiden arvostustasoja. Tarkastelemme yhtiötä ensisijaisesti kuluva ja seuraavan vuoden kertoimilla, sillä näkyvyys tätä pidemmälle ajanjaksolle on rajallinen ja ennusteidemme sisältämä epävarmuus tämän takia merkittävä.

## Arvostukseen vaikuttavat tekijät

Mielestämme seuraavat tekijät tukevat ja painavat Incapin hinnoittelua:

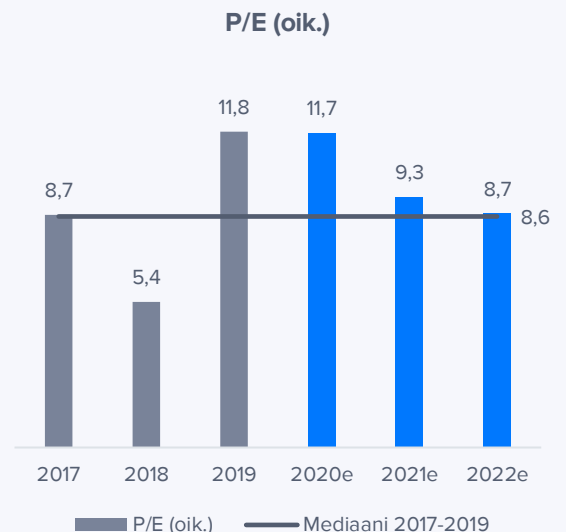
- **Kustannustehokas toimintamalli** mahdollistaa toimialan korkeimpia kannattavuustasoja ja vahvan suhteellisen kilpailukyvyn.
- **Hyvä track-record** kannattavasta orgaanisesta kasvusta ja saavutettujen tehokkuushyötyjen ylläpitämisestä vankistavat luottamusta yhtiön keskeisimpien vahvuuksien kestävyyttä kohtaan.
- **Yhtiön kassavirtaprofiili** on hyvä ja investointitarve maltillinen, mikä luo hyvää raaka-ainetta ja tukevan perustan pääoman omistaja-arvoa luovalle allokoinnille.

- **Kasvun kiihdyttäminen** yritysostoin on sijoittajille mielestämme positiivinen optio yhtiön soveltamaa lähestymismallia mukaillen, vaikka pidemmän aikavälin näyttöjä ei vielä ole.
- **Lähivuosien orgaaniset tuloskasvuodotukset** ovat kohtuullisen maltillisia talouskuvaan ja sitä kautta liikevaihdon kasvuun liittyvän epävarmuuden takia, eikä marginaaleissa ole selkeää loikkavaraa.
- **Kysynnän investointivetoisuus ja asiakkaiden menettämisen riski** heikentävät lyhyen aikavälin näkyvyyttä ja nostavat riskiprofiilia.
- **Haastava arvoketjuasema** suurten komponenttitoimittajien ja loppuasiakkaiden välissä pitää marginaalipaineen kroonisena ja ahdistaa myös kassavirran hallintaa.
- **Rajallinen vapaasti vaihdettavien osakkeiden määrää** rajaa tietyn tyyppisten sijoittajien (esim. instituutiot) kiinnostusta ja ohuen likviditeetin takia olemme soveltaneet arvonmäärityksessämme pientä likviditeettipreemiota.

Näiden tekijöiden pohjalta Incapille voidaan mielestämme hyväksyä normaalin tuloskunnan viitekehyskessä P/E-luku 9x-12x ja vastaavasti EV/EBITDA-kerroin 6x-8x. Tasot pohjautuvat sekä osakemarkkinoiden yhtiölle viime vuosina hyväksymiin arvostustasoihin (P/E noin 11x ja EV/EBITDA noin 6x) että omiin operatiivisiin fundamentteihin (mm. johdonmukaiset näytöt toimintamallin puruvoimasta ja pääoman hyvää tuottopotentiaali) ja AWS-järjestelyn myötä

