

Incap

Yhtiöraportti

19.4.2023 8:50



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Tuomio vaikuttaa hieman liian tyylyltä

Leikkaamme merkittäviä negatiivisia ennustemuutoksia heijastellen Incapin tavoitehintamme 12,00 euroon (aik. 17,00 €), mutta nostamme kuitenkin tyylyn yli 40 %:n kurssilaskun jälkeen painuneen arvostuksen takia yhtiön suosituksemme lisää-tasolle (aik. vähennä). Incap antoi eilen negatiivisen tulosvaroituksen kuluva vuodesta, kun yhtiön suurin asiakas on päättänyt laskea varastotasojaan komponenttitilanteen normalisoitumisen ja hidastuneen kasvunäkymän takia. Lyhyellä tähtäimellä osakkeen positiiviset ajurit ovat vähissä, mutta emme kuitenkaan näe suurimpaan asiakkaaseen liittyviä ongelmia rakenteellisina. Siten osakkeen laskenut arvostus antaa mielestämme rohkeille ja kärsivällisille sijoittajille jo ostopaikan.

Suurin asiakas jarruttaa ja vetää Incapin kasvun sekä tuloksen alamäkeen

Incapin antoi eilen negatiivisen tulosvaroituksen jonka mukaan yhtiön liikevaihto ja liikevoitto (EBIT) vuonna 2023 ovat pienempiä kuin vuonna 2022 (aik. liikevaihto, EBIT ja oikaistu EBIT ovat korkeammat kuin vuonna 2022). Vuonna 2022 Incap teki 264 MEUR:n liikevaihdolla 39 MEUR:n liikevoiton. Incapin mukaan tulosvaroitusta liittyy yhtiön suurimpaan asiakkaaseen, joka on päättänyt pienentää varastotasojaan ja siten siirtää joitakin tilauksia vuodesta 2023 vuoteen 2024. Kyseisen asiakkaan kasvu on jäänyt alkuperäistä ennustetta pienemmäksi johtuen markkinadynamiikan muutoksista, komponenttien parantuneesta saatavuudesta ja muutamien keskeisten markkinoiden taantumasta. Incap odottaa varastojen alentamisjakson olevan tilapäinen. Muiden asiakkaiden liikevaihdon Incap odottaa kasvavan tänä vuonna, mutta kasvu ei riitä kompensoimaan suurimman asiakkaan myynnin laskua. Incapin suurin asiakas toi vuosikertomuksen mukaan viime vuonna 70 % yhtiön liikevaihdosta.

Tulosvaroitusta oli yllätys, mutta asiakasriskit oli toki tiedossa ja huomioitu näkemyksessä

Incapin tulosvaroitusta oli meille ja kurssireaktiosta päätellen myös muille yllätys. Incapin suurimpaan asiakkaaseen hollantilaiseen tehoelektroniikan valmistaja Victron Energyyn liittyvän merkittävän binäärisen riskin olemme toki huomioineet ja se on ollut merkittävä tekijä jarruttamassa yhtiölle hyväksymäämme arvostustasoa viime vuosien rakettikasvussa. Victron Energyyn tuoteportfolio on käsityksemme mukaan pitkässä juoksussa hyvä, sillä yhtiö valmistaa monia vihreästä siirtymästä hyötyviä elektroniikkatuotteita. Siten emme lähtökohtaisesti odota Victron Energyyn liiketoiminnan hidastumisen olevan rakenteellista. Leikkasimme Incapin kuluvan vuoden ennusteitamme liikevaihdon osalta 24 % 237 MEUR:oon ja liikevoiton tasolla 34 % 30,7 MEUR:oon. Ennusteemme vastaavat nyt 10 % liikevaihdon laskua ja 20 %:n liikevoiton laskua, minkä arvioimme olevan linjassa uuden ohjeistuksen kanssa. Myös ensi vuoden ennusteemme laskivat selvästi, vaikka odotammekin Incapin palaavan sekä kasvun että tuloskasvun osalta ylämäkeen ja saavuttavan lähes vuoden 2022 tulostason. Ennusteemme perustuvat skenaarioon, jossa Victor Energyyn varastokorjaus kestää noin ensi talveen asti ja muut asiakkuudet pysyvät talousriskeistä huolimatta kasvussa lähivuodet

Tuottovaatimus ylittyi niukasti, kun kurssilasku oli ennustemuutoksia rajumpi

Incapin ennusteidemme mukaiset P/E-luvut vuosille 2023 ja 2024 ovat 14x ja 11x, kun taas vastaavat EV/EBIT-kertoimet ovat 10x ja 8x. Mielestämme Incapin arvostus on varovaisen houkutteleva, kun huomioidaan asiakasriskin lisäksi yhtiön vahva kilpailukyky sekä toimialan eliittä oleva pitkä track-record. Näin ollen osakkeen tuotto-odotus ylittää mielestämme jo lievästi tuottovaatimusme, jota myös kohotimme hieman asiakasriskin muistutettua ikävästi olemassa olostaan. Myös laskeneeseen DCF-arvoon nousuvara on jo kohtuullinen.

