

Incap

Yhtiöraportti

22.03.2022 21.30



Joonas Korkiakoski
+358 40 1828 660
joonas.korkiakoski@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Laatua, lujuutta ja letkeyttä

Viimeisten vuosien aikana Incapin meno on ollut hurjaa tielle osuneista ulkoisista haasteista huolimatta. Laatunsa kiistatta osoittaneen yhtiön operatiivinen kunto on erinomainen ja pidemmän aikavälin arvonluontikyvykkyys oiva. Yhtiön hinta on kuitenkin kohonnut, eikä seuraavan vuoden tuotto/riski-suhde ole mielestämme riittävän hyvä. Laskemme suosituksemme vähennä-tasolle (aik. lisää) ja tarkistamme tavoitehintamme 74 euroon (aik. 72 euroa).

Suorituskykyinen sopimusvalmistaja

Incap on pääosin teknisiltä vaatimustasoiltaan korkeisiin ja tuotantosarjoiltaan pieniin (high mix / low volume) teollisuuselektroniikan sovelluksiin erikoistunut sopimusvalmistaja. Asiakkailleen yhtiö luo arvoa kahta reittiä pitkin: 1) mahdollistamalla laitevalmistajille resurssien tehokkaamman allokoimisen omiin ydintoimintoihin, kuten tuotekehitykseen, myyntiin ja markkinointiin sekä 2) tuomalla ulkoistetun tuotannon kautta laitevalmistajille joustopisteitä niin kapasiteetin kuin kustannustenkin hallintaan. Incap on rakentanut organisaatiomallistaan hajautettuun ja mahdollisimman nopeaan päätöksentekoon perustuvan, mikä on puolestaan johtanut kevyeen organisaatorakenteeseen, mataliin yleiskuluihin, terhakkaan operatiiviseen reagointikykyyn ja ihailtavan kuluorientoituneeseen kulttuuriin. Pidämmekin juuri näitä tekijöitä ja siten kokonaisuudessaan tehokkaaksi viritettyä toimintamallia (mm. pääoman korkea tuotokyky) yhtiön keskeisimpinä vahvuuksina. Oleellisimpina riskeinä taas näemme investointivetoisiin kysyntöihin aina luontaisesti liittyvät vaihtelut, asiakasportfolion keskittyneen rakenteen sekä suhteellisen kilpailukyyn heikkenemisen.

Mielenkiintoisia arvonluontimahdollisuuksia

Mielestämme Incapin pidemmän aikavälin orgaaninen kasvunäkymä on oiva. Maailman yleinen sähköistyminen, sen perässä automaattisesti kasvava elektroniikkavalmistuksen tarve sekä teollisuuden laitevalmistajien kohoavat ulkoistamisasteet ovat selkeitä ja luonteiltaan myös varsin vahvoja toimialatason pääajureita. Lisäksi yhtiön tulisi tuotantolaitosverkostonsa rakenteen, kokonaistoimituksiin taipuvan toimintamallinsa ja todistetun kilpailukykynsä puitteissa kyetä ulosmittaamaan sekä toimitusketjujen lokalisaation että laitevalmistajien nousevien ratkaisuvaateiden (ts. liikkuma pelkästä piirilevy-ladonnasta suuremman lisäarvon Box Buildiin) mukana tulevia liiketoimintatilaisuuksia. Koska Incapin peruskannattavuus on korkea, pääoman käytön tehokkuus mainio ja investointitarve maltillinen, on orgaaninen kasvu lähtökohtaisesti runsaasti arvoa luovaa (RONIC > WACC). Toisaalta toimialan hajanainen rakenne muodostaa yhdessä nykyisen taseaseman kanssa yhtiölle vankan alustan laadulliset ja strategiset kriteerit täyttävien yritysostojenkin toteuttamiselle. Tätä taustaa vasten pidämme Incapin tulevien vuosien rakenteellisia arvonluontimahdollisuuksia oikeinkin mielenkiintoisina.

Hinta piirun liian tukala

Incapin ennusteidemme mukaiset P/E-luvut vuosille 2022 ja 2023 ovat 17x ja 15x, kun taas vastaavat EV/EBIT-kertoimet ovat 13x ja 11x. Absoluuttiset kertoimet ovat perustellusti historiallisia tasoja korkeammalla ja samalla ne painottuvat myös arvioimamme neutraalin kerroinhaarukan yläpuolelle. Vaikka olemme vakuuttuneita yhtiön laadullisista ominaisuuksista ja niiden varaan rakentuvista arvonluontimahdollisuuksista, emme tällä hetkellä näe näitä tekijöitä riittävinä kompensoimaan lyhyellä tähtäimellä aavistuksen koholla olevia hintakertoimia ja niiden sietämiseen liittyviä riskejä. Näin ollen vuotuinen tuotto-odotus jää mielestämme hieman liian matalaksi.

Suositus

Vähennä

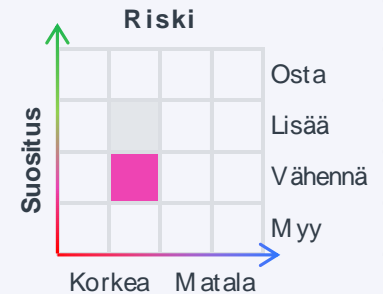
(aik. Lisää)

74,00 EUR

(aik. 72,00 EUR)

Osakekurssi:

75,40



Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	169,8	207,1	231,9	250,5
kasvu-%	59 %	22 %	12 %	8 %
EBIT oik.	26,8	32,7	36,8	39,9
EBIT-% oik.	15,8 %	15,8 %	15,9 %	15,9 %
Nettotulos	21,1	26,0	28,9	31,5
EPS (oik.)	3,71	4,49	4,98	5,41

P/E (oik.)	21,2	16,8	15,1	13,9
P/B	7,3	5,2	4,1	3,3
Osinkotuotto-%	1,0 %	1,2 %	1,3 %	1,5 %
EV/EBIT (oik.)	17,2	13,2	11,3	10,0
EV/EBITDA	15,8	12,1	10,4	9,2
EV/Liikevaihto	2,7	2,1	1,8	1,6

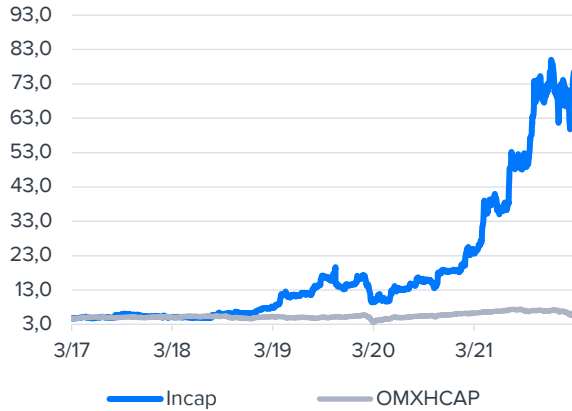
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

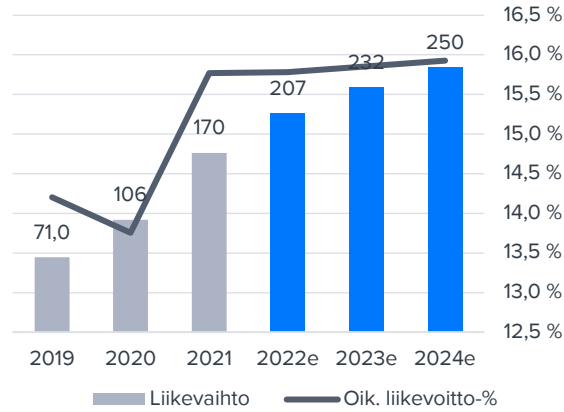
Incap arvioi, että sen vuoden 2022 liikevaihto, liikevoitto ja oikaistu liikevoitto ovat suurempia kuin vuonna 2021.

Osakekurssi



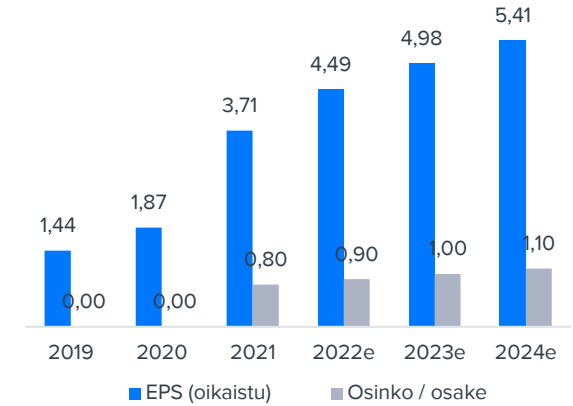
Lähde: Thomson Reuters

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
- Toimitusketjujen siirtyminen lähemmäs asiakkaiden loppumarkkinoita / tuotekehityksiä ja kokonaiskustannusajattelun voimistuminen



Riskitekijät

- Molemmipuolisesti haastava arvoketjuasema pitää kilpailutilanteen raadollisena
- Asiakastoimialojen syklinen luonne
- Kilpailutilanteen kiristyminen
- Oman kulutehokkuuden rapistuminen
- Toimitusketjuissa olevat häiriöt

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	75,40	75,40	75,40
Osakemäärä, milj. kpl	5,85	5,85	5,85
Markkina-arvo	441	441	441
Yritysarvo (EV)	432	417	398
P/E (oik.)	16,8	15,1	13,9
P/E	17,0	15,3	14,0
P/Kassavirta	27,5	21,3	17,8
P/B	5,2	4,1	3,3
P/S	2,1	1,9	1,8
EV/Liikevaihto	2,1	1,8	1,6
EV/EBITDA (oik.)	12,1	10,4	9,2
EV/EBIT (oik.)	13,2	11,3	10,0
Osinko/tulos (%)	20,3 %	20,2 %	20,4 %
Osinkotuotto-%	1,2 %	1,3 %	1,5 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6-11
Sijoitusprofiili	12-14
Toimiala ja kilpailukenttä	15-20
Strategia	21-24
Taloudellinen tilanne	25-27
Ennusteet	28-32
Arvonmääritys	33-39
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	40

Incap lyhyesti

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

1985

Perustamisvuosi

1997

Listautuminen

34 %

Liikevaihdon keskimääräinen kasvu 2016-2021

39 %

Keskimääräinen sijoitetun pääoman tuotto 2016-2021

170 MEUR

Liikevaihto 2021

26,8 MEUR (15,8 % liikevaihdosta)

Oikaistu liikevoitto 2021

2 523

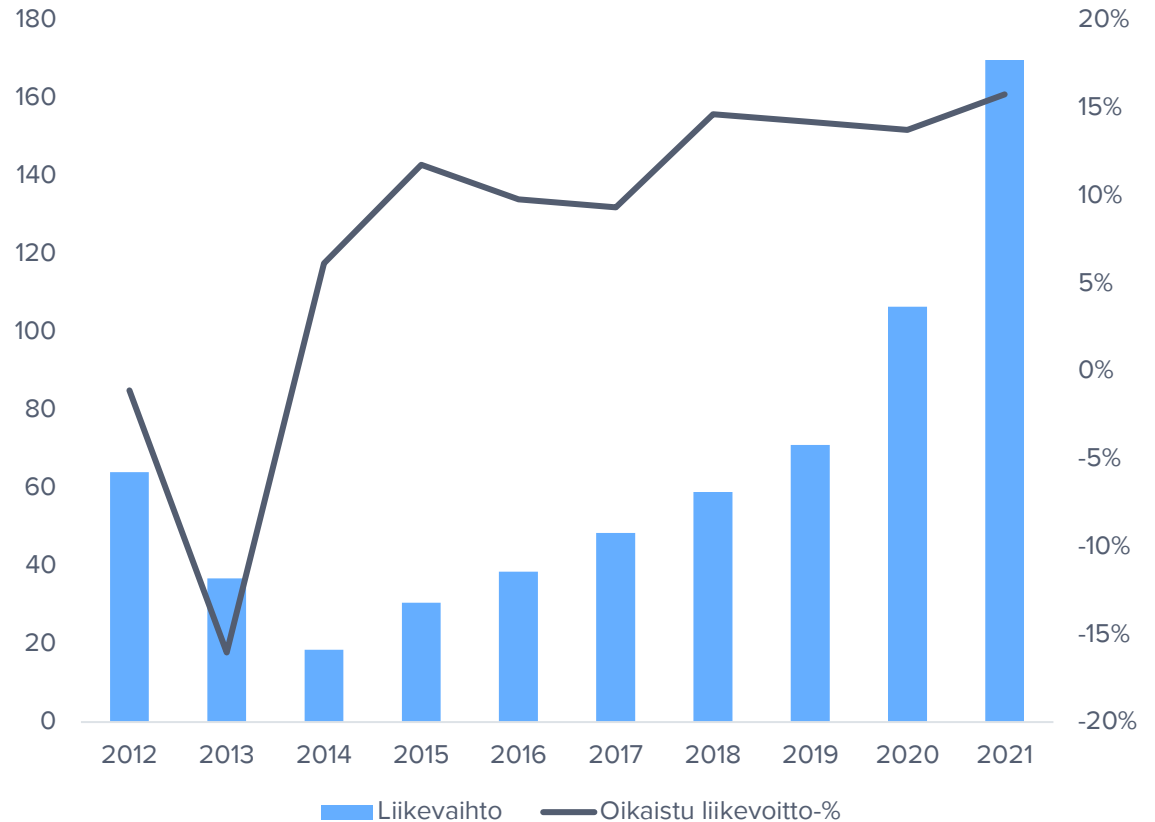
Henkilömäärä vuoden 2021 lopussa

Vuodet 2012-2015

- Isoilla rakennejärjestelyillä luodaan perusta kestäväälle kannattavuuskäänteelle
- Organisaatiomallista muodostetaan hajautettuun päätöksentekoon perustuva ja strategia terävöitetään
- Liiketoiminnan eräänlainen uudelleenkäynnistäminen ja kannattavan kasvuvaihteen löytäminen

Vuodet 2016-2021

- Orgaaninen kasvuvauhti pidetään erinomaisena ja kannattavuustaso nostetaan toimialan kärkipäähän
- Onnistuneella AWS-järjestelyllä pienennetään riskitasoa ja parannetaan hankintapuolen ostovoimaa
- Intian tehdasinvestoinneilla vahvistetaan pidemmän aikavälin arvonluontikykyä



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/6

Yhtiökuvaus

Teollisuuselektronikan sopimusvalmistaja

Incap on elektroniikkateollisuuden sopimusvalmistaja, joka on erikoistunut teknisiltä vaatimustasoiltaan korkeiden ja tuotantosarjoiltaan pienten (high mix / low volume) teollisuuselektronikan sovellusten valmistamiseen. Operaatioiden tasolla tämä tarkoittaa sitä, että Incapilla on tarvittavat taidot ja kyvykkyudet valmistaa asiakkaan eli tyypillisesti laitevalmistajan koko tuote tai sen osakokonaisuus. Näin ollen Incap luo asiakkailleen arvoa käytännössä kahta reittiä pitkin: 1) mahdollistamalla laitevalmistajan resurssien tehokkaamman allokoimisen liiketoiminnan varsinaisiin ydintoimintoihin, kuten tuotekehitykseen, myyntiin ja markkinointiin sekä 2) tuomalla ulkoistetun tuotannon kautta laitevalmistajille joustopisteitä (ml. reagointikyky) niin kapasiteetin kuin kustannustenkin hallintaan.

Teollisuuselektronikan yleisiä lopputuotteita ovat muun muassa inverterit, erilaiset ohjauksjärjestelmät ja mittausinstrumentit. Vaikka Incapin strateginen fokus onkin lähtökohtaisesti teollisuuselektronikassa, ei yhtiö arviomme mukaan ylenkatso kuluttajaelektronikakaan mahdollisuuksia, kunhan ne vain ovat riittävän houkuttelevia. Tällaisista mahdollisuuksista konkreettisena esimerkkinä pidämme kevyiden kulkuneuvojen — etunenässä sähköpotkulaudat ja niiden latausinfrastruktuurit — lohkoa, jonka uskomme yhtiölle viime vuosina myös oivia liiketoimintapolkua tarjonneen.

Incapin nimellinen pääkonttori on Helsingissä. Valmistavia tuotantoyksiköitä yhtiöllä on neljä ja ne sijaitsevat [Virossa](#), [Slovakiassa](#), Isossa-Britanniassa ja Intiassa. Konsernitason hankintayksikkö operoi puolestaan Hongkongista käsin.

Eurooppaa ja suuria asiakkaita

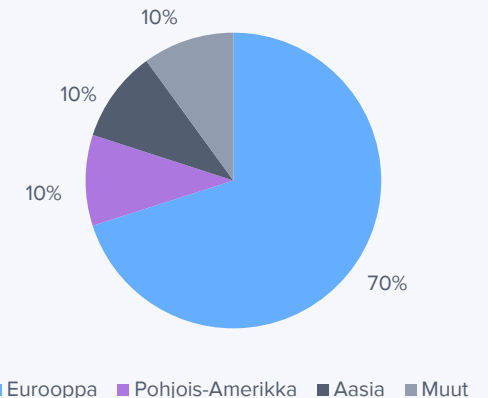
Vuonna 2021 Incapin liikevaihto oli 170 MEUR ja operatiivinen kannattavuus toimialan kontekstiin linjattuna erinomaisella 15,8 % tasolla. Maantieteellisesti yhtiön liiketoiminta on Euroopan hallitsemaa, sillä arviomme mukaan viime vuoden tulovirroista noin 70 % tuli tältä alueelta. Muista maantieteellisistä palstoista tärkeitä ovat Pohjois-Amerikka ja Aasia arvioidemme mukaisia noin 10 % liikevaihto-osuuksia heijastellen. Liikevaihdon maantieteellinen jakauma on varsin looginen, sillä vaikka arvioimiimme asiakkaisiin kuuluvat laitevalmistajat ovatkin globaalissa mittakaavassa operoivia yhtiöitä, löytyvät niiden päämarkkinat ensisijaisesti Euroopan rajojen sisäpuolelta. Täten liikevaihdon maantieteellisestä rakenteesta onkin hyvä huomata se, ettei se pohjaudu Incapin tuotantolaitoksen, vaan loppuasiakkaan sijaintiin.

Incapin asiakasportfolio on melko keskittynyt ja vuonna 2021 neljä suurinta asiakasta toivat yhteensä 69 % liikevaihdosta. Toissa vuonna tehdyn AWS-järjestelyn myötä portfolio on kuitenkin laajentunut sekä asiakkaiden lukumäärällä että alla olevilla teollisuudenaloilla tarkasteltuna, sillä vielä vuonna 2019 neljä suurinta asiakasta toivat liki 80 % kokonaisvolyymistä. Kaiken kaikkiaan asiakkaiden lukumäärä pyörii arviomme mukaan useissa kymmenissä. Vaikka



- Yli 30 vuoden operatiivinen historia ja korkealla tasolla oleva teknologiaosaaminen
- Strateginen fokus teknisiltä vaatimustasoiltaan korkeiden ja tuotantosarjoiltaan pienten sovellusten teollisuuselektronikassa
- Matalien kustannusrakenteiden maissa sijaitsevat tuotantolaitokset ja kevyt organisaatorakenne lisäävät kokonaiskilpailukykyä
- Tehokkaan piirilevyvalmistuksen ohella kyvykkyudet myös laajempiin kokonaistoimituksiin

Liikevaihdon maantieteellinen jakautuminen 2021*



*Inderesin arvio

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/6

suurimpien asiakkaiden paino onkin verrattain tukeva, ovat keskeisimmät asiakkaat käsityksemme mukaan omissa operaatioissaan laadukkaita ja nämä asiakassuhteet pitkäikäisiä. Lisäksi kun huomioidaan sopimusvalmistajan strategisen kumppanin rooli, laitevalmistajien kohtaamat vaihdon kustannukset sekä Incapin oma kilpailukyky, emme pidä asiakasportfolion keskittyntä rakennetta kokonaisriskitasoa massiivisella tavalla kohottavana tekijänä.

