

Incap

Seurannan aloitus

4/2019

Toimialan tähden sakarassa alennustarra

Aloitamme Incapin seurannan 11,00 euron tavoitehinnalla ja osta-suosituksella. Mielestämme yhtiö hinnoitellaan tällä hetkellä negatiivisten skenaarioiden kautta, vaikka yhtiö on erittäin hyvässä tulokunnossa ja kasvunäkymät ovat yhä terveet. Kertoimissa oleva tuntuva nousuvara, maltillinen tulokasvu ja hyvälle tasolle kohoava osinkotuotto nostavatkin Incapin 12 kuukauden tuotto-odotuksen houkuttelevalle tasolle.

Kustannustehokas toimija raadollisen hintakilpailun toimialalla

Incap on teollisuuselektroniikkaan keskittynyt sopimusvalmistaja. Asiakkailleen Incap tarjoaa mahdollisuutta koko arvoketjun tai arvoketjun osan ulkoistamiseen luoden asiakkaan kustannusrakenteeseen joustoa ja tehostaen sen pääoman käyttöä. Incapille relevantti markkina kasvaa BKT:n kasvun ja teollisuuden ulkoistamisasteen nousun ajamana noin 3-6 % vuositahtia. Markkinaa leimaa kuitenkin ankara kustannuspaine ja kroonisesti matalat marginaalit. Lisäksi markkina on rakenteeltaan hyvin hajanainen. Kilpailukenttään suhteutettuna Incap profiloituu selkeäksi tähdeksi sen viime vuosien vahvan kasvun ja korkean kannattavuuden perusteella. Arviomme mukaan Incapin keskeisin kilpailuetu on pienestä organisaatiosta kumpuava matala yleiskulujen taso ja alhaiset henkilöstökulut (tuotanto matalan kulutason maissa). Incapiin liittyviä pääriskejä puolestaan ovat keskittynyt asiakasrakenne (2018 kaksi suurinta asiakasta 68 % myynnistä), kysynnän vaihtelut ja kustannusetumatkan säilyvyys.

Odotamme kasvun jatkuvan maltillisena

Viimeisen neljän vuoden aikana Incap on kasvanut keskimäärin liki 25 % vuosivauhtia. Lähivuosina odotamme yhtiön jatkavan selkeällä kasvu-uralla, mutta vauhdin hidastuvan. Nykyisten asiakkaiden ja Corvus Energyn kanssa solmitun sopimuksen myötä uskomme Incapin kuitenkin kaappaavan markkinaosuutta kasvaen lähivuosina noin 8 % vuosivauhtia. Hyvän orgaanisen kasvun myötä odotamme yhtiön yltävän maltilliseen noin 5 % vuotuisen tulokasvuun kannattavuuden kohdatessa lievää painetta.

Tuotto-odotus nousee houkuttelevalle tasolle

Incapin ennusteidemme mukaiset P/E-luvut vuosille 2019 ja 2020 ovat 6x ja vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 4x. Kertoimet ovat selkeästi yhtiön keskipitkän aikavälin mediaanitasojen ja Incapille määrittelemiemme hyväksyttävien arvostuskertoimien alapuolella. Näin ollen osakkeeseen on mielestämme hinnoiteltu jo varsin negatiivinen skenaario, eikä arvostus huomioi yhtiön matalan ja joustavan kulurakenteen antamaa liikkumavaraa ja tervettä kasvunäkymää. Yhtiö hinnoitellaan myös suhteellisesti rajulla noin 40 % alennuksella verrokkeihin nähden, mikä on mielestämme ylivoimaisesti, vaikka Incapin riskiprofiili on osin verrokkeja korkeampi. Kertoimissa olevan nousuvaran, maltillisen tulokasvun ja lähivuosina 4-5 %:iin kohoavan osinkotuoton myötä yhtiön tuotto-odotus nousee mielestämme houkuttelevalle tasolle tarjoten erinomaisen tilaisuuden ostohousujen kireään nyörittämiseen. Kertoimissa olevan nousuvaran realisoituminen vaatii yhtiöltä kuitenkin näyttöjä liikevaihtotason ja kannattavuuden kestävydestä.

Analytiikot



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



Joonas Korkiakoski
+358 40 182 8660
joonas.korkiakoski@inderes.fi

Suositus ja tavoitehinta

Osta



Edellinen: -

11,00 EUR

Edellinen: -

Osakekurssi: 9,42 EUR

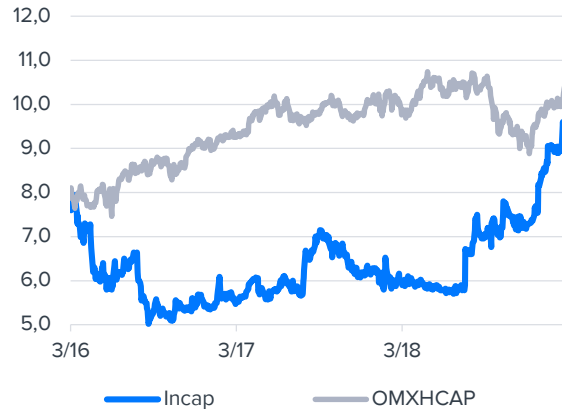
Potentiaali: 16,80 %

Avainluvut

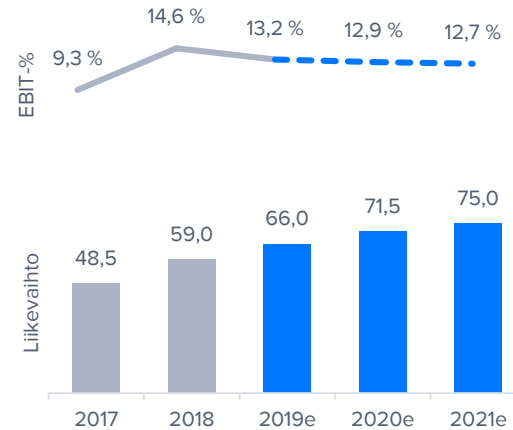
	2018	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	59,0	66,0	71,5	75,0
kasvu-%	21 %	12 %	8 %	5 %
EBIT oik.	8,6	8,8	9,3	9,5
EBIT-% oik.	14,6 %	13,3 %	13,1 %	12,7 %
Nettotulos	5,8	6,2	6,6	6,7
EPS (oik.)	1,34	1,41	1,51	1,55
P/E (oik.)	5,4	6,5	6,1	6,0
P/B	2,0	1,8	1,4	1,2
Osinkotuotto-%	0,0 %	4,4 %	4,6 %	4,9 %
EV/EBIT (oik.)	4,0	4,4	3,8	3,4
EV/EBITDA	3,8	4,1	3,6	3,2
EV/Liikevaihto	0,6	0,6	0,5	0,4

Lähde: Inderes

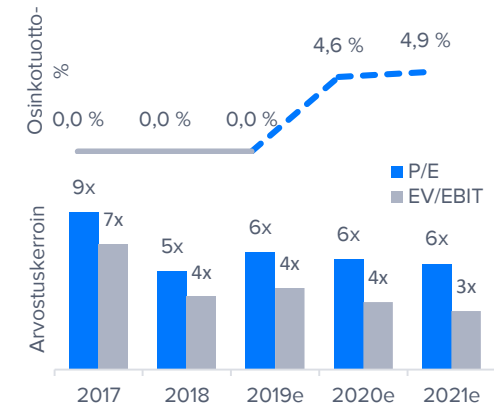
Kurssikehitys



Liikevaihto ja liikevoitto



Arvostus ja osinkotuotto



Arvoajurit

- Elektroniikkamarkkinan orgaaninen kasvu globaalien megatrendien tukemana ja ulkoistamisasteen nousu
- Kevyt organisaatio- ja kustannusrakenne mahdollistavat korkean kannattavuustason
- Kasvun kiihdyttäminen yritysostoin
- Arvostuskertoimissa selvää nousuvaraa



Riskitekijät

- Merkittävä asiakasriski
- Tehokkaan kulurakenteen menettäminen
- Molemmipuolisesti haastava arvoketjuasema pitää hintapaineen raadollisena
- Asiakkaiden liiketoimintojen syklinen/ volatiili luonne
- Yritysostoissa epäonnistuminen



Arvostus

- Absoluuttinen arvostus on hyvin matala ja alle hyväksyttävän tason
- Lihava alennus suhteessa verokkiryhmään ei ole mielestämme täysin perusteltua
- Osinkotuotto nousee maltillisellakin jakosuhteella jo arvostusta tukevalle tasolle

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-12
Sijoitusprofiili	13-16
Toimiala	17-19
Kilpailu	20-24
Strategia	25-27
Taloudellinen tilanne	28-31
Ennusteet	32-33
Arvonmääritys	34-40
Taulukot	41-43
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	44

Incap lyhyesti

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

1985

Yhtiö rekisteröidään kaupparekisteriin nimellä Teknoinvest

1992

Incap-nimi kolmen kehitysyhtiön fuusion seurauksena

1997

Listautuminen

24 % 2015-2018

Liikevaihdon keskimääräinen kasvu

59 MEUR

Liikevaihto 2018

8,7 MEUR (15 % liikevaihdosta)

Liikevoitto 2018

768

Henkilöstö vuoden 2018 lopussa

71 % / 29 %

Euroopan ja muun maailman osuudet liikevaihdosta



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/4

Yhtiökuvaus

Teollisuuselektroniikkaan keskittyvä sopimusvalmistaja

Incap on globaalilla sopimusvalmistusmarkkinalla toimiva yhtiö, joka on pääasiallisesti keskittynyt korkean teknologian teollisuuselektroniikan osa- ja kokonaissovelluksien valmistamiseen.

Teollisuuselektroniikka käsitteenä tarkoittaa teollisissa sovelluksissa sisällä olevaa ja tuotteen toiminnan mahdollistamaa elektroniikkaa. Esimerkkejä teollisuuselektroniikan lopputuotteista ovat muun muassa muuntajat, invertterit ja etäluentajärjestelmät. Huolimatta siitä, että yhtiön pääpaino on teollisuuselektroniikassa, ei Incap kuitenkaan poissulje kuluttajaelektroniikan tai autoteollisuuden sovelluksia, vaan harkitsee näitä aina tapauskohtaisesti.

Incapin pääkonttori sijaitsee Helsingissä. Yhtiöllä on kaksi valmistavaa tuotantolaitosta, jotka sijaitsevat Viron Kuressaaressa ja Intian Tumkurissa. Pääkonttorin ja tuotantolaitosten lisäksi yhtiö perusti vuonna 2011 koko konsernin hankinnoista vastaavan hankintayksikön Hongkongiin. Vuoden 2018 lopussa yhtiö työllisti yhteensä 768 henkilöä, joista 90,5 % työskenteli Intian tuotantolaitoksella, 9,2 % Viron tuotantolaitoksella ja 0,3 % Suomen pääkonttorissa.

Liikevaihto Eurooppa- ja suurasiakasvetoista

Yhtiön liikevaihto vuonna 2018 oli 59 MEUR. Yhtiön liikevaihto on vahvasti Eurooppa-vetoista, sillä Euroopan osuus vuoden 2018 liikevaihdosta

oli peräti 71 %. Euroopan rinnalla Aasia muodosti yhtiön toiseksi suurimman markkina-alueen tuoden yhteensä noin 15 % liikevaihdosta. Liikevaihto on myös massiivisesti suurimpien asiakkaiden vetämää. Vuonna 2018 yhtiön kaksi suurinta asiakasta toivat liikevaihdosta noin 68 %. Kahden suurimman asiakkaan lisäksi Incapilla ei ollut muita asiakkaita, jotka olisivat tuoneet yli 10 % liikevaihdosta. Yhteensä asiakkaita on arviomme mukaan noin 40. Näin ollen Incapin liiketoiminta on hyvin vahvasti Euroopan talousalueelle ja kahteen suurimpaan asiakkaaseen keskittynyttä, mikä nostaa sekä yhtiön asiakas- että talousalueriskiä.

Liiketoimintarakenne

Yhtiöllä ei ole erikseen raportoitavia liiketoimintasegmenttejä, vaan yhtiö esittää liikevaihtonsa jakautumisen ainoastaan maantieteellisesti loppuasiakkaan sijaintialueen perusteella. Viron tuotantolaitoksen tuotteet toimitetaan tyypillisesti Eurooppaan, kun taas Intian tuotantolaitos toimittaa niin Aasiaan, Pohjois-Amerikkaan kuin Eurooppaankin. Incapin tuotantolaitokset ovatkin itsenäisiä tulosyksiköitä ja vastaavat itse suunnittelusta, tarjouslaskennasta, valmistuksesta ja konserniohjeen mukaisesti myös hinnoittelusta. Ainoastaan taloushallinto- ja IT-palvelut ovat keskitettyjä konsernitasolla. Näin ollen yhtiön yleiskulut pysyvät arviomme mukaan hyvinkin maltillisina varsinaisen konsernihallinnon ollessa hyvin pieni ja organisaatorakenteen siten kevyt. Kevyt kulurakenne on mielestämme myös Incapin selkein kilpailuetu.



Teollisuuselektroniikka

Esimerkkejä tuotesovelluksista

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

Alan suurimpia toimijoita

- ABB
- Siemens
- Schneider Electric
- Rockwell Automations
- Emerson
- Hitachi



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

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/4

Yhtiökuvaus

Historiallinen kehitys

Incapin historiallinen kehitys on ollut sen pörssitaipaleen ajan varsin värikästä. Vuosien 2002-2014 aikana nykyistä selvästi suurempi ja heikommin fokusoitunut Incap onnistui tekemään voitollisen tuloksen ainoastaan neljästi ja kumulatiiviset tappiot olivat kyseisenä ajanjaksona yhteensä noin 40 MEUR. Vuosina 2002-2014 yhtiö tekikin huomattavan määrän sekä operatiivisia että rahoituksellisia rakennejärjestelyjä, mutta suuren osan ajanjaksosta Incap oli kriisiyhtiö ja myös omistaja-arvon kehitys oli tällä aikajaksolla tuhoisaa, kun huomioidaan, että yhtiö joutui kattamaan tappioitaan myös useilla osakeanneilla ja rahoitusjärjestelyillä.

Viimeisen Suomen yksikön Incap lopetti vuonna 2014, kun yhtiö myi Vaasan mekaniikkatehtaan liiketoimintayksikön sen toimivalle johdolle. Tätä järjestelyä voidaan arviomme mukaan pitää erittäin onnistuneena, sillä yhtiön tulos kääntyi vuonna 2014 jälleen voitolliseksi. Ennen järjestelyä vuonna 2013 Incap toteutti merkittävän rahoitusrakenteen uudelleenjärjestelyn suunnatun osakeannin avulla, mikä loi pohjaa yhtiön uudelle tulemiselle. Vuoden 2013 rahoitusjärjestelyn seurauksena yhtiön käyttöpääoma tilanne parani ja vieraan pääoman määrä väheni merkittävästi. Yhtiö keräsi vielä vuonna 2015 uutta omaa pääomaa toteuttamalla merkintäoikeusannin sekä alensi osakepääomaansa vuonna 2016 kattamaan

aikaisempien tilikausien tappioita.

Toiminnan siirtäminen matalan kustannustason maihin, organisaatorakenteen keventäminen sekä asiakashankinnan fokuoiminen teollisuuselektroniikan toimijoihin on nostanut yhtiön liikevaihdon takaisin kasvu-uralle ja kannattavuuden erittäin hyvälle tasolle. Yhtiön liikevaihto on kasvanut vuosina 2015-2018 keskimäärin 24 % vuodessa keskimääräisen liikevoittomarginaalin ollessa 12 %. Näin ollen neljän viime vuoden erinomainen taloudellinen kehitys tukee näkemystämme rakennejärjestelyiden onnistumisesta.

Viimeisen viiden vuoden aikana yhtiö on onnistunut myös luomaan omistaja-arvoa, sillä yhtiön osakekurssi on noussut liiketoiminnan vahvan kehityksen myötä vuoden 2014 alusta vuoden 2018 loppuun laskettuna 171 %.

Johto ja omistajarakenne

Yhtiön toimitusjohtajana on toiminut kesäkuusta 2018 lähtien KTM Otto Pukk. Pukk toimii myös Viron tuotantolaitoksen johtajana. Yhtiön palveluksessa hän on ollut vuoden 2015 marraskuusta lähtien. Kevyestä organisaatorakenteesta johtuen yhtiön johtoryhmä muodostuu pörssiyhtiölle epätavallisesti vain kolmesta henkilöstä: Otto Pukkista, Intian tuotantolaitoksen johtaja DI Murthy Munipallista sekä talousjohtaja KTM Antti Pynnösestä. Munipalli on työskennellyt Incapin palveluksessa vuodesta 2008 lähtien, kun taas Pynnönen aloitti Incapin palveluksessa vuonna

2019. Yhtiön hallitus koostuu kolmesta jäsenestä. Hallituksen puheenjohtaja Carl-Gustaf von Troil on ollut hallituksessa vuodesta 2015 lähtien, kun taas muiden jäsenten eli Ville Vuoren (Incapin toimitusjohtaja 2014-2017) ja Päivi Jokisen toimikaudet alkoivat keväällä 2018. Arviomme mukaan hallitus edustaa Corporate Governance -hallinnointikoodin mukaista hallitusta.

Incapin suurin osakkeenomistaja on Etola-konsernin hallinnoima Etra Invest Oy 19,5 % omistusosuudellaan. Etola-konserni henkilöityy näkemyksemme mukaan vahvasti pääomistaja Erkki Etolaan ja näin ollen myös Incapilla voidaan nähdä olevan kasvollinen pääomistaja. Yhtiön kolmanneksi suurin osakkeenomistaja on Joensuun Kauppa ja Kone Oy 8,6 % osuudellaan. Joensuun Kauppa ja Kone Oy sekä seitsemänneksi suurin osakkeenomistaja K22 Finance Oy puolestaan henkilöityvät hyvin vahvasti Kyösti Kakkoseen.

Yhtiön kymmenen suurinta omistajaa pitävät hallussaan yli 60 % osakkeista. Varsin keskittynyt omistus heijastuuakin vapaasti vaihdettavien osakkeiden määrään (free float) ja rajalliseen kaupankäyntiliikviditeettiin. Arvonmäärittämissämme olemmekin huomioineet heikon kaupankäyntiliikviditeetin likviditeettipreemiona.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/4

Liiketoimintamalli

Liiketoimintamallin ytimenä PCB-ladonta

Incapin liiketoimintamalli koostuu muutamista avainprosessista, joilla yhtiö ottaa paikkansa asiakkaan arvoketjusta. Incapin tarjoaman keskeisin yksittäinen avainprosessi on arviomme mukaan PCB- eli piirilevyldonta. PCB-ladonnassa elektronisia komponentteja liitetään piirilevyyn, jotta piirilevystä saadaan toimiva kokonaisuus osana lopullista tuotetta. Incapin osaaminen PCB-ladonnoissa on arviomme mukaan hyvä, sillä yhtiöllä on moderni laitekanta, joka mahdollistaa sekä SM-menetelmän (pintaliitos) että TH-menetelmän (läpiliitos) hyödyntämisen. Molempien menetelmien hallitseminen mahdollistaakin sen, että yhtiö kykenee valmistamaan sekä pienempiä SM-teknologialla valmistettavia kokonaisuuksia, suurempia TH-teknologian kokonaisuuksia että kokonaisuuksia, joiden valmistamiseen vaaditaan molempien teknologioiden yhdistelmä.

PCB-ladontojen lisäksi yhtiö tarjoaa Box Build -kokoonpanoja, koko tuotekokonaisuuden elinkaaripalveluita sekä muita räätälöityjä ratkaisuita asiakkaiden tarpeisiin. Box Build -kokoonpanoissa yhtiön rooli asiakkaan arvoketjussa on hyvin suuri, sillä yhtiön vastuulla on tuotteen valmistaminen ja toimittaminen aina jakeluketjuun saakka. Näin ollen Incap vastaa muun muassa tuotteen kokoonpanosta, testauksesta ja paketoinnista. Box Build -ratkaisut ovat myös kateprofiililtaan PCB-ladontoja parempia, sillä niiden tuoma lisäarvo asiakkaan

arvoketjuun on suurempi. Tuotteen elinkaaripalvelussa yhtiön vastuulla on sen sijaan kaikki toiminnot suunnittelun ja jakeluketjuun toimittamisen välillä.

Sopimusvalmistajien tuotantolinjat ovat hyvin standardoituja, joten liiketoiminnassa on haastavaa hankkia etumatkaa pelkkien pääomainvestointien avulla. Sen sijaan koko valmistusprosessin henkilöintensiiviset osa-alueet ovat muuttuvia tekijöitä prosessin henkilösidonaisuudesta johtuen. Korkea henkilöintensiivisyys asettaakin vaatimustason henkilöstön osaamisen suhteen varsin korkealle.