Suositus

Lisää

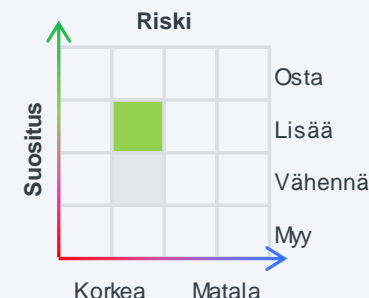
(aik. Vähennä)

12,00 EUR

(aik. 17,00 EUR)

Osakekurssi:

10,92 EUR



Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	263,8	237,0	266,4	293,0
kasvu-%	55 %	-10 %	12 %	10 %
EBIT oik.	40,0	31,0	38,2	42,8
EBIT-% oik.	15,2 %	13,1 %	14,4 %	14,6 %
Nettotulos	27,6	22,6	28,8	32,5
EPS (oik.)	0,98	0,78	0,99	1,12

P/E (oik.)	17,5	14,0	11,0	9,8
P/B	5,7	2,9	2,4	2,0
Osinkotuotto-%	0,0 %	1,4 %	1,8 %	2,3 %
EV/EBIT (oik.)	12,8	9,5	7,2	6,0
EV/EBITDA	12,0	8,4	6,4	5,4
EV/Liikevaihto	1,9	1,2	1,0	0,9

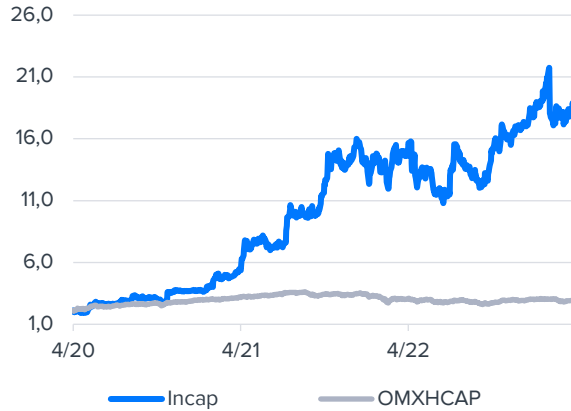
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Laskenut)

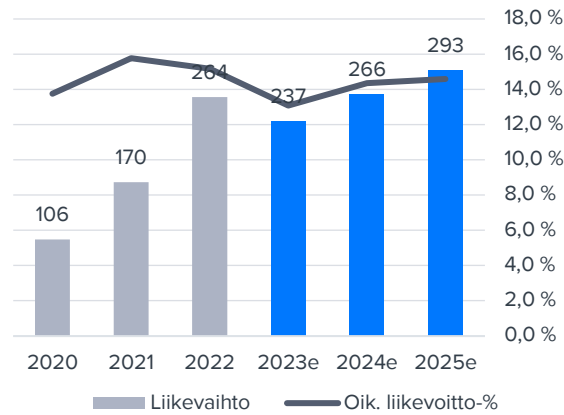
Incap arvioi, että yhtiön liikevaihto ja liikevoitto (EBIT) vuonna 2023 ovat pienempiä kuin vuonna 2022. Liikevaihto- ja liikevoittoennusteen lasku liittyy Incapin suurimpaan asiakkaaseen, joka on päättänyt pienentää varastotasojaan.

Osakekurssi



Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

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



Riskitekijät

- Molemmipuolisesti haastava arvoketjuasema pitää kilpailutilanteen raadollisena
- Asiakastoimialojen syklinen luonne
- Kilpailutilanteen kiristyminen
- Oman kulutehokkuuden rapistuminen
- Toimitusketjuissa olevat häiriöt
- Erittäin iso yksittäinen asiakas sekä muutenkin keskittynyt asiakasrakenne

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	10,92	10,92	10,92
Osakemäärä, milj. kpl	29,3	29,3	29,3
Markkina-arvo	319	319	319
Yritysarvo (EV)	295	276	257
P/E (oik.)	14,0	11,0	9,8
P/E	14,2	11,1	9,8
P/Kassavirta	8,3	13,3	12,9
P/B	2,9	2,4	2,0
P/S	1,3	1,2	1,1
EV/Liikevaihto	1,2	1,0	0,9
EV/EBITDA (oik.)	8,4	6,4	5,4
EV/EBIT (oik.)	9,5	7,2	6,0
Osinko/tulos (%)	19,4 %	20,3 %	22,5 %
Osinkotuotto-%	1,4 %	1,8 %	2,3 %

Lähde: Inderes

Odotamme tulosvaroituksen ajoituksen perusteella vielä kohtalaista Q1:stä

Ennustetaulukko MEUR / EUR	Q1'22	Q1'23	Q1'23e	Q1'23e	Konsensus		2023e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
Liikevaihto	53,3		66,0				237
Liikevoitto (oik.)	6,9		9,0				31,0
Liikevoitto	6,8		8,9				30,7
EPS (raportoitu)	0,19		0,22				0,77
Liikevaihdon kasvu-%	41,4 %		23,8 %				-10,2 %
Liikevoitto-% (oik.)	12,9 %		13,6 %				13,1 %

Source: Inderes

Ennusteisiin tuli rajua ja laaja-alainen tasokorjaus alaspäin

Tulosvaroitukset oli yllätys, mutta asiakasriskit oli toki tiedossa

Incap antoi aiemman ohjeistuksensa alle 2 kuukautta sitten ja vaikutti tuolloin luottavaiselta kasvun jatkumisen suhteen, joten tulosvaroitukset oli meille ja kurssireaktiosta myös muille yllätys. Incapin suurimpaan asiakkaaseen hollantilaiseen tehoelektronikan valmistaja Victron Energyyn liittyvän merkittävän binäärisen riskin olemme toki huomioineet ja se on ollut merkittävä tekijä jarruttamassa yhtiölle hyväksymäämme arvostustasoa viime vuosien rakettikasvussa. Victron Energyyn tuoteportfolio on käsityksemme mukaan pitkässä juoksussa hyvä, sillä yhtiö valmistaa monia vihreästä siirtymästä hyötyviä elektroniikkatuotteita. Näin ollen emme lähtökohtaisesti odota Victron Energyyn liiketoiminnan hidastumisen olevan rakenteellista. Vaikka pidämme ongelmaa tilapäisenä

emme oletta sen ratkeavan käden käänteessä. Arvioimme mukaan Incapin asiakassuhde Victron Energyyn on vahva ja pidämme riskiä asiakkaan menettämisestä vähäisenä. Sijoittajien kannalta ongelmallista kuitenkin on olematon läpinäkyvyys listaamattomaan Victron Energyyn, joka suuren liikevaihto-osuuden takia määrää Incapin liikevaihdon ja tuloksen suunnan myös vuoden 2023 jälkeen. Hopeareunus ongelmassa on, että Incapin kassavirran pitäisi vahvistua tänä vuonna, kun viime vuosina kasvun takia paisunut käyttöpääoma kiertää varastosta kassaan.