Liiketoiminnan rakenne

Yhtiöllä ei ole erillisiä raportointisegmenttejä, mitä mukaillen liikevaihto esitetään ainoastaan konsernitasolla ja maantieteellisiin alueisiin jaettuna. Tuotantolaitoksittain katsottuna Viron ja Slovakian toimitukset suuntautuvat käsityksemme perusteella pääosin Eurooppaan, kun taas Intian ja Ison-Britannian yksiköt toimittavat maantieteellisesti laueammin. Tuotantoyksiköitä ei kuitenkaan ole erikseen roolitettu, vaan kaikkien yksiköiden tuotanto- ja palvelurepertuaareissa on käsityksemme mukaan varsinaisen volyymituotannon ohella kyvykkyyttä myös esisarja- ja prototyypinvalmistukseen, suunnittelun tukeen sekä myynnin jälkeisiin palveluihin. Tavanomaisia eroavaisuuksia yksiköiden asiakas- ja tuotantomixeissä kuitenkin on, sillä arviomme mukaan esimerkiksi Viron ja Ison-Britannian portfolioissa on vakiintuneissa vaiheissa olevien asiakkaiden ohella paljon myös startup-toimijoita. Intiassa ja Slovakiassa asiakkaat taas ovat pääosin elinkaariensa vaiheiltaan kypsempia yhtiöitä. Toki tiettyjen sovellusten erityispiirteistä ja toimialojen paikallisista valmistuskluistereista — kuten

esimerkiksi lääketieteellisten instrumenttien valmistamiseen vaadittavat sertifikaatit ja Itä-Euroopan autoteollisuuskeskittymä — johtuen tuotantoyksiköiden välillä on luontaisia painopiste-eroja myös teollisuudenaloittain katsottuna.

Incapin organisaatiomalli on hajautettuun ja mahdollisimman nopeaan päätöksentekoon perustuva, mitä seuraten tuotantolaitoksetkin operoivat itsenäisinä tulosyksikköinä. Näin ollen ne ovat itse vastuussa tuotannon suunnittelusta, asiakashankinnasta, tarjouslaskennasta, varsinaisista tuotantoprosesseista ja konserniohjeen mukaisesti myös hinnoittelusta. Komponenttien hankinta on puolestaan järjestely pääosin paikallisten tuotanto-operaatioiden kyljessä toimivien tiimien kautta, joskin konsernitasolla hankintoja mukaan koordinoidaan luonnollisesti myös Hongkongin yksikköä hyödyntämällä. Varsinaisesti ylätasolle keskitetyt tukitoimet rajoittuvatkin täten pitkälti IT:n ja taloushallinnon palveluihin.

Näiden tehtyjen valintojen ja toimenpiteiden seurauksena Incapin organisaatorakenteesta on hioutunut hyvin ohut. Tämä puolestaan on johtanut huomattavan mataliin yleiskuluihin, terhakkaan operatiiviseen reagoitokykyyn ja ihailtavaan kulutietoisuuteen. Pidämmekin juuri näitä elementtejä ja siten kokonaisuudessaan tehokkaaksi viritettyä toimintamallia Incapin keskeisimpinä kilpailuvaltteina. Vaikka viimeisten vuosien aikana yhtiön kokoluokka on kasvanut hurjasti, ei toimintaan ole muodostunut tuloksenteko- ja sitä kautta arvonluontikykyä rasittaneita jäykisteitä. Mielestämme tämä onkin



Potentiaaliset asiakkaat*

Aidon

Corvus Energy

Sigicom

AMPER

Bolt

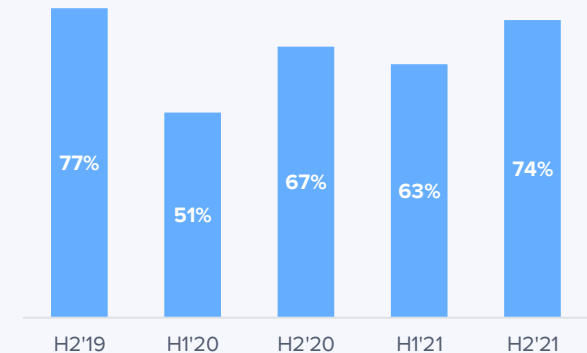
victron energy

TOKHEIM QUALITY

Krakul

ABB

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



■ Neljän suurimman asiakkaan osuus liikevaihdosta

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/6

hyvä osoitus siitä, että toimintamallissa on niin tiettyä skaalautuvuutta kuin jollain tavalla kestäviksi luonnehdittavia ominaisuuksiakin. Varsinaisista kestävästä kilpailuedun lähteistä — eli aikaa erinomaisesti sietävistä rakenteellisista tekijöistä — puhumista emme kuitenkaan pidä perusteltuna mallin kopioitavissa olevat osat noteeraten.

Liiketoimintamalli

Peruspilarina piirilevyjen ladonta

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

Piirilevyjen ladonnan perustavanlaatuisesta luonteesta huolimatta sen luoma lisäarvo ei arviomme mukaan ole yksittäisenä / itsenäisenä toimintona tavattoman suuri. Tätä mukaillen kilpailukykyinen piirilevyosaaminen tulee mielestämme mieltää suhteellista etumatkaa tuovan kyvykkyyden sijaan pikemminkin eräänlaisena hygieniatekijänä ja siten perusvaatimuksena lisäarvoltaan korkeampien

operaatioiden, kuten Box Build -kokoonten, koko tuotekokonaisuuden elinkaari palveluiden ja muiden räätälöityjen toimien toteuttamista ajatellen. Erityisesti Box Build -kokoonten Incapin osuus loppusovelluksen arvoketjussa on leveä, sillä tällöin yhtiön vastuulla on koko tuotteen valmistaminen (ml. materiaalien hankinta, kaapelointi- ja johtosarjatyt sekä tuotetestaus) ja toimittaminen aina laitevalmistajan jakelukanavaan saakka. Leveän arvoketjulohkon hallitseminen ohella myös pelkkää piirilevy ladontaa parempaa asiakaspitoa ja tämän myötä strategisesti merkittävämpää asiakassuhdetta.

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

Sopimusvalmistajien tuotantolinjat ovat tyypillisesti standardoituja, eikä suhteellisen kilpailuaseman parantaminen saati etumatkan hankkiminen pelkin



Tuotantolaitosverkosto 1/2



Intia

- Tumkurissa tällä hetkellä kaksi yksikköä ja kolmas valmistuu H2'22:n aikana
- Investointien myötä kokonaispinta-ala nousee yli 26 000 neliometriin
- Fokus erittäin kustannustehokkaassa volyymituotannossa, mutta kyvykkyydet myös esisarjoihin ja muihin tukitoimiin
- Tuotantoportfolio on laaja sisältäen muun muassa muuntajia, UPS-laitteita ja tankkausväitteiden elektroniikkaa
- Vuoden 2021 liikevaihto oli arviomme mukaan yli 85 MEUR



Viro

- Kuressaaressa sijaitseva tuotantolaitos palvelee sekä vakiintuneita että startup-vaiheessa olevia toimijoita, joiden ensisijaiset kohdemarkkinat Euroopassa
- Uusien tuotteiden tehokas ylösajo laajan palvelutarjoaman erityisosaamisena
- Tuotantolaitoksen lattiapinta-ala yhteensä noin 7 300 neliometriä
- Tuotantoportfoliossa painopiste korkean teknologisen vaatimustason osa- tai kokonaistoimituksissa
- Vuoden 2021 liikevaihto oli arviomme mukaan noin 25 MEUR

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/6

laiteinvestoinnein ole mielestämme tehtävissä. Sen sijaan Incapin tuotantoprosesseissa on kohtuullisista automaatioasteista huolimatta yhä paljon henkilöintensiivisiä vaiheita ja näitä vaiheita hallitsevat henkilöt ovat muuttuvia palasia. Korkea henkilöintensiivisyys ja saumattomasti etenevän prosessivirran tärkeys asettavatkin henkilöstön osaamistasoon kohdistuvat vaatimukset korkeiksi.

Pitkäjänteisiä yhteistöitä

Arviomme mukaan yhtiö tähtää asiakkaidensa kanssa pitkäkestoisiin strategisiin yhteistöihin, jotka mahdollistavat Incapin näkökulmasta omien vahvuuksien hyödyntämisen ja kasvavat tilauskertymät niin volyymi- kuin arvopohjaisestikin. Tällaisten yhteistöiden luomisessa yksi tärkeimmistä tekijöistä on mielestämme asiakkaan luottamus sopimusvalmistajaan. Tämä on järkeenkäypää, sillä sopimusvalmistaja vastaa asiakkaan menestymisen kannalta kriittisistä toiminnoista. Näin ollen luottamus onkin arviomme mukaan ansaittava laadukkaan ja erityisesti toimitusvarman tarjoaman kautta. Vahvistuneiden asiakassuhteiden ohella näissä elementeissä onnistuminen kohottaa näkemyksemme mukaan myös asiakkaan kohtaamia vaihdon kustannuksia ja luovat sopimusvalmistajalle sitä kautta tietynasteista kilpailuetua.

Näkemyksemme mukaan Incap on onnistunut strategisten kumppanuuksien rakentamisessa hyvin, sillä asiakassuhteet keskeisimpien asiakkaiden kanssa ovat olleet pitkäikäisiä ja arviomme mukaan yhtiö on viimeisten vuosien aikana onnistunut voittamaan oleellisen määrän

myös asiakaskohtaisia markkinaosuuksia. Myös AWS:n mukana tullut uudempi asiakasportfolio on käsityksemme mukaan kehittynyt samankaltaisesti. Tämä luokin yhdessä laajentuneen maantieteellisen jalansijan ja teollisuudenalojen kirjon kanssa Incapille mielestämme mainion pohjan sekä jo olemassa olevien asiakassuhteiden vahvistamista että omilla alueillaan hyvillä kilpailukyvyillä operoivien uusien strategisten kumppanien ja niiden tuomien pidemmän aikavälin kasvulähtöjen realisoimista ajatellen.

Kova tilauskanta ei katso tavattoman kaus

Sopimusvalmistajan kysynnän vaihtelut voivat olla voimakkaitakin, sillä asiakkaat käyttävät sopimusvalmistajia tyypillisesti puskureina omien loppukäyttäjensä vaihteluille. Arviomme mukaan Incap saa asiakkailtaan normaaleissa olosuhteissa (ts. ei komponenttitilanteen pidentämää näkyvyyttä) sekä varsinaisia tilauksia että ei-sitovia tarve-ennusteita noin 5-6 kuukauden jaksolle. Tästä kasasta niin sanottujen kovien tilausten kantama on kuitenkin vain muutamien kuukausien mittainen, mikä tekee tilauskannasta rakenteellisesti melko lyhyen. Toisaalta etenkin asiakasportfolion kypsemmässä päässä majailevien asiakkaiden liiketoiminnat ovat arviomme mukaan kohtuullisen ennustettavia. Osa asiakkaista saattaakin antaa jopa 12 kuukauden rullaavia ennusteita, joskin sopimusvalmistajan hyödyntämisen strategista logiikkaa (mm. operatiiviset joustot laitevalmistajalle) mukailen näissä on sisällä jo oleelliseksi luokiteltavaa epävarmuutta. Kokonaisuudessaan näemme kuitenkin edellä mainitun dynamiikan tuovan



Tuotantolaitosverkosto 2/2



Iso-Britannia

- Newcastlella sijaitsevalla yksiköllä kattavat resurssit kokonaistoimitusten (ml. johto- ja kaapelityöt) tarjoamiseen
- Tuotantolaitoksessa lattiapinta-alaa yhteensä noin 4 400 neliometriä ja toimitusvirroissa sekä paikallista että globaalia taajuutta
- Pitkä kokemus erityisesti puolustusväline-, turvallisuus- ja ilmailupuolen asiakkaissa
- Vuoden 2021 liikevaihto oli arviomme mukaan noin 25 MEUR



Slovakia

- Namestovon tuotantolaitos on käytännössä peilikuva Ison-Britannian yksikön kanssa
- Tuotantolaitoksen lattiapinta-ala yhteensä noin 5 200 neliometriä ja Eurooppa toimitusvirtojen loppusijoituspaikkana
- Tuotantolaitoksen erityispiirteenä yksi täysin autoteollisuuden asiakkaiden palvelemiseen valjastettu tuotantohalli
- Volyymituotanto (pl. autoteollisuus) käsityksemme mukaan pääosin niche-segmenttien sovelluksia
- Vuoden 2021 liikevaihto oli arviomme mukaan yli 20 MEUR

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/6

yhdessä pitkien asiakassuhteiden kanssa Incapin tilauskantaan luontaista ennustettavuutta.

Kovan tilauskannan rakenteesta huolimatta tarvittavat komponentit hankitaan etupainotteisesti ennen ennusteiden kääntymistä tilauksiksi. Komponenttien ajoittaisista saatavuushaasteista (pl. nykyinen erikoistilanne) johtuen niiden markkinahinnat voivat heilahdella voimakkaastikin, mikä puolestaan voi luoda painetta käyttöpääoman hallintaan. Incapin soveltama ja sopimusvalmistajille tyypillinen kulupohjainen hinnoittelumalli kuitenkin mahdollistaa nousseiden materiaalikustannusten siirtämisen asiakkaille nopeillakin aikatauluilla. Varsinaiseksi hinnoitteluvoimaksi tätä ei silti tule luokitella, sillä hinnoittelumallin molempiin suuntiin toimivaa rytmiä mukaillen materiaalikustannusten laskut siirretään vastaavalla tavalla asiakkaiden hyödyiksi.

Käyttöpääoman hallinnan lisäksi tilauskannan lyhyt rakenne voi jossain määrin vaikeuttaa tilaus/toimitus-ketjun hallittavuutta olosuhteissa, joissa vahvistetut kovat tilaukset poikkeavat merkittävästi annetuista tarve-ennusteista. Tämän taustalla on se, että lyhyellä aikavälillä kapasiteetin jousto on rajallinen etenkin silloin, kun kovat tilaukset jäävät tarve-ennusteita matalammiksi. Päinvastaisessa tilanteessa kapasiteetin jousto käsityksemme mukaan sen sijaan on tietyin reunaehdoin, kuten mahdollisuus tuotantovuorojen lisäämiselle, varsin hyvä. Emme odota toimialan ansaintalogiikan muuttuvan tulevina vuosina oleellisesti, mikä pitää tilauskannan rakenteen melko lyhyenä ja operatiivisten joustopisteiden säilyttämisen / luomisen tärkeinä prioriteettialueina.

Kulurakenne rajoittaa kasvun skaalautumista

Incapin kulurakenteesta kiinteiden kulujen osuus

on hyvin pieni, sillä elektroniikkavalmistuksen perusluonteesta ja yhtiön toimintakulttuurista johtuen suurin osa kustannuksista on muuttuvia materiaalikuluja. Arviomme mukaan yhtiön kokonaiskustannuksista noin 85-90 % on muuttuvia, kun taas kiinteän puolen osuus kokonaisuudesta on noin 10-15 %. Matalaa kiinteiden kustannusten määrää selittää etenkin kaksi tekijää: 1) yhtiöllä ei ole perinteistä ja raskasta matriisiorganisaatiota, vaan paikalliseen päätöksentekoon perustuvasta organisaatorakenteesta on trimmattu tavattoman kevyt sekä 2) sopimusvalmistajan toimintamalli ei laitevalmistajien tapaan vaadi taakseen isoja tuotekehitysresursseja, niiden sitomia kiinteäpalkkaisia henkilöstömassoja ja muita kiinteitä kulukeskittymiä. Koska yhtiön toimintakulttuuri on erittäin kulutietoinen ja tämä tietoisuus on pitänyt pintansa kovissakin



Asiakasprosessi

Suunnittelu- ja kehitystyö

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

Tuotanto

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

Myyntin jälkeinen työ

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



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/6

kasvuvauheissa, uskomme kulurakenteen pysyvän jatkossakin nykyisenkaltaisena. Kevyen kulurakenteen seurauksena Incapin realisoitavissa olevat skaalaedut ovat rajalliset, eikä liikevaihdon kasvu skaalautu hyvän perustason saavuttamisen jälkeen kovinkaan isolla vivulla (pl. suuremman koon lisäämä hankintavoima) tulosrivoille. Kevyen kustannusrakenteen kautta yhtiön joustokyky laskevaa volyymitasoa vastaan on oiva, vaikka lyhyellä aikajänteellä valtaosa hankinta- ja valmistuskustannuksista liki täysin kiinteitä ovatkin. Kokonaisuudessaan kevyt kustannusrakenne ja järkevät joustopisteet luovat Incapille mielestämme erinomaiset lähtökohdat korkean marginaalitason saavuttamiselle laskevankin liikevaihtotason ympäristössä. Tämä taas on suotuisa asia kokonaisriskiprofiilin kannalta.

Pääomatarpeet eivät ole isoja

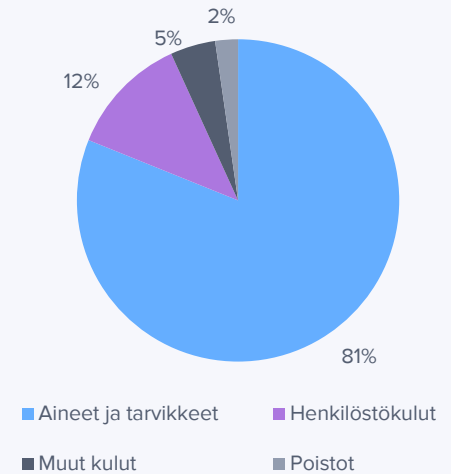
Pääomatarpeeltaan Incapin liiketoiminta on perin kevyttä, vaikka yhtiö valmistavassa teollisuudessa toimiikin. Vuonna 2021 kiinteän pääoman (ml. IFRS 16:n mukaiset omaisuuserät) osuus liikevaihdosta oli hieman alle 10 %, mitä voidaan pitää maltillisena tasona. Taseen loppusummaan suhteutettuna kiinteän pääoman osuus oli puolestaan 11 %. Myös tämä indikoi liiketoiminnan matalaksi luokiteltavasta pääomatarpeesta. Kiinteän pääoman matala tarve selittyy etenkin sopimusvalmistuksen luonteella, joka on henkilöintensiivistä ja laitekannaltaan huomattavasti esimerkiksi perinteistä prosessi- ja konepajateollisuutta kevyempää. Tätä heijastellen toimialan kiinteät laiteinvestoinnit onkin tyypillisesti jätetty toteuttamaan varsin lineaarisesti kasvavan

kysynnän mukana, mikäli vain tuotantolaitosten seinä- ja lattiatilat eivät kirjaimellisesti ole rakenteellisia esteitä asettaneet. Tämä on vastaavasti tuonut sopimusvalmistajien kapasiteetti-investointeihin tiettyä liikkumatilaa suhteessa kulloiseenkin kysyntänäkymään (vrt. prosessiteollisuuden etupainotteiset investoinnit). Toisinpäin katsottuna tämä dynamiikka on sekä tehostanut sopimusvalmistajien pääoman käyttöä että edesauttanut yhtiöitä välttämään katetasojen kannalta ikävät ylikapasiteettiilanteet.