Luottamus ja toimitusvarmuus merkittävässä roolissa

Yhtiön keskeisenä tavoitteena on luoda olemassa olevien ja uusien asiakkaidensa kanssa pitkäkestoisia strategisia kumppanuuksia, jotka mahdollistavat yhtiön näkökulmasta kasvavan tilauskertymän sekä volyyymi- että arvopohjaisesti. Strategisten kumppanuuksien luomisessa yksi tärkeimmistä tekijöistä on asiakkaan luottamus sopimusvalmistajaan. Sopimusvalmistajan ottaessa vastuun asiakkaan kriittisestä tuotevalmistuksesta on luottamus ansaittava korkealla laadulla ja toimitusvarmuudella. Todistetusti korkea laatu ja toimitusvarmuus vahvistavat arviomme mukaan asiakassuhteita ja nostavat sopimusvalmistajan vaihdosta syntyviä kustannuksia ja mahdollistavat näin ollen liiketoiminnan vallihaudan syvenemisen.

Incap onkin mielestämme onnistunut lunastamaan tuotelaadun ja toimitusvarmuuden

asiakas lupauksensa liiketoimintamallillaan, sillä avainasiakkaat ovat jatkaneet yhteistyötä yhtiön kanssa. Lisäksi yhtiö on onnistunut myös kasvattamaan asiakaspohjaansa. Näin ollen Incap on todistanut liiketoimintamallinsa toimivuuden luomalla lisäarvoa asiakkaan arvoketjuun ja solmimalla strategisia kumppanuuksia avainasiakkaidensa kanssa.

Arviomme mukaan merkittäviä strategisia kumppanuuksia on toistaiseksi kuitenkin varsin vähän, sillä kaksi suurinta asiakasta tuovat yhtiön liikevaihdosta 68 %. Näin ollen yhtiö on äärimmäisen riippuvainen suurimmista asiakkaistaan ja asiakasriski on suuri. Näemmekin tämän selkeästi yhtiön riskiprofiilia kasvattavana, sillä jommankumman asiakkaan menettämisellä (tai ajautumisella vaikeuksiin omissa liiketoiminnoissaan) olisi heti merkittävä vaikutus yhtiön liikevaihtoon ja tulokseen.

Tilaukanta noin neljänneksen mittainen

Yhtiö saa asiakkailtaan tyypillisesti sekä varsinaisia tilauksia että tarve-ennusteita noin 5-6 kuukauden ajanjaksolle. Tästä potista varsinaisten kovien tilausten kantama on tyypillisesti ollut noin kolme kuukautta. Varsinaisten tilausten ja tarve-ennusteiden lisäksi osa asiakkaista saattaa antaa jopa 12 kuukauden rullaavia ennusteita, mutta nämä ennusteet sisältävät arviomme mukaan jo merkittävästi epävarmuutta. Varsin lyhyt tilaukanta heijastelee sopimusvalmistuksen kausivaihtelua, sillä asiakkaat käyttävät sopimusvalmistajia tyypillisesti puskureina oman lopputuotekysyntänsä ja myyntinsä vaihteluille.

Asiakkaat *

Aidon

auma®
Solutions for a world in motion

corvus
energy

ABB

TOKHEIM®
SOLUTIONS

Sigicom

* Perustuu Inderesin arvioon
yhtiön potentiaalisista asiakkaista

Toiminnot



Piirilevyloadonnat



Box Build -
kokoonpanot



Suunnittelu ja
prototyyppivalmistus



Elinkaari- ja muut
räätälöidyt palvelut

Liiketoimintaidea

Incap on kansainvälisesti toimiva
elektroniikkateollisuuden
sopimusvalmistaja

InCap

Sijainti



Pääkonttori
Suomessa



Tuotantolaitokset
Virossa ja Intiassa



Hankintayksikkö
Hongkongissa

Kilpailijat

HANZA

NOTE™
YOUR MANUFACTURING PARTNER

KYREL

Kitron

@NICS

BMK Group

cicor

SCANFIL

Kustannusrakenne

684 hlö (2018)
51 m€ (2018)



Aine- ja tarvikekäyttö
(83 % kustannuksista)



Henkilöstökulut
(9 %)



Liiketoiminnan muut kulut
ja poistot
(8 %)

Tulovirrat

Liikevaihto 59
MEUR (2018)



Eurooppa (71 %
liikevaihdosta)



Aasia (15 %)



Pohjois-Amerikka (11 %)



Muu maailma (3 %)

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/4

Huolimatta varsinaisen tilauskannan lyhydestä joutuu yhtiö kuitenkin hankkimaan valmistuksessa tarvittavat komponentit ennen arvioiden ja ennusteiden muuttumista tilauksiksi. Näin ollen yhtiö joutuu varautumaan mahdollisesti realisoituviin tilauksiin etupainotteisilla raaka-aineostoilla. Komponenttien ajoittaisesta huonosta saatavuudesta johtuen niiden markkinahinnat voivat nousta lyhyellä aikavälillä voimakkaastikin. Tästä johtuen etupainotteiset raaka-aineostot voivat komponenttien saatavuuspulan vallitessa aiheuttaa yhtiölle myös käyttöpääoman hallintaan liittyviä ongelmia. Yhtiön asiakassopimukset kuitenkin mahdollistavat raaka-ainehintojen osittaisen siirtämisen lopputuotteiden hintoihin, joten raaka-aineiden lyhytaikainen hintapiikki palautuu tilausten realisoituessa jonkinasteisesti takaisin yhtiön kassaan.

Lyhyt tilauskanta voi vaikeuttaa myös yhtiön tilaus/toimitus-ketjun hallittavuutta ja aiheuttaa yllätyksiä tarve-ennusteiden pettäessä, sillä lyhyellä aikavälillä yhtiön kapasiteetin jousto ei ole täysimääräinen. Tilauskannan näkökulmasta toimialan dynamiikka tuskin tulee muuttumaan lähivuosien aikana, joten kustannusrakenteen jousto on Incapin kannalta hyvin tärkeää myös tulevaisuudessa.

Kustannusrakenne rajoittaa skaalaetuja

Incapin kustannuksista kiinteiden kustannusten osuus on varsin pieni, sillä suurin osa yhtiön kustannuksista ovat materiaali- ja raaka-ainekustannuksia. Viime vuosina materiaali- ja raaka-ainekustannusten osuus kokonaiskustannuksista on ollut noin 80 %. Loput

kustannuksista ovat henkilöstökuluja ja muita kuluja, mitkä ovat etenkin lyhyellä aikavälillä varsin kiinteitä. Yhtiön yleiskustannukset ovatkin täten varsin matalat, mikä selittyy sekä kevyellä organisaatorakenteella että tuotantolaitosten sijaitsemisella alhaisen kulurakenteen maissa.

Yhtiön kiinteiden kustannusten matalasta tasosta johtuen arvioimme, että yhtiön realisoitavissa olevat skaalaedut ovat rajalliset. Kiinteiden kustannusten suhteellisen osuuden ollessa matala on kannattava kasvu ensisijaisesti myyntikatteen ajamaa ja tällöin skaalaedut realisoiva operatiivinen vipu jää yhtiön kustannusrakenteella varsin pieneksi. Kustannusrakenteen keveys ja matala operatiivinen vipu on kuitenkin yhtiön riskiprofilia alentava tekijä. Pidämme tätä positiivisena asiana sijoittajien perspektiivistä tarkasteltuna.

Liiketoiminta sitoo pääomaa maltillisesti

Incapin liiketoiminta ei sido ylimalkaisesti pääomaa, vaikka yhtiö toimii valmistavassa teollisuudessa. Yhtiön kiinteän omaisuuden osuus liikevaihdosta oli vuonna 2018 noin 8 %, mitä voidaan pitää varsin maltillisena tasona. Taseen loppusummaan suhteutettuna kiinteän omaisuuden osuus oli 14 %, mikä myös indikoi sitä, että toiminta ei sido merkittävää määrää pääomaa. Kiinteän omaisuuden pieni suhteellinen koko selittyy pitkälti sopimusvalmistuksen luonteella, joka on henkilöintensiivisempää ja laitekannaltaan kevyempää verrattuna esimerkiksi perinteisempään konepajateollisuuteen.

Sopimusvalmistuksessa kiinteät pääomainvestoinnit on tyypillisesti pystytty

toteuttamaan varsin lineaarisesti suhteessa kysyntään, mikäli seinätila on mahdollistanut uuden tuotantolinjan lisäämisen. Näin ollen kapasiteettia on kyetty lisäämään optimaalisemmassa suhteessa kasvaneeseen kysyntään kuin esimerkiksi prosessiteollisuudessa, jossa kapasiteetin kasvattaminen on selkeästi asteittaisempaa. Tämän vuoksi sopimusvalmistajat ovatkin yleensä välttäneet katetasolle tuhoisan ylikapasiteetin.

Käyttöpääoman puolelta Incapin suurin yksittäinen tase-erä on myyntisaamiset, joka muodostaa 37 % taseen loppusummasta. Muista käyttöpääoman eristä vaihto-omaisuuden osuus taseen loppusummasta on 36 % ja kassavarojen 9 %. Liikevaihtoon suhteutettuna nettokäyttöpääomaa puolestaan on sitoutunut noin 22 % verran. Myyntisaamisten ja ostovelkojen kiertoajat olivat myös optimaaliset (myyntisaamiset < ostovelat) vuonna 2018, mikä on sopimusvalmistajan haastava arvoketjuasema huomioiden harvinaista.

Kokonaisuutena tarkastellen pääoman maltillinen sitoutuminen on positiivinen asia. Pääoman maltillinen sitoutuminen yhdistettynä tehokkaaseen pääoman allokointiin mahdollistaa korkeat tuotot niin sijoitetulle kuin omalle pääomallekin ja näin ollen oivat lähtökohdat pitkän aikavälin omistaja-arvon luomiselle. Maltillinen pääoman sitoutuminen parantaa myös yhtiön tulevaisuuden osingonjakopotentiaalia etenkin, kun yhtiön osakepääoman alentamisesta seurannut ehdollinen voitonjakokiello raukeaa syyskuun 2019 alussa.

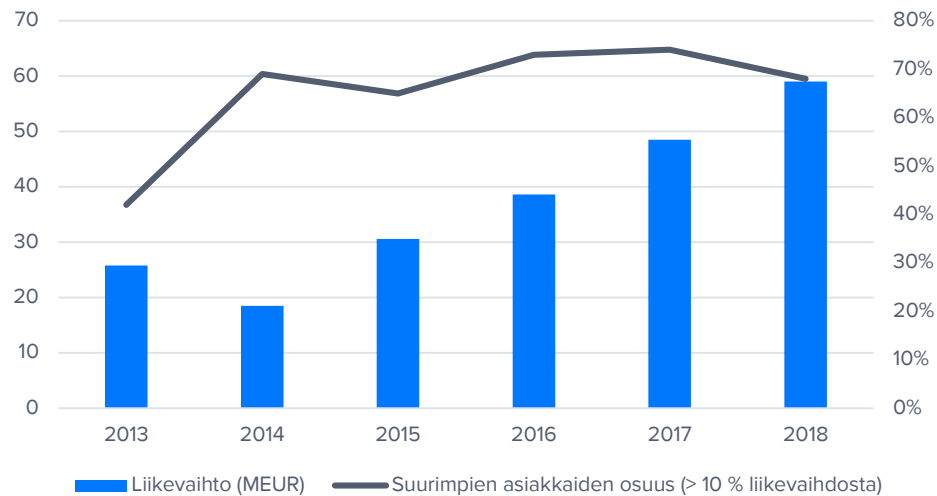
Mahdolliset avainasiakkaat *



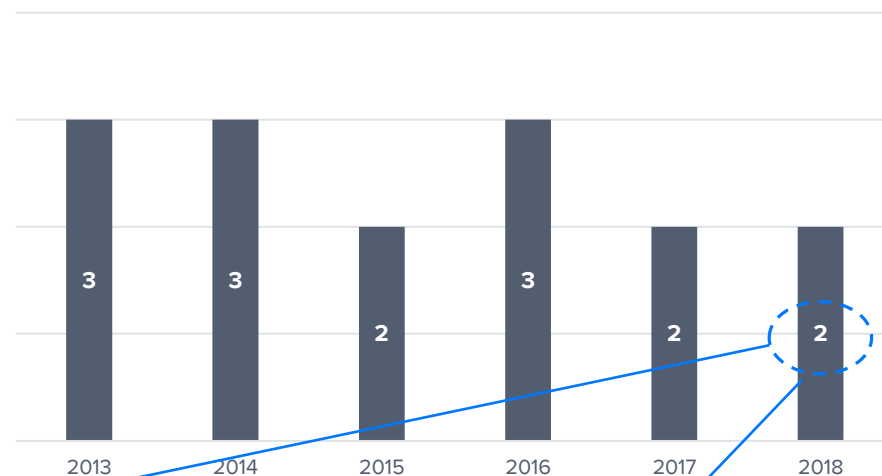
* Incap ei ole julkistanut asiakkaitaan.
Yhtiöt ovat Inderesin arvioita mahdollisista avainasiakkaista.

Asiakkaat

Suurimpien asiakkaiden liikevaihto-osuuden kehitys



Suurimpien asiakkaiden lukumäärän kehitys



Aidonin* liikevaihdon kehitys

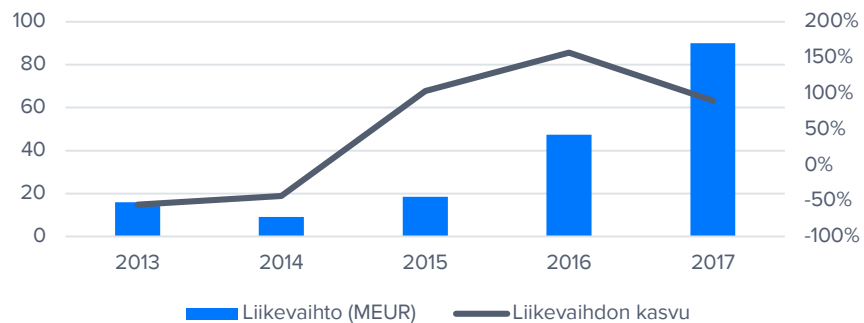
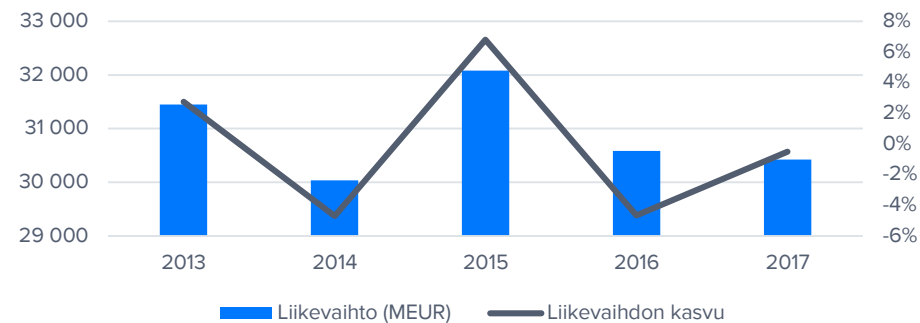


ABB:n* liikevaihdon kehitys



Sijoitusprofiili 1/2

Kasvua hyvällä kannattavuustasolla

Incap profiloituu näkemyksemme mukaan kannattavaksi kasvuyhtiöksi. Näkemystämme tukevat etenkin sopimusvalmistusmarkkinan kohtalaisen hyvät kysyntänäkymät, yhtiön hyvä kannattavuus sekä verrattain pieni koko suhteessa kokonaismarkkinaan. Lisäksi kasvuyhtiöksi profiloitumista tukevat yhtiön onnistuneet rakennejärjestelyt, joiden ansiosta kriisiyhtiöaikakausi on jo kaukana takanapäin.

Kasvuun panostaminen on myös pitkän aikavälin arvonluonnin näkökulmasta perusteltua, sillä yhtiö operoi jo nyt toimialaan suhteutettuna korkealla kannattavuusmarginaalilla ja kustannuspaineet ovat alalla kroonisia. Siten yhtiön kestävä arvonluonti ei mielestämme voi pohjautua pelkkään kannattavuusparannukseen lyhyellä tai keskipitkälläkään aikavälillä.

Potentiaali

Arviomme mukaan Incapin positiiviset arvoajurit ovat seuraavat:

- **Orgaaninen kasvu:** Incapin asiakassegmentin lopputuotekysyntä kasvaa tyypillisesti BKT:n kasvua mukaillen tai hieman sitä nopeammin. Tämän lisäksi teollisuuden ulkoistamisaste ei arviomme mukaan ole vielä saavuttanut lakipistettään. Siten näemme, että toimiala-ajurit luovat puitteet Incapin liikevaihdon orgaaniselle kasvulle ja täten myös pitkän aikavälin tuloskasvulle.
- **Yritysostovetoinen kasvu:** Sopimusvalmistusmarkkinan hajanainen rakenne ohjaa toimijoita konsolidoitumaan ja

myös Incap on ilmoittanut kartoittavansa mahdollisia yritysostokohteita kasvun tavoittelussa. Yritysostot tarjoavatkin Incapille mahdollisuuden kiihdyttää kasvuaan epäorgaanisesti.

- **Asiakasriskien pienentäminen:** Incapin liiketoiminta on vahvasti avainasiakasvetoista. Uusien avainasiakkaiden (> 10 % liikevaihdesta) hankkiminen pienentäisi merkittävästi yhtiön asiakasriskiä ja siten riskiprofiilia. Arviomme mukaan parhaat mahdollisuudet yhtiöllä on saada avainasiakkaita kehittyvistä teknologiayhtiöstä, jotka hyötyvät Incapin ketterästä ja kokonaisvaltaisesta tarjoamasta voimakkaimmin. Riskiprofiilin laskulla puolestaan olisi hyväksyttäviä arvostuskertoimia kohottava vaikutus.
- **Ostokohde:** Incapin korkeasta suhteellisesta kannattavuudesta ja matalasta arvostuksesta johtuen näemme yhtiön potentiaalisena ostokohdeena alan suuremille toimijoille. Näkemystämme tukevat toimialan hajanainen ja konsolidaatioiden värittämä rakenne sekä Incapin kevyestä organisaatorakenteesta kumpuava verrattain matala integraatiokynnys.

Riskit

Keskeisimmät yhtiön liiketoimintaan liittyvät riskit ovat arviomme mukaan seuraavat:

- **Asiakasriski:** Yhtiön kaksi suurinta asiakasta tuovat 68 % yhtiön liikevaihdesta. Näin ollen yhtiö on erittäin riippuvainen suurimmista asiakkaistaan. Jommankumman asiakkaan menettämisellä olisi merkittävä vaikutus yhtiön

liikevaihtoon ja sitä kautta myös tulostasoon. Asiakkaiden suoranaisen menettämisen lisäksi jo avainasiakkaiden vaikeudet omissa liiketoiminnoissaan voivat heijastua nopeasti ja voimakkaastikin Incapiin. Korkea asiakasriski painaa mielestämme yhtiölle hyväksyttäviä arvostuskertoimia.

- **Kevyen ja joustavan kulurakenteen menettäminen:** Incapin keskeinen kilpailuetu on mielestämme matala yleiskulujen rakenne, jonka ylläpitäminen muodostuu liiketoiminnan skaalan kasvaessa ja asiakasportfolion monipuolistuessa entistä vaikeammaksi. Näin ollen kasvu voisi pahimmillaan syödä yhtiön keskeisimmän kilpailuedun. Arviomme mukaan yhtiön nykyinen rakenne kestää kuitenkin vielä nykyistä liikevaihtotasoa merkittävästi korkeamman tason (> 100 MEUR). Siten riskin realisoituminen ainakin orgaanisen kasvun kautta on lähiaikoina epätodennäköistä ilman yhtiön omia liiketoimintavirheitä.
- **Kysynnän heikentyminen:** Kysynnän heikentyminen on riski Incapille, sillä tuntuva osa yhtiön liikevaihdesta tulee toimialoilta, joiden lopputuotekysynät ovat alttiita maailmantalouteen vaikuttaville tekijöille. Lisäksi keskittyneen asiakasportfolion takia myös asiakkaiden sisäiset liiketoimintahaasteet voivat heijastua Incapiin. Siten etenkin lyhyen aikavälin kysyntämuutokset voivat rokottaa yhtiön liikevaihtoa ja -tulosta. Yhtiön liikevaihto kertyy kuitenkin useammalta asiakastoimialalta, mikä tasoittaa eri teollisuusalojen suhdannevaihteluiden vaikutusta.