Ennusteet joutuivat leikkuriin, vaikka odotammekin yhtiön palaavan kasvuun ensi vuonna

Leikkasimme Incapin kuluvaan vuoden ennusteitamme liikevaihdon osalta 24 % 237 MEUR:oon ja liikevoiton tasolla 34 % 30,7 MEUR:oon. Ennusteemme vastaavat nyt 10 % liikevaihdon laskua

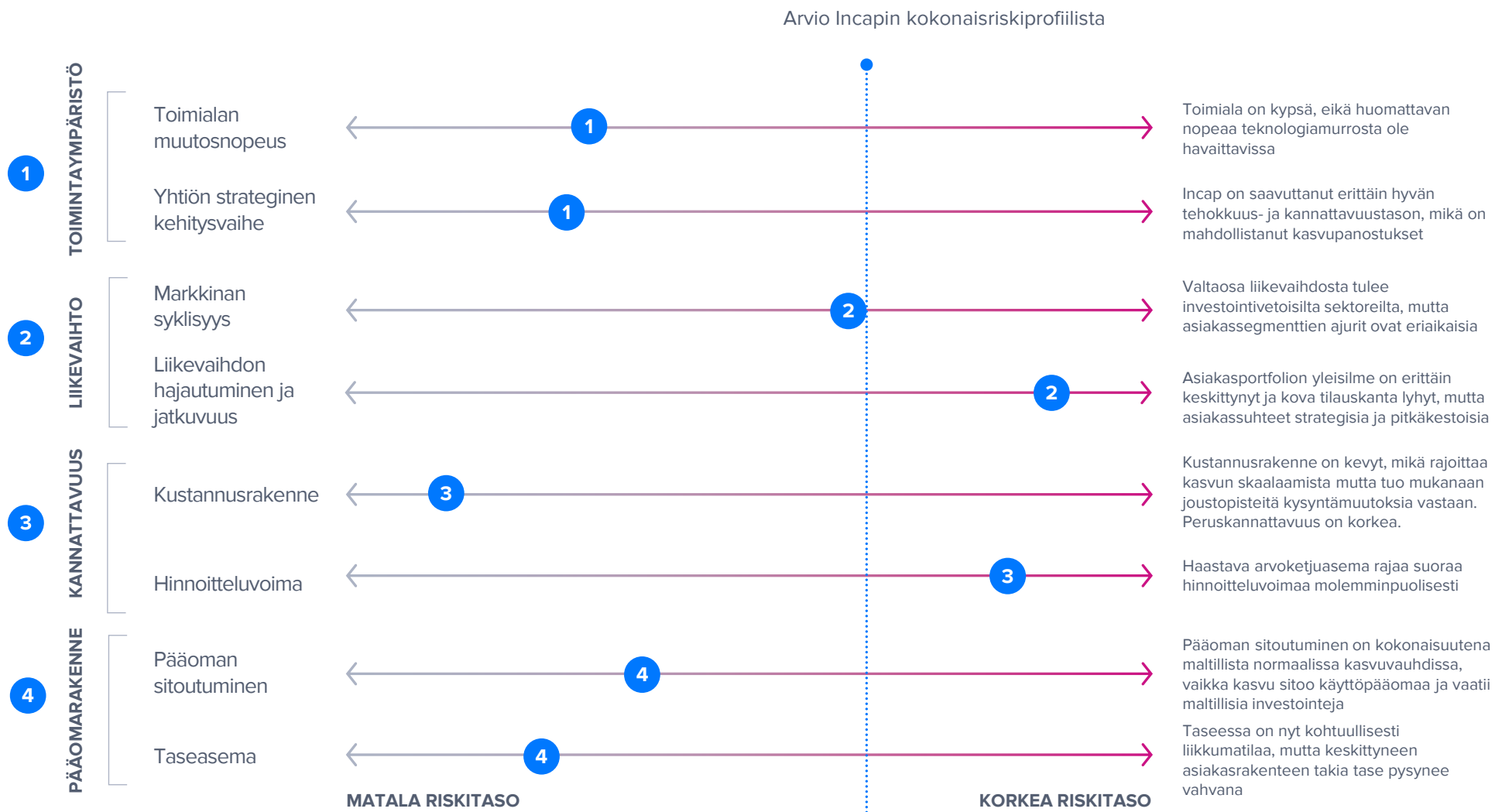
ja 20 %:n liikevoiton laskua, minkä arvioimme olevan linjassa uuden ohjeistuksen kanssa. Myös ensi vuoden ennusteemme laskivat selvästi, vaikka odotammekin Incapin palaavan sekä kasvun että tuloskasvun osalta ylämäkeen ja saavuttavan lähes vuoden 2022 tulostason. Ennusteemme perustuvat skenaarioon, jossa Victor Energyyn varastokorjaus kestää noin ensi talveen asti ja muut asiakkuudet pysyvät talousriskeistä huolimatta kasvussa lähivuodet. Pääriskit tulosennusteillemme ovat mielestämme yksittäiset suuret asiakkaat ja kilpailun kiristyminen toimialalla.

Arvioimme edellisen ohjeistuksen ja tulosvaroituksen ajoituksen perusteella vielä Q1:n sujuneen Incapilta kasvussa sekä liikevaihdon ja tuloksen osalta ja Victron Energyyn toimitusten jarrutuksen näkyvän etenkin loppuvuotta kohti. Näkyvyys kvartaalitasoan ajoitukseen on kuitenkin heikko.