Arvostustaso	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	18,00	18,00	18,00
Osakemäärä, milj. kpl	4,37	4,37	4,37
Markkina-arvo	79	79	79
Yritysarvo (EV)	85	80	74
P/E (oik.)	11,7	9,3	8,7
P/E	11,9	9,3	8,7
P/Kassavirta	neg.	11,6	9,2
P/B	2,7	2,2	1,8
P/S	0,8	0,7	0,7
EV/Liikevaihto	0,8	0,7	0,6
EV/EBITDA (oik.)	6,8	5,4	4,9
EV/EBIT (oik.)	8,5	6,8	6,0
Osinko/tulos (%)	23,1 %	20,7 %	21,8 %
Osinkotuotto-%	1,9 %	2,2 %	2,5 %

Lähde: Inderes



# Arvonmääritys ja suositus 2/4

laskeneeseen riskiprofiiliin. Nämä tasot ovat varsin selkeästi alle Helsingin pörssin pidemmän aikavälin mediaanien (P/E 14-15x ja EV/EBITDA 9-10x), mikä heijastelee toimialan ansainta- ja arvoketjudynamiikkaan liittyvää haasteellisuutta.

Incapin viime vuosien operatiiviset näytöt ovat hyvin vahvoja, sillä yhtiö on johdonmukaisella tekemisellään todistanut sekä keskeisimpien kyvykkyyksiensä terävyyden että myös kyvyn pitää kiinni saavutetuista tehokkuustasoista. Tätä heijastellen yhtiö on yltänyt vuosina 2015-2020 (TTM) keskimäärin 24 % liikevaihdon kasvuun (CAGR), 12 % keskimääräiseen liikevoittomarginaaliin ja 37 % oman pääoman tuottoon. Samalla jaksolla yhtiö on toteuttanut myös strategisesti erittäin merkittävän (ts. riskiprofiiliin lasku ja kasvualustan vahvistaminen) AWS-järjestelyn. Tätä toimintakaarta ja sen seurauksena vahvistunutta kilpailukykyä heijastellen näemme Incapilla olevan hyvät edellytykset jatkaa vakuuttavan suorittamisen uralla myös tulevina vuosina, vaikka lyhyellä tähtäimellä toimintaympäristön kehitykseen liittyvät epävarmuudet voivatkin tiettyjä hidasteita omaan tekemiseen aiheuttaa. Pidemmällä tähtäimellä kannattavan kasvun jatkuminen, AWS:n synergiahyötyjen ulosmittaaminen sekä ajan yli laskeva asiakasriski toisi myös hyväksymäämme kerroinhaarukkaan maltillista nousuvaraa. Lyhyellä tähtäimellä kertoimien selkeä venyttäminen ei sen sijaan ole perusteltua juuri toimintaympäristön kehitykseen liittyvää epävarmuutta mukaillen.

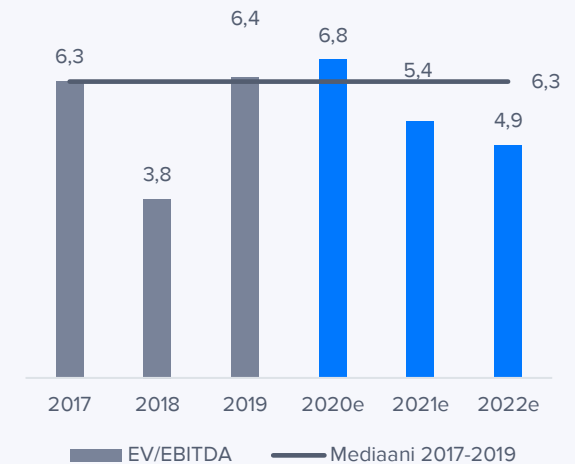
## Kertoimet eivät ole liian korkeita

Incapin ennusteidemme mukaiset P/E-luvut vuosille 2020 ja 2021 ovat 12x ja 9x, kun taas vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 7x ja 5x. Kuluva vuoden absoluuttiset kertoimet eivät ole erityisen korkeita ja ne painottuvat hyväksymämme kerroinhaarukan sisään, vaikka kuluva vuoden tulostasoa tuleekin pandemiakuprujen painamana jäämään kohtuullisen selvästi sekä nykyrakenteen kestävä tasoa että erityisesti täyttää potentiaalia heikommaksi. Lisäksi kuluva vuoden nettotulosta rasittavat AWS-järjestelyyn liitännäiset PPA-poistot, joista oikaistuna P/E-luku on 11x.