Nettokäyttöpääomaa Incapin toimintaan on tyypillisesti sitoutunut hieman päälle 20 %. Viimeisen vuoden jaksolla yhtiön myyntisaamisten ja ostovelkojen kiertoajat olivat käyttöpääoman rahoittamista ajatellen optimaaliset (myyntisaamiset < ostovelat), mikä on sopimusvalmistajan yleisesti ottaen haastava arvoketjuasema huomioiden mainio suoritus. Kauttaaltaan Incapin toiminta on kohtuullisen käyttöpääomaintensiivistä ja etenkin voimakkaan orgaanisen kasvun aikana varastoon ja sitä kautta omaan toimituskykyyn / asiakassuhteisiin investoiminen on välttämätöntä niin taktisesta kuin strategisestakin perspektiivistä katsottuna.

Kokonaisuutena tarkastellen pääoman maltillinen sitoutuminen on positiivinen tekijä, sillä pääoman matala tarve ja sen tehokas käyttö luovat yhdessä mainion perustan korkealle sijoitetun pääoman tuotolle ja täten omistaja-arvon luomiselle. Luonnollisesti matala pääomatarve parantaa myös voitonjakopotentiaalia varsinkin kun huomioidaan, ettei yhtiöllä käsityksemme mukaan ole nimeksikään kumuloitunutta investointivelkaa.

Kustannusrakenne 2021



Pääoman sitoutumisen kehitys



Sijoitusprofiili 1/2

Arvonluoja

Mielestämme Incap profiloituu hyvin yksiselitteisesti arvoa luovaksi kasvuyhtiöksi. Näkemyksemme tästä perustuu yhtiön viime vuosien vahvaan kasvu- ja kannattavuushistoriaan, korkeaan pääoman tuottokykyyn (RONIC > WACC) sekä pidemmän aikavälin suotuisaan näkymään. Yhtiön liiketoiminta ei sido tolkuttomia määriä pääomia, mitä mukailten Incapilla on kassavirtansa puitteissa vahvat lähtökohdat myös asteittain kasvavan osingon maksamiselle. Ottaen kuitenkin huomioon Incapin kasvumahdollisuudet ja niihin liittyvät pääoman allokoitiprioriteetit (mm. strategian epäorganainen toteuttaminen), ei osingon rooli ole mielestämme sijoittajien kannalta oleellinen. Täten näemmekin sen vain tuotto-odotukselle sivumaun antavana komponenttina.

Pitkän aikavälin arvonluontia ajatellen kasvuun panostaminen on näkemyksemme mukaan käytännössä ainoa järkevä vaihtoehto. Näkemyksemme taustalla oleva logiikka on se, että Incapin jo nyt erinomaisella tasolla olevasta kannattavuudesta ja pääoman käytön tehokkuudesta — lopputulemana korkea ROIC — johtuen pidämme merkittävien operatiivisten suorituskykyharppausten ottamista vaikeana. Tätä heijastellen vastaavasti muut kuin kannattavan kasvun kautta tulevat arvonluontimahdollisuudet ovat arviomme mukaan lähellä minimaalisia.

Vahvuudet ja arvoajurit

Näkemyksemme mukaan Incapin keskeisimmät vahvuudet ja arvoajurit ovat:

Kulutehokas toimintamalli- ja kulttuuri:

Viimeisten vuosien voimakkaasta organaisesta kasvusta huolimatta Incapin kannattavuustaso on pysynyt toimialan ansaintalogiikkaan ja viitekehikkoon linjattuna erinomaisella tasolla. Aikaisemmin mainittuun tapaan tämä selittyy pitkälti kevyellä organisaatorakenteella ja sitä kautta äärimmäisen kulutehokkaalla toimintamallilla ja -kulttuurilla. Näiden ominaisuuksien vaaliminen on kriittistä jatkossakin toimialan rakenteelliset ominaisuudet (mm. laitevalmistajien hintatietoisuus) huomioiden. Vakuuttavaa kasvu- ja kannattavuushistoriaa mukailten suhtaudumme luottavaisesti siihen, että yhtiö myös tässä työssä onnistuu.

Organainen kasvu: Eri arvioiden mukaan teollisuuselektroniikan loppukysyntä kasvaa jonkin verran BKT:ta vauhdikkaammin. Teollisuussektoreiden sisällä ulkoistamisasteet taas ovat arviomme mukaan edelleen suhteellisen matalat ja toisaalta Incapin oman asiakasportfolion painopiste vahvoiksi luokiteltavien megatrendien, kuten energiateollisuuden laajan yläkäsitteen ja IoT:n alle menevissä sovelluksissa. Näiden lähtökohtien sekä asiakasportfolion arvioimamme laadun tulisi vuositason tarjota edellytykset lähes kaksinumeroiselle organaiselle volyymikasvulle, minkä tulisi kuludynamiikkaa vasten näkyä myös hyvänä tuloskehityksenä. Lisäksi näemme, että yhtiöllä on suhteellisen kilpailukykyä (mm. päätöksenteon nopeus) ja vahvistuvan tuotantolaitosverkostonsa puitteissa mainiot saumat myös markkinaosuusvoittojen ottamiselle niin vakiintuneissa kuin uusissakin asiakkuuksissa.

Yritysosotot: Elektroniikkateollisuuden sopimusvalmistajien joukko on rakenteeltaan hyvin hajanainen. Tätä mukailten uskomme toimialan konsolidoituvan myös jatkossa muun muassa kroonisen kilpailupaineen ja sekä hankintapuolen suuruuden ekonomioiden että tehokkuusparannusten tavoittelun ohjatessa toimijoiden strategista päätöksentekoa. Mielestämme tämä luo Incapille mielenkiintoisia mahdollisuuksia niin kokoluokan kasvattamiseen kuin riskiprofiilin tasoittamiseenkin. AWS:n hienosti sujunutta integrointityötä ja taustalla ollutta teollista logiikkaa mukailten pidämme yritysostovetoista arvonluontilinjaa järkevänä, vaikka historialliset järjestelyt toistaiseksi yhden onnistuneen liikkeen varassa ovatkin.

Heikkoudet ja riskitekijät

Näkemyksemme mukaan Incapin keskeisimmät heikkoudet ja riskit ovat:

Kysynnän vaihtelut: Incapin liikevaihdosta valtaosa tulee investointivetoisista sovelluksista, joiden kysynnät ovat suhdannealttiita. Näin ollen kysynnän äkilliset muutokset voivat rokottaa liikevaihtoa ja tulosta. Tätä korostaa osaltaan tilauskannan lyhyt rakenne. Pidemmällä aikavälillä Incapilla on kuitenkin kulurakenteesta löytyvien joustopisteiden myötä hyvät edellytykset sopeuttaa kustannuksensa vallitsevaan volyymitasoon. Mielestämme merkittävin iskunkestävyyttä tuova ominaisuus löytyy kuitenkin yhtiön asiakkaista. Incapin asiakasportfoliossa on useille eri teollisuudenaloille, erilaisille kysyntäajureille ja

Sijoitusprofiili 2/2

siten eriaikaisille syklin vaiheille levittyviä liiketoimintoja, mikä tuo toimintaan tiettyä vakautta.

Kulutehokkuuden menettäminen: Mielestämme Incapin keskeisin kilpailuetu on korkea kulutehokkuus ja siihen perustuva vahva operatiivinen suorituskyky. Saavutetun kulutehokkuuden ylläpitäminen käy kuitenkin kokoluokan kasvaessa sekä tuotanto- ja asiakasportfolion laajetessa aikaisempaa vaativammaksi. Keskeisimmän kilpailuedun heikkenemisen suora seuraus olisi luonnollisestikin aikaisempaa matalampi tuloksentelekyky ja pienemmät arvonluontiedellytykset. Arviomme mukaan toimintamalli skaalautuu vielä nykyistä kokoluokkaa suurempaan asteikkoon, minkä lisäksi viime vuodet ovat olleet loisteliaita osoituksia kovan kasvun ja tiukan kulukurin yhteistyöstä. Täten tämän riskin realisoituminen orgaanisen kasvun kautta ja keskipitkällä aikavälillä ei mielestämme ole erityisen todennäköistä ilman itse tehtyjä liiketoimintavirheitä.

Keskeisen asiakkaan menettäminen: Vuonna 2021 Incapin neljä suurinta asiakasta toivat yhteensä 69 % liikevaihdosta, minkä lisäksi yhtiöllä oli 17 muuta yli 1 MEUR:n kuorman tuonutta asiakasta. Näin ollen 21 suurinta asiakasta toivat vähintään 79 % liikevaihdosta. Erityisesti neljän suurimman joukkoon kuuluvan asiakkaan äkillinen menettäminen aiheuttaisi liikevaihtoon ja -voittoon näkyviä vaikutuksia. Asiakkaan varsinaisen menettämisen lisäksi Incap kantaa riskiä myös asiakkaiden omien liiketoimintojen kehityssuunnista, sillä ansaintamallia mukaillen

sopimusvalmistajan saamat tilausvirrat ovat leikkauksohyyhykkeellä laitevalmistajien omien toimintojen kohdatessa vastatuulia. Arviomme mukaan Incapin keskeisimmät asiakassuhteet ovat pitkäikäisiä ja suurimmat asiakkaat omilla alueillaan kilpailukykyisiä toimijoita. Mielestämme tämä asetelma laskee portfolioon liittyvää riskitasoa.

Kilpailukentän muutokset: Kilpailu Incapille tärkeillä teollisuudenaloilla voi lisääntyä ja tämä voi lisätä laitevalmistajien hintapaineita. Muutosvoimana voi arviomme mukaan olla useiden valmistajien matala kannattavuus, mikä voi ohjata näiden toimijoiden rakennemuutoksia ja sitä kautta uusiin liiketoimintoihin asemoitumista. Toisaalta muutokset voivat olla myös globaalissa mittakaavassa suurempien toimijoiden ajamia, mikäli nämä pyrkivät murtautumaan Incapin kannalta relevanteille alueille. Tämän osalta suojaavana tekijänä on kuitenkin se, että suurille yhtiöille tällaiset lohkot voivat jäädä liian pieniksi ja niihin liikkuminen voi vaatia strategiatason muutoksia. Kilpailukentän mahdolliset rakennemuutokset tulevatkin läpi aikaisintaan keskipitkällä aikavälillä, kun taas lyhyellä aikavälillä kilpailuun liittyvät riskit kohdistuvat muutoksiin toimijoiden suhteellisissa kilpailukyvyissä.

Hinnoitteluvoima: Incapin arvoketjuasema on haastava ja suora hinnoitteluvoima rajallinen, sillä yhtiö kohtaa hintapaineita sekä komponentti-toimittajien että laitevalmistajien suunnalta. Materiaali-inflaatiossa yhtiötä auttaa kulupohjainen hinnoittelumalli, kun taas henkilöstö- ja yleiskulujen nousu on kyettävä kompensoimaan tuottavuusnostoilla / kasvun skaalautumisella.



SWOT-analyysi

Vahvuudet

- Erittäin kulutehokas ja nopeaan päätöksentekoon kykenevä toimintamalli
- Globaali ja suorituskykyinen tuotantolaitosverkosto
- Hyvä kassavirtaprofiili ja korkea pääoman tuottokyky
- Asiakasportfolion arvioitu laatu

Heikkoudet

- Tilaukset rakenteen on normaaleissa olosuhteissa lyhyt
- Riippuvuus suurimmista asiakkaista
- Suora hinnoitteluvoima on rajallinen ja arvoketjuasema haastava
- Uusiasiakasvoitot näkyvät nykyisessä kokoluokassa hitaasti

Mahdollisuudet

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

Uhat

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

Toimiala ja kilpailukenttä 1/6

Kokonaismarkkina on valtava

Eri tutkimusyhtiöiden arvioiden mukaan globaalien elektroniikkamarkkinan arvo oli vuonna 2021 noin 2 700 miljardia dollaria. Koko markkina voidaan jakaa siinä toimivien yhtiöiden liiketoimintamallien perusteella neljään osaan: laitevalmistajiin (OEM-yhtiöt), ulkoistetun suunnittelun ja valmistuksen tarjoajiin (ODM-yhtiöt), sopimusvalmistajiin (EMS-yhtiöt) sekä komponenttien jakelijoihin (tekniset tukkurit ja jälleenmyyjät). Nämä toimintamallit eroavat toisistaan sen suhteen, minkälaiset alla olevat arvoketjut ovat ja kuka lopputuotteen immateriaalioikeudet omistaa. Koska Incap itse on sopimusvalmistaja, ei yhtiöllä ole itsenäistä ja täysin asiakkaasta riippumatonta tuotekehitystä. Täten yhtiö ei myöskään omista valmistamiensa sovellusten oikeuksia. Eri toimintamallit, jakelijoita lukuun ottamatta, kilpailevat kuitenkin jossain määrin toistensa kanssa (mm. valmista / osta -päätöksenteko), minkä takia Incapille relevantin kohdemarkkinan alkupisteenä on mielestämme järkevä katsoa koko elektroniikkamarkkinaa.

Varsinaisen sopimusvalmistusmarkkinan on puolestaan eri tutkimusyhtiöiden toimesta arvioitu olevan noin 490-500 miljardin dollarin suuruinen. Näin ollen pelikenttä on Incapin omaan kokoluokkaan suhteutettuna valtava, emmekä näe sen millään tavalla rajaavan mahdollisuuksia nähtävissä olevan tulevaisuuden aikana.

Aasia kokoluokaltaan suvereeni

Maantieteellisesti tarkasteltuna Aasia on markkinan ylivoimainen ykkönen, sillä siellä valmistetaan noin 55 % maailman elektroniikasta,

kun taas Eurooppa ja Pohjois-Amerikka kattavat yhteensä noin 40 %. Aasian hallitsevan osuuden taustalla on alueen historiallisesti kehittyneitä talouksia matalampi kustannustaso, joka on omien hintakilpailukykyjen säilyttämiseksi houkutellut alueelle laitevalmistajia ja niiden alihankintaketjuja. Aasian sisällä kuludynamiikka on kuitenkin viimeisen vuosikymmenen aikana elänyt, sillä etenkin Kiinassa voimakkaasti kohonneet kustannukset ovat ohjanneet uutta ja siirtäneet vanhaa tuotantoa edullisimmille alueille, kuten Intiaan ja Vietnamiin. Toki nousseen kulutason ohella tätä siirtymää on edesautannut myös Kiinan kauppapoliittiset jännitteet, koronapandemia sekä laitevalmistajien kohonnut tietoisuus toimitusketjujen kokonaiskustannuksiin liittyen. Itä-Euroopassa työvoima puolestaan maksaa karkeasti noin 30-40 % läntisiä alueita vähemmän, joskin myös siellä palkkainflaatio on ollut kovaa.

Toiminnan henkilöintensiivisyyden ja vallalla pysyvän hintapaineen myötä uskomme varsinaisen volyymituotannon painottuvan myös jatkossa matalien kustannustasojen alueille. Tätä mukailien länsimaisten tuotantolaitosten ensisijaisena roolina onkin arviomme mukaan keskittyä kapeampien ja korkeampien vaatimustasojen niche-segmentteihin, nopeisiin toimituksiin sekä tuotekehityssarjoihin. Toisaalta asteittain lähemmäs laitevalmistajien tuotekehityksiä ja loppumarkkinoita siirtyvien tuotantoketjujen sekä tuotantoteknologioiden jatkuvan kehityksen (mm. automatisaatio) tulisi tukea länsimaisten yksiköiden strategisia rooleja ja kilpailukykyä volyymituotantoakin silmällä pitäen.



Toimialan ansaintamallit

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

Toimiala ja kilpailukenttä 2/6

Markkinassa neljä lohkoa

Markkina voidaan jakaa neljään segmenttiin, jotka ovat kuluttaja- ja teollisuuselektronikka, elektroniset komponentit sekä julkisen sektorin elektronikka (esim. maanpuolustus). Varsinkaan kuluttajaelektronikassa sovellusten tekninen vaatimustaso ei ole tavattoman korkea, mutta toimituserät ovat hyvin suuria (low mix / high volume). Tässä lohossa menestyvät sopimusvalmistajat ovatkin kokoluokiltaan valtavia ja siten mittavat tuotantoresurssit omaavia toimijoita. Kuluttajaelektronikassa tuotesykli on lisäksi lyhyt – noin 2-3 vuoden mittaisia – ja kilpailu luonteeltaan hintavetoista ja raastavaa.

Incap on asemoitunut etunenässä teollisuuselektronikkaan, jossa tuotetekninen vaatimustaso on yleisesti ottaen korkea ja toimituserät selvästi kuluttajaelektronikkaa pienempiä (high mix / low volume). Teollisuuselektronikassa tuotesykli voivat olla jopa 20-30 vuoden mittaisia, mikä tekee sopimusvalmistajasta OEM-yhtiölle strategisesti tärkeän kumppanin ja korostaa myös oman tuotekehitysoasaamisen ja myynnin jälkeisen asiakaspalvelun roolia. Tämä puolestaan tekee teollisuuselektronikan kilpailutilanteesta terveemmän luoden pienemmillekin toimijoille houkuttelevia liiketoimintamahdollisuuksia.

Kasvukuva on oiva

Markkinan kasvua ajaa etenkin maailman sähköistyminen. Tätä puolestaan ohjaa elintason nousu, digitalisaatio sekä väestön ikääntyminen. Näiden tekijöiden tukemana kokonaismarkkina on

eri tutkimusyhtiöiden mukaan kasvanut noin 4-5 % vuodessa. Myös lähivuosina kasvuvauhdin odotetaan pysyvän taustalla vaikuttavien vahvojen ajureiden myötä terveenä, vaikka lyhyellä aikavälillä yhä päällä oleva komponenttien globaali allokaatiotilanne (ml. Ukrainan sodan vaikutukset) voikin hetkellisiä hidasteita / ajallisia siirtymiä tähän aiheuttaa. Maantieteellisesti kasvun on arvioitu olevan vauhdikkainta Aasiassa, jonka uskotaan yltävän 4-6 % vuotuiseseen kasvuun. Euroopassa ja Pohjois-Amerikassa markkinatason kasvun on sen sijaan arvioitu jäävän 2-3 % tasolle yleistalouden hitaampaa kehitystä mukaillen.

Globaalien ajureiden ohella toinen markkinaa viime vuosina ohjannut voima on ollut laitevalmistajien ulkoistamisasteen nousu. Tämän teollinen logiikka on hyvin selkeä, sillä tuotannon ulkoistaminen vapauttaa laitevalmistajien resursseja omiin ydintoimintoihin tuoden samalla suoria kustannussäästöjä. Ulkoistettu tuotanto mahdollistaa OEM-yhtiöille myös paremman kapasiteetin- ja kassavirranhallinnan, kun investointeja voidaan siirtää ja kasvavaan kysyntään vastata sopimusvalmistajien resursseja hyödyntämällä. Tätä dynamiikka heijastellen OEM-yhtiöt voivat lisäksi saavuttaa tiettyjä kulupuolen joustoja tyypillisesti melko kiinteisiin kustannusrakenteisiinsa. Näistä tekijöistä johtuen sopimusvalmistajien aggregaattitason kasvu on ollut viime vuosina koko elektronikkamarkkinaa vauhdikkaampaa. Uskomme tilanteen pysyvän jatkossakin samanlaisena juuri edellä mainittuja kokonaishyötyjä heijastellen.