Ennustemuutokset	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos
MEUR / EUR	Old	New	%	Old	New	%	Old	New	%
Liikevaihto	311	237	-24 %	311	266	-14 %	342	293	-14 %
Liikevoitto	46,4	30,7	-34 %	46,7	37,9	-19 %	51,1	42,5	-17 %
Tulos ennen veroja	44,9	29,7	-34 %	46,0	37,2	-19 %	50,4	41,8	-17 %
EPS (raportoitu)	1,17	0,78	-33 %	1,19	0,97	-19 %	1,30	1,08	-17 %
Osakekohtainen osinko	0,15	0,15	0 %	0,20	0,20	0 %	0,25	0,25	0 %

Lähde: Inderes

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Kurssiliike painoi arvostuksen jo alas

Arvostus taipuu varovaisen houkuttelevaksi

Incapin ennusteidemme mukaiset oikaistut P/E-luvut vuosille 2023 ja 2024 ovat 14x ja 11x, kun taas vastaavat EV/EBIT-kertoimet ovat noin 10x ja 7x. Kuluvan vuoden kertoimet ovat Incapin omien 5 vuoden mediaanitasojen yläpuolella ja ensi vuoden kertoimet niiden alapuolella. Näin ollen pidämme arvostuksen kokonaiskuvaa varovaisen jo houkuttelevana, kunhan ongelmat suurimman asiakkaan kanssa jäävät väliaikaisiksi. Kuitenkin huomautamme, että Incapin tase- ja volyympohjainen arvostus ei tarjoa tukea, jos suurimpaan asiakkaaseen liittyvät ongelmista tulisi odotustemme vastaisesti seuraavia 3-5 kvartaalia pidempiaikaisia tai pahimmillaan kroonisia.

Merkittävästi korkeampaa arvostusta emme pidä yhtiölle hyväksyttävänä, asiakasrakenne huomioiden. Kuten nyt nähtiin, suurimman asiakkaan liiketoiminnan suunta käytännössä määrää suurelta osin Incapin suunnan lyhyellä tähtäimellä. Mielestämme tämä nostaa osakkeen riskitasoa, kun heilahduksen vaara on alati läsnä hyvässä ja pahassa. Korostamme, että emme varsinaisesti pelkää kyseisin asiakkaan menettämistä vaan päähuoli on jatkossakin se, että asiakkaan kasvun hidastuminen, liiketoiminnan ongelmat tai kilpailun kiristyminen asiakkuudessa iskisivät nopeasti läpi Incapin liikevaihtoon ja tulokseen ja tähän yhtiö voisi vaikuttaa vain rajallisesti.

Tuotto-odotus alkaa olla kärsivällisille ja riskiä sietäville sijoittajille houkutteleva

Toteutuneella tuloksella Incapin arvostus on mielestämme myös matala (P/E 11x) ja tulostrendin suunta osoittaa nyt alaspäin lähiajat viimeistään Q2:sta alkaen. Näin ollen 12 kuukauden tähtäimellä kumpikaan komponentti ei tue osaketta, mutta keskipitkällä tähtäimellä odotamme toki Incapin

palaavan tuloskasvuun ja siten tuloskasvunäkymä muodostaa nykyarvostuksesta houkuttelevan tuotto-odotuksen. Osinkotuotto on vähissä, kun Incap säästää pääomiaan (mielestämme järkevästi) orgaaniseen ja epäorgaaniseen kasvuun. Nämä tekijät huomioiden osakkeen tuotto-odotus ylittää mielestämme tuottovaatimuksen niukasti, mutta tuotto-odotukset realisoituminen voi vaatia aikaa.

Verrokkiarvostus ja DCF indikoivat osakkeen olevan houkuttelevan puoleisesti hinnoiteltu