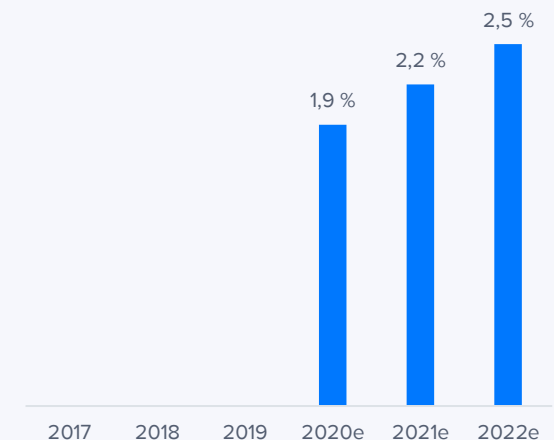
Ensi vuoden ennusteillamme kertoimet painottuvat puolestaan jo hyväksymämme kerroinhaarukan alalaitaan. Tämä ei mielestämme ole perusteltua, kun huomioidaan AWS:n hankinnan myötä merkittävästi tasapainottunut asiakasportfolio ja laskenut kokonaisriskitaso sekä vaikeissakin olosuhteissa puruvoimansa osoittaneen toimintamallin ja hyvään iskuun viritetyn tehdasverkoston mahdollistama vääntökyky. Tätä taustaa vasten absoluuttinen arvostuskuva on mielestämme houkutteleva ja näemmekin kertoimissa maltillista nousuvaraa lyhyen tähtäimen toimintakaareen liittyvistä ja osin myös osakemarkkinan riskisimenttiin kohdistuvista muuttujista huolimatta.

Näkemykstämme järkevästä arvostuskuvasta tukee myös se, että vuoden 2019 ja 2018 toteutuneilla tuloksilla P/E-luku olisi 13x. Tämä taso olisi poikkeukselliseen toimintavuoteen linjattuna vielä

### EV/EBITDA



### Osinkotuotto-%



# Arvonmääritys ja suositus 3/4

kohtuullisen siedettävä, mitä peilaten Incapin tulos pohjaisessa arvostuksessa on mielestämme sisällä tietyntasteista puskuria toimintarisien mahdollista realisoitumista ja odotuksiamme pehmeämpää tuloskehitystä vastaan. Selkeitä ja myrskyä kestäviä tukitasoja osakkeelle sen sijaan on vaikea löytää, sillä tase- tai volyympohjaiset kertoimet (2020e: EV/S 0,8x ja P/B 2,7x) ovat Incapin operatiivinen profiili (mm. kannattavuustaso ja pääoman tuottopotentiali) huomioiden varsin neutraaleja. Tämä konkreettisten tukitasojen puute osaltaan kutistaa myös pienien tulos pohjaisten turvamarginaalien sijoittajille tarjoamia riskipatjoja.

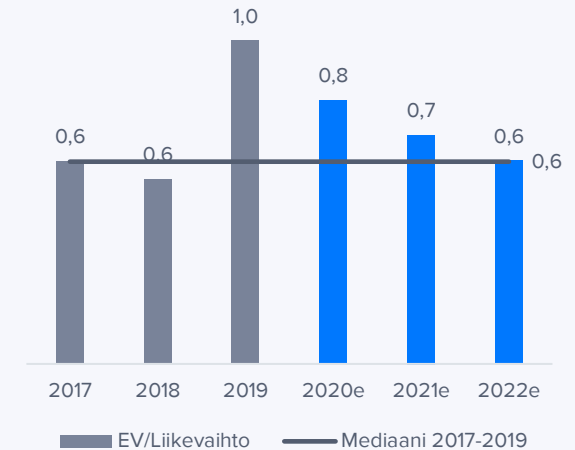
## Myös suhteellisessa arvostuksessa nousuvaraa