Sijoitusprofiili 2/2

- **Raaka-aineriski:** Merkittävä osa yhtiön hankintakustannuksista kohdistuu puolijohdekomponentteihin, jotka hankitaan vallitsevaan markkinahintaan. Komponenttien hinnat vaihtelevat varsin voimakkaastikin, mikä altistaa yhtiön raaka-aineiden hintariskille. Kohonneilla raaka-ainehinnoilla on etenkin lyhyellä aikavälillä kannattavuusvaikutuksia, sillä ne siirtyvät viiveellä myyntihintoihin. Komponenttien hankintaan liittyy myös ajoittaisia saatavuusongelmia, mikä voi aiheuttaa viiveitä tuotantoprosessiin ja toimitusaikoihin sekä hankaloittaa käyttöpääoman hallintaa.
- **Hinnoitteluvoima:** Incapin asema sopimusvalmistuksen arvoketjussa on erittäin haastava, sillä se kohtaa hintapaineita niin komponenttien valmistajilta kuin loppuasiakkailtakin. Näin ollen yhtiön hinnoitteluvoima on molempiin suuntiin varsin rajallinen ja yhtiöllä voi olla osittaisia vaikeuksia puolustaa myyntikatteitaan hintapaineiden yhä kiristytessä. Yhtiön kevyt kustannusrakenne on kuitenkin etu, jonka avulla yhtiö voi tiettyyn pisteeseen asti puolustaa kannattavuuttaan menestyksekkäästi.
- **Valuuttariski:** Valuuttakurssien muutokset voivat vaikuttaa raportoituun liikevaihtoon ja kannattavuuteen. Yhtiön keskeisimmät toimintavaluutat ovat euro, Intian rupia ja Yhdysvaltojen dollari. Intian rupian vahvistumisella euroon nähden on raportoituja lukuja vahvistava vaikutus, kun taas heikentymisellä on lukuja heikentävä vaikutus.

Rupian 15 % vahvistumisella olisi noin 204 TEUR:n positiivinen vaikutus ja 15 %:n heikentymisellä puolestaan noin 275 TEUR:n negatiivinen vaikutus omaan pääomaan. Lisäksi osa Viron tuotantolaitoksen materiaaleista ostetaan dollareissa. Yhtiö kuitenkin pyrkii suojautumaan valuuttakurssiriskeiltä termiinein ja valuuttaoptioin.

- **Kehittyvien markkinoiden riskit:** Kehittyvät markkinat muodostavat Incapille tärkeän markkina-alueen. Tästä johtuen liiketoimintaympäristön muutokset vaikuttavat myös Incapin liikevaihtoon ja kannattavuuteen. Arvioimiamme keskeisimpiä kehittyvien markkinoiden riskejä ovat regulaatoriskit, poliittiset ja geopolittiset riskit sekä valuuttariskit. Toistaiseksi Incap on kuitenkin pärjännyt Intiassa hyvin, vaikka tiettyjä kehittyviin markkinoihin ja politiikkaan liittyviä riskejä on Intiassa viime vuosina myös realisoitunutkin. Lisäksi yhtiöllä on Intiassa kaksi erillistä verotarkastusta, mutta näihin liittyvät riskit ovat konsernin mittakaavassa pieniä heikoimmankin skenaarion realisoituessa.

Sijoitusprofiili

1.

Orgaaninen kasvu markkinan kasvaessa ja ulkoistamisasteen noustessa

2.

Yritysostot kasvuoptiona

3.

Asiakaskannan kasvattaminen

4.

Potentiaallinen yritysostokohde

5.

Liikevaihdosta massiivinen osa suurimmilta asiakkailta

6.

Raaka-aineriski ja raadollinen hintakilpailu voivat nakertaa kannattavuustasoa pitkällä aikavälillä

Potentiaali



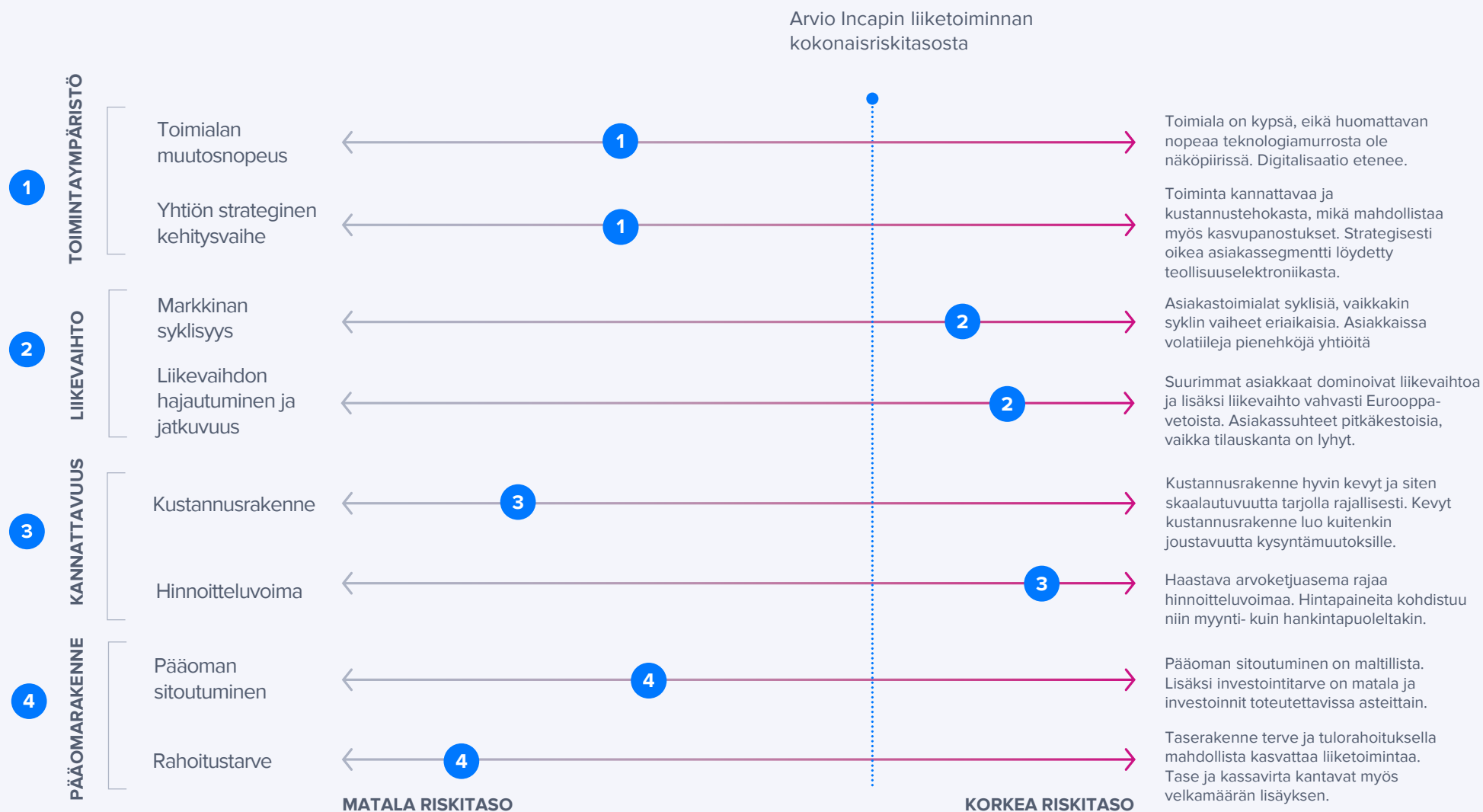
- Markkinanäkymät kohtalaiset ulkoistamisasteen noustessa ja teollisuuselektroniikan pohjakysynnän kasvaessa asteittain
- Nykyinen taserakenne mahdollistaa yritysostot
- Tuotantolaitoksissa jäljellä lattiatilaa vastaamaan kasvaneeseen kysyntään
- Matala investointitarve monipuolistaa pääoman allokoinnin vaihtoehtoja
- Uusien avainasiakkaiden hankkiminen ja asiakasriskin pienentäminen

Riskit



- Yhdenkin merkittävän asiakkaan menettäminen johtaa liikevaihto- ja liikevoittotason leikkaukseen
- Toimialan aggressiivinen hintakilpailu puristaa marginaaleja sekä myynti- että hankintapuolella
- Yrityskaupoissa epäonnistuminen
- Asiakkaiden liiketoiminnot ovat osittain syklisiä, millä vaikutuksia myös Incapin tarjoaman kysyntään
- Tilauskannan lyhyys vaikeuttaa sekä tilaus/toimitus-ketjun että käyttöpääoman hallintaa

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Toimiala 1/2

Massiivinen markkina Aasian dominoima

Markkinatutkimusyhtiö Custer Consulting Groupin mukaan globaalin elektroniikkamarkkinan koko vuonna 2018 oli noin 2 500 miljardia Yhdysvaltojen dollaria. Incapin liikevaihdon ollessa 59 MEUR on päivänselvää, että alla olevan markkinan koko ei tule asettamaan esteitä Incapin kasvulle.

Elektroniikkamarkkina kokonaisuudessaan jakautuu lopputuotteen myyjän omamerkkivalmistukseen (OEM), ulkoistettuun suunnitteluun ja valmistukseen (ODM) ja sopimusvalmistukseen (EMS). Toimintamallit eroavat toisistaan sen suhteen, miten suuri osa tuotteen arvoketjusta on ulkoistettu. Incap on sopimusvalmistaja, eikä yhtiöllä siksi ole merkittävää ja itsenäistä asiakkaista riippumatonta tuotekehitystä. Erilaiset toimintamallit kilpailevat globaalilla elektroniikkamarkkinalla kuitenkin keskenään, joten mielestämme myös sopimusvalmistukseen keskittyneen Incapin näkökulmasta on perusteltua tarkastella koko elektroniikkamarkkinaa Incapin kohdemarkkinana.

Maantieteellisesti markkinaa hallitsee Kiina, missä valmistetaan yli 40 % kaikesta maailman elektroniikasta. Euroopan ja Pohjois-Amerikan osuus on noin 20 % ja loppuosaa hallitsevat muut Aasian maat etunenässä Etelä-Korea ja Japani. Viime vuosina tuotannon siirtäminen matalamman kustannustason maihin ja lähelle loppuasiakasta on ollut selkeä toimialaa ohjaava trendi. Aasian kustannuskilpailukyvyyn ylivoimasta kertoo hyvin se, että esimerkiksi Kiinassa palkkakustannukset (ilman sivukuluja) ovat vain noin 20-30 % länsimaiden vastaavista tasoista. Kiinassa

palkkakustannusten nousuvauhti on kuitenkin kiihtynyt viime vuosina, mikä on ohjannut uutta tuotantoa ja siirtänyt osin vanhaa yhä edullisemman kustannustason alueille kuten Intiaan. Myös Itä-Euroopan palkkataso on edullinen palkkojen ollessa noin 30-40 % länsimaisen tason alapuolella, mutta myös siellä palkkainflaatio on ollut varsin vauhdikasta viime vuosina.

Liiketoiminnan henkilöintensiivisyyden ja toimialan luoman kustannuspaineen vuoksi uskomme tuotannon pysyvän myös jatkossa matalan kustannustason maissa. Länsimaiden tehtaiden rooli on pääosin erikoistua kapeampiin, korkean osaamistason niche-segmentteihin, nopeisiin toimituksiin ja tuotekehityssarjoihin volyymituotannon keskittyessä itään. Pidemmällä aikavälillä digitalisaation, automatisaation ja robotiikan lisääntyminen voi kuitenkin luoda lisää elintilaa myös korkeamman kustannustason tuotantolaitoksille.

Markkina jakaantuu neljään pääsegmenttiin

Koko elektroniikkamarkkina jakaantuu luonteeltaan neljään erilliseen segmenttiin, jotka ovat kuluttajaelektroniikka, teollisuuselektroniikka, elektroniset komponentit sekä julkisen sektorin elektroniikka (esim. maanpuolustus). Etenkin kuluttajaelektroniikassa (esim. puhelimet ja tietokoneet) toimituserät ovat hyvin suuria ja tuotannon vaikeusaste ei ole korkea (low mix / high volume). Tästä johtuen kuluttajaelektroniikan sopimusvalmistusmarkkinaa hallitsevat suuret ja kustannustehokkaat toimijat. Kuluttajaelektroniikan tuotesykliä ovat lisäksi nopeita, noin 2-3 vuoden mittaisia.

Incap on asemoitunut teollisuuselektroniikkaan, jossa toimituserät ovat selvästi pienempiä ja haastavampia (high mix / low volume) ja toimitusajat nopeampia. Lisäksi tuotesykliä voivat olla jopa 20-30 vuoden mittaisia ja myynnin jälkeisen asiakaspalvelun ja tuotekehityksen rooli on korostuneempi kuin kuluttajaelektroniikassa. Tämä tekee kilpailukentästä hyvin erilaisen kuluttajaelektroniikkaan verrattuna ja mahdollistaa sen, että myös pienemmille toimijoille jää riittävästi elintilaa pienempiin segmentteihin. Incapin kokoluokkaan suhteutettuna pienemmätkin segmentit ovat kuitenkin erittäin suuria.

Elektroniikkamarkkina kasvaa noin BKT:n kasvuvauhtia

Globaalia elektroniikkamarkkinaa ajaa etenkin sähkölaitteiden kysynnän kasvu. Sähkölaitteiden kysyntää puolestaan ohjaa väestön ikääntyminen, elintason nousu sekä digitalisaatio. Näiden tekijöiden tukemana globaali elektroniikkamarkkina on eri markkinalähteiden mukaan kasvanut noin 3-6 % vuodessa. Markkinakasvu on näin ollen ollut varsin tervettä ja tarjonnut toimijoille kelvollisia laajentumismahdollisuuksia. Myös lähivuosien markkinakasvun on uumoitu olevan historiallisen tason tuntumassa, joten elektroniikkamarkkinan näkymiä voidaan pitää tuleville vuosille varsin kohtuullisina. Maantieteellisistä alueista kasvun on arvioitu olevan vauhdikkainta Aasiassa, jonka uskotaan yltävän 4-7 % vuotuisen kasvuun, kun taas Pohjois-Amerikan ja Euroopan kasvun on arvioitu jäävän noin 1-3 % tasolle heikompaa BKT:n kasvupotentiaalia heijastellen.

Toimiala 2/2

Ulkoistamisasteessa on vielä nousuvaraa

Elektroniikkateollisuuden viime vuosien yhtenä voimakkaimmista trendeistä on ollut tuotannon ulkoistamisasteen kasvu, sillä se mahdollistaa lopputuotteen myyjän keskittymisen ydinosamisalueisiin kuten myyntiin, markkinointiin ja tuotekehitykseen. Lisäksi ulkoistettu valmistus kohdentaa käytettävissä olevia resursseja ja viivyttää tarvittavia tuotantoinvestointeja mahdollistamalla lisäkapasiteetin ostamisen sopimusvalmistajalta. Tästä johtuen myös sopimusvalmistajien ja ulkoistetun suunnittelun ja valmistuksen tarjoajien markkinakasvu on ollut viime vuosina lievästi yleisen elektroniikkamarkkinan kasvua voimakkaampaa. Näkemyksemme mukaan tämä trendi tulee lähivuosina jatkumaan samankaltaisena.

Teollisuuselektronikassa ulkoistamisaste on tyypillisesti ollut kuluttajaelektronikan ulkoistamisastetta matalampi, sillä teollisuuselektronikan toimituserät ovat pienempiä ja vaativampia kuin kuluttajaelektronikassa, mikä nostaa kynnystä valmistuksen ulkoistamiselle. Arviomme kuitenkin, että ulkoistamisen hyötyjen myötä luopuminen omasta valmistuksesta kasvattaa suosiotaan myös matalamman ulkoistamisasteen teollisuuselektronikassa.

Arviomme mukaan teollisuuselektronikassa sopimusvalmistajien asema on ulkoistetun suunnittelun ja valmistuksen toimittajia parempi, sillä kokonaisvaltainen suunnittelun ulkoistaminen

on lopputuotteiden haastavuudesta johtuen vaikeampaa kuin esimerkiksi kuluttajaelektronikassa. Teollisuuselektronikassa tuotekehitys kuuluukin mielestämme lopputuotteen myyjän ydintoimintoihin, kun taas kypsän elinkaaren ja matalan teknologiatason kuluttajatuotteissa lopputuotteen myyjä voi optimoida oman tuotos/panos-suhteensa vain liimaamalla tavaramerkkejä muiden suunnittelemiin ja valmistamiin tuotteisiin.

Incap on asemoitunut toimialaan järkevästi

Arviomme mukaan Incapin asemoituminen lähes täysin teollisuuselektronikan asiakassegmenttiin on järkevä, sillä uskomme teollisuuselektronikan asteittaisen ulkoistamisasteen kasvun tukevan koko elektroniikkamarkkinaa vauhdikkaampaa kasvua. Lisäksi Incap on koko markkinaan suhteutettuna erittäin pieni toimija, minkä vuoksi emme näe markkinan koon asettavan rajoja Incapin kasvulle lähitulevaisuuden aikana. Pieni koko suhteessa kokonaismarkkinaan vähentää myös yhtiön kasvupotentiaalin riippuvuutta kokonaismarkkinan kasvusta. Myös teollisuuselektronikan pienemmät toimitusmäärät ja pidemmät tuotesykliit mahdollistavat Incapin kokoiselle toimijalle kilpailukyyn säilyttämisen sekä paremman perustan kannattavuuden tahkoamiselle, kuin kuluttajaelektronikan äärimmäisen hintakireä ja tuotesykliiltään lyhyt massatuotanto.

Myös globaalin elektroniikkamarkkinan kasvu on tärkeää Incapille, sillä yhtiö ei kuitenkaan pienestä koostaan huolimatta operoi tyhjiössä. Markkinan ja

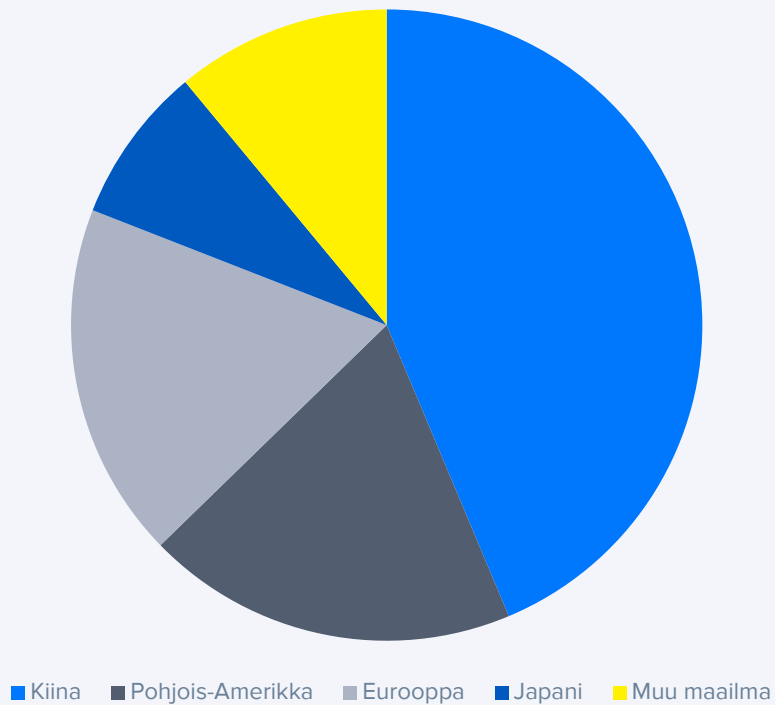
siten kokonaiskakun kasvaessa voi Incapia suurempien toimijoiden katveeseen jäädä pienempiä niche-segmenttejä, jotka voivat tarjota Incapille kannattavia kasvumahdollisuuksia. Toisaalta markkinakasvun hyötyminen olisi mitä todennäköisimmin seurausta yleisestä maailmantalouden kangertelusta ja se vaikuttaisi negatiivisesti myös Incapin asiakastoimialojen kysyntään. Incapin asiakastoimialojen heikentynyt kysyntä puolestaan vaikuttaisi pomminvarmasti myös Incapin tarjoaman kysyntään ja sitä kautta liikevaihtoon ja kannattavuuteen.