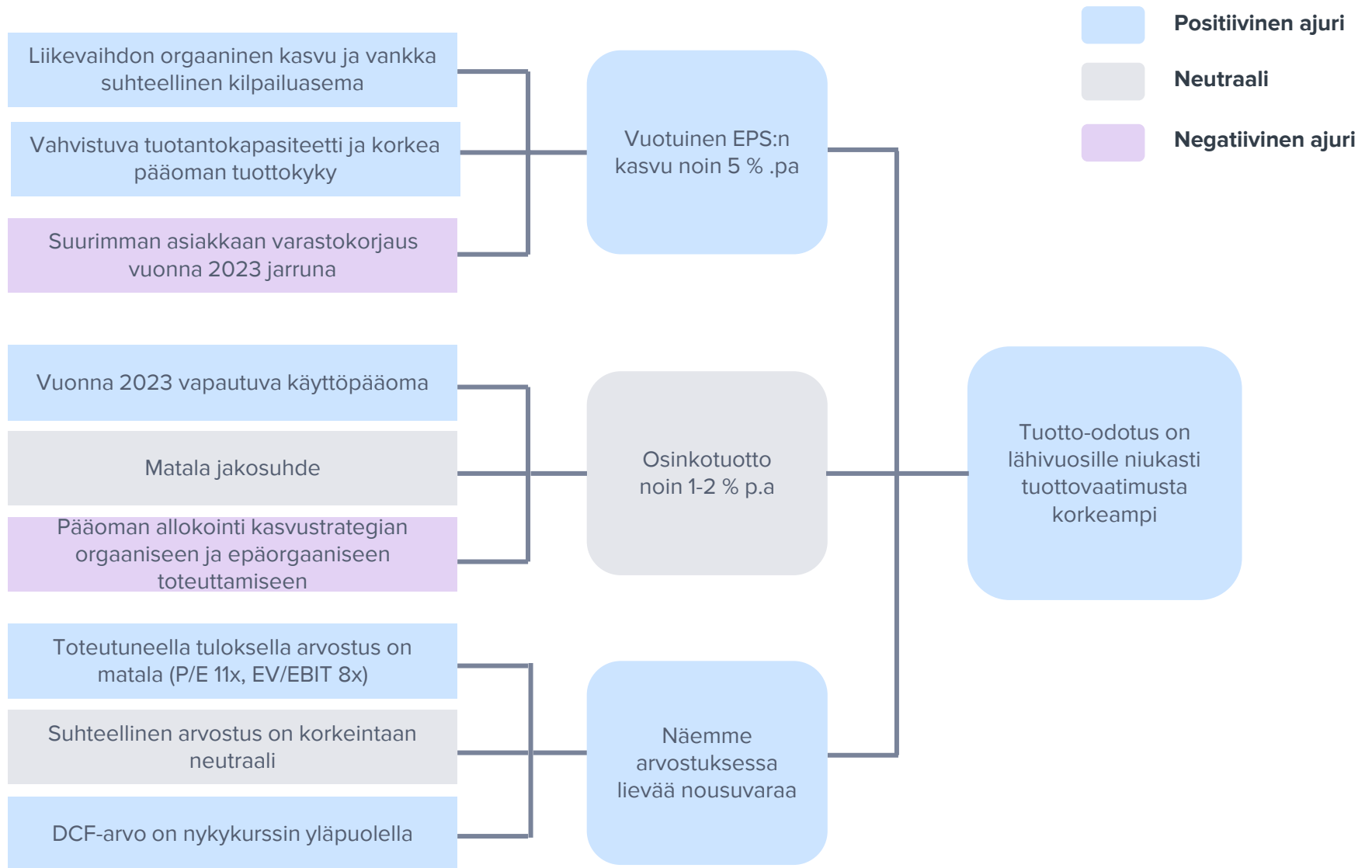
Globaaleista sopimusvalmistajista koostuvaan verokkir ryhmään peilattuna Incapin tulospohjainen arvostus on tietyistä riskiriitaisuuksista huolimatta kokonaisuutena alennuksella. Tämä on mielestämme perusteltua Incapille, sillä yhtiön erinomaisen pidemmän ajan track-record ja vahva kilpailukyky tasapainottavat yhtiön asiakasrakenteesta johtuvaa keskimääräistä korkeampaa riskiprofilia. Näin ollen suhteellinen arvostus tukee näkemystämme lievästi houkuttelevan puoleiseksi kääntyvästä arvostustasosta.

Incapin DCF-mallimme mukainen arvo on noin 13 euroa osakkeelta. Mallimme olettaa, että Incap jatkaa keskipitkällä aikavälillä markkinoita nopeampaa kasvua vuoden 2023 kuopan jälkeen kilpailuetujensa turvin sekä tekee toimialan logiikkaan suhteutettuna erittäin vahvaa 13-15 %:n EBIT-% koko ennustehorisontilla (leikkasimme DCF-mallin häntäriskiä laskemalla hieman termiinalikannattavuutta). Siten myöskään DCF ei mielestämme indikoi osakkeen olevan korkealle hinnoiteltu. DCF-arvo laski selvästi edellisestä päivityksestämme, sillä yhtiön isoimman riskin osittainen realisoituminen painoi samanaikaisesti ennusteita sekä nosti tuottovaatimustamme.

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	10,92	10,92	10,92
Osakemäärä, milj. kpl	29,3	29,3	29,3
Markkina-arvo	319	319	319
Yritysarvo (EV)	295	276	257
P/E (oik.)	14,0	11,0	9,8
P/E	14,2	11,1	9,8
P/Kassavirta	8,3	13,3	12,9
P/B	2,9	2,4	2,0
P/S	1,3	1,2	1,1
EV/Liikevaihto	1,2	1,0	0,9
EV/EBITDA (oik.)	8,4	6,4	5,4
EV/EBIT (oik.)	9,5	7,2	6,0
Osinko/tulos (%)	19,4 %	20,3 %	22,5 %
Osinkotuotto-%	1,4 %	1,8 %	2,3 %

Lähde: Inderes

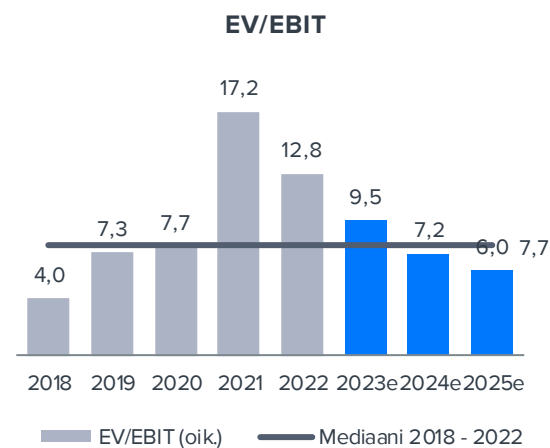
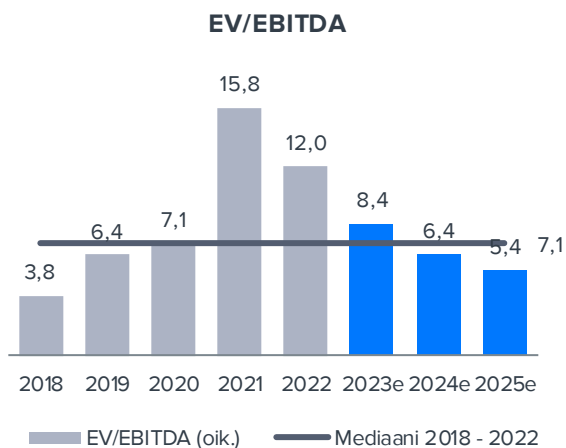
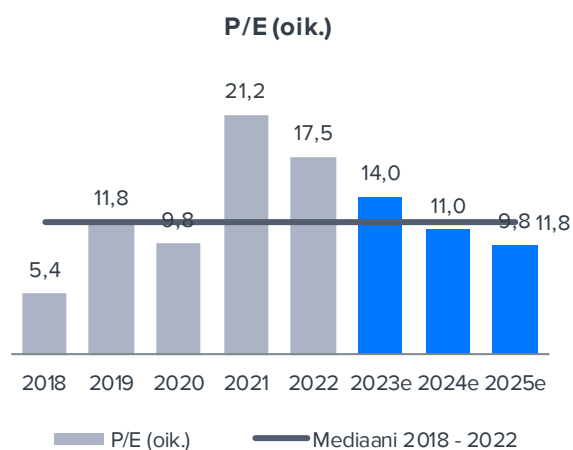
Osaketuoton ajurit 2022-2025e