Listattujen sopimusvalmistajien lukumäärä on suuri, joten Incapille voidaan kerätä varsin reilunkokoinen verrokkiryhmä arvostustason suhteellista tarkasteltua varten. Verrokkiryhmästä on kuitenkin hyvä tiedostaa, ettei se toimijoiden suuresta lukumäärästä huolimatta ole täydellinen, sillä suurin osa ryhmän yhtiöistä on skaalaltaan suurempia sopimusvalmistajia. Lisäksi myöskään yhtiöiden kannattavuusprofiilit, liiketoimintojen rakenteet ja riskitasot eivät ole yhteismitallisia, mikä heikentää vertailukelpoisuutta. Osa Incapille relevanteista verrokkiryhtiöistä on myös listaamattomia toimijoita (esim. Kyrel ja JJS Manufacturing), mistä johtuen kaikkia kilpailijoita ei ole mahdollista sisällyttää vertailuun. Näin ollen hyödynnämme suhteellista arvostusta ensisijaisesti arvonmäärityksemme tukena pääpainon ollessa absoluuttisissa kertoimissa.

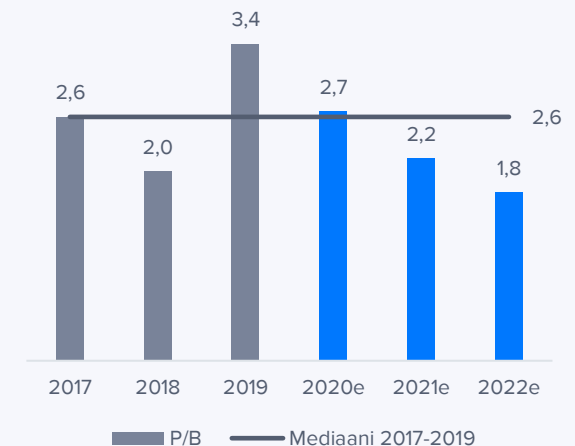
Kokoamamme verrokkiryhmän toimijoista suurin osa on Incapia kookkaampia valmistajia, mutta mukana on myös muutama pienempi ja Incapin näkökulmasta sopivampi verrokki. Yleisenä huomiona voidaan mielestämme todeta, että sopimusvalmistajien tulos pohjaiset kertoimet ovat kroonisesti kohtuullisen matalia, mikä on näkemyksemme mukaan seurausta toimialan liiketoimintadynamiikan negatiivisista (mm. haastava arvoketjuasema ja krooninen hintapaine) heijasteista. Tämän takia myös volyympohjaiset kertoimet ovat tyypillisesti matalia, kun taas tase pohjaiset kertoimet ovat hyvin riippuvaisia pääoman tuottokyvystä.

Vertailuryhmään nähden Incap hinnoitellaan tulos pohjaisilla kertoimilla noin 10-30 % alennuksella. AWS-järjestelyn myötä kasvanut kokoluokka ja laskenut riskitaso sekä verrokkeja korkeampaa peruskannattavuutta jauhava tuloskone huomioiden tämän kokoluokan alennus ei ole mielestämme perusteltu. Näkemyksemme mukaan Incap tulisikin tulos pohjaisesti hinnoitella selvästi lähemmäs verrokkiryhmän asettamaa viivaa. Näin ollen näemme myös suhteellisessa arvostuksessa pientä nousuvaraa etenkin kun huomioidaan, ettei verrokkiryhmä itsessään ole erityisen kallis. Tase- ja volyympohjainen hinnoittelu on puolestaan preemiolla, mikä on mielestämme perusteltua Incapin verrokkeja korkeampi kannattavuus- ja pääoman tuottotaso huomioiden.

### EV/Liikevaihto



### P/B



# Arvonmääritys ja suositus 4/4

## Kassavirtapohjainen arvonmääritys

Annamme arvonmäärityksessämme painoarvoa myös kassavirtapohjaiselle mallille (DCF) huolimatta siitä, että se on varsin herkkä terminaalijakson muuttujille. Olemme kuitenkin käyttäneet DCF-mallimme terminaalijakson muuttujissa varsin konservatiivista näkemystä, mitä peilaten malli tarjoaa mielestämme riittävän relevantin tuen muille käyttämillemme menetelmille ja pidemmän aikavälin tuottopotentiaalin tarkastelulle.

DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on noin 22 euroa, mikä tukee muiden käyttämiemme menetelmien indikoimaa arvoa osakkeen potentiaalista. Koholla olevien riski- ja epävarmuusmuuttujien takia emme usko osakemarkkinoiden antavan tällä hetkellä täyttä painoarvoa tälle pidemmän tähtäimen potentiaalille, emmekä siksi odota kassavirtamallimme osoittavan arvon realisoituvan vielä lyhyellä jäniteellä. DCF-malli tarjoaa kuitenkin kohtuullisia kiintopisteitä Incapin käypään arvoon.

Ennustemallissamme liikevaihdon kasvuvauhti tasaantuu pitkällä aikavälillä 2-3 %:iin globaalia talouskasvua heijastellen ja liikevoittomarginaali 8-10 %:iin. Mallissamme terminaalijakson painoarvo kassavirroista on vielä järkevällä 58 % tasolla. Käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on puolestaan 9 % ja oman pääoman kustannus on 10 %. Riskittömänä korkona olemme soveltaneet 3 % ja markkinan riskipreemiona 5 %.

## Yhtiön arvo puoltaa lisäostojen jatkamista

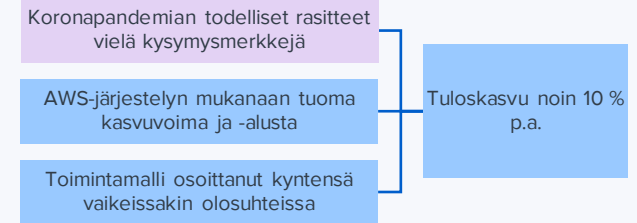
Kun huomioidaan yhtiön äärimmäisen tehokas toimintamalli, AWS:n myötä hajautunut toimiala- ja asiakasportfolio sekä asemoituminen terveiden kasvu- ja kannattavuusnäkökymien teollisuuselektroniikkaan, on Incapilla mielestämme edellytykset yltää kestävästi 1,7-2,1 euron osakekohtaiseen tulokseen. Näin ollen neutraalilla 10x tulokertoimella yhtiön käyvän arvon konservatiiviseksi haarukaksi voidaan mielestämme arvioida vähintään 17-21 euroa, mikä on samalla pallokentällä myös kassavirtamallimme kanssa. Pidemmällä aikavälillä uskomme käyvän arvon myös nousevan, kunhan yhtiö onnistuu jatkamaan kannattavalla kasvupolulla ja / tai toteuttamaan strategiansa mukaisia yritysjärjestelyä. Luonnollisesti myös hyväksyttävän arvostustason kohoaminen on pidemmällä tähtäimellä käyvän arvon konkreettinen nousuajuri. Korostamme lisäksi, ettei nykyinen näkemyksemme käyvästä arvosta pidä sisällään yritysostoja ja niiden tuomaa arvovipua, vaan sijoittajat saavat tämän option kaupan päälle.

Käyttämiamme arvostusmenetelmiä peilaten yhtiö hinnoitellaan käyvän arvon haarukansa sisään, mutta erityisen kireäksi arvostuskuvaa ei mielestämme mistään kulmasta tarkasteltuna ole venytetty. Odottamamme tuloskasvu, pieni osinkotuotto ja eri arvostusmittarien puoltama maltillinen kerroinnousu pitääkin seuraavan 12 kuukauden tuotto/riski-suhteen mielestämme riittävän hyvänä ja tarjoaa tarvittavat kannustimet lisäostojen jatkamiselle. Näin ollen toistamme lisää-suosituksemme ja 20,00 euron tavoitehintamme.