Teollisuuselektronikassa ulkoistamisaste on

tyypillisesti ollut selvästi kuluttajaelektronikkaa matalampi, sillä pienemmät ja vaativammat toimituserät nostavat kynnystä tuotannon isomman mittakaavan ulkoistamiselle. Arvioimme kuitenkin, että sopimusvalmistajien tarjoamien hyötyjen myötä omien valmistusresurssien pienentäminen kasvattaa suosiotaan myös teollisuuselektronikan laitevalmistajien ja erityisesti markkinoille tulevien uusien yhtiöiden keskuudessa (ts. ei ison kokoluokan tuotantoinvestointeja). Tätä peilaten uskomme, että kasvavaa kysyntää tullaan enenevässä määrin ohjaamaan sekä laatutasonsa että toimitusvarmuutensa osoittaneille sopimusvalmistajille. Tämä evoluutio luo kyvykkäille sopimusvalmistajille mukavat edellytykset myös omien arvoketjuasemien vahvistamiselle, sillä arvioimme mukaan kysynnän painopiste tulee vaihteellain siirtymään pelkästä piirilevyaladonnasta kohti laajempia ja lisäarvoltaan suurempia kokonaistoimituksia. Tällä hetkellä teollisuuselektronikan ulkoistamisaste on käsityksemme mukaan vain noin 35 %, mitä heijastellen ulkoistamisasteen pienikin nousu tarjoaisi sopimusvalmistajille absoluuttisesti suuressa markkinassa mittavan määrän uusia liiketoimintamahdollisuuksia.

Incap on vahvoilla

Teollisuuselektronikan pitkän aikavälin kasvu- ja kannattavuuspotentiaali huomioiden pidämme Incapin asemoitumista järkevänä. Lisäksi Incap on kokonaismarkkina suhteutettuna melko pieni toimija, eikä se siten ole riippuvainen markkinatason kasvuvauhdista. Toisaalta yhtiö ei

Toimiala ja kilpailukenttä 3/6

myöskään operoi tyhjiössä. Täten kokonaismarkkinan kasvaessa voi Incapia suurempien toimijoiden katveeseen jäädä hyvinkin houkuttelevia niche-segmenttejä. Toki taas markkinakasvun hyittyminen olisi mitä todennäköisimmin seurausta yleistalouden nikottelusta ja se vaikuttaisi asiakkaiden kohtaamien liiketoimintahaasteiden kautta jonkinlaisella voimalla myös Incapin omiin tuotantovolyymeihin ja sitä kautta tulosriveihin.

Incapin tuotantolaitosverkoston rakenne on mielestämme hyvä, sillä yhtiö kykenee tarjoamaan globaaleille ja sellaisiksi pyrkiville asiakkailleen loogisen reitin tuotekehityksen lähellä valmistetuista protosarjoista aina kulutehokkaaseen ja loppumarkkinoiden kyljessä sijaitsevaan volyymituotantoon. Erityisesti maailman suurimmassa demokratiassa sijaitsevat Intian tuotantolaitokset ovat yhtiölle merkittäviä syömähampaita paikallisen kotimarkkinan massiivisuuden, otollisen sijainnin (ts. Kiina-riskien laskuista hyötyminen) ja ihailtavaksi viritetyn suorituskyvyn muodostamaa kolmikantaa heijastellen. Nämä tekijät, olemassa oleva investointikyvykyky sekä kokonaistoimituksiin taipuva toimintamalli huomioiden pidämme Incapin asemaa suhteessa kohdemarkkinaan ja sitä muokkaaviin voimiin perustellusti vahvana.

Kilpailua piisaa

Toimialan ansaintalogiikasta, sopimusvalmistajien arvoketjuasemista ja siten rajallisista hinnoitteluvoimista johtuen kilpailuympäristön perusluonne on kova. Tästä huolimatta toimialan

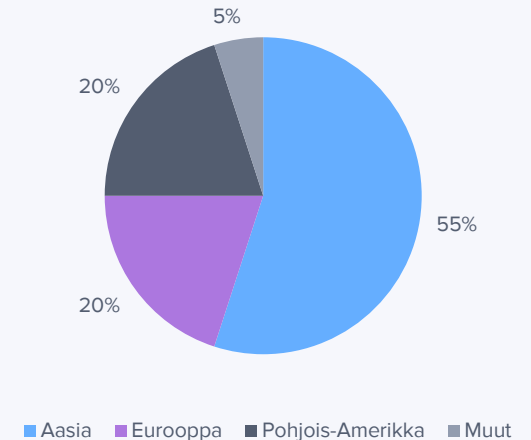
asiakaspysyvyys on tyypillisesti ollut hyvä. Tätä tukee arviomme mukaan etenkin se, että sopimusvalmistajan vaihtamisesta koituvat kustannukset voivat nousta korkeiksi, minkä vuoksi asiakkaat pyrkivät pitäytymään samoissa toimittajissa mahdollisimman kauan. Tätä mukailien laitevalmistajat vaihtavatkin sopimusvalmistajiaan vain painavien syiden, kuten esimerkiksi jatkuvasti venyvien toimitusaikojen perusteella. Vaihdon kustannukset ovat kuitenkin eräänlaisia kaksiteräisiä miekkoja, sillä vaikka ne vahvistavat asiakassuhteita vaikeuttavat ne samaan logiikkaan nojaten uusasiakashankintaa.

Toiminnan globaalista rakenteesta huolimatta asiakassuhteiden paikallisuus on säilynyt vahvana. Tästä syystä Incapilla on arviomme mukaan asiakkainaan paljon pohjoiseurooppalaisia, isobritannialaisia ja Baltian maista tulevia asiakkaita, kun taas keskieuropalaisilla valmistajilla asiakasportfoliot koostuvat selvemmin paikallisten kohdemarkkinoiden toimijoista. Näin ollen Incapin kilpailukenttä vaihtelee alueellisesti ja taistoja käydäänkin osittain eri yhtiöiden kanssa Euroopassa ja Aasiassa. Alueellisten tekijöiden lisäksi todellisiin operatiivisiin pystypaineihin vaikuttaa luonnollisesti myös alla oleva teollisuudenala (ts. kilpailijoiden asemoitumiset) sekä asiakkaan kokoluokka ja ratkaisutarve.

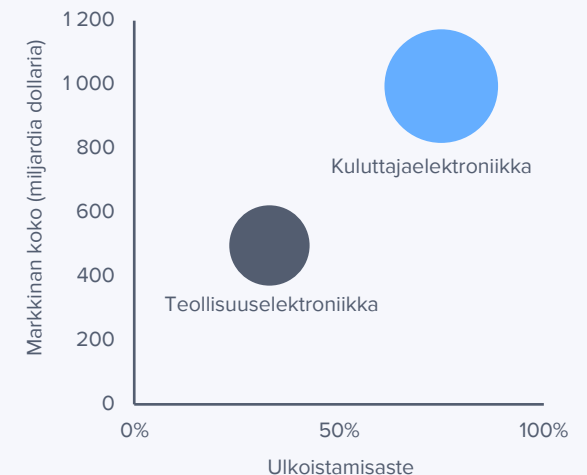
Kolmen kerroksen kisailu

Sopimusvalmistajat on tyypillisesti jaettu liikevaihtoperusteisesti kolmeen ryhmään. Suurimmat yhtiöt (liikevaihto > 1 000 MEUR) toimivat laajasti läpi elektroniikkateollisuuden

Markkinan maantieteellinen jakautuminen



Markkinan ulkoistamisasteet



Toimiala ja kilpailukenttä 4/6

segmenttien, minkä lisäksi yhteinen nimittäjä näille toimijoille on etenkin matalan kustannustason alueilla sijaitsevat massiiviset tuotantoresurssit. Suuresta koostaan johtuen nämä toimijat ovat tyypillisesti operoineet pääosin low mix / high volume -segmenteissä, eivätkä ne siten ole Incapille kovinkaan relevantteja kilpailijoita. Täysin tämän kategorian yhtiöitä ei kuitenkaan voida sivuuttaa, sillä toimijoiden laajat operaatiot ulottuvat väistämättä myös Incapille tärkeille asiakasaloille. Taloudellisten resurssiensa puitteissa suuryhtiöillä on lisäksi valtavaa investointikykyä ja siten sekä edellytyksiä kilpailukentän vallitsevan dynamiikan muuttamiselle että Incapin kannalta merkittävälle alueelle murtautumiselle. Vaikka tällainen kehityskaari on paperilla mahdollista, emme pidä sitä kuitenkaan akuuttina uhkana, sillä uskomme sen toteuttamisen vaativan näiltä jäteiltä myös ajattelu- ja toimintamalleihin liittyviä muutoksia.

Toisessa kerroksessa olevien yhtiöiden liikevaihto on vuositasolla 200 - 1000 MEUR. Nämä yhtiöt operoivat tyypillisesti globaaleilla toimintamalleilla, mutta ovat keskittyneet yhteen tai useampaan markkinasegmenttiin. Kuluttajaelektronikan massatuotannot ovat pääosin näiden toimijoiden kyvykkyyksien ulkopuolella, mutta joustavuudet ja ketteryydet ovat kuitenkin vielä riittäviä tuomaan kilpailukykyä pienempien valmistuserien ja räätälöidyn asiakaspalvelun suunnalla. Vaikka Incap ei vielä itse tähän kerrokseen kuulu, mielestämme hyvä osa keskeisimmistä kilpailijoista tulee tästä lohkoista. Keskiuurista yhtiöistä mainitsemisen arvoisia nykyisiä / tulevia kilpailijoita ovat arviomme mukaan muun muassa

suomalainen Scanfil, norjalainen Kitron, saksalaiset BMK Electronics ja Katek, ruotsalaiset Note ja Hanza sekä sveitsiläiset Enics ja Cicor.

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

Konsolidaatio muokkaa kilpailukenttää

Kokonaisuudessaan toimialan ja kilpailukentän rakenne on hyvin hajanainen, sillä pelkästään Euroopassa on satoja sopimusvalmistajia. Aasiassa lukumäärä on vielä reilusti suurempi ja globaalissa mittakaavassa toimijoita on tuhansia. Toimijoiden runsas lukumäärä ja pyrkimykset arvoketjuasemien kohentamiseksi ovatkin viime vuosina ohjanneet toimialan konsolidoitumista voimakkaasti. Arviomme mukaan tämä tulee myös jatkossa olemaan kilpailukentän rakenteeseen vaikuttava ominaisuus taustalla vaikuttavien

ajureiden teollisia logiikkoja (mm. hankinnan mittakaavaetujen tavoittelu) heijastellen. Incapin kannalta toimialan rakenne on suotuisa asia, sillä se tarjoaa runsaasti mahdollisuuksia strategian epäorgaaniselle toteuttamiselle.

Incap on toimialan kärkeä

Incapin kannattavuustaso on toimialan kärkipäätä, mikä on mielestämme konkreettinen osoitus sekä onnistuneesta strategisesta asemoitumisesta että keskeisimpien vahvuuksien purevuudesta. Korkea kannattavuus ei kuitenkaan kumpua suhteellisesta hinnoitteluvoimasta, sillä Incapin myyntikate on toimialaan linjattuna tavanomaisella tasolla. Näin ollen oikean asemoitumisen säilyttäminen ja etenkin operatiivisesta tehokkuustasosta kiinni pitäminen ovat jatkuvan hintapaineen värittämässä toimintaympäristössä välttämättömiä toimenpiteitä. Tätä taustaa vasten emme pidä todennäköisenä sitä, että Incap kykenisi lähivuosina marginaalitasoaan oleellisesti (> 2 %-yksikköä) nostamaan asteittain paranevasta myyntimixistä, suuremman kokoluokan kasvattamasta hankintavoimasta ja kovaan lyöntiin viritetystä perustekemisestä huolimatta.

Toimialan matalasta pääomaintensiteetistä johtuen kohtuullisen ohuillakin voittomarginaaleilla on mahdollista tehdä pääoman tuottovaadetta korkeampaa tuottoa. Kilpailijoitaan paremman kannattavuuden ja tehokkaan pääoman käytön myötä Incapin sijoitetun pääoman tuotto on ollut viime vuosina erinomaisella ja melko selvästikin kilpailijoita korkeammalla [tasolla](#). Täten Incap voidaan mielestämme ansaitusti nimetä yhdeksi toimialan laadukkaimmista sopimusvalmistajista.

Toimiala ja kilpailukenttä 5/6

Valikoituja sopimusvalmistajia



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

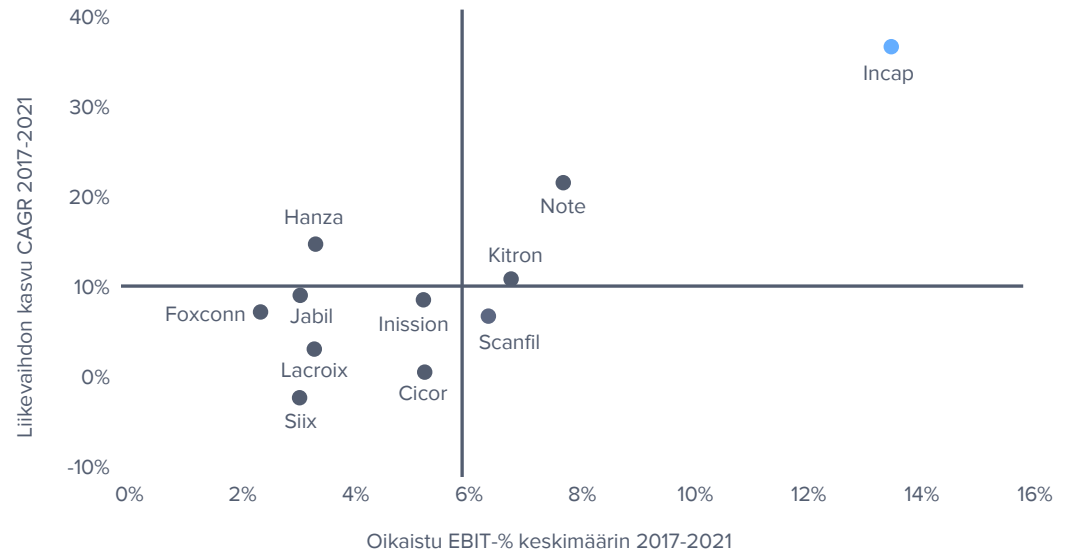


Vahvat toimijat, joilla resurssit laajoihin palvelukokonaisuuksiin ja fokus lähes täysin teollisuuselektroniikan sovelluksissa

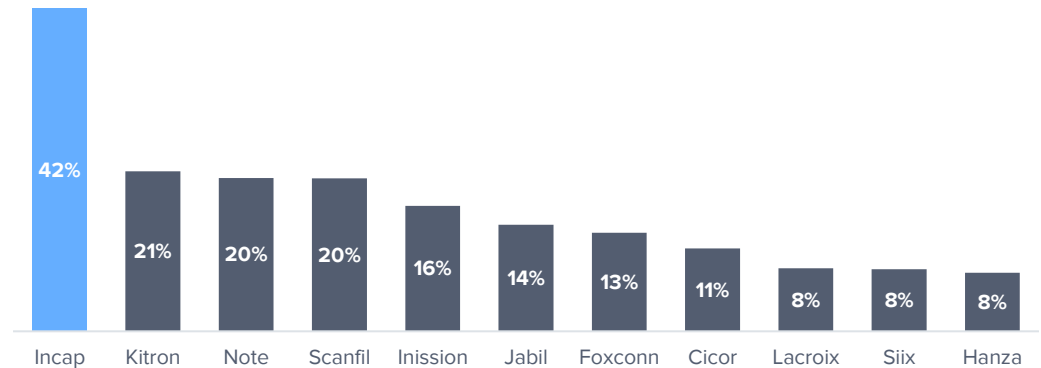


Palvelutarjoamiltaan hieman suppeammat, mutta joustokykyiset ja ketterät yhtiöt

Listattujen toimijoiden taloudellinen kehitys



Keskimääräinen operatiivinen ROIC 2017-2021



Toimiala ja kilpailukenttä 6/6

Nykyinen kilpailutilanne (merkittävä*)

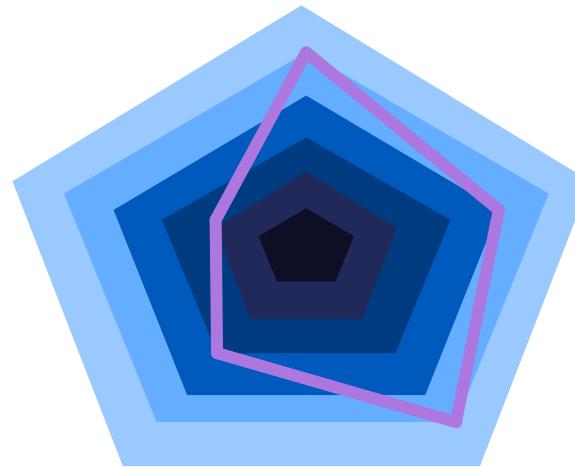
- Sopimusvalmistajien lukumäärä on globaalisti hyvin suuri ja arvoketjuasemat ovat perusluonteiltaan haastavia
- OEM-yhtiöiden kustannusrakenteet ovat kohtuullisen jäykkiä, mikä lisää niiden hintaherkkyyttä ja osaltaan kiristää kilpailua
- Pitkän aikavälin terve kasvukuva on kilpailun kireyttä laskeva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

Korvaavien tuotteiden uhka (vähäinen*)

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

Uusien kilpailijoiden uhka (matala*)

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



Tavarantoimittajien neuvotteluvoima (kohtuullinen*)

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

Ostajien neuvotteluvoima (merkittävä*)

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

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

Strategia 1/4

Arvolupaus laadussa ja toimitusvarmuudessa

Arviomme mukaan pitkä operatiivinen historia on luonut Incapille maineen luotettavana sopimusvalmistajana. Pitkän toimintahistorian ja hyvän maineen kerryttäminen ei mielestämme ole mahdollista ilman kestävän asiakasarvon luomista. Tämän kannalta oleellisimpina elementteinä pidämme puolestaan annetun arvolupauksen johdonmukaista lunastamista ja sen kautta tapahtuvaa arvoketjuaseman vakiinnuttamista. Tätä taustaa vasten Incapin strategian arvolupauksena onkin näkemyksemme mukaan olla sekä luotettava ja kilpailukykyinen että arvoketjuasemaansa ajan yli niin laajalla, korkealaatuisella kuin toimitusvarmallakin tarjoamalla vahvistava valmistuskumppani.

Kulutehokkuus avainasemassa

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

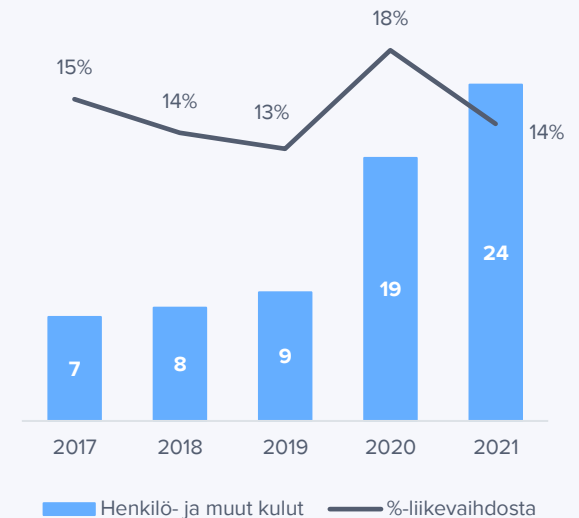
Kulutehokkuudella ja varsinkin sen ylläpitämisellä on keskeinen rooli myös kilpailudynamiikan näkökulmasta katsottuna. Incapin nykyinen tehokkuustaso mahdollistaa alituisten hintapaineiden ympäristössä sen, että yhtiö

kykenee hyvään kannattavuustasoon, vaikka myyntihintoja jouduttaisiin huonossa skenaariossa leikkaamaan. Toimialan luonteesta johtuen riittävä hintakilpailukyky on oleellinen hygieniatekijä, mitä peilaten jatkuva keskittyminen tehokkuustasoihin tulee jatkossakin olemaan yhtiön keskeisimpiä strategisia ja tietyiltä osin taktisiakin prioriteetteja. Kilpailukentän edullisimman valmistajan leiman metsästäminen ei kuitenkaan ole tarpeellista, eikä yhtiö tätä arviomme mukaan myöskään tule tekemään.