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	1,45	3,38	3,69	15,70	17,10	10,92	10,92	10,92	10,92
Osakemäärä, milj. kpl	21,9	21,9	29,1	29,2	29,3	29,3	29,3	29,3	29,3
Markkina-arvo	32	74	107	459	500	319	319	319	319
Yritysarvo (EV)	35	73	113	461	514	295	276	257	234
P/E (oik.)	5,4	11,8	9,8	21,2	17,5	14,0	11,0	9,8	8,6
P/E	5,4	11,8	11,6	21,8	18,1	14,2	11,1	9,8	8,6
P/Kassavirta	13,7	11,4	neg.	>100	neg.	8,3	13,3	12,9	10,8
P/B	2,0	3,4	2,8	7,3	5,7	2,9	2,4	2,0	1,7
P/S	0,5	1,0	1,0	2,7	1,9	1,3	1,2	1,1	1,0
EV/Liikevaihto	0,6	1,0	1,1	2,7	1,9	1,2	1,0	0,9	0,7
EV/EBITDA (oik.)	3,8	6,4	7,1	15,8	12,0	8,4	6,4	5,4	4,4
EV/EBIT (oik.)	4,0	7,3	7,7	17,2	12,8	9,5	7,2	6,0	4,8
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	19,4 %	20,3 %	22,5 %	23,7 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,4 %	1,8 %	2,3 %	2,7 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e
Cicor Technologies	155	260	14,0	12,4	6,6	6,0	0,7	0,6	24,2	16,8			1,2
Integrated Micro-Electronics	180	404	16,4	12,6	6,1	5,4	0,3	0,3	22,2	11,1			0,4
Data Modul	210	221	6,5	5,3	5,8	4,9	0,6	0,6	10,8	9,7	0,2	0,2	1,4
Hanza	295	344	12,6	9,0	5,0	4,3	0,4	0,4	20,8	18,0	1,3	1,5	1,1
Kitron	632	951	19,6	17,6	15,0	13,9	1,5	1,4	19,1	16,5	1,9	2,5	4,0
Lacroix Group SA	147	316	10,8	8,9	6,3	5,6	0,4	0,4	8,5	6,9	3,3	4,3	0,8
Jabil	10152	11779	7,7	7,4	4,9	4,8	0,4	0,4	10,0	9,2	0,4	0,4	3,9
Scanfil	591	677	12,4	11,6	9,4	8,9	0,8	0,8	14,4	13,2	2,5	2,6	2,3
Fabrinet	3295	2823	10,8	9,9	9,3	8,7	1,1	1,1	12,7	11,6			2,4
Hana Microelectronics	1062	973	16,0	13,2	9,0	7,9	1,3	1,1	16,3	13,7	2,9	3,7	1,6
SVI	603	691	14,9	13,2	11,6	10,7	0,9	0,8	13,4	12,1	2,6	2,9	2,9
TT Electronics	360	520	9,1	8,4	6,8	6,2	0,7	0,7	9,7	8,6	3,7	4,1	1,0
Katek Se	214	291	30,0	17,4	12,6	7,2	0,4	0,4		25,0			1,3
Nolato AB	1282	1363	17,7	13,7	10,8	9,1	1,5	1,3	21,2	16,4	3,8	3,5	2,6
Celestica	1396	1759	5,0	4,8	3,9	3,7	0,3	0,2	6,2	5,7			0,9
Incap (Inderes)	319	295	9,5	7,2	8,4	6,4	1,2	1,0	14,0	11,0	1,4	1,8	2,9
Keskiarvo			13,6	11,0	8,2	7,1	0,7	0,7	15,0	13,0	2,3	2,6	1,9
Mediaani			12,6	11,6	6,8	6,6	0,7	0,6	13,9	12,1	2,5	2,8	1,4
Erotus-% vrt. mediaani			-24 %	-38 %	23 %	-2 %	81 %	62 %	1 %	-9 %	-46 %	-33 %	107 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	H1'21	H2'21	2021	H1'22	H2'22	2022	H1'23e	H2'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	71,3	98,5	170	115	149	264	127	110	237	266	293	316
Incap	71,3	98,5	170	115	149	264	127	110	237	266	293	316
Käyttökate	11,3	17,9	29,3	17,2	25,6	42,8	18,8	16,5	35,2	42,6	47,0	52,8
Poistot ja arvonalennukset	-1,6	-1,7	-3,3	-1,8	-2,0	-3,8	-2,1	-2,4	-4,5	-4,7	-4,6	-4,6
Liikevoitto ilman kertaeriä	10,2	16,6	26,8	15,6	24,4	40,0	16,8	14,2	31,0	38,2	42,8	48,5
Liikevoitto	9,8	16,2	26,0	15,4	23,6	39,0	16,7	14,1	30,7	37,9	42,5	48,2
Nettorahoituskulut	-0,3	0,1	-0,3	-0,8	-1,5	-2,3	-0,7	-0,3	-1,0	-0,7	-0,7	-0,7
Tulos ennen veroja	9,4	16,3	25,7	14,6	22,1	36,7	16,0	13,8	29,7	37,2	41,8	47,5
Verot	-1,6	-3,0	-4,7	-3,4	-5,7	-9,0	-3,8	-3,3	-7,1	-9,1	-10,3	-11,7
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
Nettotulos	7,8	13,3	21,1	11,2	16,4	27,6	12,1	10,5	22,6	28,1	31,5	35,8
EPS (oikaistu)	0,28	0,46	0,74	0,39	0,59	0,98	0,42	0,36	0,78	0,97	1,08	1,23
EPS (raportoitu)	0,27	0,45	0,72	0,38	0,57	0,94	0,41	0,36	0,77	0,96	1,08	1,22