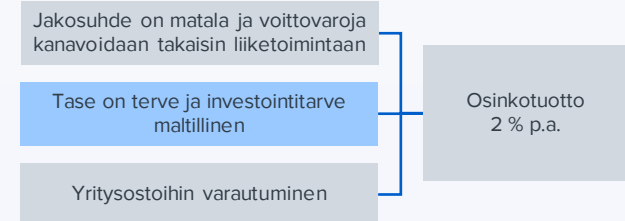
## Osaketuoton ajurit 2020-2022

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

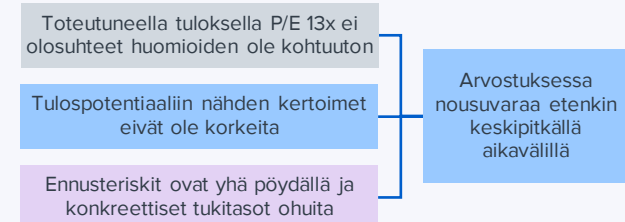
### Tulostuoton ajurit



### Osinkotuoton ajurit



### Arvostuskertoimien ajurit



Osakkeen kokonaistuotto-odotus n. 12-15 % p.a.

# Kassavirtamalli

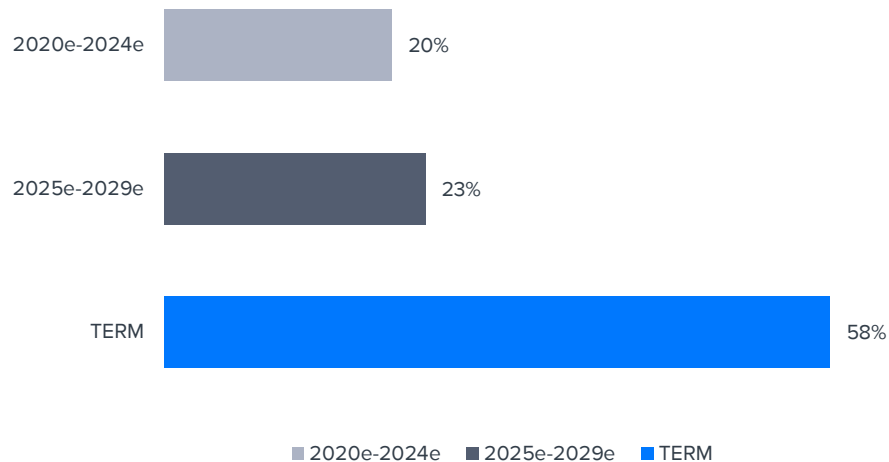
DCF-laskelma	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>10,1</b>	<b>9,9</b>	<b>11,7</b>	<b>12,4</b>	<b>13,1</b>	<b>12,9</b>	<b>12,7</b>	<b>11,7</b>	<b>11,4</b>	<b>10,9</b>	<b>11,1</b>	
+ Kokonaispoistot	1,4	2,6	3,0	2,6	2,5	1,5	1,6	1,7	1,7	1,9	1,9	
- Maksetut verot	-2,5	-1,9	-2,1	-2,3	-2,5	-2,8	-2,8	-2,6	-2,5	-2,4	-2,4	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,3	-0,2	-0,2	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-1,3	-5,3	-3,1	-1,5	-1,8	-1,7	-1,1	-0,8	-0,7	-0,6	-0,6	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>7,6</b>	<b>5,0</b>	<b>9,3</b>	<b>11,0</b>	<b>11,1</b>	<b>9,9</b>	<b>10,4</b>	<b>10,0</b>	<b>9,9</b>	<b>9,8</b>	<b>10,0</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	-1,1	-11,5	-2,5	-2,5	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-1,7	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>6,5</b>	<b>-6,5</b>	<b>6,8</b>	<b>8,5</b>	<b>9,1</b>	<b>7,9</b>	<b>8,3</b>	<b>8,0</b>	<b>7,9</b>	<b>7,8</b>	<b>8,3</b>	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	6,5	-6,5	6,8	8,5	9,1	7,9	8,3	8,0	7,9	7,8	8,3	123
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>-6,4</b>	<b>6,1</b>	<b>7,0</b>	<b>6,8</b>	<b>5,5</b>	<b>5,3</b>	<b>4,7</b>	<b>4,2</b>	<b>3,8</b>	<b>3,8</b>	<b>55,6</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		96,5	103	96,8	89,8	82,9	77,5	72,1	67,5	63,2	59,4	55,6
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>96,5</b>										
- Korolliset velat		-6,2										
+ Rahavarat		6,7										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>97,0</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>22,2</b>										

## Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	25,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,00 %
Riskitön korko	3,0 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>10,2 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>8,9 %</b>

Lähde: Inderes

## Rahavirran jakauma jaksoittain





# Vertailuryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e
Cicor Technologies Ltd	40,30	109	128	16,4	10,2	7,5	5,7	0,6	0,6	28,6	15,3	1,4	2,6	1,4
Integrated Micro-Electronics Inc	6,06	229	419		29,8	16,6	8,4	0,4	0,4		122,0	3,3	3,3	0,8
Data Modul AG	42,80	151	164	6,5	5,3	5,8	4,9	0,6	0,6	10,8	9,7	2,3	2,3	
Hanza Holding AB	14,35	47	83	12,6	9,0	5,0	4,3	0,4	0,4	89,7	10,2	0,7	1,7	1,1
Kitron ASA	19,00	302	374	11,4	10,7	8,4	7,9	0,8	0,8	16,2	15,3	4,9	4,0	3,4
Lacroix Group SA	23,90	90	143	16,1	8,7	7,8	5,5	0,3	0,3	17,9	7,7	1,7	3,6	0,9
Scanfil Oyj	5,68	369	414	9,5	8,9	6,8	6,5	0,6	0,6	11,7	11,4	2,9	3,1	1,9
Valuetronics Holdings Ltd	0,54	146	27	1,8	2,8	1,4	2,1	0,1	0,2	7,9	9,9	7,6	5,1	1,1
Hana Microelectronics PCL	42,75	956	713	14,0	11,7	8,3	7,4	1,2	1,1	20,6	16,8	3,1	3,5	1,6
SVI PCL	3,78	231	287							14,9	17,6	1,3	1,6	
TT electronics PLC	218,00	390	493	16,6	12,0	9,8	8,0	1,0	0,9	20,7	14,7	2,3	2,7	1,4
<b>Incap (Inderes)</b>	<b>18,00</b>	<b>79</b>	<b>85</b>	<b>8,5</b>	<b>6,8</b>	<b>6,8</b>	<b>5,4</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>11,7</b>	<b>9,3</b>	<b>1,9</b>	<b>2,2</b>	<b>2,7</b>
<b>Keskiarvo</b>				<b>11,7</b>	<b>10,9</b>	<b>7,7</b>	<b>6,1</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>23,9</b>	<b>22,8</b>	<b>2,9</b>	<b>3,1</b>	<b>1,5</b>
<b>Mediaani</b>				<b>12,6</b>	<b>9,6</b>	<b>7,6</b>	<b>6,1</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>17,0</b>	<b>14,7</b>	<b>2,3</b>	<b>3,1</b>	<b>1,4</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>				<b>-33 %</b>	<b>-29 %</b>	<b>-11 %</b>	<b>-11 %</b>	<b>37 %</b>	<b>27 %</b>	<b>-31 %</b>	<b>-37 %</b>	<b>-17 %</b>	<b>-29 %</b>	<b>89 %</b>