Strategisia kumppaneita hamutaan

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

Strategisten kumppanuuksien solmimisella Incap pyrkii luovimaan itsellensä tilan asiakkaan tärkeänä tuotantoresurssina ja aikaisemmin mainittuun tapaan hallitsemaan mahdollisimman isoa osaa koko lopputuotteen arvoketjusta. Vahvistuvan arvoketjuaseman lisäksi strategisten kumppanuuksien solmimisen teollisena logiikkana



Strategia 2/4

on sopimusvalmistajan vaihtamisesta koituvien kustannusten nostaminen ja oman kilpailuedun vahvistaminen. Arviomme mukaan isossa kuvassa strategisen kumppanuuden euromääräinen lähtötaso ei ole Incapille avainkysymys, vaan uskomme asiakassuhteen arvioitujen pidemmän aikavälin kasvusaumojen sekä mahdollisten referenssipisteiden olevan yhtiölle tärkeämpiä mittareita. Tätä heijastellen arvioimmekin yhtiön pitävän alkuvaiheen tilausvirroiltaan pienempää, mutta kokonaan uudelta teollisuudenalalta tulevaa / kasvupotentiaaliltaan houkuttelevaa asiakasta strategisesti tärkeämpänä kuin kokoluokaltaan jonkin verran suurempaa, mutta kypsemmässä markkinassa ja kehitysvaiheessa olevaa toimijaa.

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

Kasvu tähtäimessä

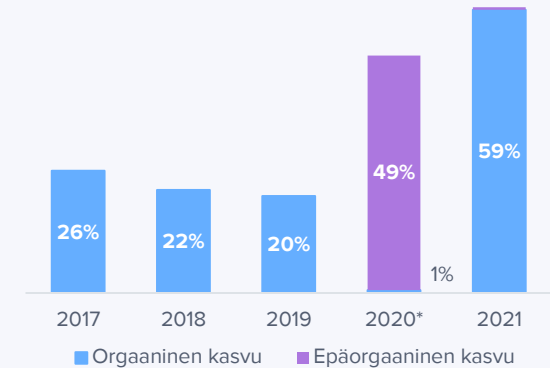
Strategiansa toteuttamisella Incap tähtää

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

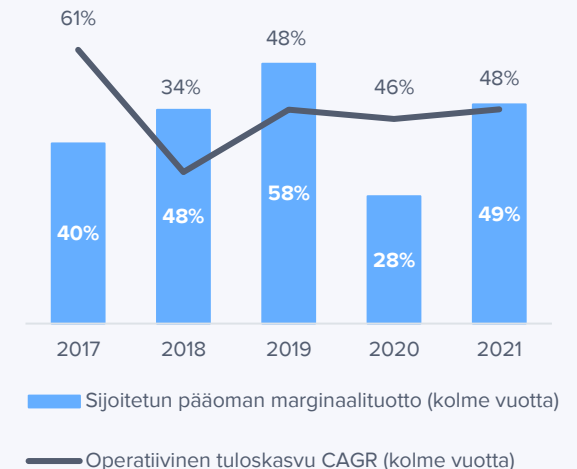
Orgaanista kasvua Incap tavoittelee sekä vakiintuneiden että uusien asiakkaiden kautta. Arviomme mukaan Incapin portfolion keskeisimmät asiakkaat ovat omilla toiminta-alueillaan kilpailukykyisiä yhtiöitä, mikä yhdessä Incapin omien vahvuuksien kanssa luo tukevan perustan näiden asiakkaiden mukana kasvamiselle. Omat ydinvahvuudet, AWS:n hankinnan myötä laajentunut tuotantolaitosverkosto sekä globaalissa mittakaavassa vielä kohtuullisen pieni kokoluokka – osuus absoluuttisesti suurimpien asiakkaiden tuotantoketjusta arviomme mukaan vielä kohtuullisen pieni – petaavat järkevät edellytykset myös asiakaskohtaisille markkinaosuusvoitoille. Tällaiset voitot voivat mielestämme olla osaltaan myös pieniä riskienhallinnallisia onnistumisia, mikäli ne tarkoittavat asiakkaan sisällä esimerkiksi kokonaan uusiin sovelluksiin pääsemistä.



Strategian toteutus



* Vuonna 2020 Intian tuotantolaitosten noin kuukauden mittaiset täyssulut rasittivat orgaanista kasvua oleellisesti



Strategia 3/4

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

Uusasiakashankinnassa taas arvioimme painopisteen olevan juuri strategisten kumppanuuksien solmimisessa, mutta luonnollisesti ensi alkuun myös tämän määritelmän ulkopuolelle jäävät asiakkuudet ovat strategian toteuttamisen kannalta tärkeitä. Uusista asiakkaista on volyymituotannon ylösajon tyypillisesti ottaman ajan lisäksi hyvä huomioida laitevalmistajien kohtaamat vaihdon kustannukset. Koska nämä kustannukset voivat nousta verrattain korkeiksikin, laitevalmistajat uudelleenjärjestelivät tuotanto- ja hankintaketjujaan melko harvoin. Näin ollen asiakashankinnan onnistumiset eivät suoraan takaa lyhyen aikavälin näkyvää orgaanista kasvua, vaan selvemmin ne tulevatkin läpi vasta keskipitkällä ja pitkällä aikajänteellä.

Yritysosot täydentävinä elementteinä

Incap pyrkii vauhdittamaan orgaanista kasvuaan yritysosojen kautta. Nykymuotoisen historiansa

ensimmäisen epäorgaanisen liikkeen yhtiö teki tammikuussa 2020 toteutetulla AWS-järjestelyllä. Strategiselta arvoltaan AWS:n hankinta oli merkittävä, sillä sen myötä Incapin kokoluokka liki kaksinkertaistui, maantieteellinen jalansija laajeni kokonaan uusille alueille ja sekä tuotantolaitosverkosto että kokonaistarjoama vahvistuivat. Lisäksi järjestely vei Incapin uusille teollisuudenaloille ja tasapainotti asiakasportfoliota. Myös AWS:n kulttuurillinen sopivuus oli oiva, mistä ilman suurempia kipuiluja sujunut integraatiotyö ja realisoituneet hankintasynergiat ovat konkreettisia osoituksia.

Vaikka seuraavien yritysjärjestelyjen lopullinen järjestyminen on aina tapauskohtaista ja siihen vaikuttaa muun muassa sekä maksettu hinta että ostetun liiketoiminnan luonne, on suhtautumisemme Incapin epäorgaanisiin kasvuaikaisiin lähtökohtaisesti positiivinen. Näkemystämme tukevat etenkin seuraavat tekijät:

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

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

Edulliset yritysosot (arvostuskertoimet omia kertoimia matalammat ja käännetty ROIC > WACC) luovat jo lyhyellä aikavälillä omistaja-arvoa, mitä



Orgaanisen kasvun anatomia

Nykyiset asiakkaat

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



Uudet asiakkaat

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

Strategia 4/4

kautta myös pidemmän aikavälin arvonluonti-potentiaali on hyvä. Matalilla kauppahinnoilla toteutetut järjestelyt tuovat lisäksi turvamarginaalia ostetun liiketoiminnan odotettua huonompaa kehitystä ja / tai mahdollista heikentymistä vastaan.

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

Lähestymistapa on laatua vaaliva

Potentiaalisten ostokohteiden ominaisuuksien, kuten laadun ja hinnan, suhteen arvioimme yhtiön noudattavan varsin konservatiivista mallia, emmekä näe Incapin olevan lainkaan kiinnostunut tappiollisista tai hyvin heikolla kannattavuustasolla operoivista toimijoista. Mielestämme tällainen laatua vaaliva lähestymistapa on perusteltua yritysjärjestelyihin liittyvät tavanomaiset riskit ja niiden hallinta huomioiden.

Liiketoiminnan varsinaisen laadun lisäksi uskomme yhtiön olevan ostokohteiden seulonnessaan hyvin tarkka myös kulttuurisesta sopivuudesta. Incapin itsenäisinä operoivia tuotantoyksiköitä johdetaan käsityksemme mukaan hyvin yrittäjähenkisesti, minkä myötä organisaattiorakenteen ylätasolta tuleva kädenjälki on varsin kevyt ja päätöksenteko pääosin paikallisella tasolla tapahtuvaa. Tästä johtuen arvioimmekin Incapin olevan kiinnostunut erityisesti sellaisista toimijoista, joita ohjataan yhtiön omien periaatteiden mukaisesti. Integraatiovaiheeseen liittyvien riskien laskemisen ohella tällainen valikoivuus on mielestämme järkevää myös tehokkuustasojen ylläpitoa ajatellen, sillä raskaammilla hallinto-operaatioilla ja

keskitetyillä päätöksenteoilla varustettujen toimijoiden ostaminen väistämättä jäykistäisi Incapin omiakin rakenteita.

Maantieteellisesti uskomme painopisteen olevan tutusta markkinadynamiikasta johtuen ensisijaisesti Euroopassa, mutta yhtiön kartoittavan sopivia kohteita Pohjois-Amerikastakin. Euroopan sisällä erityisesti Keski-Eurooppa on mielestämme mielenkiintoinen alue, sillä se on absoluuttiselta kooltaan valtava lohko. Lisäksi Incapille relevanttien teollisuussektoreiden ulkoistamisasteet ovat matalia. Näitä tekijöitä heijastellen Keski-Euroopasta löytyykin arviomme mukaan reilusti Incapin kriteerit täyttäviä ja kokoluokaltaan sekä pienempiä (liikevaihtotasolla 10-30 MEUR) ja suoraviivaisia operatiivisia synergioita tarjoavia että kooltaan suurempia (liikevaihtotasolla 35-60 MEUR) ja siten selkeämpi kasvuteesejä sisältään pitäviä järjestelymahdollisuuksia.

Kokonaan uudelle alueelle kohdistettavan tuotantolaitoksen rakentamiseen emme sen sijaan yhtiön usko lähtevän nykyisen tuotantolaitosverkoston kapasiteettia ja Intiaan H2'22:n aikana valmistuvan kolmannen yksikön tuomia vahvikkeita mukaillen. Arviomme mukaan greenfield-tehtaan kokonaiskustannus olisi koosta riippuen noin 10-15 MEUR, mikä ei olisi Incapin taseeseen suhteutettuna erityisen iso satsaus. Tällainen tehdas olisi alkuun kuitenkin pelkästään nykyisten asiakkaiden varassa, mistä johtuen investointipanostusten ja positiivisen kassavirran välinen ajallinen kuilu jäisi varsin pitkäksi. Täten pidämme saman kokoista yritysostoa tietyin reunaehdoin järkevämpänä vaihtoehtona.



Yritysostot

1

Kulttuurinen sopivuus

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

2

Taloudellinen suorituskyky

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

3

Strateginen logiikka

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

Taloudellinen tilanne 1/3

Myyntikate pitänyt enemmän kuin pintansa

Incapin kulurakenteen suurin yksittäinen erä on ansaintalogiikkaa mukaillen aine- ja tarvikekäyttö, joka on historiallisesti muodostanut noin 77-83 % kokonaiskustannuksista. Aine- ja tarvikekäytön kustannukset eli komponenttien ja muiden materiaalien hankinnat ovat liki täysin muuttuvia ja siten ei-skaalautuvia kustannuksia. Liikevaihtoon suhteutettuna niiden osuus on puolestaan liikkunut noin 68-75 % välillä. Näin ollen yhtiön myyntikate on ollut noin 25-32 %, mitä voidaan mielestämme pitää toimialan kontekstiin linjattuna tyydyttävänä tasona. Huomionarvoista on lisäksi se, että myyntikatetta ei ole pelkästään puolustettu, vaan sitä on pystytty myös nostamaan. Tämän taustalla on arviomme mukaan ollut AWS-järjestelystä tulleet hankintahyödyt sekä tuotantomixin pienimuotoinen parantuminen. Koska toimialan hankintapuolella pätee tietty suuruuden ekonomia, luo hyvä orgaaninen kasvunäkymä yhdessä näiden tekijöiden kanssa mielestämme toimivan lähtökohdan tulevienkin vuosien katetasojen puolustamiselle.

Tuottavuus oleellinen mittari

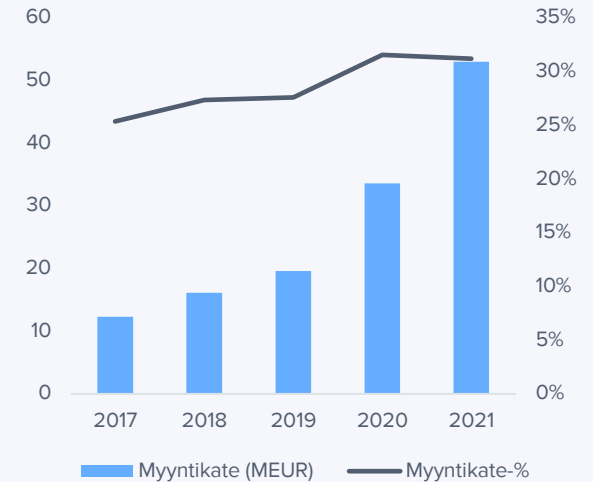
Incapin toiseksi suurin kuluerä on henkilöstökulut, sillä kohtuullisesta automaatioasteesta huolimatta toiminta on edelleen verrattain henkilöintensiivistä. Henkilöstökulut skaalautuvat varsin huonosti, minkä vuoksi orgaaninen kasvu vaatii lähes aina tuotannon käsiparien lisäämistä. Nämä kulut joustavat kuitenkin tietyn aikaviiveen jälkeen alaspäin. Täten ne tarjoavat joustopisteitä kulujen sopeuttamiseen laskevan kysynnän ympäristössä.

Vuonna 2021 Incapin henkilöstökulut olivat 12 % kokonaiskustannuksista ja liikevaihtoon suhteutettuna niiden osuus oli 10 %. Henkilöstön tuottavuutta hyvin kuvaava työntekijäkohtainen liikevaihto on historiallisesti ollut noin 86 TEUR, kun viimeisen vuoden jaksolla liikevaihto / työntekijä oli 78 TEUR. Henkilöintensiiviteetin ollessa korkea uskomme tuottavuustason ylläpidon ja sen jatkuvan kehittämisen olevan oleellinen osa Incapin operatiivista agenda. Tuottavuusnostojen on arviomme mukaan kuitenkin tultava pääosin toiminnan tehostuksista (mm. automaation ja robotiikan lisäys), sillä tuotannon arvon kestävä kasvattaminen on haastavassa toimintaympäristössä vähintäänkin haastavaa.

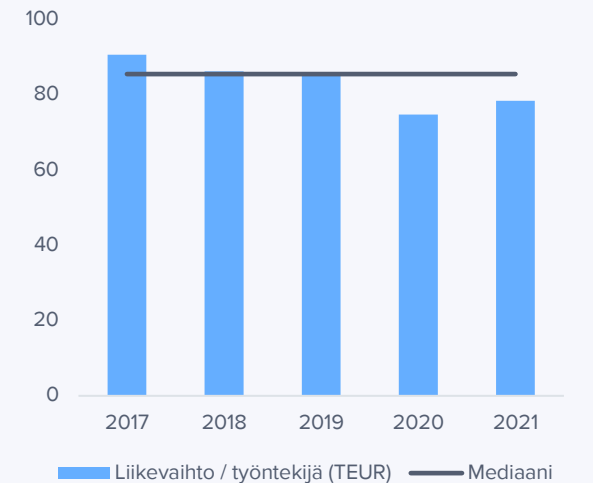
Muiden kulujen osuus on matala

Incapin muiden kulujen osuus liikevaihdosta on ollut historiallisesti noin 4-7 %. Luonteeltaan muut kulut ovat pääosin kiinteitä, joskin mukana on myös joitain muuttuvia osia. Muiden kulujen suhteellista osuutta voidaan pitää erittäin matalana. Tämän taustalla on pitkälti yhtiön matalaksi hiottu organisaatorakenne sekä suunnattoman kulutietoinen toimintakulttuuri. Erityisesti jälkimmäisestä ominaisuudesta mainio osoitus on se, että muut kulut ovat pysyneet kurissa liikevaihdon viimeisten vuosien hurjasta kasvuvauhdista ja AWS-järjestelyn myötä kasvaneesta tuotantolaitosverkostosta huolimatta. Toimitettuja historiallisia näyttöjä heijastellen uskomme, että myös jatkossa muiden kulujen kasvu tulee pysymään liikevaihdon kehitystä maltillisempuna mahdollistaen näissä kuluissa piilevien pienten skaalaetujen irti saamisen.

Myyntikatteen kehitys



Tuottavuuden kehitys



Taloudellinen tilanne 2/3

Taseessa on liikkumavaraa

Vuoden 2021 lopussa Incapin omavaraisuusaste oli 52 % ja nettovelkaantumisaste 3 % Näin ollen marraskuussa 2020 tehdyn 11 MEUR:n suuruisen merkintäoikeusannin sekä vahvan tuloskehityksen seurauksena yhtiön pääomarakenteesta on muodostunut oikeinkin oiva. Kassassa yhtiöllä oli vuoden 2021 lopussa noin 9 MEUR, mikä on mielestämme tukeva taso liiketoiminnan kokoluokka ja ansaintamalli huomioiden. Taseen loppusumma oli puolestaan 130 MEUR

Vahvaa pääomarakennetta sekä hyvää kannattavuus- ja kasvuprofiilia heijastellen Incapin taloudellinen liikkumatila ja samalla rakenteellinen velankantokyky voidaan perustellusti todeta runsaaksi. Nämä ominaisuudet, viimeisten vuosien aikana maltillistunut asiakasriski sekä kasvustrategian osa-alueet (erityisesti yritysostohaara) huomioiden uskomme yhtiön olevan kiinnostunut ajamaan koneistoaan pidempiäkin jaksoja selvästi tämänhetkistä tilannetta aggressiivisemmalla, joskin kokonaisuudessaan riittävän turvallisuuden tunteen säilyttävällä pääomarakenteella. Arviomme mukaan tällainen tase voisi nettovelkaantumisasteella katsottuna tarkoittaa noin 30-50 % haarukkaa. Näillä tasoilla yhtiöllä olisi kohtuullisesti vipua oman pääoman tuoton tehostamiseen, mutta toisaalta mukana olisi myös mukavaa toimintavaraa yritysostoja ajatellen.