Toimialan konsolidaatioaalto vyöryy eteenpäin

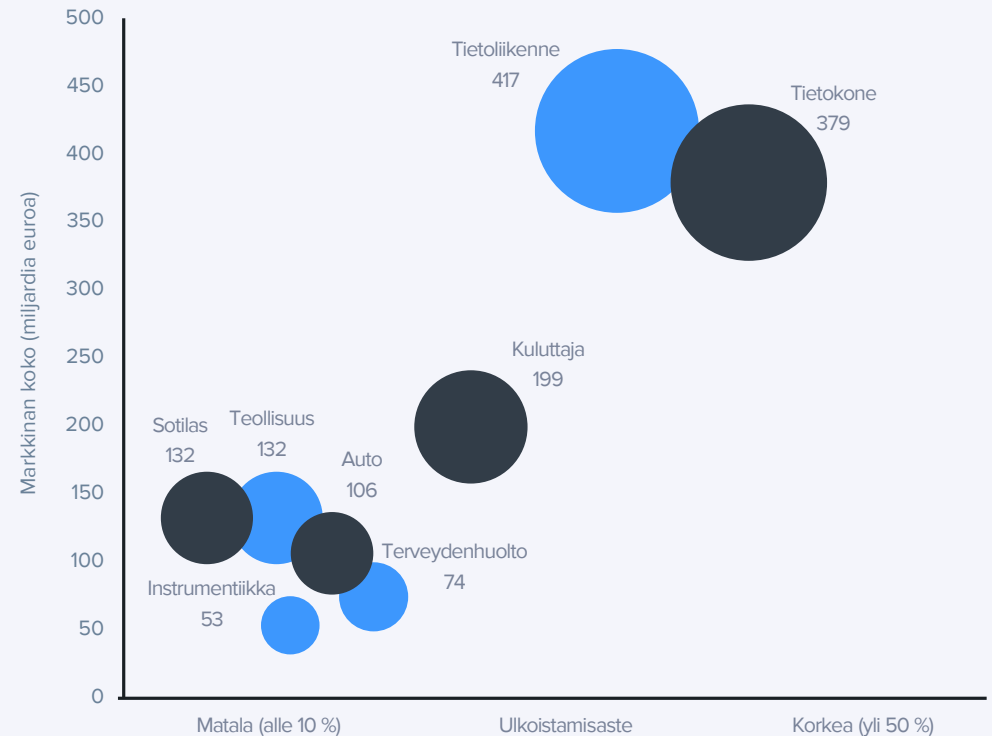
Elektroniikkateollisuuden ja etenkin sopimusvalmistusmarkkinan varsin hajanaisen rakenteen johdosta toimiala on jo pidemmän aikaa ollut konsolidaatioiden värittämä. Arviomme mukaan vilkkainta yritysjärjestelyvimma on ollut puolijohdekomponentteja valmistavien yhtiöiden keskuudessa, missä etenkin paremman arvoketjuaseman ja mittakaavaetujen tavoittelu on ajanut rakennemuutosta. Komponenttivalmistajien konsolidaatio on keskittänyt komponenttien tarjontaa ja siten kasvattanut tarjoajien hinnoitteluvoimaa ja lisännyt etunenässä paineita sopimusvalmistajien suuntaan. Kasvaneet kustannuspaineet ja hankinnan mittakaavaetujen tavoittelu ovat puolestaan vyöryttäneet konsolidaatioaaltoa myös sopimusvalmistajien päälle. Arviomme mukaan yritysjärjestelyt tulevat myös tulevaisuudessa olemaan merkittävä osa markkinatoimijoiden repertuaaria niin kasvun kuin kannattavuudenkin tavoittelussa.

Toimiala

Globaalin elektroniikkamarkkinan jakautuminen maantieteellisesti



Globaalin elektroniikkamarkkinan jakautuminen alasegmenteittäin



Kilpailu 1/2

Kilpailutilanne on erittäin ankara

Haastavasta arvoketjupositiosta johtuen sopimusvalmistusmarkkinan kilpailutilanne on erittäin ankara. Arvoketjuposition haastavuus näkyy etenkin sopimusvalmistajien rajoittuneena hinnoitteluvoimana niin myynti- kuin hankintapuoellakin. Kova kilpailutilanne ja sen myötä rajoittunut neuvotteluvoima näkyy myös toimijoiden keskimääräisissä voittomarginaaleissa, jotka ovat kutistuneet verrattain ohuiksi. Näkemyksemme mukaan toimialan dynamiikka tulee jatkumaan samankaltaisena emmekä siksi näe kilpailutilanteeseen syntyvän muutoksia lähitulevaisuuden aikana.

Toimialalla ei kroonista ylikapasiteettia

Sopimusvalmistustoiminnan pääomainvestoinnit ovat seinä- ja lattiatilan mahdollistaessa uuden tuotantolinjan lisäämisen olleet tyypillisesti varsin nopeita toteuttaa. Tästä johtuen sopimusvalmistajat ovat kysyneet investoimaan liki lineaarisessa suhteessa kasvaneeseen kysyntään ja katetasoille tuhoisilta ylikapasiteettitilanteilta ollaan yleisesti ottaen välttytty (vrt. perusteollisuus). Myös yksittäisen tuotantolaitoksen sulkeminen on verrattain yksinkertaista ja edullista, koska toimialan pääomakeveydestä johtuen tuotantolinjat ja -koneet ovat helposti liikuteltavia osia. Lisäksi matalan kustannustason maissa myös työvoimasta irtaantuminen on varsin joustavaa ja kustannustehokasta.

Nämä tekijät huomioiden kokonaiskuva viittaa mielestämme siihen, että kapasiteetti on linjassa

kysyntänäkymien ja -odotusten kanssa. Näkemyksemme mukaan nykyinen markkinatasapaino tulee toimialan dynamiikkaa mukaillen olemaan vallitsevin tila myös pitkällä aikavälillä, joskin lyhyellä aikavälillä asiakastoimialojen kysyntämuutokset voivat aiheuttaa hetkittäisiä ali- ja ylikapasiteettitilanteita tarjontakehikkoon.

Kilpailu on kovaa myös alueellisesti

Liiketoiminnan globaalista luonteesta huolimatta kilpailu on kovaa myös alueellisesti tarkasteltuna. Alueellisen kilpailun koveneminen on johtanut viimeisen vuosikymmenen aikana sopimusvalmistajaklustereiden syntymiseen, kun globaalit sopimusvalmistajat ovat siirtäneet tuotantolaitoksiaan matalamman kustannustason maihin. Tätä siirtymää on ensisijaisesti ajanut laitevalmistajien tuotannon keskittyminen matalan kustannustason maihin, jolloin sopimusvalmistajat ovat olleet liki pakotettuja juoksemaan perässä. Klustereiden synty ja alueellisen kilpailun kiristyminen onkin johtanut siihen, että kilpailutilanne vaihtelee alueittain. Näin ollen myös Incap kilpailee osin eri yhtiöiden kanssa Euroopassa ja Aasiassa.

Raadollisesta kilpailutilanteesta huolimatta toimialan asiakaspysyvyys on tyypillisesti ollut hyvä. Asiakaspysyvyyttä tukee etenkin se, että sopimusvalmistajan vaihdon kustannukset voivat nousta hyvin korkeiksi, minkä vuoksi asiakkaat pyrkivät pitäytymään samassa toimittajassa mahdollisimman kauan ja vaihtamaan toimittajaa vain merkittävien perusteiden (esim. heikko laatu tai

jatkuvasti venyvät toimitusajat). Korkeat vaihdon kustannukset luovat näin ollen kilpailuetua toimijoille ja vahvistavat asiakassuhteita, mutta osaltaan samat tekijät vaikeuttavat uusasiakashankintaa.

Kilpailukentässä kolmen kategorian väkeä

Globaalit sopimusvalmistusmarkkinan toimijat on tyypillisesti jaettu kolmeen eri kategoriaan liikevaihtoperusteisesti. Ensimmäisessä kategoriassa ovat suurimmat toimijat, joiden vuotuinen liikevaihto on vähintään 1 000 MEUR. Tähän ryhmään kuului Market Manufacturing Insidersin mukaan vuonna 2017 noin 10-15 yhtiötä. Nämä yhtiöt ja muut globaalit jättiläiset toimivat lähes kaikilla elektroniikkamarkkinan segmenteillä. Yhteistä näille toimijoille on lisäksi se, että niillä on huomattava määrä tuotantokapasiteettia pääosin matalan kustannustason maissa, mikä johtaa tuotannon merkittäviin mittakaavaetuihin. Lisäksi suuryhtiöiden resurssit mahdollistavat laaja-alaisen prosessikehityksen ja investoinnit ja siten takaavat korkean teknologisen kyvykkyyden. Kolikon toisella puolella on kuitenkin ison koon mukanaan tuoma jäykkyys niin tuotantoon kuin rakenteisiin, mistä johtuen jättiläisten kilpailuedut hupenevat siirryttäessä pienempiin eräkokoihin. Ensimmäisen kategorian yhtiöt ovatkin suuresta koostaan johtuen toimineet tyypillisesti low mix / high volume -segmentissä, eivätkä ne näin ollen ole haastavuudeltaan (mix) korkeampien ja tuotevolyymitään (volume) pienempien sarjojen parissa operoivan Incapin relevantteja kilpailijoita.

Kilpailu 2/2

Suurimpien takana paljon lisää toimijoita

Toisen kategorian yhtiöiden vuosiliikevaihto on 200 - 1 000 MEUR. Tässä kategoriassa yhtiöt ovat tyypillisesti keskittyneet yhteen tai useampaan markkinasegmenttiin. Kuluttajaelektronikan massatuotteet ovat pääsääntöisesti jo näiden toimijoiden toimitus- ja tuotantokykyjen ulkopuolella. Keskisuurien yhtiöiden joustavuus ja ketteryys on kuitenkin vielä sillä tasolla, että niiden on mahdollista toimittaa pienempiä toimituseriä ja räätälöityä asiakaspalvelua, mutta niiden resurssit ovat silti riittävät globaalien asiakkaiden palveluun ja liiketoiminnan runko muodostuukin tässä kategoriassa kokonaistoitumuksista. Vaikka Incapin liikevaihto on reilusti alle kategorian alarajan, mielestämme osa sen kilpailijoista tulee tästä kategoriasta. Incapin tämän kategorian pääkilpailijoita arvioimme olevan suomalaisen Scanfilin, norjalaisen Kitronin, saksalaisen BMK Groupin ja sveitsiläisten Cicorin ja Enicsin.

Kolmannessa kategoriassa ovat alle 200 MEUR:n liikevaihtoa tekevät paikalliset tai alueellisesti levittäytyneet toimijat, jotka ovat keskittyneet yhteen tai muutamaankin markkinasegmenttiin. Tämän kategorian yhtiöiden resurssit ovat kakkoskategorian yhtiöiden resursseja pienemmät, mistä johtuen myös niiden tuotetarjoama on suppeampi. Suppeammasta tuotetarjoamasta johtuen tämän kategorian yhtiöiden asiakaskanta voikin olla varsin keskittynyt. Näiden yhtiöiden kilpailuetuja ovat ketteryyden ja joustavuuden tuomat tuotantohyödyt, erikoist tuotteet sekä nopeat läpimenoajat. Mielestämme Incap kilpailee ensisijaisesti tämän kategorian toimijoiden kanssa

ja sen keskeisimpiä kilpailijoita ovat muun muassa suomalainen Kyrel sekä ruotsalaiset Hanza ja Note. Näiden lisäksi Incapilla on kilpailijoinaan useita pieniä ja paikallisia toimijoita, jotka ovat erikoistuneet vain proto- ja piensarjatuotantoon.

Konsolidaatio muokkaa kilpailukenttää

Kokonaisuutena tarkastellen sopimusvalmistusmarkkina on erittäin fragmentoitunut, sillä pelkästään Euroopassa on kymmeniä toimialan yhtiöitä. Aasiassa lukumäärä on vielä reilusti suurempi ja globaalissa mittakaavassa toimijoiden lukumäärä mitataan sadoissa kappaleissa. Fragmentoituneisuus ja haastava arvoketjuasema yhdistettynä ohuisiin katemarginaaleihin ja mittakaavaetujen tavoitteluun ovatkin arviomme mukaan ajaneet toimialan konsolidaatiota viime vuosina. Aktiivisuutta ovat lisänneet myös puolijohdekomponenttivalmistajien yhteenliittymät, jotka ovat sekä keskittäneet komponenttien tarjontaa että kiristäneet etenkin pienten ja keskisuurten sopimusvalmistajien hinnoittelu- ja hankintasilmukkaa.

Arviomme mukaan konsolidaatio tulee myös jatkossa muokkaamaan kilpailukenttää toimialan ravintoketjussa korkeammalla olevien yhtiöiden ostaessa pienempiä kilpailijoita. Mielestämme Incap on asemoitunut yritysjärjestelyjen näkökulmasta kuitenkin erinomaisesti, sillä sen vahva tase mahdollistaa pienemmän kilpailijan ostamisen. Toisaalta korkea kannattavuus ja matala organisaatorakenne sekä arvostus on nostavat yhtiön itsensä myös muiden toimijoiden yritysostotutkaan.

Sisäinen tuotanto luo näkymätöntä kilpailua

Varsinaisten kilpailevien yhtiöiden lisäksi myös laitevalmistajien oma tuotanto kilpailee sopimusvalmistusmarkkinalla. Mielestämme tämän huomioiminen on perusteltua, sillä tietyissä elektroniikkateollisuuden segmenteissä ulkoistamisaste on vielä verrattain matala ja siten laitevalmistajien oman tuotannon osuus on merkittävä. Laitevalmistajien oma tuotanto on muuta kilpailua näkymättömämpi ja kilpailutilanteen muutokset tulevat näkyviin etenkin ulkoistamisasteen muutosten kautta.

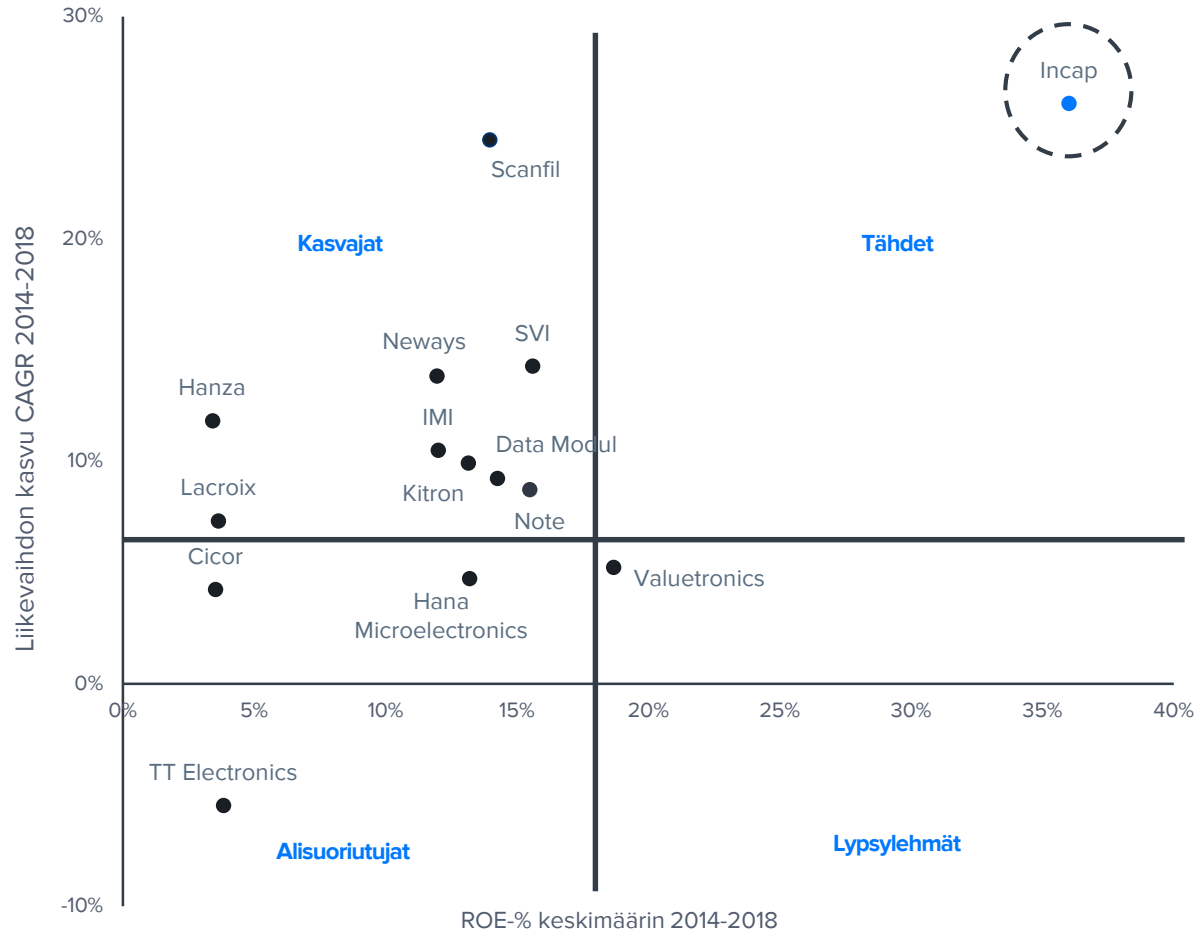
Incap on toimialan terävintä kärkeä

Incap on kannattavuudeltaan selkeästi toimialan terävintä kärkeä, mikä selittyy arviomme mukaan kustannustehokkaalla toimintamallilla (muiden kulujen osuus liikevaihdosta on erittäin matala), mutta myös varsin keskittyneellä asiakaskannalla (pidempien tuotantosarjojen kautta saavutettu tehokkuus). Emme kuitenkaan usko yhtiön kykenevän puristamaan avainasiakkailtaan selkeästi kilpailijoita korkeampia hintoja. Tähän viittaa myös konsernin myyntikate, joka ei ole poikkeuksellisen korkea. Toisaalta Incapilla on asiakkaissaan myös start-up firmoja, joita vastaan neuvotteluasema on parempi ja toisaalta myös asiakkuuksien korkeampi riskitaso on hinnoiteltava marginaaleihin.

Toimialan matalan pääomaintensiteetin vuoksi ohuetkin marginaalit voivat johtaa vahvoihin kaksinumeroisiin pääoman tuottolukuihin, mutta Incapin marginaalin ollessa kilpailukenttään suhteutettuna hyvin lihava ja taseen kiertonopeus hyvällä tasolla kohoavatkin yhtiön pääoman tuottoluvut erinomaisiksi suhteessa kilpailijoihin.

Kilpailukenttä

Sopimusvalmistajien kasvu CAGR-% vs. ROE-%



Incapin kilpailutekijät

- + Fokusoituminen teollisuuselektroniikkaan
- + Kustannustehokas toimintamalli ja kevyt organisaatorakenne
- + Pitkäkestoiset asiakassuhteet
- + Tehtaiden lattiatila mahdollistaa kasvavaan kysyntään vastaamisen maltillisin investoinnein
- Rajoittunut hinnoitteluvoima arvoketjun molempiin suuntiin
- Riippuvainen suurimmista asiakkaista ja asiakkaiden omista toiminnoista
- Asiakastoimialat ovat investointivetoisia ja asiakkaat pienehköjä yhtiöitä minkä myötä kysyntä on osin syklistä / volatiilia
- Ei juurikaan realisoitavissa olevia skaalaetuja

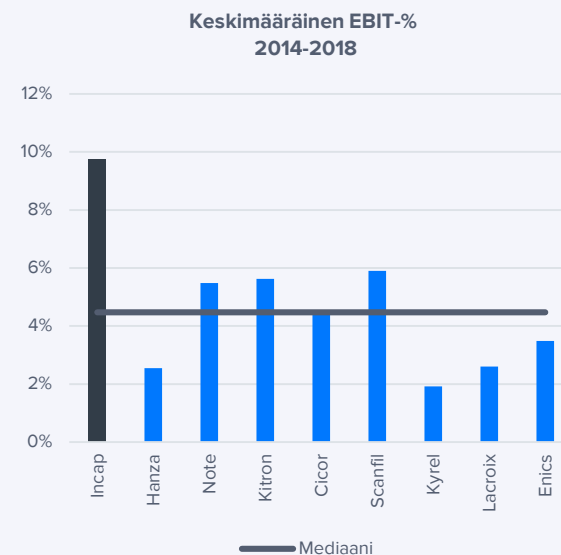
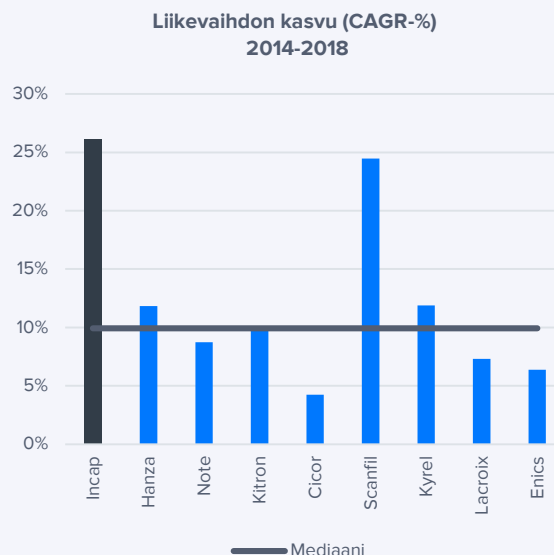
Katsaus kilpailukenttään

Incapin kanssa osittain kilpailevia yhtiöitä



Incapin kilpailijoita ovat tyypillisesti sellaiset sopimusvalmistajat, jotka kykenevät tarjoamaan asiakkaalle koko arvoketjun ulkoistamisen mahdollistavia ratkaisuja. Kilpailijat vaihtelevat kuitenkin huomattavasti eri asiakkaiden ja segmenttien välillä.