Tunnusluvut	H1'21	H2'21	2021	H1'22	H2'22	2022	H1'23e	H2'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	52,2 %	65,1 %	59,4 %	60,6 %	51,6 %	55,4 %	10,9 %	-26,3 %	-10,2 %	12,4 %	10,0 %	8,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	83,5 %	82,3 %	82,8 %	53,1 %	47,1 %	49,4 %	7,7 %	-41,8 %	-22,5 %	23,3 %	11,9 %	13,4 %
Käyttökate-%	15,9 %	18,2 %	17,2 %	15,0 %	17,2 %	16,2 %	14,8 %	15,0 %	14,9 %	16,0 %	16,0 %	16,7 %
Oikaistu liikevoitto-%	14,3 %	16,8 %	15,8 %	13,6 %	16,4 %	15,2 %	13,2 %	12,9 %	13,1 %	14,4 %	14,6 %	15,3 %
Nettotulos-%	10,9 %	13,5 %	12,4 %	9,8 %	11,0 %	10,5 %	9,5 %	9,5 %	9,5 %	10,6 %	10,8 %	11,3 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Pysyvät vastaavat	23	33	32	31	31
Liikearvo	8	7	7	7	7
Aineettomat hyödykkeet	0	4	4	3	3
Käyttöomaisuus	14	20	20	20	20
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0	0	0	0	0
Muut sijoitukset	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	0	1	1	1	1
Laskennalliset verosaamiset	1	0	0	0	0
Vaihtuvat vastaavat	102	136	154	187	221
Vaihto-omaisuus	59	92	71	79	85
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0	0
Myyntisaamiset	34	36	45	51	59
Likvidit varat	9	8	38	58	77
Taseen loppusumma	130	168	186	218	251

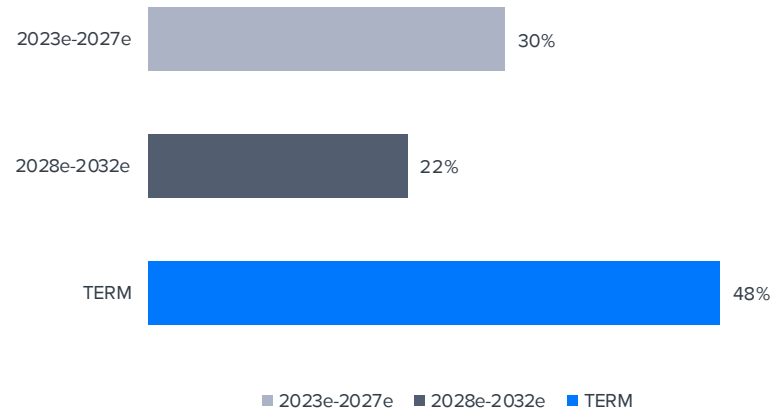
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Oma pääoma	63	87	110	134	161
Osakepääoma	1	1	1	1	1
Kertyneet voittovarot	42	70	92	117	143
Oman pääoman ehtoiset lainat	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	-2	-5	-5	-5	-5
Muu oma pääoma	22	22	22	22	22
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	6	13	13	13	13
Laskennalliset verovelat	1	1	1	1	1
Varaukset	2	2	2	2	2
Lainat rahoituslaitoksilta	4	11	10	10	10
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	0	0	0	0	0
Lyhytaikaiset velat	60	68	64	71	78
Lainat rahoituslaitoksilta	7	11	4	4	4
Lyhytaikaiset korottomat velat	53	57	59	67	73
Muut lyhytaikaiset velat	0	1	1	1	1
Taseen loppusumma	130	168	186	218	251

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	55,4 %	-10,2 %	12,4 %	10,0 %	8,0 %	5,0 %	4,0 %	3,5 %	3,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-% (oik.)	14,8 %	13,0 %	14,2 %	14,5 %	15,2 %	14,5 %	14,0 %	14,0 %	13,5 %	13,0 %	13,0 %	13,0 %
Liikevoitto	39,0	30,7	37,9	42,5	48,2	48,2	48,4	50,1	49,7	49,3	50,3	
+ Kokonaispoistot	3,8	4,5	4,9	4,8	4,8	4,8	5,1	5,1	5,3	5,3	4,8	
- Maksetut verot	-8,8	-7,1	-9,1	-10,3	-11,7	-11,8	-11,9	-12,4	-12,4	-12,4	-12,7	
- verot rahoituskuluista	-0,6	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,2	0,2	0,3	0,4	0,5	0,6	0,6	0,7	0,8	
- Käyttöpääoman muutos	-30,7	14,6	-5,7	-7,7	-7,2	-2,2	-3,2	-2,9	-2,6	-2,7	-1,8	
Operatiivinen kassavirta	2,8	42,5	28,0	29,3	34,2	39,2	38,6	40,3	40,5	40,2	41,2	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-9,7	-4,0	-4,0	-4,5	-4,5	-5,0	-5,0	-5,0	-5,0	-5,0	-5,7	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-6,7	38,4	23,9	24,8	29,7	34,2	33,6	35,2	35,5	35,1	35,5	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-6,7	38,4	23,9	24,8	29,7	34,2	33,6	35,2	35,5	35,1	35,5	469
Diskontattu vapaa kassavirta		36,0	20,4	19,3	21,0	22,1	19,8	18,9	17,3	15,7	14,4	190
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		395	359	339	319	298	276	257	238	220	205	190
Velaton arvo DCF		395										
- Korolliset velat		-21,2										
+ Rahavarat		7,6										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		382										
Oman pääoman arvo DCF per osake		13,0										