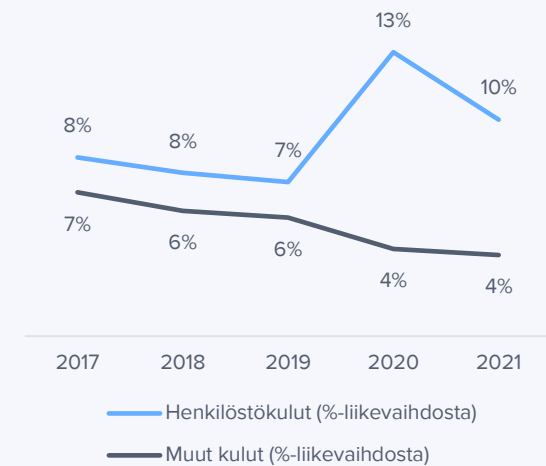
Vuoden lopun tasetta sekä mukavuusalueella pitämäämme 30-50 % nettovelkaantumisastetta heijastellen Incapilla olisi arviomme mukaan

taseasemansa puitteissa noin 25-40 MEUR:n verran vapaata velkakapasiteettia strategian epäorgaaniselle toteuttamiselle. Listaamattomalle sopimusvalmistajalle käsityksemme mukaan kutakuinkin tavanomaista 6x-7x EV/EBITDA-kerrointa soveltamalla tämä taas tarkoittaisi kykyä noin 3-7 MEUR:n (tai 10-20 %) operatiivisen tuloskasvun ostamiselle. Tällä hetkellä Incapin asettamiin kriteereihin sopivien ostokohteiden hinnoissa ja laaduissa on käsityksemme mukaan kuitenkin yhä tiettyä epäsuhtaa, mikä voi osaltaan hidastaa yritysostovetoista kasvua. Tulevien vuosien arvonluontia ajatellen emme kuitenkaan pidä tätä tilannetta oleellisena jarruna yhtiön kärsivällinen lähestymistapa, orgaaninen meno ja pääoman korkea tuottopotentiaali huomioiden.

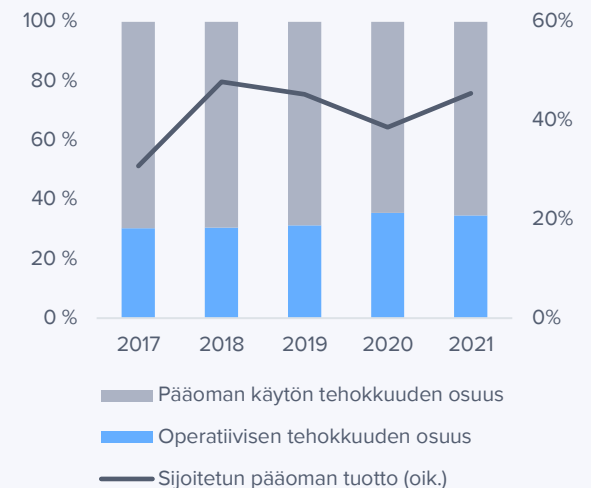
Kassavirta normaalista tulosta pienempi

Kun huomioidaan Incapin orgaaninen kasvukuva ja sen vaatimat käyttöpääomatarpeet, on kassavirtasuhte (vapaa kassavirta / käyttökate) yleensä alle 100 %. Tämä on kuitenkin sopimusvalmistajille tavallista, eikä Incapin kassavirtaprofiili ole siten millään tavalla normaalista poikkeava. Käsityksemme mukaan yhtiön tulevien vuosien kiinteä investointitarve on maltillinen, minkä tulisi yhdessä korkean operatiivisen kannattavuuden kanssa tarjota tykötarpeet mukavan vapaan kassavirran tekemiselle ja kassavirtasuhteen kohottamiselle. Pidemmälle katsottaessa hyvä kassavirta on perusedellytys myös voitonjaolle, vaikka aikaisemmin mainittuun tapaan toivommekin osingon jäävän Incapin pääoman allokoinnissa ainoastaan pienimuotoiseksi sivuvirraksi.

Henkilöstö- ja muut kulut

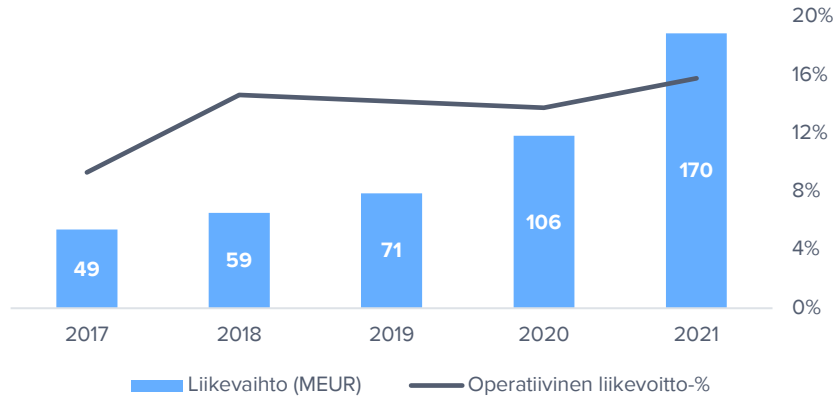


Sijoitetun pääoman tuoton kehitys

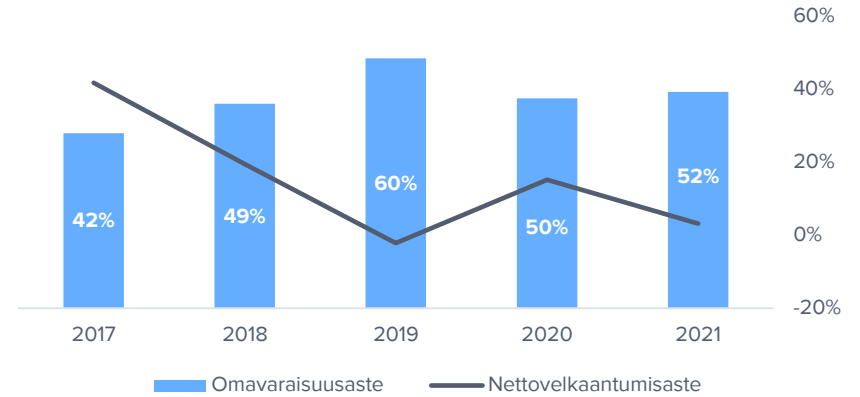


Taloudellinen tilanne 3/3

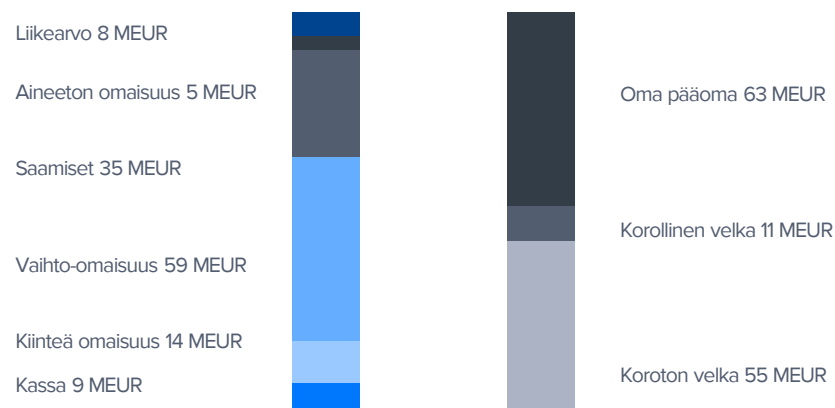
Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



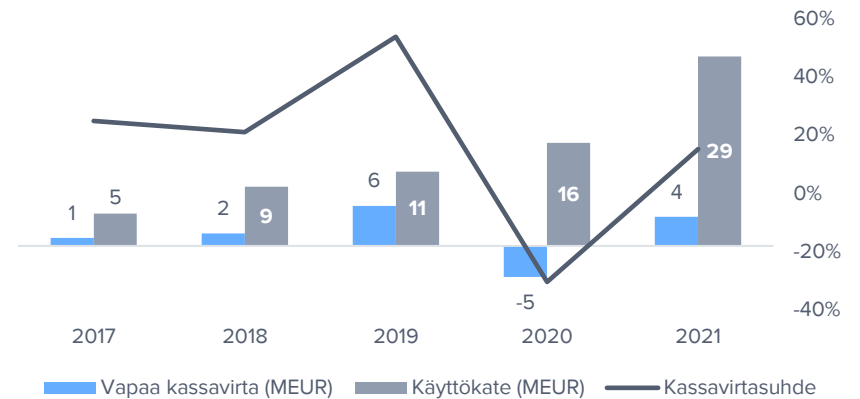
Taseaseman kehitys



Taserakenne vuoden 2021 lopussa



Kassavirran kehitys



Ennusteet 1/3

Ennustemalli

Ennustamme Incapin liikevaihdon kehitystä lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä alla olevien markkinakasvujen, arvioimimme asiakaskohtaisten markkinaosuusmuutosten sekä suhteellisen kilpailukyyn varaan rakentuvan uusasiakashankinnan perusteella. Pidemmän aikavälin ennusteemme puolestaan pohjautuvat pitkälti elektroniikkateollisuuden odotetun kasvun sekä omien ydinvahvuuksien muodostamaan kokonaisuuteen. Lyhyen ja keskipitkän aikavälin kannattavuuden arvioinnissa keskitymme odottamamme kasvun, sen tuomien hyötyjen (mm. asteittain paraneva neuvotteluvoima suhteessa komponenttitoimittajiin), tehokkuustasojen sekä kiinteän kulurakenteen nelikkoon. Pitkällä aikavälillä taas ennakoimme kannattavuutta kestäviksi arvioimimme marginaalitasojen kautta. Emme ole ennusteissamme huomioineet mielestämme jo keskipitkällä aikavälillä melko todennäköisiä yritysjärjestelyjä. Tämän taustalla on se, ettei järjestelyjen tarkkojen ajoitusten, kokojen ja muiden ominaisuuksien – muun muassa kauppahinta, rahoitusrakenne ja ostettavan yhtiön laatu – arviointi ole käytännössä mahdollista.

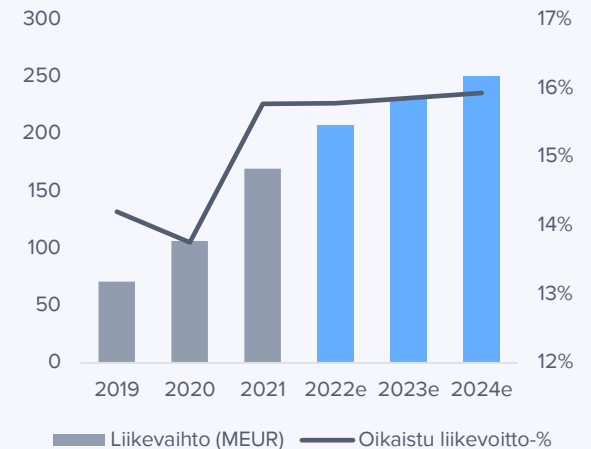
Vuosi 2021 oli kertakaikkisen hieno

Vuosi 2021 sujui Incapilta hienoissa operatiivisissa merkeissä, eikä strategisestikaan suoritus mielestämme minkäänlaisia moitteensijoja jättänyt. Viime vuoden aikana edelleen voimissaan olleesta koronapandemiasta, sen Intian tuotantolaitoksille kohdistamista lyhyistä täyssuluista ja reilun kuukauden mittaisista osittaisista käyttöasteista

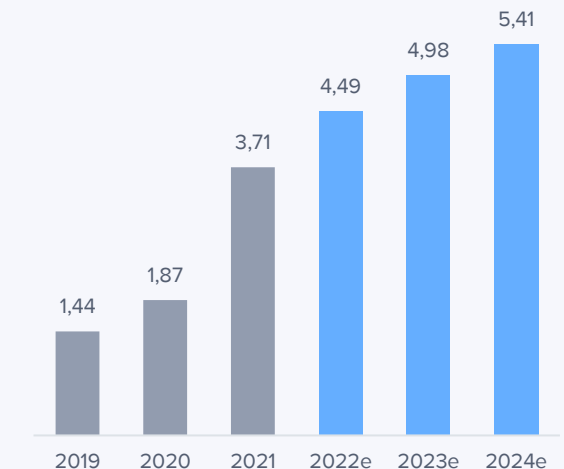
sekä komponenttien globaalista allokaatiotilanteesta juontuneista saatavuushaasteista huolimatta Incap ylsi hämmästyttävään 59 % liikevaihdon orgaaniseen kasvuun. Edellä mainitut haasteet eivät myöskään tuloksentekoon minkäänlaisia näkyviä kitkoja aiheuttaneet ja hurjan kasvun sekä AWS-hankinnasta realisoituneiden hankintasynergioiden myötä liikevoittomarginaali asettui erinomaiselle 15,8 % tasolle. Näin ollen vuotta 2021 voidaan perustellusti pitää oivana työnäytteenä niin toimintamallin kykeneväisyydestä, omasta kilpailukyvyistä kuin asiakasportfolion laadustakin.

Strategisesti viime vuoden oleellisin liike oli puolestaan Intian kolmatta tuotantolaitosta koskenut investointipäätös. H2'22:n loppupuolella tuotantonsa käynnistävän yksikön myötä yhtiön paikallinen ja äärimmäisen kustannustehokas kapasiteetti kasvaa merkittävästi. Uuden kapasiteetin strateginen arvo voidaan mielestämme todentaa kahta reittiä pitkin: 1) vahvistuvien tuotantoresurssien myötä edellytykset sekä paikallisten asiakkaiden että vientimarkkinoilla operoivien toimijoiden mukana kasvamiselle paranevat entisestään sekä 2) laitevalmistajien asteittain laskiessa Kiina-riskejään uskomme Intiassa kilpailukykyisiä tuotantopisteitä omaavien ja aidosti globaaleilla taajuuksilla toimivien sopimusvalmistajien suhteellisten asemien vahvistuvan, minkä puolestaan pitäisi parantaa mahdollisuuksia uusien asiakkaiden voittamiselle. Nykyisten tuotantolaitosten tuloksentekokykyjä ja pääoman tehokkaita käyttöjä mukaillen arvioimme

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Osakekohtaisen tuloksen kehitys



Ennusteet 2/3

investoinnin tuottopotentialin olevan selvästi pääoman kustannusta korkeammalla. Täten Intiaan investoiminen on järkevää myös pääoman omistaja-arvoa luovan allokoinnin näkökulmasta.

Kasvu jatkuu vuonna 2022

Kuluvalle vuodelle Incap ohjeistaa edellisvuotta suurempaa liikevaihtoa ja liikevoittoa olettaen, ettei pandemiatilanteessa valuuttakursseissa tai komponenttien saatavuudessa tapahdu merkittäviä negatiivisia muutoksia. Historiallisesti yhtiön ohjeistamistapa on ollut varsin varovainen, mikä on viime vuosina yhdessä vahvasti edenneen operatiivisen tekemisen kanssa johtanut useisiin ohjeistusnostoihin. Mielestämme varovainen, joskin sanamuodoiltaan jossain määrin tulkinnanvarainen ohjeistustapa – Incapin soveltamassa nelitasoisessa mallissa liikevaihto / tulos edellisvuoden tasolla, suurempi, selvästi suurempi ja huomattavasti suurempi – on kuitenkin ansaintadynamiikka huomioiden viisasta.

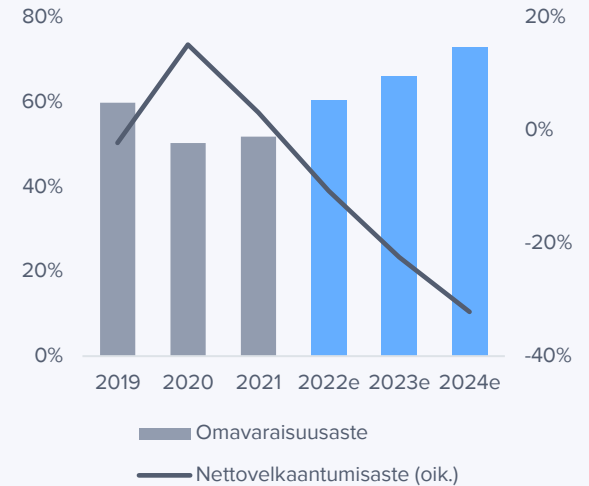
Uuteen vuoteen Incap pääsi lähtemään ennätyskorkealla tilauskannalla, eivätkä vallalla olevat komponenttihuuletkaan ole johdon kommenttien perusteella yhtiölle alkuvuonna ylitsepäsemättömiä huolenaiheita tuoneet. Vaikka asiakkaiden loppukysyntöjen kehittymisiin ja siten Incapin saamiin tilausmääriin aina tavanomaista riskiä liittyykin, pidämme yhtiön tämänhetkisestä menosta ja kilpailukyvystä johtuen juuri komponenttien allokaatiotilannetta konkreettisimpana lyhyen aikavälin riskinä. Toistaiseksi Incap on hallinnut tilannetta hienosti muun muassa asiakasyhteistyötä tiivistämällä ja

sekä vahvaa tasettaan että vahvistunutta hankintavoimaansa hyödyntämällä. Näitä tekijöitä, hajautunutta komponenttitarvetta, hankintatoimen strategista luonnetta sekä eri arvioiden mukaan vuoden jälkimmäisellä puolella todennäköisesti paranevaa yleistä saatavuutta heijastellen olemme luottavaisia siihen, ettei tilanne tule Incapille jatkossakaan massiivisia ongelmia aiheuttamaan.

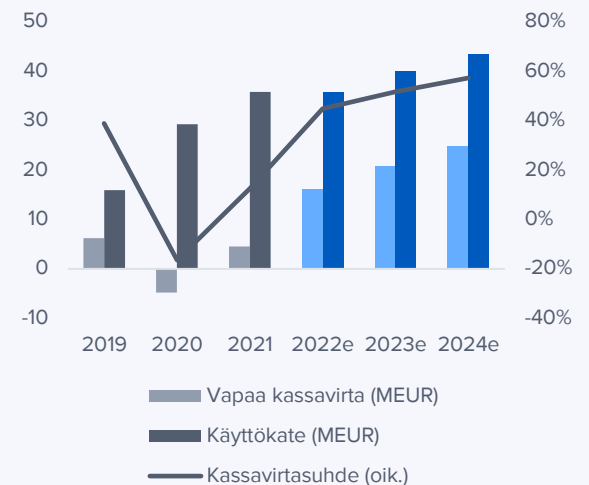
Tätä kokonaisuutta vasten emme ole tehneet muutoksia kuluvan vuoden ennusteisiimme sitten viimeisimmän yhtiöraporttimme. Näin ollen odotamme Incapin liikevaihdon kasvavan tänä vuonna 22 % 207 MEUR:oon. Keskeisimpinä kasvuaajureina pidämme suurimpien asiakkaiden suuntaan suotuisasti kehittyviä toimitusvirtoja, Intian vahvistuvan tuotantokapasiteetin tuomia hyötyjä sekä sopimusvalmistusmarkkinan taustalla vaikuttavien voimien (mm. ulkoistusasteen nousu) ja omien ydinvahvuuksien mahdollistamia uus-asiakasvoittoja. Pienistä PPA-poistoista oikaistun operatiivisen tuloksen ennakoimme puolestaan kohoavan volyymikasvun ja potrina pysyvien tehokkuustasojen perässä 22 % 33 MEUR:oon.

Normaalien rahoituskulujen ja verojen jälkeen odotamme Incapin yltävän tänä vuonna 26 MEUR:n nettotulokseen. Oikaistuiksi osakekohtaiseksi tulokseksi käännettynä tämä tarkoittaa 4,49 euroa. Tästä odotamme yhtiön puolestaan jakavan pienen 0,90 euron suuruisen osakekohtaisen osingon. Operatiivisen kassavirran arvioimme kasvavan edellisvuodesta reippaasti hyvää tuloskehitystä ja käyttöpääoman maltillisempaa sitoutumista heijastellen. Vuoden lopun taseaseman odotamme asettuvan edellä

Taseaseman kehitys



Kassavirran kehitys



Ennusteet 3/3

mainitun tapahtumakulun seurauksena vahvalle tasolle (2022e: nettovelkaantumisaste -11 %).