Valittujen kilpailijoiden taloudellinen kehitys



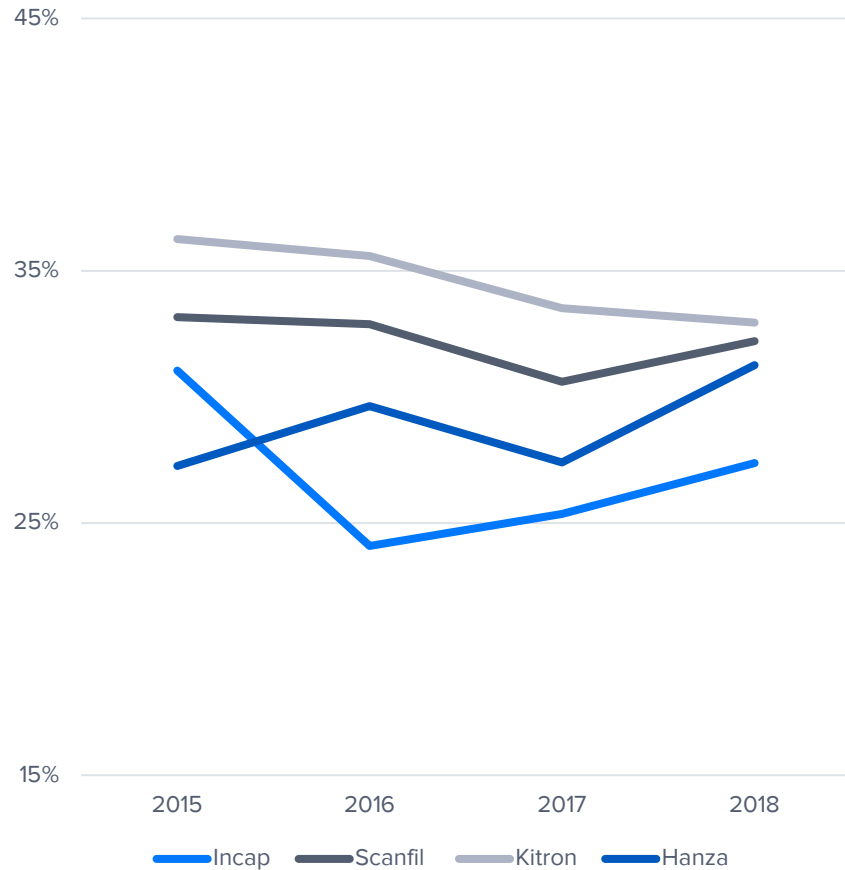
Valikoituja yhtiöitä toimialalta

Yhtiö	Lyhyt kuvaus	Liikevaihto (MEUR)	EBIT (MEUR)	EBIT-%	Henkilöstö
Incap	Teollisuuselektroniikkaan erikoistunut sopimusvalmistaja	59	8,6	14,6 %	768
Hanza	Korkeaan teknologiaan erikoistunut ruotsalainen sopimusvalmistaja.	177	5,3	3,0 %	1 538
Note	Ruotsalainen sopimusvalmistaja, joka on erikoistunut PCB-ladontaan ja kokoonpanoihin.	135	8,2	6,1 %	983
Kitron	Teollisuuselektroniikkaan keskittynyt norjalainen sopimusvalmistaja.	273	16,3	6,0 %	1 560
Cicor (2017)	Sveitsiläinen sopimusvalmistaja, jolla toimintaa kolmella mantereella.	195	9,5	4,9 %	1 993
Scanfil	Suomalainen sopimusvalmistaja ja järjestelmätoimittaja.	563	37,8	6,7 %	3 369
Kyrel	Listamaton suomalainen sopimusvalmistaja. Tuotantosarjat pieniä ja keskisuuria.	40	1,9	4,8 %	163
Lacroix	Kansainvälinen sopimusvalmistaja, jonka pääkonttori on Ranskassa.	468	12,0	2,6 %	4 043
Enics (2017)	Maailman suurimpia elektroniikan sopimusvalmistaja. Pääkonttori Sveitsissä.	544	18,4	3,4 %	3 053

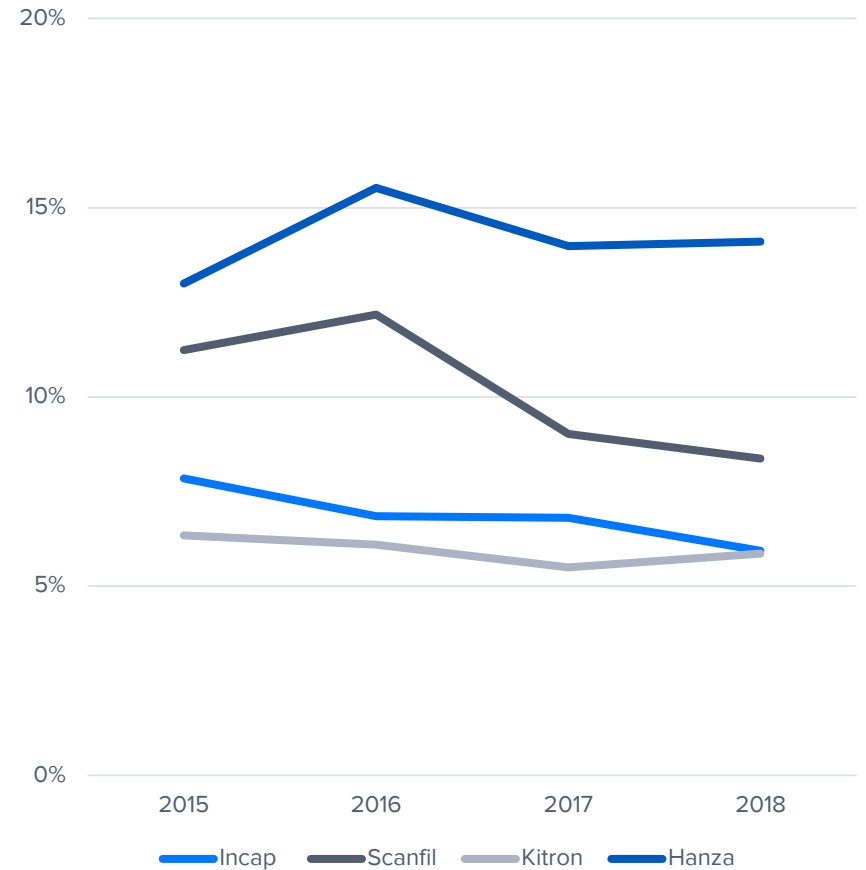
Lähde: Thomson Reuters, kuvaukset Inderes. Luvut vuoden 2018 lukuja (pl. Cicor ja Enics).

Kulurakenteiden vertailu suhteessa valittuihin kilpailijoihin

Myyntikatteen kehitys



Muiden kulujen osuus liikevaihdosta



Strategia 1/2

Arvolupauksena laatu ja toimitusvarmuus

Incapilla on takanaan pitkä toiminnallinen historia, joka on luonut yhtiölle maineen korkealaatuisena sopimusvalmistajana. Pitkä toiminnallinen historia ja korkealaatuisen maineen syntyminen ei arviomme mukaan ole mahdollista ilman kestävän lisäarvon tuottamista asiakkaille. Kestävän lisäarvon tuottamisen asiakkaille näemme puolestaan pohjautuvan annetun arvolupauksen lunastamiseen ja oman paikan vakiinnuttamiseen asiakkaan arvoketjussa. Mielestämme Incapin arvolupaus ja siten strategian selkäranka on olla luotettava sopimusvalmistaja ja lunastaa paikka asiakkaan arvoketjusta niin korkealaatuisella kuin toimitusvarmallakin tuote- ja ratkaisutarjoamalla.

Kustannustehokkuus strategian työmiehenä

Arviomme mukaan Incapin strategisen arvolupauksen lunastamisessa työhaalarit on puettu kustannustehokkuuden päälle. Kustannustehokkaalla toiminnalla Incap kykenee sekä tekemään tarjoamastaan houkuttelevan asiakkaalle että saavuttamaan hyvän kannattavuustason ja siten erinomaiset edellytykset omistaja-arvon kasvattamiselle. Asiakkaan näkökulmasta kustannuksiltaan houkutteleva tarjoama avaa etenkin strategian toteuttamisen kannalta kriittisiä arvoketjupositiioita, joihin asemoituminen on myös yhtiön olemassa olon kannalta elintärkeää.

Kustannustehokas toiminta on myös hintakilpailuvoiman näkökulmasta varsin keskeistä. Incapin nykyinen kustannustehokkuus mahdollistaa toimialan varsin ankaran hintakilpailun ympäristössä sen, että yhtiön on

mahdollista säilyttää kannattavuutensa hyvällä tasolla, vaikka myyntihintoja jouduttaisiin leikkaamaan. Riittävän hintakilpailukyvyyn säilyttämisen ollessa yksi sopimusvalmistajan olemassa olon edellytyksiä uskomme, että kustannustehokkuuden (tuottavuuden) jatkuva parantaminen on Incapin strategian toteuttamisen keskeisimpiä prioriteetteja myös tulevaisuudessa. Ottaen huomioon Incapin asemoitumisen ja laajan palvelutarjoaman emme kuitenkaan usko Incapin pyrkivään oleman ensisijaisesti halvin tarjoaja kilpailussa.

Strategiset kumppanuudet arvolupauksen toteuttamisen toisessa aallossa

Kustannustehokkuuden lisäksi näemme myös strategisten kumppanuuksien solmimisen yhtenä Incapin keskeisimmistä tavoitteista. Strategisten kumppanuuksien keskeisin hyöty on arviomme mukaan pidentyneet asiakassuhteet. Pidentyneet asiakassuhteet ovat historiallisesti johtaneet uusien tuotteiden ja kasvaneiden tilausmäärien kautta liiketoiminnan kasvuun.

Näkemyksemme mukaan strategisen kumppanuuden solmiminen vahvistaa Incapin asemaa asiakkaan arvoketjussa ja siten nostaa sopimusvalmistajan vaihdosta syntyviä kustannuksia. Vaihdoista syntyvät kustannukset puolestaan luovat Incapin liiketoimintaan vakautta ja syventävät asteittain yhtiön liiketoiminnan vallihautaa. Lisäksi nykyisen asiakasrakenteen näkökulmasta uuden strategisen kumppanuuden solmiminen pienentäisi yhtiön verrattain korkeaa asiakasriskiä. Arviomme mukaan Incapille strateginen kumppani on asiakas, joka tuo

vuositasolla useamman miljoonan euron liikevaihdon ja jonka tilausryhmät ovat jatkuvaluonteisia. Mielestämme marraskuussa 2018 solmittu kumppanuussopimus Corvus Energyn kanssa edustaa juuri tällaista kumppanuutta, sillä sopimuksen on arvioitu tuovan yli 5 MEUR:n liikevaihdon vuosittain. Sopimuksen myötä Incap toimii Corvuksen ensisijaisena valmistuskumppanina, mikä myös vahvistaa näkemystämme Corvuksesta strategisena kumppanina.

Painopistealue teollisuuselektroniikan asiakassegmentissä

Incap on strategisesti asemoitunut teollisuuselektroniikan asiakassegmenttiin. Asemoituminen on mielestämme järkevä, sillä teollisuuselektroniikan toimitusmäärät ovat pienempiä ja tuotekokonaisuudet haastavampia kuin pitkälti massatuotantoon keskittyneessä ja isojen mittakaavaetujen omaavien toimijoiden kuluttajaelektroniikassa. Pienemmät toimitusmäärät mahdollistavat etenkin sen, että Incapin kokaisen toimijan on mahdollista kaapata itselleen kannattavia arvoketjun osia ja saavuttaa siten hyvä kannattavuustaso kilpaillusta toimintaympäristöstä huolimatta. Haastavammat tuotekokonaisuudet puolestaan lisäävät asiakkaiden kriteereitä sopimusvalmistajia kohtaan, jolloin Incapin arvolupauksen sisältämä todistetusti korkea laatu ja toimitusvarmuus muodostuvat merkittäviksi kilpailutekijöiksi sekä uusasiakashankinnassa että nykyisten asiakassuhteiden hallinnassa.

Strategia 2/2

Orgaanisen kasvun tavoittelu pohjalla

Strategiallaan Incap tähtää etenkin liiketoimintavolyymin orgaaniseen kasvattamiseen. Arviomme mukaan volyymikasvu pyritään saavuttamaan nykyisten asiakkaiden tilausmäärää kasvattamalla ja ristiinmyynnillä sekä uusien asiakkaiden hankkimisella. Uusasiakashankinnassa painopiste on pidemmällä aikavälillä arviomme mukaan etenkin strategisten kumppanuuksien hankkimisessa, mutta luonnollisesti myös pienemmät asiakkaat ovat yhtiön kasvustrategian toteuttamisen kannalta tärkeitä. Arviomme mukaan yhtiön painopistealue uusasiakashankinnassa kohdistuu etenkin nouseviin teknologiayhtiöihin ja startupeihin, jotka ketterinä toimijoina saavat suurimman hyödyn Incapin laajoista kokonaistoimituksista ja nopeasta päätöksenteosta. Tällaisia asiakkaita yhtiö tarvitsee kuitenkin useita, sillä kaikki varhaisen kehitysvaiheen yhtiöt eivät tule saamaan tuulta liiketoimintasiipiensä alle ja nousemaan Incapille merkittäviksi asiakkaita.

Uusasiakashankinnassa on kuitenkin huomioitava se, että uudet asiakkaat käynnistyvät tyypillisesti hitaasti pienistä volyyimeistä ja merkittävään tilausvolyyymiin pääseminen saattaa viedä useita vuosia. Lisäksi uusasiakashankintaa vaikeuttaa se, että sopimusvalmistajien vaihdon kustannukset voivat kohota verrattain korkeiksi, jolloin asiakkaat pyrkivät pitäytymään samassa sopimusvalmistajassa ja vaihtamaan valmistajaa vain erittäin painavista syistä. Näin ollen uusasiakashankinta ei välttämättä takaa yhtiölle nopeaa orgaanista kasvua, vaan lyhyellä aikavälillä liikevaihdon kasvun on nojattava nykyisten

asiakkaiden tilausmäärän kasvuun sekä ristiinmyynnissä onnistumiseen.

Yritystostokortti on nostettu pakasta

Yhtiö on strategiassaan nostanut esiin myös yritystostomahdollisuuksien kartoittamisen. Incap ei ole historiansa aikana juuri toteuttanut yritystostoja, joten yhtiön track-record yritysjärjestelyistä on olematon. Toimialan ollessa kuitenkin hyvin fragmentoitunut näemme yritystostomahdollisuuksien kartoittamisen varsin perusteltuna.

Yritystostot tarjoavat yhtiölle etenkin mahdollisuuden kiihdyttää kasvuvauhtia merkittävästi suhteessa orgaaniseen kasvuun. Ostettavan liiketoiminnan hinnan ollessa alle Incapin omien hintakertoimien on yritystostolla myös mahdollista luoda suoraa lisäarvoa yhtiön nykyisille osakkeenomistajille. Kestävän lisäarvon luominen edellyttää pitkällä aikavälillä kuitenkin ostetun liiketoiminnan suotuisaa kehittymistä.

Mielestämme varsinaisissa yritystostokohteissa keskeisin kulma on ostettavan yhtiön tärkeimmässä taseen ulkopuolisessa omaisuuserässä eli asiakasportfoliossa. Asiakasportfolio määrittelee luonnollisesti toiminnan volyymin, mutta sen koko ja yksittäisten asiakkaiden paino määrittelee hyvin pitkälle myös liiketoiminnan riskiprofiilin. Incapin oman asiakaskannan ollessa hyvin keskittynyt näemme asiakasportfolion laajentamisen ja asiakasriskin pienentämisen olevan kasvun ohella yksi Incapin keskeisimpiä kriteereitä yritystostokohteiden kartoittamiselle. Toisaalta haasteena voivat olla kulttuurilliset ja rakenteelliset tekijät, sillä kohteen

pitäisi olla yrittäjähenkinen ja rakenteeltaan kevyt, jotta kauppa ei liikaa jäykistäisi Incapin omaa rakennetta.

Arviomme mukaan Incapin vahva tase mahdollistaa yritysarvoltaan noin 15-20 MEUR:n kokoluokassa olevan yrityskaupan velkavetoisen toteuttamisen ilman taseaseman radikaalia heikkenemistä. Tätä ylärajaa selkeästi korkeamman kauppahinnan (> 25 MEUR) rahoittaminen puhtaasti velkarahalla ajaisi yhtiön taseen mielestämme jo selkeästi epämukavuusalueelle ja vaatisi mitä todennäköisimmin myös uuden oman pääoman keräämistä. Emme pidä oman pääoman keräämistä täysin poissuljettuna vaihtoehtona, vaikka uskomme yhtiön kartoittavan ensisijaisesti selkeästi pienempiä, alle 15 MEUR:n arvoisia, yritystostokohteita. Näin ollen emme myöskään näe todennäköisenä sitä, että Incap ryhtyisi hurjastelemaan yritysostorintamalla ja hakemaan kasvua hinnalla millä hyvänsä.

Emme myöskään usko, että Incap ryhtyy itse investoimaan kokonaan uuden tehtaan rakentamiseen. Arviomme mukaan uuden tehtaan investointikustannus olisi noin 10-15 MEUR, mikä olisi Incapin taseeseen suhteutettuna jo varsin merkittävä investointi ja tekisi myös yhtiön kustannusrakenteesta huomattavasti raskaamman. Lisäksi uusi tehdas olisi alkuun pelkästään nykyisten asiakkaiden varassa. Siten investointikustannuksen ja positiivisten kassavirtojen väliin jäisi liian pitkä kuilu. Tästä johtuen näemme uuteen tehtaaseen investoimisen pientä yritystostoa riskisempänä vaihtoehtona.

Strategia

- Uusiasiakashankinta tyypillisesti hidasta
- Painopiste strategisissa kumppanuuksissa
- Vahva tase mahdollistaa reilunkin kokoisen yrityskaupan toteuttamisen



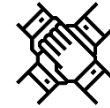
Arvolupaus

- Olla luotettava sopimusvalmistaja ja vakiinnuttaa paikka asiakkaan arvoketjussa
- Korkealaatuisuus ja toimitusvarmuus keskiössä



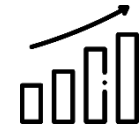
Kustannustehokkuus

- Kustannustehokas toiminta avaa kriittisiä positioita asiakkaan arvoketjusta
- Luo edellytykset myös omistaja-arvon kasvattamiselle
- Haarniska toimialan hintakilpailua vastaan



Strategiset kumppanuudet

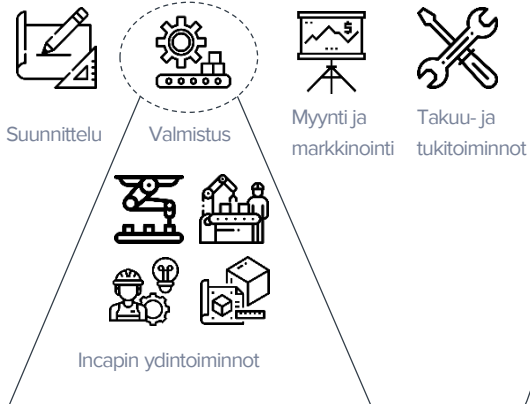
- Vahvistavat arvoketjuasemaa, nostavat vaihdon kustannuksia ja syventävät liiketoiminnan vallihautaa
- Uudet strategiset kumppanuudet pienentäisivät nykyistä asiakasriskiä



Kasvu

- Kasvu orgaanisesti nykyisten asiakkaiden, ristiinmyynnin ja uusiasiakashankinnan kautta
- Yritystokohteiden kartoittaminen osana kasvustrategiaa

Asiakkaan arvoketju



Arvoketjupositio

- Valmistus Incapille kriittisin positio asiakkaan arvoketjusta
- Lisääarvon luonti ydintoimintoihin pohjautuvalla tarjoamalla
- Oman aseman vakiinnuttaminen

- Fokus teollisuuselektronikassa
- Pieni toimija voi löytää kannattavia niche-segmenttejä

Strategiset ajurit

Orgaaninen kasvunäkymä

Konsolidaatiot

Kustannuspaine

Taloudellinen tilanne 1/3

Myyntikate ollut suhteellisesti varsin vakaalla tasolla

Incapin kustannusrakenteen ylivoimaisesti suurin yksittäinen kuluerä on aine- ja tarvikekäyttö (mm. komponentit), joka on historiallisesti muodostanut 65-83 % kokonaiskustannuksista. Aine- ja tarvikekäytön kustannukset ovat täysin muuttuvia kustannuksia ja siten ei-skaalautuvia. Lisäksi raaka-aineiden suhteelliseen osuuteen vaikuttaa jossain määrin myös tuotemix.

Liikevaihtoon suhteutettuna aine- ja tarvikekäytön osuus on ollut historiallisesti huomattavasti stabiilimmalla noin 70-75 % tasolla. Näin ollen Incapin myyntikate on ollut noin 25-30 %:ssa, mitä voidaan pitää sopimusvalmistusmarkkinan ankara kustannuspaine huomioiden tyydyttävänä tasona. Huomionarvoista on myös se, että sopimusvalmistajien haastavasta arvoketjupositioista ja erittäin rajallisesta hinnoitteluvoimasta huolimatta Incapin myyntikate on ollut varsin vakaa, mikä on positiivista myös tulevaisuutta ajatellen.