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

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2017	2018	2019	2020e	2021e	Osakekohtaiset luvut	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	48,5	59,0	71,0	100,5	109,9	EPS (raportoitu)	0,71	1,34	1,44	1,51	1,93
Käyttökate	5,0	9,1	11,5	12,5	14,7	EPS (oikaistu)	0,71	1,34	1,44	1,54	1,93
Liikevoitto	4,5	8,6	10,1	9,9	11,7	Operat. kassavirta / osake	0,70	0,81	1,74	1,14	2,13
Voitto ennen veroja	4,0	7,9	9,7	8,5	10,5	Vapaa kassavirta / osake	0,53	0,53	1,48	-1,49	1,56
Nettovoitto	3,1	5,8	6,3	6,6	8,4	Omapääoma / osake	2,39	3,61	5,01	6,79	8,37
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,35	0,40
<b>Tase</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>
Taseen loppusumma	24,8	32,1	36,5	60,1	64,0	Liikevaihdon kasvu-%	26 %	21 %	20 %	41 %	9 %
Oma pääoma	10,4	15,8	21,9	29,6	36,5	Käyttökateen kasvu-%	20 %	84 %	25 %	9 %	18 %
Liikearvo	0,9	0,9	0,9	6,9	6,9	Liikevoiton oik. kasvu-%	20 %	91 %	17 %	-1 %	17 %
Nettovelat	4,4	3,1	-0,5	6,0	1,7	EPS oik. kasvu-%	47 %	88 %	7 %	7 %	26 %
<b>Kassavirta</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	Käyttökate-%	10 %	16 %	16 %	12 %	13 %
Käyttökate	5,0	9,1	11,5	12,5	14,7	Oik. Liikevoitto-%	9 %	15 %	14 %	10 %	11 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,9	-3,3	-1,3	-5,3	-3,1	Liikevoitto-%	9 %	15 %	14 %	10 %	11 %
Operatiivinen kassavirta	3,1	3,5	7,6	5,0	9,3	ROE-%	34 %	45 %	33 %	26 %	25 %
Investoinnit	-0,8	-1,2	-1,1	-11,5	-2,5	ROI-%	26 %	44 %	41 %	27 %	25 %
Vapaa kassavirta	2,3	2,3	6,5	-6,5	6,8	Omavaraisuusaste	42 %	49 %	60 %	49 %	57 %
						Nettovelkaantumisasaste	42 %	20 %	-2 %	20 %	5 %
<b>Suurimmat omistajat</b>			<b>%-osakkeista</b>			<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>
Oy Etra Invest Oy			19,5 %			EV/Liikevaihto	0,6	0,6	1,0	0,8	0,7
Nordea Henkivakuutus Suomi Oy			13,3 %			EV/EBITDA (oik.)	6,3	3,8	6,4	6,8	5,4
Joensuun Kauppa ja Kone Oy			9,0 %			EV/EBIT (oik.)	6,9	4,0	7,3	8,5	6,8
Laakkonen Mikko Kalervo			5,0 %			P/E (oik.)	8,7	5,4	11,8	11,7	9,3
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen			4,5 %			P/B	2,6	2,0	3,4	2,7	2,2
Mandatum Life			3,7 %			Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,9 %	2,2 %

Lähde: Inderes

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaamaan 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 analytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

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.

## Suosituksihistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
1.4.2019	Osta	11,00 €	9,42 €
23.4.2019	Osta	14,00 €	11,90 €
9.5.2019	Lisää	16,50 €	14,65 €
28.5.2019	Osta	16,50 €	12,75 €
15.8.2019	Osta	18,00 €	15,35 €
16.9.2019	Lisää	20,50 €	18,80 €
7.11.2019	Vähennä	18,50 €	18,85 €
24.1.2020	Lisää	21,00 €	18,95 €
27.2.2020	Lisää	20,00 €	17,45 €
24.3.2020	Lisää	12,50 €	11,00 €
25.3.2020	Lisää	12,50 €	11,65 €
21.4.2020	Vähennä	12,00 €	12,45 €
12.5.2020	Lisää	13,00 €	12,00 €
25.5.2020	Lisää	14,00 €	12,85 €
27.8.2020	Lisää	20,00 €	18,70 €
18.9.2020	Lisää	20,00 €	18,00 €



Inderes on alusta, joka yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysia ja sisältöä yli 60 000 aktiiviselle Inderes-yhteisön jäsenelle.

Me uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille vapaan pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja interaktiivisen yhteisön pariin. Yhteisömme tukee jäseniensä kasvua paremmiksi sijoittajiksi.

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 analyysiä osoitteessa [www.inderes.fi](http://www.inderes.fi)

## Palkinnot



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS  
WINNER



**2012, 2016, 2017, 2018,  
2019**

Suositus- ja  
ennustetarkkuus



**2014, 2016, 2017, 2019**

Suositustarkkuus



**2014, 2015, 2016, 2018,  
2019**

Suositus- ja  
ennustetarkkuus



**2012, 2016, 2018, 2019**

Suositustarkkuus



**2015, 2018**

Suositus- ja  
ennustetarkkuus



**2017, 2019**

Suositustarkkuus



**2017**

Suositustarkkuus



**2018**

Ennustetarkkuus



**2019**

Suositustarkkuus

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**