Päivittäinen tekeminen jatkuu vuonna 2023

Vuonna 2023 odotamme yhtiön jatkavan laadukkaan päivittäisen tekemisenä monistamista. Tämän tekemisen ennakoimme konkretian tasolle käännettynä tarkoittavan Intiaan tehtyjen investointien potentiaalien ulosmittaamista ja tätä kautta sekä suurimpien asiakkaiden mukana kasvamista, asiakaskohtaisten markkinaosuusvoittojen haalimista että uusasiakaskentän onnistumisia. Näitä ajureita heijastellen odotamme Incapin liikevaihdon kasvavan vuonna 2023 12 % 232 MEUR:oon. Operatiivisen tuloksen arvioimme puolestaan kirivän oivan volyymikasvun, sen ansaintadynamiikan mukaisen pienen skaalautumisen sekä vankkana pysyvien tehokkuustasojen vetämänä 37 MEUR:oon.

Rahoituskulujen ja verojen odotamme säilyvän normaaleilla tasoillaan. Näin ollen arvioimme nettotuloksen kohoavan 29 MEUR:oon ja pienistä PPA-poistoista oikaistun osakekohtaisen tuloksen vastaavasti 4,98 euroon. Odotamme Incapin pitävän osingon roolin pääoman allokoinnissaan pienenä, mutta absoluuttisen osakekohtaisen osingon kuitenkin kasvavan napsun verran 1,00 euroon. Hyvän tuloksen ja terhakan operatiivisen kassavirran siivittämänä arvioimme vuoden lopun nettovelkaantumisasteen laskevan jo -22 %:iin. Tällaisella taseella yhtiöllä olisi mielestämme jo varsin merkittävä määrä vapaata velkakapasiteettia ja siten roppakaupalla

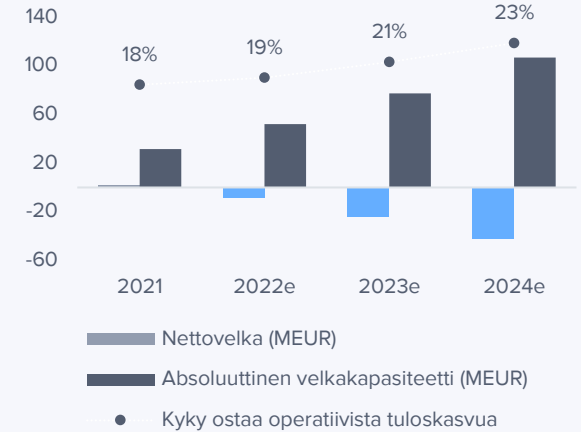
strategista liikkumatilaa asetettuihin kriteereihin sopivien yritysjärjestelyjen toteuttamiseen. Toimialan tarjoamat epäorgaaniset mahdollisuudet, Incapin strategiset ambitiot ja järjestelyjen teolliset logiikat huomioiden pidämmekin varsin todennäköisenä, ettei tase tule näin vahvaan asentoon taipumaan.

Pitkällä aikavälillä ei pysähtymistarpeita

Odotamme yhtiön jatkavan kasvustrategiansa johdonmukaista ja arvoa luovaa toteuttamista myös vuoden 2023 jälkeen. Pidemmän aikavälin ennusteessamme odotamme yhtiön pysyvän kiinni terveessä kasvussa nykyisiä asiakkaita ja koko elektroniikkateollisuutta tukevien sekä sopimusvalmistajien liiketoimintoja vauhdittavien voimien myötä. Tätä kokonaiskuvausta vasten arvioimme yhtiön liikevaihdon kasvavan pitkällä aikavälillä noin 3-8 % vuodessa, mikä on linjassa globaalin elektroniikkateollisuuden vastaavan ajan arvioidun kasvun kanssa. Tämä on kuitenkin varsin konservatiivinen taso, kun huomioidaan yhtiön suhteellisen kilpailukyvyyn ja strategiaan kuuluvien yritysostojen tuomat tilaisuudet.

Oikaistun liikevoittomarginaalin odotamme puolestaan pysyvän pitkällä aikavälillä vahvalla 14-15 % tasolla. Keskeisimmät pitkän aikavälin kannattavuusajurit ovat liikevaihdon kasvu, asteittainen paraneva tuotantomix, suuremman koon tuomat hyödyt sekä korkeasta kulutietoisuudesta ja -tehokkuudesta kiinnipitäminen. Oleellimmat riskit liittyvät vastaavasti näiden tekijöiden vastakohtiin sekä pääoman allokoinnissa onnistumiseen.

Velkakapasiteetin* kehitys



*Velkakapasiteetti arvioitu 40 % nettovelkaantumisasteen ja epäorgaaninen tuloskasvukyky 7x EV/EBITDA-kertoimen kautta

Sijoitetun pääoman tuoton kehitys



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22e	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	106	37,7	33,6	47,0	51,5	170	46,0	44,0	56,4	60,7	207	232	250	265
Incap	106	37,7	33,6	47,0	51,5	170	46,0	44,0	56,4	60,7	207	232	250	265
Käyttökate	15,9	6,3	5,1	8,6	9,3	29,3	7,7	7,5	9,9	10,7	35,8	40,1	43,3	46,0
Poistot ja arvonalennukset	-3,3	-0,8	-0,8	-0,8	-0,9	-3,3	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-3,5	-3,6	-3,6	-3,6
Liikevoitto ilman kertaeriä	14,6	5,7	4,5	7,9	8,6	26,8	6,9	6,7	9,1	9,9	32,7	36,8	39,9	42,5
Liikevoitto	12,6	5,5	4,3	7,8	8,4	26,0	6,8	6,6	9,0	9,8	32,3	36,5	39,7	42,4
Nettorahoituskulut	-1,1	-0,1	-0,2	-0,2	0,2	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3
Tulos ennen veroja	11,5	5,4	4,1	7,7	8,6	25,7	6,7	6,5	8,9	9,7	31,9	36,1	39,3	42,1
Verot	-2,3	-0,8	-0,9	-1,3	-1,7	-4,7	-1,3	-1,2	-1,7	-1,8	-6,0	-7,2	-7,9	-8,4
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	9,2	4,6	3,2	6,4	6,9	21,1	5,5	5,3	7,3	7,9	26,0	28,9	31,5	33,7
EPS (oikaistu)	1,87	0,82	0,57	1,10	1,22	3,71	0,95	0,92	1,26	1,36	4,49	4,98	5,41	5,78
EPS (raportoitu)	1,59	0,79	0,55	1,09	1,19	3,60	0,94	0,91	1,24	1,35	4,44	4,94	5,38	5,76

Tunnusluvut	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22e	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%	49,9 %	55,1 %	49,0 %	67,3 %	63,2 %	59,4 %	22,0 %	31,0 %	20,0 %	17,8 %	22,0 %	12,0 %	8,0 %	6,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	45,2 %	112,2 %	56,3 %	123,3 %	56,0 %	82,8 %	20,8 %	50,8 %	15,0 %	14,5 %	22,0 %	12,5 %	8,5 %	6,6 %
Käyttökate-%	15,0 %	16,6 %	15,1 %	18,4 %	18,1 %	17,2 %	16,7 %	17,0 %	17,6 %	17,6 %	17,3 %	17,3 %	17,3 %	17,3 %
Oikaistu liikevoitto-%	13,8 %	15,2 %	13,3 %	16,9 %	16,8 %	15,8 %	15,1 %	15,3 %	16,2 %	16,3 %	15,8 %	15,9 %	15,9 %	16,0 %
Nettotulos-%	8,7 %	12,2 %	9,5 %	13,5 %	13,4 %	12,4 %	11,9 %	12,1 %	12,9 %	13,0 %	12,5 %	12,5 %	12,6 %	12,7 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Pysyvät vastaavat	19,4	27,1	28,3	28,7	28,7
Liikearvo	7,1	7,5	7,5	7,5	7,5
Aineettomat hyödykkeet	0,0	4,5	4,3	4,1	3,9
Käyttöomaisuus	11,4	13,9	15,3	15,9	16,1
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	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4
Laskennalliset verosaamiset	0,7	0,9	0,9	0,9	0,9
Vaihtuvat vastaavat	52,3	102,4	110,5	134,2	153,7
Vaihto-omaisuus	24,2	59,5	51,8	58,0	60,1
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	24,2	33,7	41,4	46,4	50,1
Likvidit varat	3,9	9,2	17,4	29,9	43,3
Taseen loppusumma	76,4	129,5	138,9	163,1	182

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Oma pääoma	38,5	62,9	84,1	108	133
Osakepääoma	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Kertyneet voittovarot	20,7	41,9	63,1	86,8	112
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	-4,6	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2
Muu oma pääoma	21,4	22,2	22,1	22,1	22,1
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	8,6	6,5	6,2	4,7	1,1
Laskennalliset verovelat	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	6,1	4,0	5,3	3,8	0,2
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	1,6	1,6	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	29,2	60,1	48,7	50,7	47,9
Lainat rahoituslaitoksilta	3,7	7,3	3,1	2,0	0,3
Lyhytaikaiset korottomat velat	25,6	52,9	45,6	48,7	47,6
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	76,4	129,5	138,9	163,1	182,3

Arvonmääritys 1/4

Tulospohjaiset kertoimet toimivat parhaiten

Suosimme Incapin hinnoittelun tarkastelussa ja arvonmäärityksessä tulospohjaisia kertoimia. Mielestämme käyttökelpoisimmat tuloskertoimet ovat nettotulospohjainen P/E-luku sekä yhtiön taserakenteen paremmin huomioivat EV/EBITDA- ja EV/EBIT-kertoimet. Absoluuttisina kertoimina olemme hyödyntäneet arvioimiamme neutraaleja kertoimia, jotka pohjautuvat näkemykseen yhtiön nykyisestä kasvu- ja kannattavuustasosta, kestävästä pääoman tuottokyvystä sekä riskiprofiilista. Olemme absoluuttisten kertoimien lisäksi hyödyntäneet verrattain laajan ja liiketoimintamalleiltaan samankaltaisista yhtiöistä koostuvan verokkiryhmän tarjoamaa viitekehikkoa. Tarkastelemme Incapin hinnoittelua pääosin kahdella ensimmäisellä ennustevuodella.

Arvostuksessa huomioitavat tekijät

Mielestämme seuraavat tekijät vaikuttavat Incapin arvostukseen:

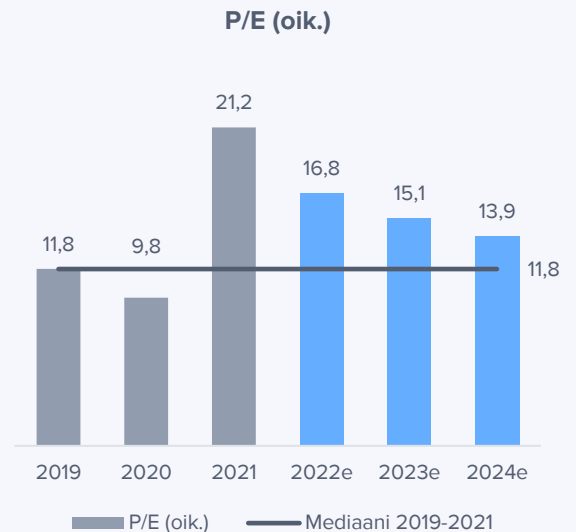
- **Kulutehokas toimintamalli** on liki vertaansa vailla ja yhtiön kannattavuustaso on toimialan korkeimpia. Kulutehokkuus ja etenkin sen säilyttäminen on myös vahvan suhteellisen kilpailukyyn peruspilari.
- **Näytöt kannattavasta orgaanisesta kasvusta** ja tehokkuustasojen ylläpitämisestä ovat vakuuttavat. Yhdessä nämä tekijät vankistavat luottamusta yhtiön keskeisimpien vahvuuksien ja niiden taustalla olevien tekijöiden kestävyyskohtaan.
- **Yhtiön kassavirtaprofiili** on hyvä ja kiinteät

investointitarpeet maltillisia. Tämä luo Incapille työtilaa ja vakaan perustan pääoman omistaja-arvoa luovalle allokoinnille.

- **Pitkän aikavälin orgaaniset kasvumahdollisuudet** ovat sähköistymisen, digitalisaation (mm. IoT ja Teollisuus 4.0), ulkoistusasteen nousun ja oman kilpailukyyn myötä hyvät. Incapin korkea pääoman tuotto- ja erityisesti sen uudelleenallokointikykyä (RONIC) heijastellen orgaanisessa kasvussa onnistuminen on runsaasti arvoa luovaa.
- **Yritysosot ovat** mielestämme yhtiön laatua vaalivaa lähestymistapaa mukaillen mukavia vaihtoehtoja arvonaluonnin kiihdyttämiseksi, vaikka historialliset näytöt toistaiseksi yhden onnistuneen järjestelyn varassa ovatkin. Nykyisellään Incapilla on velankantokyky melko suurelta yritysoson toteuttamiseen.
- **Liiketoiminnan kysyntäajurit ovat investointivetoisia**, mikä altistaa Incapia talouden suhdannevaihteluille. Asiakasportfoliossa on kuitenkin useilla eri teollisuudenaloilla ja erilaisissa kehitysvaiheissa toimivia yhtiöitä. Tämä tuo omiin toimitusvirtoihin automaattisesti eräänlaista vakautta / syklinkestävyyttä.
- **Haastava arvoketjuasema** materiaalityöntekijien ja loppuasiakkaiden välissä pitää hintapaineen kroonisena. Lisäksi riskiprofiilia osaltaan nostaa asiakasportfolion keskittyneisyys, vaikka keskeisimmät asiakkaat käsityksemme mukaan ovatkin omilla alueillaan vahvoja toimijoita ja asiakassuhteet pitkäikäisiä.

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	75,40	75,40	75,40
Osakemäärä, milj. kpl	5,85	5,85	5,85
Markkina-arvo	441	441	441
Yritysarvo (EV)	432	417	398
P/E (oik.)	16,8	15,1	13,9
P/E	17,0	15,3	14,0
P/Kassavirta	27,5	21,3	17,8
P/B	5,2	4,1	3,3
P/S	2,1	1,9	1,8
EV/Liikevaihto	2,1	1,8	1,6
EV/EBITDA (oik.)	12,1	10,4	9,2
EV/EBIT (oik.)	13,2	11,3	10,0
Osinko/tulos (%)	20,3 %	20,2 %	20,4 %
Osinkotuotto-%	1,2 %	1,3 %	1,5 %

Lähde: Inderes



Lähde: Inderes

Arvonmääritys 2/4

Arvostukseen vaikuttavien tekijöiden suoraviivaisuudesta huolimatta tarkan kerroinhaarukan määrittäminen on Incapin kaltaiselle vahvassa kasvuvaiheessa olevalle ja korkean pääoman tuottokyvyn omaavalle yhtiölle vaikeaa. Toki jonkinlainen kerronpohjainen viitekehikko hinnoittelun ja siten yhtiön kohdistettujen odotusten tarkastelulle on oltava. Näkemyksemme mukaan Incapin nykyistä arvostusta onkin järkevää tarkastella sopivaa väljyyttä sisältävien ja neutraaliksi nimittävien tulokertoimien kautta. Viimeisten vuosien aikana laatunsa kiistatta osoittaneen yhtiön rakenteelliset elementit huomioiden tämä voisi tällä hetkellä tarkoittaa P/E-lukua 13x-15x ja vastaavasti EV/EBIT-kerrointa 10x-12x. Yli ajan katsottuna nämä tasot eivät ole lukittuja, vaan niissä on luontaista liikkumavaraa sekä operatiivisten ja strategisten kehityskielten että riskitason muutosten (mm. asiakaskannan laajeneminen) huomioimiselle.

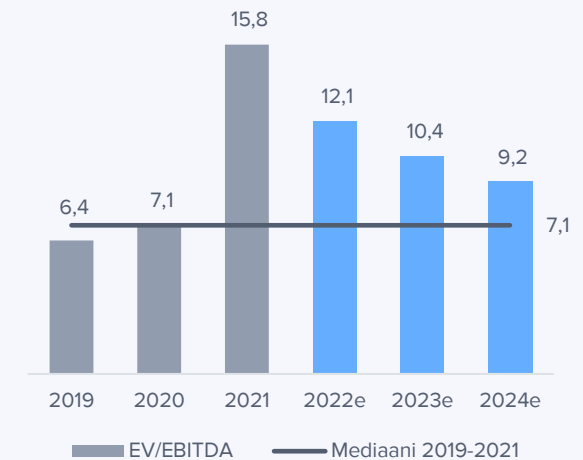
Absoluuttiset kertoimet hieman koholla

Incapin ennusteidemme mukaiset oikaistut P/E-luvut vuosille 2022 ja 2023 ovat 17x ja 15x, kun taas vastaavat EV/EBIT-kertoimet ovat 13x ja 11x. Nämä kertoimet painottuvat yhtiölle arvioimamme neutraalin kerroinhaarukan ja myös historiallisten mediaanien yläpuolelle. Historiallisia tasojen ylittäminen on kuitenkin perusteltua sekä AWS-hankinnan myötä tasapainottunut asiakasportfolio ja alaspäin liikahtanut kokonaisriskitaso että vaikeissakin ulkoisissa olosuhteissa kestokykynsä osoittanut toimintamalli huomioiden. Lisäksi viimeisen parin vuoden aikana sopimusvalmistajien liiketoimintojen todellisia

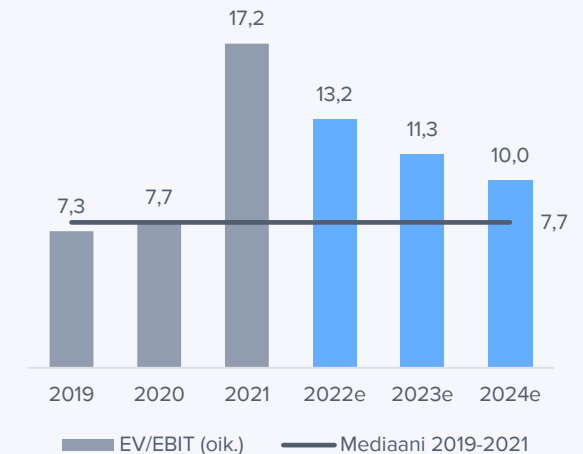
luonteita ja alla olevia kyvykkyyksiä on mielestämme ryhdytty ymmärtämään aikaisempaa paremmin, mitä pidämme huomioon otettavana tekijänä verrattaessa nykyistä hinnoittelua historiallisiin tasoihin. Tähän taustaan, vuoden mittaan vahvistuvaan tuotantokapasiteettiin sekä oivalta näyttävään pidemmän aikavälin näkymään suhteutettuna nykyiset kertoimet eivät ole lainkaan mahdottomia, mutta pelkkää lyhyttä aikaväliä katsoen miellämme ne hieman liian kireiksi.

Vaikka olemme kokonaisuudessaan vakuuttuneita yhtiön laadullisista ominaisuuksista (mm. kulutehokkuus ja toimialan korkeimpiin kuuluva peruskannattavuus) ja niiden varaan rakentuvista pidemmän aikavälin arvonluontimahdollisuuksista, emme tällä hetkellä näe näitä tekijöitä riittävinä kompensoimaan aavistuksen koholla olevia tulokertoimia, niihin kohdistuvia marginaalisia laskupaineita ja ennakoimaamme operatiiviseen kehitykseen liittyviä luontaisia sekä jossain määrin omien käsien ulkopuolella olevia epävarmuustekijöitä (mm. Ukrainan sodan myötä mahdollisesti pahenevat toimitusketjuhaasteet). Toisaalta aikahorisonttia venyttämällä omistaminen voidaan mielestämme edelleen aukottomasti perustella, joskin se vaatii taakseen aidosti pitkäjänteistä sitoutumista ja arvoa luovien yhtiökohtaisten ominaisuuksien – kuten kykyä investoida operatiivisen toiminnan tuottamaa vapaata kassavirtaa takaisin liiketoimintaan pääoman kustannusta korkeammalla tuotolla – ensisijaista painottamista. Tällöin hetkellisesti kohonneella arvostuksella ei luonnollisestikaan olisi sen suurempaa merkitystä.