Tuottavuus tärkeä mittari henkilöntensiteetin vuoksi

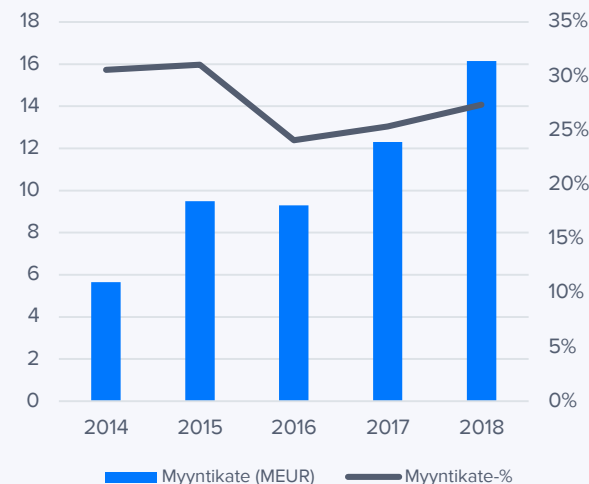
Incapin toiseksi suurin kuluerä on henkilöstökulut. Tuotannon automaatioasteen kasvusta huolimatta toiminta sitoo edelleen huomattavan paljon työvoimaa ja on siksi hyvin henkilöntensiivistä. Henkilöstökulut myös skaalautuvat varsin huonosti, minkä vuoksi kasvu vaatii käytännössä aina lisätyövoiman palkkaamista tuotantoon. Henkilöstökulut joustavat kuitenkin tietyn aikaviiveen jälkeen kohtuudella alaspäin ja ne tarjoavatkin yhtiölle joustoa kustannusten sopeuttamiseen kysynnän laskiessa.

Vuonna 2018 henkilöstökulut olivat 9 % kokonaiskustannuksista ja liikevaihtoon suhteutettuna niiden osuus oli 8 %. Incapin henkilöstön tuottavuutta hyvin kuvaava työntekijäkohtainen liikevaihto on historiallisesti ollut noin 77 TEUR, kun vuonna 2018 liikevaihto / työntekijä oli 86 TEUR. Henkilöntensiteetin ollessa korkea on tuottavuustason ylläpito ja optimointi näkemyksemme mukaan yhtiön tärkeimpiä operatiivisia tavoitteita myös tulevaisuudessa. Arviomme mukaan tuottavuuden parantamisen on kuitenkin nojattava toiminnan tehostamiseen (automaatio ja henkilöstön osaaminen), sillä tuotannon arvon kestävä kasvattaminen on rajallisen hinnoitteluvoiman ympäristössä erittäin haastavaa.

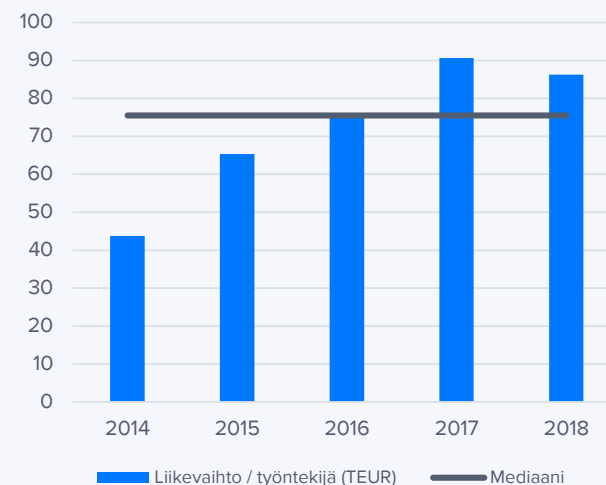
Muiden kulujen osuus varsin matala

Yhtiön muiden kulujen osuus liikevaihdosta on ollut historiallisesti noin 6-10 %. Muut kulut ovat pääasiassa kiinteitä, vaikka mukana on myös joitain muuttuvia kuluja. Muiden kulujen osuus on ollut tyypillisesti varsin maltillinen, mikä selittyy etenkin matalalla organisaatorakenteella sekä tuotantolaitosten sijaitsemisella matalan kustannusrakenteen maissa. Muut kulut ovat pysyneet kurissa liikevaihdon viime vuosien rivakasta kasvuvauhdista huolimatta, mikä arviomme mukaan on seurausta yhtiön kustannusorientoituneesta toimintatavasta. Arviomme mukaan muiden kulujen kasvu tulee tulevaisuudessa olemaan hieman liikevaihtoa hitaampaa ja näin ollen muista kuluista on realisoitavissa erittäin maltillinen skaalaetu. Muita tuottoja Incap on saanut viime vuosina mm. investointitukiin liittyen 0,2-1,1 MEUR. Normalisoitu taso on arviomme mukaan haarukan puolivälissä.

Myyntikatteen kehitys



Tuottavuuden kehitys



Taloudellinen tilanne 2/3

Poistot hyvin maltilliset

Poistot eivät ole liialti rasittaneet Incapin tulosta, sillä poistojen osuus liikevaihdosta on tyypillisesti ollut noin 1-3 %. Tämä kuvastaa hyvin toiminnan varsin pääomakeveää luonnetta. Incap on toteuttanut viime vuosina laajennusinvestointeja sekä Viron (2016) että Intian (2018) tuotantolaitoksille ja arviomme mukaan yhtiön lähivuosien investointitarve on siten matala. Etenkin viime vuoden investoinnit tulevat luonnollisesti nostamaan absoluuttisia poistoja, mutta arviomme mukaan poistot eivät tulevaisuudessakaan tule rasittamaan tulosta merkittävästi toiminnan pääomaintensiteetin pysyessä matalana.

Kustannusrakenne on kokonaisuutena kevyt

Arviomme mukaan Incapin kustannusrakenteesta muuttuvia kustannuksia on noin 90 % ja kiinteitä kustannuksia loput 10 %. Näin ollen Incapin kustannusrakenne on kokonaisuudessaan hyvin kevyt, mikä mahdollistaa verrattain hyvän reagoitakyvyn kysynnän muutoksiin. Siten hyvän suhteellisen kannattavuuden saavuttaminen on yhtiölle mahdollista volyymitason laskiessakin.

Rahoituskulut ja veroaste siedettävällä tasolla

Incapin rahoituskulut ovat viime vuosina olleet hieman 0,5 MEUR:n molemmin puolin. Rahoituskuluja ovat tyypillisesti paisuttaneet eikassavirtavaikutteiset valuuttakurssierät, jotka ovat syntyneet pääasiallisesti Intian rupian ja euron välisistä muuntoeroista. Incapin veroaste vuonna 2018 oli 26 %, mikä arviomme mukaan vastaa Incapin kohtaamaa normaalia verorasitusta huomioiden toiminta-alueiden yritysverokannat ja emoyhtiön vähennyskelpoiset tappiot. Tällä tasolla

Intian tytäryhtiön tulos jäisi kuitenkin pääosin Intiaan ja tuloksen kotiuttaminen emoyhtiöön osinkojen kautta nostaisi verorasitusta hieman. Kokonaisuutena arvioiden rahoituskulujen ja verojen tulosrasitus on mielestämme siedettävällä tasolla.

Käyttöpääoma hallitsee tehokkaasti kiertävää tasetta

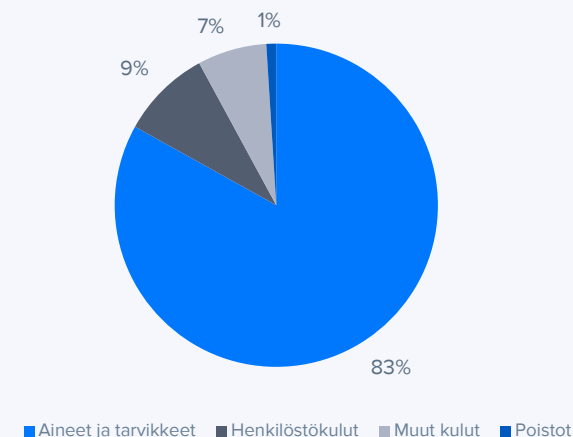
Yhtiön tase on hyvin käyttöpääomapainotteinen, sillä käyttöpääoman osuus koko taseen loppusummasta oli 82 % vuonna 2018. Myös historiallisesti tarkasteltuna käyttöpääoman erät ovat olleet tasetta hallitsevia suhteellisen osuuden historiallisen tason ollessa noin 70-80 %. Viime vuonna käyttöpääoman osuutta nosti etenkin varastotason nousu.

Varastotason nousu selittyy pääasiassa liiketoiminnan volyymikasvulla, mutta osin myös komponenttien saatavuusongelmien aiheuttamasta asteittaisesta varastotason ylösajosta sekä komponenttien hinnannoususta.

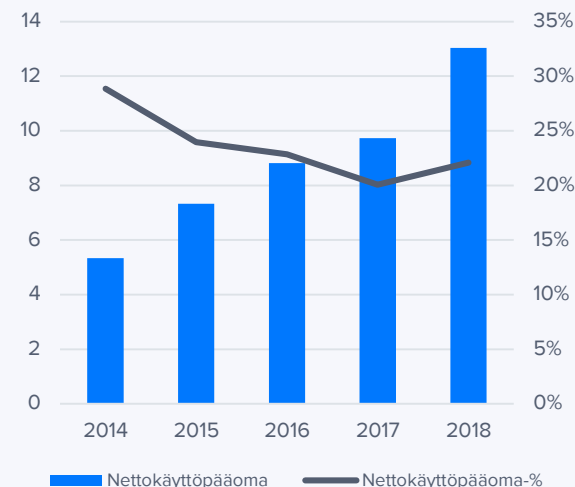
Liikevaihtoon suhteutettuna yhtiön nettokäyttöpääoma on tyypillisesti ollut noin 25 %, mikä on arviomme mukaan varsin neutraali taso sopimusvalmistajalle. Haastava arvoketjuasema ja siten rajallinen neuvotteluvoima näkyy myös yhtiön myyntisaamisten ja ostovelkojen kiertoajoissa, sillä ostovelkojen kiertoaika on historiallisesti ollut saamisten kiertoaikaa nopeampi. Kiinteän omaisuuden osuus taseesta puolestaan oli 14 %, mitä voidaan pääoman sitoutumisen näkökulmasta pitää myös varsin maltillisena tasona.

Liiketoiminnan matala pääomaintensiteetti mahdollistaa myös taseen tehokkaan hyödyntämisen (taseen kiertonopeus vuonna 2018 2,1x) ja siten korkeat pääoman tuottoluvut. Vuonna 2018 Incapin sijoitetun pääoman tuotto olikin yli

Kustannusrakenne 2018



Nettokäyttöpääoma (MEUR)



Taloudellinen tilanne 3/3

40 %, jota voidaan pitää poikkeuksellisen korkeana tasona. Oman pääoman tuotto puolestaan oli 45 %, mikä on erinomainen suoritus. Yhtiön oman pääoman tuotto onkin kehittynyt mainiosti viime vuosien aikana. Kehitystä tarkasteltaessa on syytä huomata etenkin se, että taseen vahvistuttua ja velkaantuneisuuden pienentyessä on tuottotason nousussa pääarkkitehdin rooli ollut operatiivisella kannattavuusparannuksella.

Pääomarakenne on vahva

Incapin pääomarakenne on tällä hetkellä vahva, sillä vuoden 2018 lopussa yhtiön omavaraisuusaste oli 49 % ja nettovelkaantumisaste 20 %. Pääomarakenne on viime vuosien vahvan tulokunnon ja voitonjakokiellon seurauksena vahvistunut huomattavasti, sillä vielä vuonna 2014 yhtiön nettovelkaantumisaste oli yli 500 % ja omavaraisuusaste alle 10 %. Terve ja vahva pääomarakenne on myös mahdollistanut yritysosto-option lisäämisen työkalupakkiin. Mielestämme yhtiön tulokunto ja riskiprofiili huomioiden 30-50 % nettovelkaantumisaste olisi vielä yhtiön mukavuusalueella ja näemmekin yhtiön taseessa merkittävästi piilevää vipuvoimaa kasvuinvestointien toteuttamiseen.

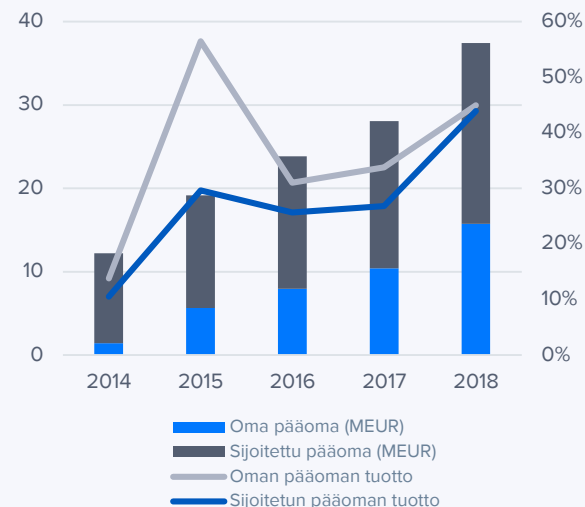
Vieraan pääoman suurin yksittäinen erä on sopimusvalmistajien liiketoimintalogiikkaa mukaillen ostovelat, jonka osuus taseen loppusummasta vuoden 2018 lopussa oli 32 %. Yhtiön taseen loppusumma vuonna 2018 oli 32 MEUR.

Terve vapaa kassavirta luo hyvän osingonjakopotentialin

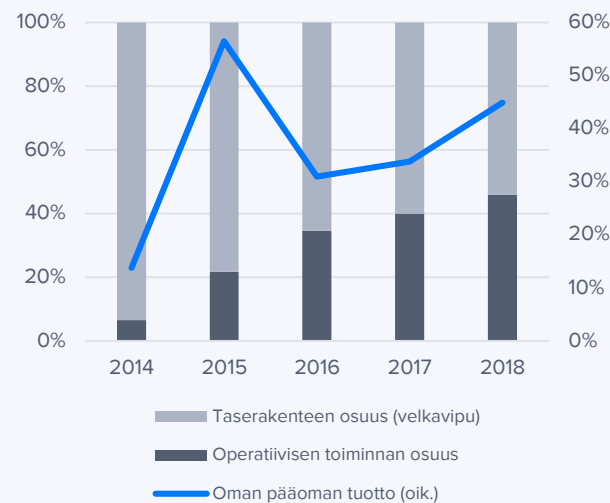
Vapaan kassavirran näkökulmasta yhtiön viime vuotta rasittivat sekä Intian tuotantolaitoksen linjainvestointi että liikevaihdon voimakkaan kasvun sitoma nettokäyttöpääoma. Näistä tekijöistä huolimatta yhtiön kassavirtasuhde (vapaan kassavirran suhde nettotulokseen) oli hyvällä 33 % tasolla. Näkemyksemme mukaan Incapin kassavirtasuhde tulee kohoamaan tulevina vuosina merkittävimpien investointitarpeiden ollessa suurimmilta osin jo täytettyjä. Lisäksi yhtiön maksuvalmius oli vuoden lopussa erittäin hyvällä tasolla.

Yhtiön korkea operatiivinen kannattavuus ja verrattain matalat investointitarpeet mahdollistavat arviomme mukaan sen, että yhtiö kykenee nykyisellä toiminnallaan generoimaan tervettä vapaata kassavirtaa. Varsin konservatiivisilla taustaoletuksilla olemme arvioineet Incapin kestävän vapaan kassavirran tason olevan noin 3,5 MEUR:ssa ja mielestämme tämä arvio indikoi hyvin myös Incapin potentiaalista pitkän aikavälin osingonjakokykyä. Osakepääoman alentamisesta seurannut ehdollinen voitonjakokiello raukeaa 1.9.2019, jonka jälkeen yhtiön on mahdollista, nyt myös jakokelpoisen vapaan oman pääoman näkökulmasta, jakaa osinkoa omistajilleen. Huolimatta voitonjakokiellon raukeamisesta emme kuitenkaan näe Incapin profiloituvan osinkoyhtiöksi, vaan uskomme arvonluonnin nojautuvan myös lähitulevaisuudessa kasvun varaan.

Oman ja sijoitetun pääoman tuotto

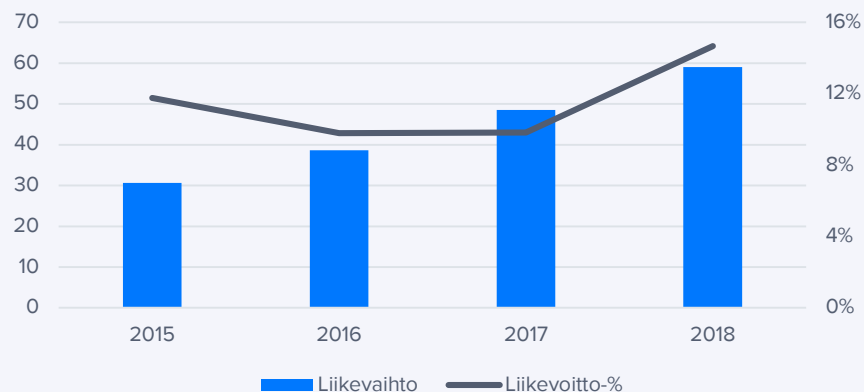


Oman pääoman tuoton kehitys

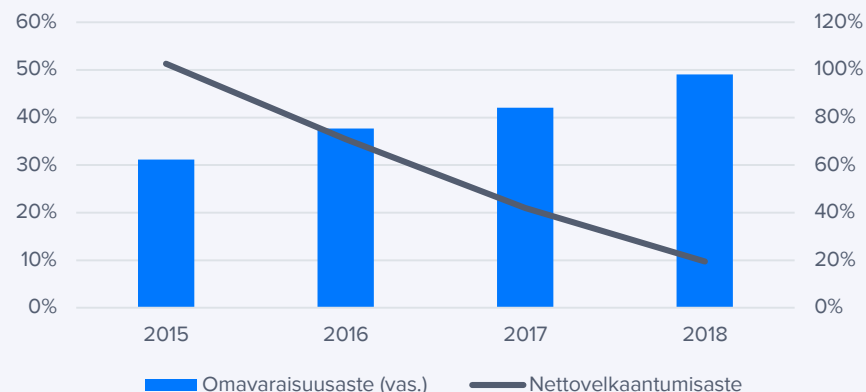


Taloudellinen tilanne

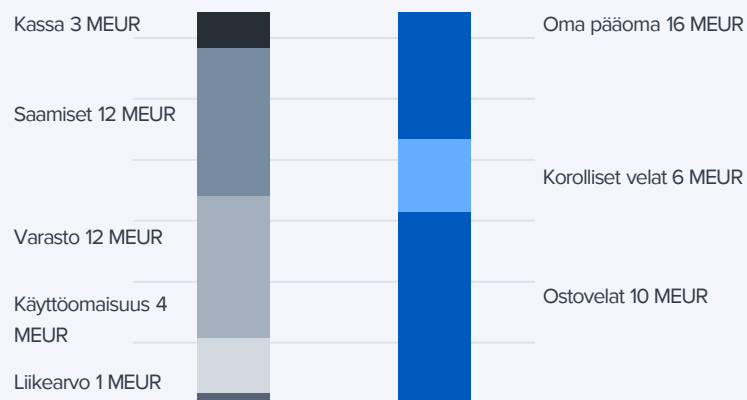
Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



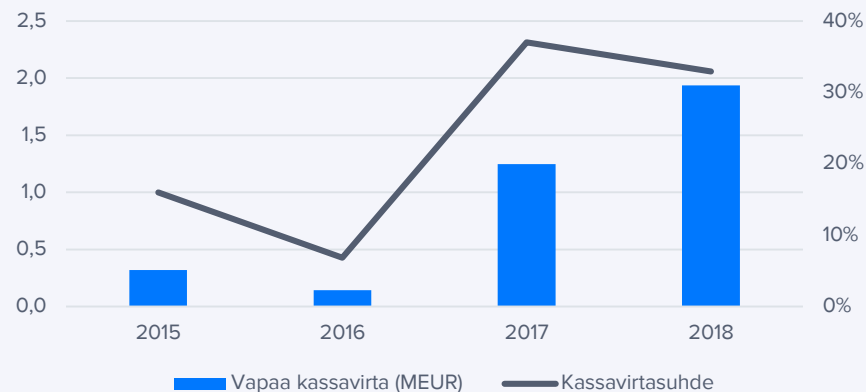
Taseen tunnuslukujen kehitys



Taserakenne 2018 lopussa



Kassavirtasuhteen kehitys



Ennusteet 1/2

Makrotalouden ennusteet pohjalla

Vuosi 2017 oli maailmantalouden kannalta erittäin hyvä 3,5 % kasvuvauhdin ollessa odotuksia vauhdikkaampaa. Myös vuoden 2018 kasvuvauhdin on arvioitu olevan samalla tasolla (IMF, OECD ja Maailmanpankki). Viime vuosien vahvan kasvun taustalla on ollut etenkin pitkään jatkuneen alhaisen korkotason vahvistama kokonaiskysyntä, investointinäkemien parantuminen sekä matala inflaatio. Viime aikoina maailmantalouden kasvuennusteita on kuitenkin laskettu ja nyt kasvuvauhdin arvioidaan vuosina 2019 ja 2020 jäävän alle edellisvuoden. Vuoden 2018 puolivälissä vauhdin arvioitiin olevan vielä 0,2-0,4 %-yksikköä nykyisiä ennusteita rivakampaa.