Rahavirran jakauma jaksottain



Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	25,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,40
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,25 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	10,4 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,7 %

Lähde: Inderes

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	106,5	169,8	263,8	237,0	266,4	EPS (raportoitu)	0,32	0,72	0,94	0,77	0,99
Käyttökate	15,9	29,3	42,8	35,2	42,8	EPS (oikaistu)	0,37	0,74	0,98	0,78	0,99
Liikevoitto	12,6	26,0	39,0	30,7	37,9	Operat. kassavirta / osake	0,12	0,24	0,09	1,45	0,96
Voitto ennen veroja	11,5	25,7	36,7	29,7	37,9	Vapaa kassavirta / osake	-0,44	0,03	-0,23	1,31	0,82
Nettovoitto	9,2	21,1	27,6	22,6	28,8	Omapääoma / osake	1,32	2,15	2,99	3,76	4,60
Kertaluontoiset erät	-2,1	-0,8	-1,0	-0,3	-0,3	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,15	0,20
Tase	2020	2021	2022	2023e	2024e	Kasvu ja kannattavuus	2020	2021	2022	2023e	2024e
Taseen loppusumma	76,4	129,5	168,4	186,3	218,1	Liikevaihdon kasvu-%	50 %	59 %	55 %	-10 %	12 %
Oma pääoma	38,5	62,9	87,4	110,0	134,4	Käyttökateen kasvu-%	39 %	84 %	46 %	-18 %	22 %
Liikearvo	7,1	7,5	7,2	7,2	7,2	Liikevoiton oik. kasvu-%	45 %	83 %	49 %	-23 %	23 %
Nettovelat	5,9	2,0	13,6	-24,1	-43,6	EPS oik. kasvu-%	30 %	98 %	31 %	-20 %	27 %
Kassavirta	2020	2021	2022	2023e	2024e	Käyttökate-%	15 %	17 %	16 %	15 %	16 %
Käyttökate	15,9	29,3	42,8	35,2	42,8	Oik. Liikevoitto-%	14 %	16 %	15 %	13 %	14 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-10,0	-17,4	-30,7	14,6	-5,7	Liikevoitto-%	12 %	15 %	15 %	13 %	14 %
Operatiivinen kassavirta	3,6	7,0	2,8	42,5	28,0	ROE-%	31 %	42 %	37 %	23 %	24 %
Investoinnit	-18,1	-6,2	-9,7	-4,0	-4,0	ROI-%	33 %	42 %	43 %	26 %	28 %
Vapaa kassavirta	-12,9	0,8	-6,7	38,4	23,9	Omavaraisuusaste	50 %	52 %	52 %	59 %	62 %
						Nettovelkaantumisaste	15 %	3 %	16 %	-22 %	-32 %
Arvostuskertoimet	2020	2021	2022	2023e	2024e						
EV/Liikevaihto	1,1	2,7	1,9	1,2	1,0						
EV/EBITDA (oik.)	7,1	15,8	12,0	8,4	6,4						
EV/EBIT (oik.)	7,7	17,2	12,8	9,5	7,2						
P/E (oik.)	9,8	21,2	17,5	14,0	11,0						
P/B	2,8	7,3	5,7	2,9	2,4						
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,4 %	1,8 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Suosituksihistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
12/05/2020	Lisää	2,60 €	2,40 €
25/05/2020	Lisää	2,80 €	2,57 €
27/08/2020	Lisää	4,00 €	3,71 €
17/09/2020	Lisää	4,00 €	3,60 €
27/10/2020	Lisää	3,50 €	3,02 €
12/11/2020	Lisää	3,80 €	3,40 €
26/11/2020	Lisää	4,00 €	3,60 €
25/02/2021	Lisää	5,40 €	4,88 €
28/04/2021	Lisää	7,60 €	7,05 €
29/07/2021	Lisää	9,20 €	8,58 €
16/09/2021	Lisää	11,00 €	10,12 €
28/10/2021	Vähennä	14,00 €	14,78 €
25/02/2022	Lisää	14,40 €	13,42 €
23/03/2022	Vähennä	14,80 €	15,08 €
27/04/2022	Vähennä	14,80 €	14,00 €
28/07/2022	Lisää	16,00 €	14,66 €
19/10/2022	Lisää	17,00 €	15,08 €
28/10/2022	Vähennä	17,00 €	16,06 €
18/11/2022	Vähennä	17,00 €	16,18 €
23/02/2023	Vähennä	17,00 €	18,04 €
19/04/2023	Lisää	12,00 €	10,92 €

Inderes yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Asiakkainamme on yli 400 pohjoismaista pörssiyritystä, jotka haluavat palvella sijoittajia tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Yhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista sijoittajaa.

Yhteiskunnallisena tavoitteenamme on demokratisoida tieto finanssimarkkinoilla.

Rakennamme pörssiyrityksien tarpeisiin ratkaisuja, joiden avulla voidaan tehdä tehokasta ja oikeat kohderyhmät tavoitettavaa sijoittajaviestintää. Liikevaihdostamme suurin osa muodostuu pörssiyrityksiä asiakkailta, joille tarjottavia päätuotteitamme ovat Tilausanalyysi, Virtuaalitapahtumaratkaisut (Flik), Yhtiökokousratkaisut sekä Teknologia- ja IR-ratkaisut.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla jäsenet voivat oppia ja kehittyä, tutustua muihin sijoittajiin sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North markkinapaikalla ja toimii Suomessa, Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa.

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**