EV/EBITDA



EV/EBIT (oik.)



Arvonmääritys 3/4

Suhteellinen preemio on itsessään ansaittu

Listattujen sopimusvalmistajien lukumäärä on suuri, joten Incapille voidaan kerätä reilu joukko liiketoimintamalleiltaan ja arvoketuusarvoiltaan samankaltaisia yhtiöitä arvostustason suhteellista tarkastelua varten. Kootusta verokkiryhmästä on kuitenkin hyvä huomata, että se ei ole täydellinen, sillä osa yhtiöistä on skaalaltaan hyvin suuria sopimusvalmistajia. Lisäksi yhtiöiden kannattavuusprofiilit, liiketoimintojen rakenteet, strategiset asemoitumiset ja riskitasot eivät ole täysin yhteismitallisia. Osa relevanteista verokkiyhtiöistä on myös listaamattomia yhtiöitä (mm. JJS Manufacturing) tai Noten ja Katekin tapaan julkisten ennusteiden ulkopuolella, mikä tuo verokkiryhmään mukanaan luontaista vajautta. Näistä kohdista huolimatta pidämme suhteellista arvonmääritystä riittävän käyttökelpoisena, joskin sovellamme sitä vain toissijaisena tukena muille käyttämillemme menetelmille.

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

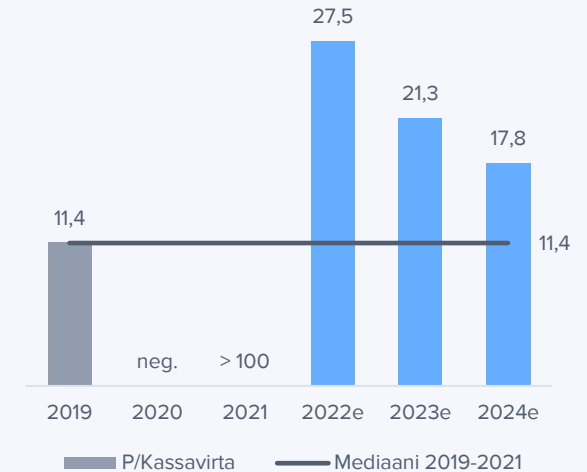
Vertailuryhmään nähden Incap hinnoitellaan noin

40 % keskimääräisellä tulospohjaisella preemiolla. Väkevän orgaanisen menon ja AWS-järjestelyn myötä kasvanut kokoluokka sekä verrokkeja selvästi korkeampaa peruskannattavuutta ja sijoitetun pääoman tuottoa tekevä koneisto huomioiden suhteellinen preemio itsessään on täysin ansaittu. Mielestämme nykyisen preemion kokoluokka on kuitenkin vaikeasti argumentoitavissa, vaikka edellä mainittujen tekijöiden ohella suhteellista hinnoittelua tukeekin Incapin asemoituminen lähtökohtaisesti kuluttajapuolta ennustettavampaan teollisuuselektroniikkaan. Volyymipohjaisesti Incap puolestaan hinnoitellaan yli 250 % verrokkeja korkeammalle. Vallitseva kasvunäkymää ja keskimääräistä verokkia rutkasti arvokkaampaa liikevaihtomassaa heijastellen pidämme selvää volyymipohjaista preemiota oikeutettuna, mutta tulospuolen tapaa sen nykyistä kokoa liian isona. Täten suhteellinen hinnoittelu on mielestämme samalla sivulla absoluuttisen ja piirun liian tukalasta kielivän lyhyen aikavälin arvostuskuvan kanssa.

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 mielestämme tarpeeksi konservatiivista näkemystä. Tätä peilaten näemme mallin tarjoavan riittävän relevantin tuen muille käyttämillemme menetelmille ja erityisesti pidemmän aikavälin arvontuotepotentiaalintarkastelulle. DCF-mallimme mukainen osakkeen

P/Kassavirta



Käypä arvo pääoman tuottokyvyn kautta

	Alaraja	Yläraja
Kestävä pääoman tuottokyky (ROIC)	20 %	25 %
Pitkän aikavälin kasvuvauhti	3 %	4 %
Vuotuinen investointitarve	15 %	16 %
Kestävä kassakonversio	85 %	84 %
Kestävä NOPAT (MEUR)	21	24
Pääoman tuottovaatimus	8 %	8 %
Operatiivisen toiminnan arvo (MEUR)	354	472
Vuoden lopun nettokassa (MEUR)	9	9
Yhtiön käypä arvo nyt (MEUR)	363	481
Osakekohtainen käypä arvo nyt	62	82

Arvonmääritys 4/4

arvo on 82 euroa. Tämä on jonkin verran neutraaliksi arvioimamme arvostustason yläpuolella, sillä kahta ensimmäistä ennustevuotta soveltamalla DCF-mallimme lopputulema vastaa P/E-lukuja 19x ja 17x. Mielestämme DCF-malli antaa kuitenkin absoluuttisia kertoimia paremman kuvan yhtiön käyvästä arvosta, sillä sen kautta aidosti arvoa luovien yhtiökohtaisten ominaisuuksien — kuten juuri vanhan pääoman hyvän tuotto- ja toiminnan kerryttämän uuden kassavirran allokoitukyvyyn — painottaminen onnistuu luonteeltaan staattista lähestymistapaa paremmin.

Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu pitkällä aikavälillä 3 %:iin, kun taas operatiivisen kannattavuuden ennakoimme vakiintuvan 14 % kohdalle. Mallissamme terminaalijakson painoarvo on vielä hyvinkin pureskeltavissa olevalla 59 % tasolla. Käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 8 % ja oman pääoman kustannus 9 %. Riskittömänä korkona olemme soveltaneet 2 % ja markkinoiden riskipremiona puolestaan 5 %.

Hinta lähellä käyvän arvon ylälaitaa

Äärimmäisen tehokas toimintamalli, laajentunut toimialaportfolio, vahvistuva tuotantokapasiteetti sekä strateginen asemoituminen huomioiden Incapilla on mielestämme nykyisellään edellytykset tehdä kestävästi noin 21-24 MEUR:n verot huomioivaa operatiivista tulosta (NOPAT). Samaisia tekijöitä mukaillen arvioimme, että Incapilla on kyky ylittää kestävästi 20-25 % sijoitetun pääoman tuottoon ja varsin maltillisella liikevaihdon kasvuvauhdilla vastaavasti noin 85 %

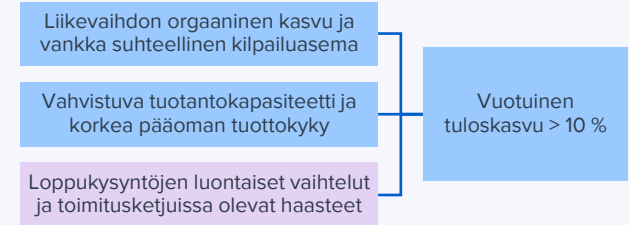
kassakonversioon (FCF / NOPAT). Näiden muuttujien ja näkemyksemme mukaisen pääoman tuottovaatimuksen pohjalta yhtiön operatiivisen toiminnan käyväksi velattomaksi arvoksi voidaan mielestämme riittävin varmuusvaroin arvioida noin 350-470 MEUR. Vuoden lopun ennusteidemme mukainen nettokassa huomioiden yhtiön käyväksi arvoksi saadaan puolestaan 62-82 euroa osakkeelta, mikä on linjassa myös DCF-mallimme kanssa. Konkreettinen osoitus soveltamistamme varmuusvaroista taas on se, että historiallisella pääoman käytön tehokkuudella arvioimamme kestävä sijoitetun pääoman tuotto tarkoittaisi noin 10 % operatiivista marginaalia ja siten varsin selkeää tuloksentekokyvyyn heikkenemistä (vrt. 2021: operatiivinen marginaali 15,8 %). Pidemmällä aikavälillä uskomme käyvän arvon nousevan, kunhan yhtiö vain onnistuu tulosohjajansa orgaanisessa tai epäorgaanisessa kasvattamisessa. Korostamme kuitenkin, ettei nykyinen näkemyksemme käyvästä arvosta pidä sisällään yritysostoja, vaan sijoittajat saavat nämä mahdollisuudet ikään kuin kylkiäisinä.

Käyttämämme arvostusmenetelmät kertovat yksiselitteisesti sen, että yhtiön tämänhetkinen hinta on selvästi lähempänä todellisen arvonsa ylä- kuin alalaitaa. Pidämme odottamamme tuloskasvun, pienen osingon ja hintakertoimien korjausvaran muodostamaa vuotuista tuotto-odotusta oman pääoman tuottovaadetta matalampana. Täten laskemme suosituksemme vähennä-tasolle (aik. lisää), mutta tarkistamme tavoitehintamme 74 euroon (aik. 72 euroa).

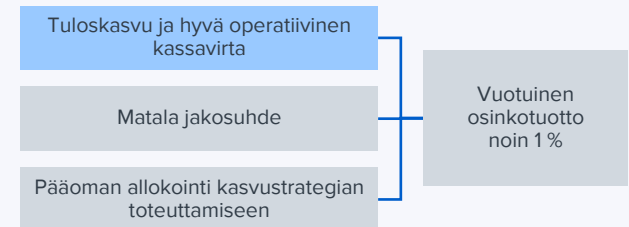
Osaketuoton ajurit 2022-2024

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

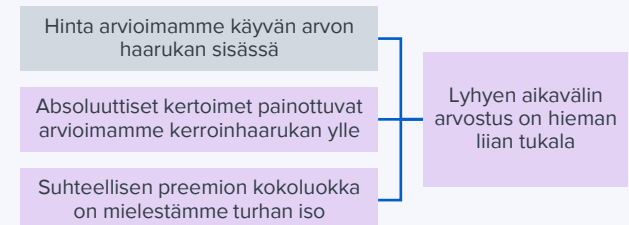
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		MEUR	MEUR	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e
Integrated Micro-Electronics Inc	8,22	316	516	54,0	25,3	9,1	7,5	0,4	0,4	39,2				
Hanza Holding AB	46,40	151	208	6,5	5,3	5,8	4,9	0,6	0,6	10,8	9,7	1,4	1,7	2,4
Kitron ASA	21,90	451	510	12,6	9,0	5,0	4,3	0,4	0,4	15,3	12,5	3,3	4,3	1,1
Lacroix Group SA	39,30	188	258	9,8	8,6	5,8	5,0	0,4	0,4	10,7	9,4	2,7	2,9	1,1
Jabil Inc	62,43	8133	9757	7,1	6,5	4,4	4,0	0,3	0,3	8,6	8,1	0,5	0,5	3,7
Scanfil Oyj	6,90	445	503	10,0	8,5	7,5	6,5	0,6	0,6	12,7	11,4	3,0	3,1	1,9
Fabrinet	104,11	3497	3055	16,3	14,8	14,0	12,7	1,6	1,5	17,3	16,2			2,9
Hana Microelectronics PCL	49,00	1068	906	15,3	13,8	9,3	8,4	1,4	1,2	15,5	13,7	4,2	4,5	1,7
TT electronics PLC	217,00	453	577	10,7	8,7	7,5	6,5	0,9	0,8	12,1	10,2	3,0	3,5	1,1
Katek Se	22,20	306	317	15,5	8,7	8,6	5,3	0,5	0,4	25,0	13,5			1,7
Nolato AB	89,50	2121	1967	17,9	15,7	13,3	11,7	2,0	1,8	21,1	18,7	2,4	2,8	4,5
Celestica Inc	15,63	1402	1765	6,5	5,5	4,7	4,0	0,3	0,2	7,8	7,0			1,0
Incap (Inderes)	75,40	441	432	13,2	11,3	12,1	10,4	2,1	1,8	16,8	15,1	1,2	1,3	5,2
Keskiarvo				15,2	10,9	7,9	6,7	0,8	0,7	14,3	14,1	2,6	2,9	2,1
Mediaani				11,7	8,7	7,5	6,2	0,6	0,5	12,7	11,9	2,8	3,0	1,7
Erotus-% vrt. mediaani				13 %	30 %	61 %	69 %	263 %	266 %	32 %	27 %	-58 %	-56 %	215 %

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

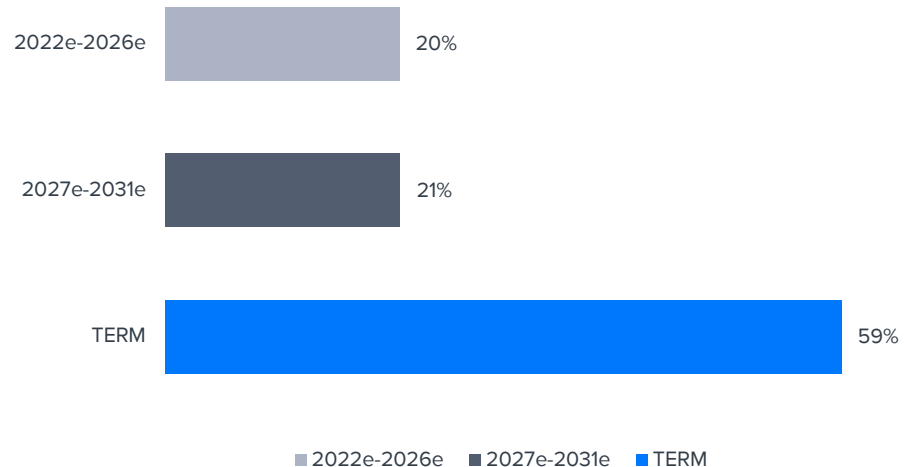
Kassavirtamalli

DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevoitto	26,0	32,3	36,5	39,7	42,4	40,8	42,4	43,9	44,5	45,8	46,8	
+ Kokonaispoistot	3,3	3,5	3,6	3,6	3,6	3,0	3,0	3,1	3,1	3,1	3,2	
- Maksetut verot	-4,8	-6,0	-7,2	-7,9	-8,4	-8,6	-8,9	-9,2	-9,3	-9,6	-9,8	
- verot rahoituskuluista	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	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	-17,4	-7,4	-8,0	-7,0	-1,1	-1,0	0,3	3,8	1,3	1,4	-1,3	
Operatiivinen kassavirta	7,0	22,4	24,7	28,4	36,4	34,2	36,9	41,6	39,5	40,8	38,9	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	-1,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-6,2	-4,7	-4,0	-3,6	-3,6	-3,3	-3,3	-3,3	-3,3	-3,3	-3,3	
Vapaa operatiivinen kassavirta	0,8	16,0	20,7	24,8	32,8	30,9	33,6	38,3	36,2	37,4	35,6	
+/- 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	0,8	16,0	20,7	24,8	32,8	30,9	33,6	38,3	36,2	37,4	35,6	612
Diskontattu vapaa kassavirta		15,1	18,0	20,0	24,4	21,2	21,4	22,5	19,7	18,8	16,6	285
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		483	467	449	429	405	384	362	340	320	301	285
Velaton arvo DCF		483										
- Korolliset velat		-11,3										
+ Rahavarat		9,2										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		481										
Oman pääoman arvo DCF per osake		82,2										

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

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	71,0	106,5	169,8	207,1	231,9	EPS (raportoitu)	1,44	1,59	3,60	4,44	4,94
Käyttökate	11,5	15,9	29,3	35,8	40,0	EPS (oikaistu)	1,44	1,87	3,71	4,49	4,98
Liikevoitto	10,1	12,6	26,0	32,3	36,5	Operat. kassavirta / osake	1,74	0,61	1,19	3,82	4,22
Voitto ennen veroja	9,7	11,5	25,7	31,9	36,1	Vapaa kassavirta / osake	1,48	-2,21	0,13	2,74	3,54
Nettovoitto	6,3	9,2	21,1	26,0	28,9	Omapääoma / osake	5,01	6,62	10,75	14,38	18,42
Kertaluontoiset erät	0,0	-2,1	-0,8	-0,4	-0,3	Osinko / osake	0,00	0,00	0,80	0,90	1,00
Tase	2019	2020	2021	2022e	2023e	Kasvu ja kannattavuus	2019	2020	2021	2022e	2023e
Taseen loppusumma	36,5	76,4	129,5	138,9	163,1	Liikevaihdon kasvu-%	20 %	50 %	59 %	22 %	12 %
Oma pääoma	21,9	38,5	62,9	84,1	107,7	Käyttökateen kasvu-%	25 %	39 %	84 %	22 %	12 %
Liikearvo	0,9	7,1	7,5	7,5	7,5	Liikevoiton oik. kasvu-%	17 %	45 %	83 %	22 %	13 %
Nettovelat	-0,5	5,9	2,0	-9,0	-24,1	EPS oik. kasvu-%	7 %	30 %	98 %	21 %	11 %
Kassavirta	2019	2020	2021	2022e	2023e	Käyttökate-%	16 %	15 %	17 %	17 %	17 %
Käyttökate	11,5	15,9	29,3	35,8	40,0	Oik. Liikevoitto-%	14 %	14 %	16 %	16 %	16 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-1,3	-10,0	-17,4	-7,4	-8,0	Liikevoitto-%	14 %	12 %	15 %	16 %	16 %
Operatiivinen kassavirta	7,6	3,6	7,0	22,4	24,7	ROE-%	33 %	31 %	42 %	35 %	30 %
Investoinnit	-1,1	-18,1	-6,2	-4,7	-4,0	ROI-%	41 %	33 %	42 %	39 %	35 %
Vapaa kassavirta	6,5	-12,9	0,8	16,0	20,7	Omavaraisuusaste	60 %	50 %	52 %	61 %	66 %
						Nettovelkaantumisaste	-2 %	15 %	3 %	-11 %	-22 %
Arvostuskertoimet	2019	2020	2021	2022e	2023e						
EV/Liikevaihto	1,0	1,1	2,7	2,1	1,8						
EV/EBITDA (oik.)	6,4	7,1	15,8	12,1	10,4						
EV/EBIT (oik.)	7,3	7,7	17,2	13,2	11,3						
P/E (oik.)	11,8	9,8	21,2	16,8	15,1						
P/B	3,4	2,8	7,3	5,2	4,1						
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	1,0 %	1,2 %	1,3 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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.

Inderesin analyytikko Joonas Korkiakoskella on 8.4.2021 saadun ilmoituksen mukaan yli 50.000 euron omistus kohdeyhtiössä Incap Oyj.

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
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 €	18,55 €
17.9.2020	Lisää	20,00 €	18,00 €
27.10.2020	Lisää	17,50 €	15,10 €
12.11.2020	Lisää	19,00 €	17,00 €
26.11.2020	Lisää	20,00 €	18,00 €
25.2.2021	Lisää	27,00 €	24,40 €
28.4.2021	Lisää	38,00 €	35,25 €
29.7.2021	Lisää	46,00 €	42,90 €
16.9.2021	Lisää	55,00 €	50,60 €
28.10.2021	Vähennä	70,00 €	73,90 €
25.2.2022	Lisää	72,00 €	67,10 €
22.3.2022	Vähennä	74,00 €	75,40 €

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

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

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

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

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**