Laskeneiden ennusteiden taustalla on etenkin USA:n ja Kiinan välisen kauppasodan uhan aiheuttama epävarmuus, Saksan markkinan yskähtely ja lähes tekniseen taantumaan ajautuminen sekä edelleen ajankohtaiset huolet Italian rahoitusjärjestelmän kestävydestä. Lisäksi makrotalouden riskejä nostavat Brexitin ja Lähi-Idän tilanteeseen liittyvät poliittiset epävarmuudet. Myös Federal Reserven normalisoitunut ja IMF:n arvion mukaan vuoden loppuun mennessä kiristytävä rahapolitiikka hidastaa globaalia talouskasvua.

Kasvuennusteiden laskusta ja globaalin maailmantalouden ylle kohonneista uhkakuvista huolimatta selkeästi positiivista kasvua odottava makrokuva toimii Incapille laatimiemme ennusteiden pohjalla. Mielestämme Incapin toimintaympäristö makrotalouden näkökulmasta on edelleen tyydyttävällä tasolla, vaikka

taloudellinen ja poliittinen epävarmuus on noussut ja talouskasvu on selkeästi hidastumaan päin.

Ennustemalli

Ennustamme Incapin liikevaihdon lyhyen ja keskipitkän aikavälin kehitystä ensisijaisesti markkinakasvun perusteella. Lyhyen ja keskipitkän aikavälin kannattavuuden arvioinnissa mallinamme yhtiön myyntikatteen ja kulurakenteen kehitystä vuositasolla. Pitkän aikavälin ennustemme sen sijaan nojautuu kasvun osalta globaalin BKT:n kehitykseen ja kannattavuuden osalta Incapin historiallisiin ja arvioimiimme pitkän aikavälin kestäviin kannattavuustasoihin. Ennusteissamme emme ota kantaa mahdollisiin yritysostoihin, sillä kauppojen kokoja ja ajoituksia on mahdoton arvioida etukäteen.

Corvus Energy tukee vuoden 2019 kasvua

Incap ohjeistaa vuoden 2019 liikevaihdon ja liikevoiton olevan samalla tasolla tai hieman suurempia kuin vuonna 2018. Yhtiö on tyypillisesti antanut hyvin varovaisia ohjeistuksia ja mielestämme myös alkaneen vuoden ohjeistus on sellainen, sillä ottaen huomioon Corvus Energyn kanssa solmitun kumppanuussopimuksen yli 5 MEUR:n vuotuisen liikevaihtovaikutuksen indikoi ohjeistus nykyisten asiakkaiden tilausmäärien varsin selkeää laskua. Arviomme mukaan Incapin nykyisten asiakkaiden tilausmäärä tulee kuitenkin kasvamaan maltillisesti markkinakasvun ja yhtiön asiakkaiden kasvustrategioiden etenemisen pitäessä asiakkaiden lopputuotekysynnän hyvällä tasolla ja ulkoistamisasteen noustessa maltillisesti. Näin ollen ennustamme Incapin liikevaihdon

kasvavan 12 % 66 MEUR:oon vuonna 2019.

Incapin liikevoiton ennustamme nousevan liikevaihdon kasvun ajamana 8,8 MEUR:oon, mutta liikevoittomarginaalin putoavan hieman edellisvuoden huipputasosta 13 %:iin, joka on sopimusvalmistajan arvoketjupositio ja toimialan keskimääräinen marginaalitaso huomioiden kuitenkin edelleen erittäin korkea taso. Suhteellisen kannattavuuden heikentymistä ajaa arviomme mukaan tuottavuuden lasku, mikä on seurasta Intian uuden tuotantolinjan ylösajosta sekä Corvus Energyn sopimuksen myötä lyhentyvistä valmistussarjoista. Myös Intian vientituen normalisoituminen heikentää arviomme mukaan suhteellista kannattavuutta.

Organisaatorakenteen uskomme edelleen pysyvän hyvin kevyenä ja yleiskulujen kasvun olevan maltillisella, noin yleisen kustannusinflaation mukaisella tasolla. Puhtaiden rahoituskulujen ennustamme laskevan edellisvuodesta laskeneen velkamäärän seurauksena. Veroaste on arviomme mukaan noin viime vuoden tasolla ja näin ollen ennusteissamme Incap yltää 6,2 MEUR:n nettotulokseen ja 1,41 euron osakekohtaiseen tulokseen vuonna 2019. Vapaan kassavirran osalta kuluva vuosi on arviomme mukaan selkeästi edellisvuotta vahvempi, sillä hitaamman kasvuvauhdin myötä nettokäyttöpääoman sitoutuminen on maltillisempaa. Lisäksi yhtiöllä ei arviomme mukaan ole mittavia investointitarpeita. Näin ollen myös taseasema tulee vahvistumaan entisestään (2019e: omavaraisuusaste 63 %, nettovelkaantumisaste -7 %). Uskomme yhtiön myös aukaisevan

Ennusteet 2/2

osinkohanansa ja jakavan 0,40 euron osakekohtaisen osingon tilikauden tuloksesta (jako keväällä 2020). Ennusteemme mukainen osinko vastaa 30 % osingonjakosuhdetta, jota voidaan yhtiön vahva kassavirta ja tase huomioden pitää varsin maltillisena jakosuhteena.

Kasvu jatkuu vuonna 2020

Uskomme yhtiön jatkavan kasvuaan myös vuonna 2020 orgaanisen markkinakasvun vaikuttaessa positiivisesti nykyisten asiakkaiden tilausmääriin sekä uusasiakashankinnan edetessä hitaasti, mutta varmasti. Yksittäisten asiakkaiden näkökulmasta kriittisimpänä kasvun moottorina näemme etenkin suomalaisen älykkäitä sähköverkko- ja mittausteknologioita toimittavan Aidonin (arvioimme mukaan suurin yksittäinen asiakas) onnistumisen Ruotsin sähkömittarimarkkinalle laajentumisessa. Talouskasvun hidastumisesta, toimintaympäristön ylle nousseista uhkakuvista ja liiketoiminnan heikosta pidemmän aikavälin näkyvyydestä johtuen emme kuitenkaan usko Incapin yltävän kaksinumeroisiin kasvulukuihin, vaan arvioimme liikevaihdon kasvavan 8 % 71,5 MEUR:oon.

Liikevoiton arvioimme nousevan liikevaihdon kasvun ja tuottavuuden asteittaisen kohoamisen myötä 9,3 MEUR:oon ja liikevoittomarginaalin pysyvän vahvalla 13 %:n tasolla. Rahoituskulujen ja veroasteen arvioimme pysyvän edellisvuoden tasolla ja nettotuloksen nousevan 6,6 MEUR:oon ja osakekohtaisen tuloksen 1,51 euroon. Osakekohtaisen osingon uskomme nousevan 0,42 euroon entisestään vahvistuvan vapaan kassavirran ja taseen mahdollistaessa ennusteitamme selvästi avokätisemmänkin

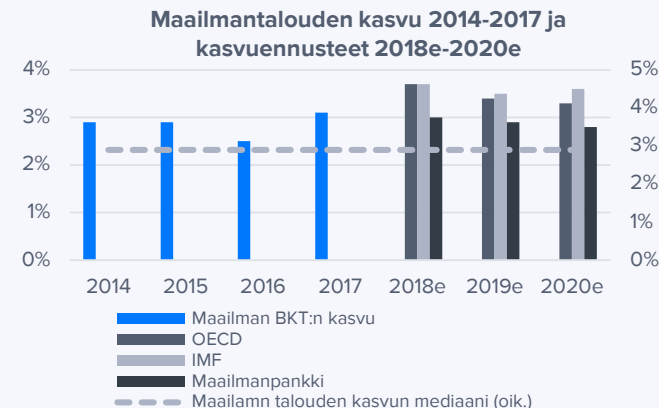
voitonjaon.

Pitkän aikavälin kasvu on maltillista

Odotamme Incapin jatkavan kasvu-uralla myös vuoden 2020 jälkeen. Pitkällä aikavälillä odotamme Incapin kasvattavan liikevaihtoaan asiakkaita ja globaalia elektroniikkamarkkinaa tukevien megatrendien ajamana ja myös sopimusvalmistajia vauhdittavien ajureiden myötä. Ennustamme Incapin liikevaihdon kasvavan pitkällä aikavälillä noin 2-3 % vuodessa, mikä heijastelee sekä globaalin BKT:n että elektroniikkateollisuuden pitkän aikavälin kasvuvauhtia. Arvioimme on kuitenkin varsin konservatiivinen ottaen huomioon Incapin tavoitteen kartoittaa myös yritysostoja ja siten epäorgaanisia kasvumahdollisuuksia.

Yhtiön liikevoittomarginaalin arvioimme pitkällä aikavälillä putoavan hieman nykyiseltä tasoltaan ja olevan noin 8-12 % yhtiön kevyen kustannusrakenteen taistellessa toimialan raadollista kustannuspainetta vastaan ansiokkaasti. Terminaalimarginaalin arvioimme putoavan 8 %:iin heijastellen yhtiön kustannusrakenteeseen perustuvan kilpailukyyn heikentymistä, kun myös muut toimijat optimoivat kulurakennettaan pitkällä aikavälillä ja kilpailu kiristyy.

Pitkällä tähtäimellä näkyvyys Incapin liiketoimintaan on hyvin rajallinen ja siksi ennusteisiimme sisältyy merkittävää epävarmuutta. Epävarmuutta heijastellen pitkän aikavälin ennusteiden merkitys arvonmäärityksessämme on siten rajallinen ja olemmekin käyttäneet niitä ensisijaisesti tukena laatimassamme DCF-laskelmassa.



Arvonmääritys 1/3

Tulospohjainen hinnoittelu relevanteinta

Suosimme Incapin arvonmäärityksessä tulospohjaisia hinnoittelukertoimia. Mielestämme käyttökelpoisin kerroin on P/E-luku, mutta olemme hyödyntäneet myös yhtiön taserakenteen paremmin huomioivaa EV/EBITDA-kerrointa arvonmäärityksessämme. Absoluuttisina kertoimina olemme hyödyntäneet sekä Incapin verrokkiryhmän kertoimia että yhtiölle määrittelemiämme hyväksyttäviä hinnoittelukertoimia, jotka perustuvat Incapin historiallisiin arvostustasoihin ja liiketoiminnan nykyiseen riski- ja kannattavuusprofiiliin. Lähtökohtaisesti tarkastelemme Incapin hinnoittelua tämän ja seuraavan vuoden ennusteidemme mukaisilla kertoimilla, sillä näkyvyys yhtiön pidemmän aikavälin kehitykseen on varsin rajallinen ja siten ennusteidemme sisältämä epävarmuus merkittävä.

Arvostukseen vaikuttavat tekijät

Mielestämme seuraavat tekijät tukevat ja painavat Incapin arvostusta:

- **Kustannustehokas toimintamalli** mahdollistaa toimialan korkeimpia kannattavuustasoja ja erinomaisen kilpailukyvyn nykyisessä kokoluokassa
- **Lähi vuosien tuloskasvuodotukset** ovat maltilliset talouskasvun hidastuessa ja nykyiseen kannattavuustason kestävyys kohdistuessa maltillisia paineita.
- **Yritysjärjestelyin** tuloskasvun kiihdyttämisen näemme toistaiseksi neutraalina tekijänä, sillä yhtiöllä ei juurikaan ole aikaisempaa historiaa yritysjärjestelyjen toteuttamisesta.
- **Haastava arvoketjupositio**

komponenttitoimittajien ja asiakkaiden välissä pitää kustannuspaineen kireänä ja kassavirran tulosta pienempänä.

- **Investointivetoisuus ja asiakkaiden menettämisen riski** heikentävät lyhyen aikavälin näkyvyyttä ja nostavat riskiprofiilia.
- **Osakkeen rajallinen vapaasti vaihdettavien osakkeiden määrä** rajaavat tietyntyyppisten sijoittajien (esim. instituutiot) kiinnostusta ja ohuen likviditeetin takia Incapin arvonmäärityksessä on mielestämme sovellettava likviditeettipreemiota.

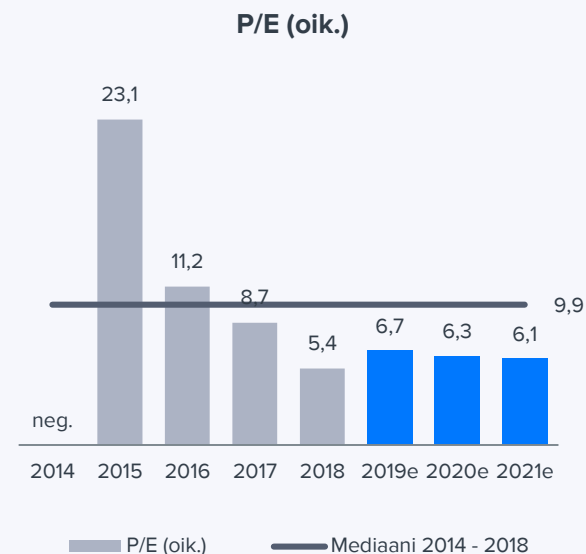
Näiden tekijöiden pohjalta arviomme mukaan Incapille hyväksyttävä arvostustaso P/E-luvulla mitattuna on 8-11x ja vastaavasti EV/EBITDA-kertoimella 5-7x. Tasot pohjautuvat osakemarkkinoiden historiallisesti hyväksymiin kertoimiin (P/E noin 9x ja EV/EBITDA noin 6x). Kertoimet ovat selkeästi alle Helsingin pörssin pidemmän aikavälin mediaanitasojen (P/E 14-15x ja EV/EBITDA 9-10x), mikä heijastelee arviomme mukaan toimialan yleiseen dynamiikkaan liittyviä haasteita ja suuria asiakasriskejä.

Absoluuttiset arvostuskertoimet matalalla tasolla

Incapin P/E-luku vuoden 2018 toteutuneilla luvuilla on 7x ja vastaava EV/EBITDA-kerroin on 4x. Vuoden 2019 ennusteillamme kertoimet pysyvät samoilla tasoilla. Sekä toteutuneilla että eteenpäin katsovilla luvuilla lasketut arvostuskertoimet ovat alle hyväksymiemme tasojen, mikä tekee yhtiön absoluuttisesta hinnoittelusta mielestämme houkuttelevan. Näkemyksemme mukaan Incapin hinnoittelu on negatiivisten lopputulemien (suuren asiakkuuden menettäminen/supistuminen ja tulostason putoaminen) puristama.

Arvostustaso	2019e	2020e	2021e
Osakekurssi	9,42	9,42	9,42
Osakemäärä, milj. kpl	4,37	4,37	4,37
Markkina-arvo	41	41	41
Yritysarvo (EV)	40	37	33
P/E (oik.)	6,7	6,3	6,1
P/E	6,7	6,3	6,1
P/Kassavirta	10,4	8,1	7,3
P/B	1,8	1,5	1,3
P/S	0,6	0,6	0,5
EV/Liikevaihto	0,6	0,5	0,4
EV/EBITDA (oik.)	4,2	3,7	3,3
EV/EBIT (oik.)	4,5	3,9	3,5
Osinko/tulos (%)	28,4 %	28,1 %	29,2 %
Osinkotuotto-%	4,3 %	4,5 %	4,8 %

Lähde: Inderes



Arvonmääritys 2/3

Mielestämme tämä ei kuitenkaan ole täysin perusteltua, sillä korkeasta asiakasriskistä huolimatta Incapin kannattavuustaso on tällä hetkellä historiallista tasoaan korkeampi ja yhtiö on todistanut pystyvänsä pitämään molemmat käteensä kustannusratissa kovissakin kasvukaarteissa. Lisäksi mikään ei mielestämme viittaa ainakaan siihen, että yhtiö olisi menettämässä avainasiakkaitaan seuraavan 12 kuukauden ajalla.

Näkemystämme houkuttelevasta hinnoittelusta tukee lisäksi se, että vaikka Incapin käyttökate laskisi kolmanneksen viime vuoden tasosta, olisi EV/EBITDA-kerroin 6x vielä hyväksymämme kerroinhaarukan puolivälissä ja P/E-kerroin 11x vain hieman samaisen tason yläpuolella. Näin ollen osakkeen hinnoittelu olisi vielä neutraalilla tasolla tulostason merkittävän laskun jäljiltäkin. Tämä tukee mielestämme osakkeen tuotto/riski-profiilia tällä hetkellä.

Arvostuskertoimissa olevan nousuvaran, ennustamamme maltillisen tuloskasvun ja lähivuosina aukeavan osinkokohanan (osinkotuotot 4-5 %) seurauksena Incapin lähivuosien annualisoitu tuotto-odotus kohooa noin 20 %:iin. Pidämme tätä erittäin houkuttelevana, vaikka pitkälle edenneiden yleistalouden ja osakemarkkinoiden syklien sekä poliittisten tekijöiden takia epävarmuus onkin korkealla. Etenkin arvostuskertoimien nousuvaran realisoituminen vaatii taakseen konkreettisia ajureita. Tällaisia ajureita ovat arviomme mukaan etenkin näytöt suurimpien asiakkaiden pysyvyydestä ja siten liikevaihto- ja kannattavuustason kestävyyydestä.

Suhteellinen arvostus selkeästi alle verrokkien

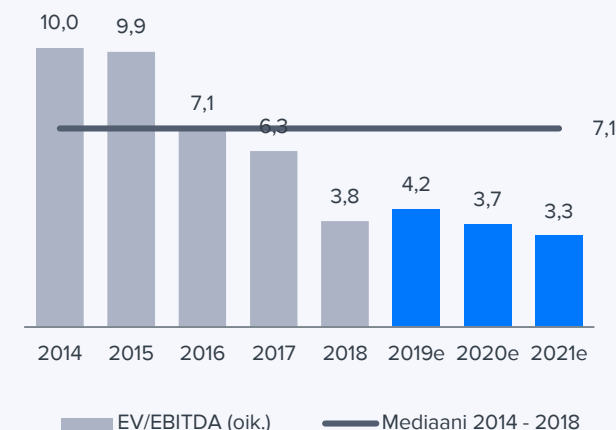
Listattujen sopimusvalmistajien lukumäärän suuri määrä mahdollistaa myös reilun kokoisen

verrokkiryhmän kokoamisen. Verrokkiryhmä ei kuitenkaan ole Incapiin nähden täysin relevantti, sillä suurin osa ryhmän yrityksistä on kooltaan ja näin ollen myös skaalaltaan suurempia kuin Incap, mikä vaikeuttaa osin vertailtavuutta. Lisäksi yhtiöiden liiketoimintarakenteet ja niiden riskiprofiilit ovat hyvin erilaisia. On myös huomioitava, että osa Incapin kilpailijoista ja verrokkiryhmään kuulumattomista yhtiöistä on listaamattomia yhtiöitä (Kyrel, Enics). Näistä syistä johtuen hyödynnämme verrokkiryhmän arvostusta ensisijaisesti absoluuttista arvonmääritystämme tukevana elementtinä.

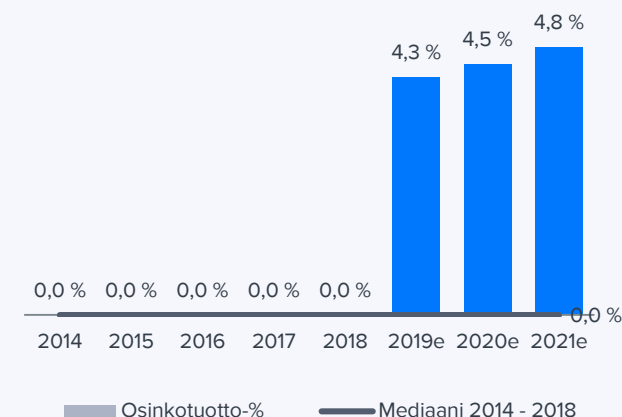
Valitsemistamme verrokkiryhmän yhtiöistä suurin osa on Incapia suurempia, mutta mukana on myös muutama pienempi ja Incapin näkökulmasta relevantimpi verrokki. Yleisenä huomiona sopimusvalmistajien arvostuksista voidaan todeta se, että sopimusvalmistajien tulospohjaiset arvostukset ovat tyypillisesti olleet matalia heijastellen näkemyksemme mukaan toimialan dynamiikkaan liittyviä haasteita. Toimialan kroonisesti matala kannattavuustaso heijastuu myös volyympipohjaiseen arvostukseen, kun taas tasepohjainen arvostus on hyvin riippuvainen oman pääoman tuottokyvystä.

Tulospohjaisesti Incap hinnoitellaan erittäin selkeällä noin 40 % alennuksella suhteessa vertailuryhmään. Näkemyksemme mukaan massiivinen tulospohjainen alennus on seurausta sekä markkinoiden epäuskosta yhtiön kannattavuustason kestävyyyteen että yhtiön kantamaan merkittävään asiakasriskiin ja sen mahdollisen realisoitumisen aiheuttamaan tulospudotukseen. Ottaen kuitenkin huomioon Incapin tämän hetkisen vahvan tulostason ja Corvus Energy -sopimuksen myötä laajentuvan asiakasportfolion ei nykyinen alennus ole mielestämme perusteltu, vaan yhtiö tulisikin

EV/EBITDA



Osinkotuotto-%



Arvonmääritys 3/3

hinnoitella lähemmäs verrokkiryhmää. Maltillinen tulospohjainen alennus Incapille ei kuitenkaan ole mielestämme kohtuuton, kun huomioidaan yhtiön pieni koko, merkittävät asiakasriskit ja osakkeen likviditeetti.

Tase- ja volyymipohjaisesti Incap puolestaan hinnoitellaan maltillisella preemiolla verrokkiryhmään nähden. Mielestämme tämä premio on perusteltua ottaen huomioon Incapin verrokkeja korkeamman pääoman tuottotason. Kokonaisuutena tarkastellen Incapin suhteellinen arvostus on selkeällä alennuksella, mikä tukee näkemystämme myös absoluuttisesta aliarvostuksesta sekä hyvästä tuotto-odotuksesta.

Kassavirtapohjainen arvonmääritys

Annamme arvonmäärityksessämme myös kassavirtapohjaiselle mallille (DCF) painoarvoa huolimatta siitä, että DCF-malli on varsin herkkä terminaalijakson muuttujille. Olemme kuitenkin käyttäneet DCF-mallimme terminaalijakson muuttujissa varsin konservatiivista näkemystä, mistä johtuen DCF-malli tarjoaa mielestämme relevantin tuen muille käyttämillemme arvonmääritysmalleille.

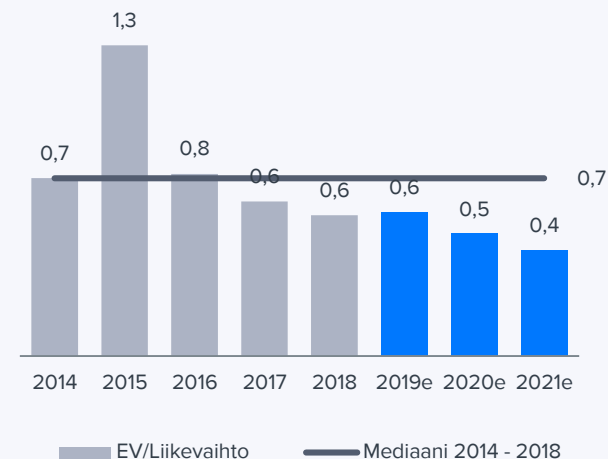
Kassavirtamallimme mukainen arvo Incapin osakkeelle on 12,70 euroa, mikä on vielä linjassa muiden arvonmääritysmalliemme indikoimien arvojen kanssa. Ennusteissamme liikevaihdon kasvuvauhti tasaantuu pitkällä aikavälillä 2-3 %:iin heijastellen globaalia talouskasvua ja liikevoittomarginaali laskee 8 %:iin mukaillen raadollista arvoketjupositiota sekä pitkän aikavälin volyymikasvun ja kilpailun kiristymisen aiheuttamaa kannattavuustason

asteittaista keskiarvoistumista. Konservatiiviset pitkän aikavälin ennusteemme myös laskevat terminaaliarvon painoarvon varsin maltilliselle 43 %:n tasolle. Kassavirtamallissa käyttämämme tuottovaatimus on 10 % ja oman pääoman kustannus on 11 %. Mallissamme riskitön korko on 3 %, likviditeettipremio 1,25 %, markkinoiden riskipremio 4,75 % ja beta 1,5.

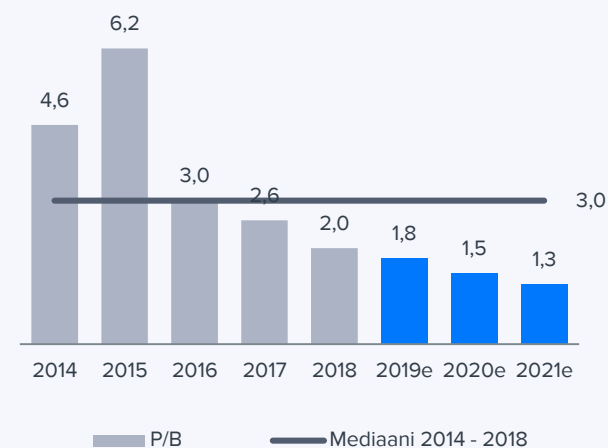
Suositus ja tavoitehinta

Aloitamme Incapin seurannan osta-suosituksella ja 11,00 euron tavoitehinnalla. Näemme osakkeen lyhyen aikavälin arvostuskertoimissa selkeää nousuvaraa, kun huomioidaan absoluuttinen ja suhteellinen aliarvostus sekä yhtiön hidastuvan talouskasvunkin ympäristössä arviomme mukaan vahvana pysyvä tulokunto. Incapin tietyltä osin korkeista riskeistä huolimatta näemme yhtiön tuotto/riski-profiiliin 12 kuukauden tähtäimellä erinomaisena ja nykyisen kurssitason tarjoavan sijoittajille houkuttelevan tilaisuuden niin ostohousujen kuin -kenkienkin kireään nyörittämiseen.

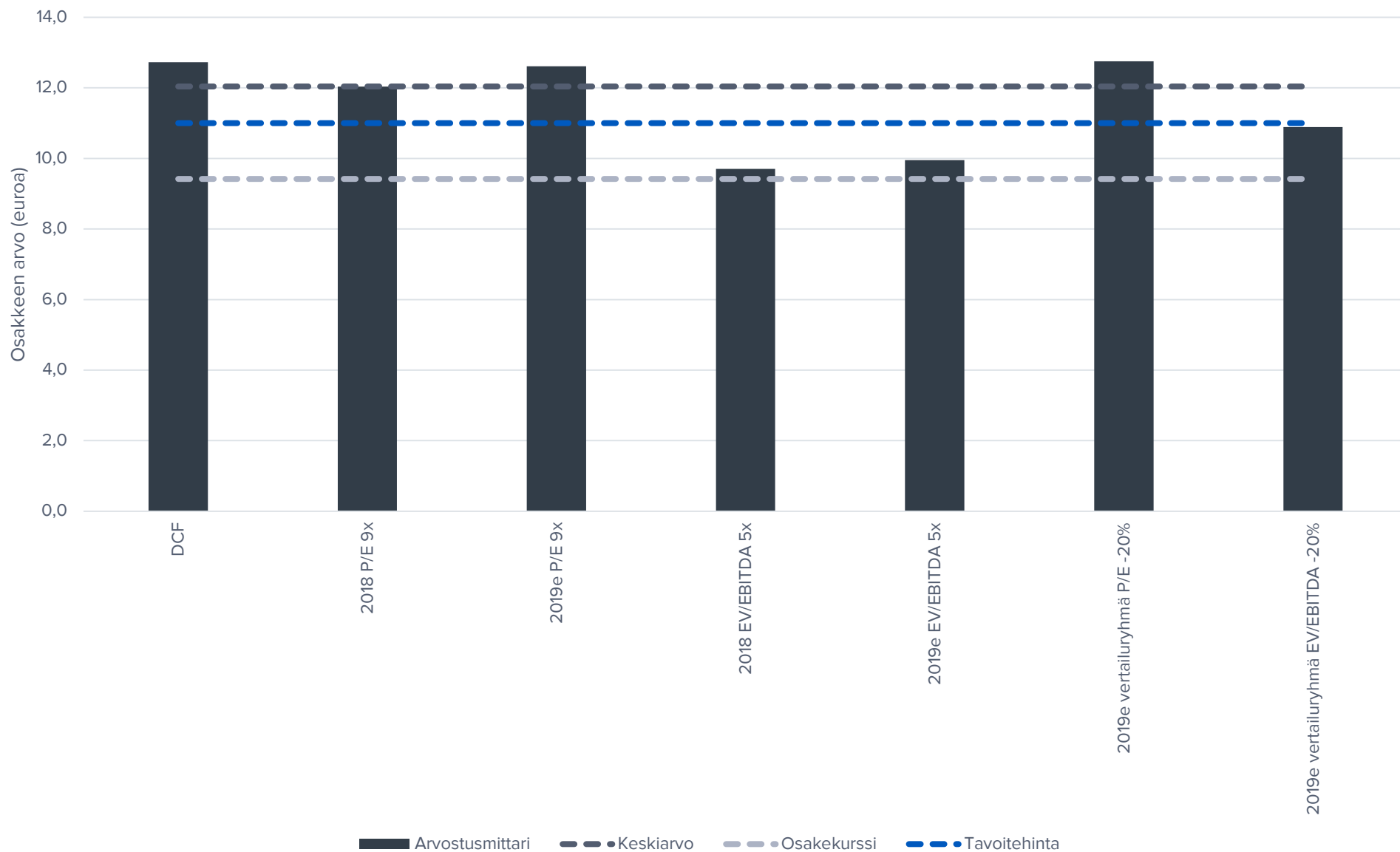
EV/Liikevaihto



P/B



Yhtiön arvo eri menetelmillä



Osaketuoton ajurit 2019e-2020e



Vertailuryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e
Cicor Technologies Ltd	57,00	146	171	10,5	9,0	6,9	6,1	0,7	0,7	13,1	10,9	2,2	2,8	1,9
Integrated Micro-Electronics Inc	12,50	469	658	10,3	8,0	6,8	5,7	0,5	0,4	11,4	8,6	1,6	1,7	1,2
Data Modul AG	69,40	245	224	9,8	8,8	8,9	8,0	0,9	0,8	15,3	13,8	0,2	0,2	2,2
Hanza AB	16,95	51	74	9,0	7,7	5,0	4,4	0,4	0,4	10,2	8,7	3,5	4,4	1,2
Kitron ASA	8,70	160	201	10,0	8,5	7,5	6,5	0,6	0,6	11,5	9,6	5,3	6,5	2,0
Lacroix SA	21,40	81	113	10,5	9,1	3,9	3,6	0,2	0,2	7,1	6,1	4,2	4,8	0,7
Scanfil Oyj	4,06	261	288	7,5	7,1	6,0	5,8	0,5	0,5	9,0	8,6	3,6	4,0	1,6
Valuetronics Holdings Ltd	0,68	195	109	4,2	4,2	3,5	3,4	0,3	0,3	8,4	8,2	6,2	6,5	1,5
Hana Microelectronics PCL	31,00	697	472	8,5	8,1	5,1	4,7	0,8	0,7	10,7	10,4	6,5	6,5	1,1
SVI PCL	4,78	301	266	11,0	9,1	7,3	6,3	0,5	0,5	11,6	9,7	2,4	3,7	1,3
TT electronics PLC	217,50	406	456	9,9	9,0	7,3	6,7	0,8	0,8	11,6	10,7	3,3	3,5	1,6
Incap (Inderes)	9,42	41	40	4,5	3,9	4,2	3,7	0,6	0,5	6,7	6,3	4,3	4,5	1,8
Keskiarvo				9,2	8,1	6,2	5,6	0,6	0,5	10,9	9,6	3,5	4,1	1,5
Mediaani				9,9	8,5	6,8	5,8	0,5	0,5	11,4	9,6	3,5	4,0	1,5
Erotus-% vrt. mediaani				-54 %	-54 %	-38 %	-36 %	14 %	6 %	-41 %	-35 %	21 %	12 %	20 %

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

Kassavirtamalli

DCF-laskelma	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TERM
Liikevoitto	8,6	8,8	9,3	9,5	9,6	9,4	9,2	8,6	7,9	7,2	7,3	
+ Kokonaispoistot	0,5	0,6	0,6	0,6	0,7	0,6	0,8	0,8	0,9	1,0	1,0	
- Maksetut verot	-2,1	-2,1	-2,3	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,2	-2,1	-1,9	-1,9	
- verot rahoituskuluista	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	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	-3,3	-2,1	-1,3	-0,8	-0,9	-0,6	-0,6	-0,6	-0,4	-0,4	-0,4	
Operatiivinen kassavirta	3,5	5,0	6,2	6,8	6,9	6,9	7,0	6,6	6,4	5,9	6,0	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-1,2	-1,1	-1,1	-1,2	-1,0	-1,2	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,1	
Vapaa operatiivinen kassavirta	2,3	3,9	5,1	5,6	5,9	5,7	5,8	5,4	5,2	4,6	5,0	
+/- 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	2,3	3,9	5,1	5,6	5,9	5,7	5,8	5,4	5,2	4,6	5,0	64,4
Diskontattu vapaa kassavirta		3,7	4,3	4,3	4,2	3,6	3,4	2,8	2,5	2,0	2,0	25,7
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		58,6	54,9	50,6	46,3	42,1	38,4	35,1	32,2	29,8	27,7	25,7
Velaton arvo DCF		58,6										
- Korolliset velat		-6,0										
+ Rahavarat		2,9										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		55,5										
Oman pääoman arvo DCF per osake		12,7										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	25,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,50
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,25 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	11,4 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,9 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain

2019e-2023e



34%

2024e-2028e



22%

TERM



44%

■ 2019e-2023e ■ 2024e-2028e ■ TERM

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19e	Q2'19e	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	48,5	12,5	14,5	15,5	16,5	59,0	14,4	16,6	17,5	17,5	66,0	71,5	75,0	78,8
Incap	48,5	12,5	14,5	15,5	16,5	59,0	14,4	16,6	17,5	17,5	66,0	71,5	75,0	78,8
Käyttökate	5,0	1,3	2,1	2,5	3,2	9,1	1,8	2,2	2,7	2,6	9,4	9,9	10,1	10,3
Poistot ja arvonalennukset	-0,4	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	-0,5	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,6	-0,6	-0,6	-0,7
Liikevoitto ilman kertaeriä	4,5	1,1	2,0	2,4	3,1	8,6	1,7	2,1	2,5	2,5	8,8	9,3	9,5	9,6
Liikevoitto	4,5	1,1	2,0	2,4	3,1	8,6	1,7	2,1	2,5	2,5	8,8	9,3	9,5	9,6
Nettorahoituskulut	-0,5	-0,1	-0,1	-0,2	-0,4	-0,7	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,5	-0,4	-0,4	-0,3
Tulos ennen veroja	4,0	1,1	1,9	2,2	2,7	7,9	1,5	2,0	2,4	2,4	8,3	8,9	9,1	9,3
Verot	-0,9	-0,4	-0,6	-0,3	-0,8	-2,1	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-2,1	-2,3	-2,4	-2,4
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	3,1	0,7	1,3	1,9	1,9	5,8	1,0	1,4	1,9	1,8	6,2	6,6	6,7	6,9
EPS (raportoitu)	0,71	0,17	0,29	0,44	0,45	1,34	0,23	0,33	0,43	0,42	1,41	1,51	1,55	1,57

Tunnusluvut	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19e	Q2'19e	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	25,7 %	13,6 %	13,5 %	16,4 %	43,8 %	21,5 %	15,0 %	14,2 %	13,3 %	6,3 %	11,9 %	8,4 %	4,9 %	5,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	20,2 %	18,9 %	51,8 %	72,0 %	254,0 %	90,6 %	45,7 %	7,3 %	5,5 %	-20,9 %	1,7 %	6,4 %	1,9 %	1,2 %
Käyttökate-%	10,2 %	10,4 %	14,5 %	16,5 %	19,3 %	15,5 %	12,7 %	13,5 %	15,3 %	15,0 %	14,2 %	13,9 %	13,5 %	13,1 %
Oikaistu liikevoitto-%	9,3 %	9,2 %	13,4 %	15,5 %	19,0 %	14,6 %	11,7 %	12,6 %	14,4 %	14,2 %	13,3 %	13,1 %	12,7 %	12,2 %
Nettotulos-%	6,4 %	5,8 %	8,7 %	12,3 %	11,8 %	9,9 %	7,1 %	8,7 %	10,7 %	10,4 %	9,3 %	9,2 %	9,0 %	8,7 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Pysyvät vastaavat	5,1	5,8	6,2	6,8	7,4
Liikearvo	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Aineettomat hyödykkeet	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
Käyttöomaisuus	3,0	4,5	5,0	5,5	6,1
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	1,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	19,7	26,3	30,4	33,2	38,1
Vaihto-omaisuus	7,7	11,6	11,9	12,9	13,5
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	9,1	11,8	13,9	15,0	15,8
Likvidit varat	2,9	2,9	4,6	5,3	8,8
Taseen loppusumma	24,8	32,1	36,6	40,0	45,5

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Oma pääoma	10,4	15,8	23,0	27,8	32,7
Osakepääoma	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Kertyneet voittovarot	-0,5	5,3	11,4	16,3	21,2
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	-1,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	11,0	9,5	10,5	10,5	10,5
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	2,3	1,5	2,2	0,5	0,5
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	2,3	1,5	2,2	0,5	0,5
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	12,1	14,9	11,4	11,7	12,3
Lainat rahoituslaitoksilta	4,9	4,5	0,9	0,3	0,3
Lyhytaikaiset korottomat velat	7,1	10,4	10,6	11,4	12,0
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	24,8	32,1	36,6	40,0	45,5

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2016	2017	2018	2019e	2020e	Osakekohtaiset luvut	2016	2017	2018	2019e	2020e
Liikevaihto	38,6	48,5	59,0	66,0	71,5	EPS (raportoitu)	0,49	0,71	1,34	1,41	1,51
Käyttökate	4,1	5,0	9,1	9,4	9,9	EPS (oikaistu)	0,49	0,71	1,34	1,41	1,51
Liikevoitto	3,8	4,5	8,6	8,8	9,3	Operat. kassavirta / osake	0,31	0,70	0,81	1,14	1,43
Voitto ennen veroja	3,2	4,0	7,9	8,3	8,9	Vapaa kassavirta / osake	-0,13	0,53	0,53	0,90	1,17
Nettovoitto	2,1	3,1	5,8	6,2	6,6	Omapääoma / osake	1,82	2,39	3,61	5,26	6,36
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,40	0,42
Tase	2016	2017	2018	2019e	2020e	Kasvu ja kannattavuus	2016	2017	2018	2019e	2020e
Taseen loppusumma	21,1	24,8	32,1	36,6	40,0	Liikevaihdon kasvu-%	26 %	26 %	21 %	12 %	8 %
Oma pääoma	7,9	10,4	15,8	23,0	27,8	Käyttökateen kasvu-%	3 %	20 %	84 %	3 %	6 %
Liikearvo	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	Liikevoiton oik. kasvu-%	18 %	20 %	91 %	2 %	6 %
Nettovelat	5,6	4,4	3,1	-1,5	-4,5	EPS oik. kasvu-%	40 %	47 %	88 %	5 %	7 %
Kassavirta	2016	2017	2018	2019e	2020e	Käyttökate-%	11 %	10 %	16 %	14 %	14 %
Käyttökate	4,1	5,0	9,1	9,4	9,9	Oik. Liikevoitto-%	10 %	9 %	15 %	13 %	13 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-1,5	-0,9	-3,3	-2,1	-1,3	Liikevoitto-%	10 %	9 %	15 %	13 %	13 %
Operatiivinen kassavirta	1,4	3,1	3,5	5,0	6,2	ROE-%	31 %	34 %	45 %	32 %	26 %
Investoinnit	-1,0	-0,8	-1,2	-1,1	-1,1	ROI-%	26 %	26 %	44 %	37 %	34 %
Vapaa kassavirta	-0,6	2,3	2,3	3,9	5,1	Omavaraisuusaste	38 %	42 %	49 %	63 %	69 %
						Nettovelkaantumisaste	71 %	42 %	20 %	-7 %	-16 %
Suurimmat omistajat	%-osakkeista					Arvostuskertoimet	2016	2017	2018	2019e	2020e
Oy Etra Invest Oy	19,5 %					EV/Liikevaihto	0,8	0,6	0,6	0,6	0,5
Nordea Henkivakuutus Suomi Oy	14,7 %					EV/EBITDA (oik.)	7,1	6,3	3,8	4,2	3,7
Joensuun Kauppa ja Kone Oy	8,6 %					EV/EBIT (oik.)	7,8	6,9	4,0	4,5	3,9
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen	5,3 %					P/E (oik.)	11,2	8,7	5,4	6,7	6,3
Laakkonen Mikko Kalervo	5,0 %					P/B	3,0	2,6	2,0	1,8	1,5
Mandatum Life	3,7 %					Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	4,3 %	4,5 %
Lähde: Inderes											

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä 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 tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituskin myy, vähennä, lisää ja

osta. Inderesin sijoitus-suosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä 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) ja lisäarvomalli (EVA), 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 nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä	-5-5 %
Myy	< -5 %

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

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

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

Suositus-historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
01.04.2019	Osta	11,00 €	9,42 €



Inderes on kaikille osakesijoittajille avoin analyysipalvelu ja yhteisö. Toimintaamme ohjaavat viisi periaatetta: riippumattomuus, laadukas analyysi, intohimo osakemarkkinoita kohtaan, pääomamarkkinoiden avoimuuden parantaminen sekä toiminta yhteisönä yhteisen hyvän edistämiseksi. Tavoitteemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja kansankapitalismia. Yhteisöömme kuuluvat sijoittajat oppivat tuntemaan kohdeyhtiöt paremmin, ymmärtävät omistajuuden merkityksen ja voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi. Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyhtiötä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 20 työntekijän tiimillä intohimosta osakesijoittamiseen.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



2015, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017
Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018
Suositustarkkuus



2012, 2016, 2017, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2018
Ennustetarkkuus



**Analyysi kuuluu
kaikille.**