

Incap

Yhtiöraportti

29.7.2021 07.00



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Kovaa ja korkealta

Incap julkisti eilen Q2-raporttinsa. Vahva alkuvuosi sai odotuksiamme kovempaa jatkoa, eikä raportista löytynyt varsinaista moitteensijaa. Incapin operatiivinen tekeminen on vakuuttavassa kuosissa ja taseessa on reilusti liikkumatilaa myös strategian mukaisille yritysjärjestelyille. Hyvään tulokasvunäkymään suhteutettuna osake ei ole liian kallis. Täten toistamme lisää-suosituksemme ja tarkistamme tavoitehintamme 46 euroon (aik. 38 euroa).

Tekemisen meininkiä

Incapin liikevaihto kasvoi Q2:lla 49 % 33,6 MEUR:oon. Liikevaihdon voimakas kasvu heijastelee arviomme mukaan läpi asiakasportfolion suotuisasti kehittyntä kysyntää, mutta etenkin suurimpien asiakkaiden roimasti kasvaneita tilausmääriä. Tästä kieli myös se, että H1:llä neljä suurinta asiakasta toivat 63 % liikevaihdosta (H1'20: 51 %). Hurjaa volyymikasvua luonnollisesti edesauttoi myös viime vuoden lopussa vahvistunut Intian kapasiteetti, vaikka osa nousseen tuotantovoiman hyödyistä väistämättä jäikin Q2:lla Intian tehtaisiin osuneen kahden viikon sulun ja noin kuukauden mittaisten rajoitettujen käyttöasteiden alle. Incap ylsi Q2:lla 4,5 MEUR:n oikaistuun liikevoittoon ja toimialan kontekstiin linjattuna erinomaiseen 13,4 % marginaaliin. Vahvan tulokasvun taustalla oli arviomme mukaan ja viime kvartaalin tapaan mainiosti nousseet, Intian tuotantolaitoksille painottuneet sekä toiminnan kuludynamiikkaan nähden hyvin skaalautuneet volyymit. Kokonaisuudessaan Incapin suoritus oli mielestämme jälleen vakuuttava työnäyte niin oman kilpailu- kuin tuloksetekokyyvynkin suhteen.

Teimme näkyviä ennustenostoja

Incap toisti odotetusti Q2-raportissa kuluvan vuoden ohjeistuksensa. Koko vuoden osalta yhtiö odottaa sekä liikevaihdon että oikaistun liikevoiton olevan selvästi edellisvuotta suurempia olettaen, ettei pandemiatilanteessa, valuuttakursseissa tai komponenttien saatavuudessa tapahdu merkittäviä muutoksia. Väkihävää vuoden ensimmäistä puoliskoa sekä johdon tarkempia kommentteja mukaillen kysyntätilanne näyttää edelleen oikeinkin hyvältä. Myös materiaalien saatavuuksiin liittyvät haasteet vaikuttavat johdon indikaatioiden perusteella olevan helpottamaan päin. Tätä ja yhtiön omaa kilpailukykyä mukaillen teimme loppuvuoden ennusteisiimme nostoja. Odotamme nyt liikevaihdon kasvavan tänä vuonna 34 % 143 MEUR:oon läpi vuoden tukevasti koilliseen osoittavien toimitusvirtojen ajamana. Oikaistun liikevoiton odotamme kirivän Intian tuotantolaitosten kovan volyymikasvun sekä tavanomaisten tehokkuuspetrausten perässä 20,2 MEUR:oon. Odotamme Incapin jatkavan hyvää kannattavaa kasvua myös tästä vuodesta eteenpäin. Keskeisimpinä tulosajureina pidämme laadukkaan asiakasportfolion, investointien vahvistaman tuotantokyyvyn sekä korkean perustehokkuuden kolmikantaa.

Toimiva tuotto/riski-suhde

Incapin ennusteidemme mukaiset oikaistut P/E-luvut vuosille 2021 ja 2022 ovat 16x ja 13x, kun taas vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 11x ja 9x. Absoluuttiset kertoimet eivät ole pelottavan korkeita ja ne painottuvat lähelle yhtiölle arvioimamme neutraalin kerroinhaarukan ylälaitaa. Historialliset mediaanit nykykertoimet ylittävät sen sijaan selvemmin, mutta pidämme tätä perusteltuna AWS:n hankinnan myötä laskenut riskitaso ja johdonmukaisesti toimitetut tulokasvunäytöt huomioiden. Pidämme odottamastamme tulokasvusta sekä pienestä osingosta muodostuvaa vuotuista tuotto-odotusta riittävän hyvänä. Pidemmällä aikavälillä tuotto-odotusta puolestaan tukee edelliskvartaalista vahvistunut taseasema ja sen tuomat yritysjärjestelymahdollisuudet.

Suositus

Lisää

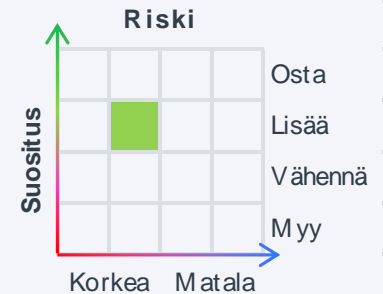
(aik. Lisää)

46,00 EUR

(aik. 38,00 EUR)

Osakekurssi:

42,90



Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	106,5	142,7	162,6	177,3
kasvu-%	50 %	34 %	14 %	9 %
EBIT oik.	14,6	20,2	23,8	26,1
EBIT-% oik.	13,8 %	14,2 %	14,6 %	14,7 %
Nettotulos	9,2	15,2	18,3	20,1
EPS (oik.)	1,87	2,72	3,19	3,47

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

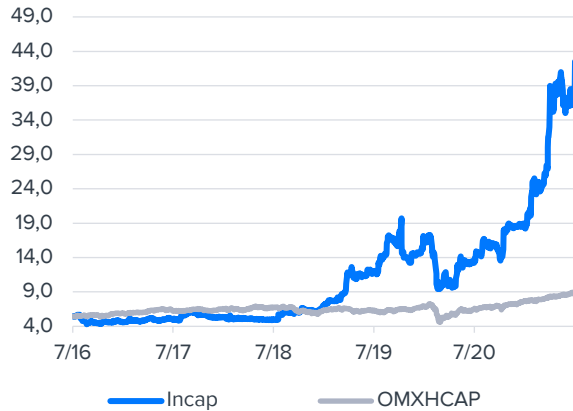
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

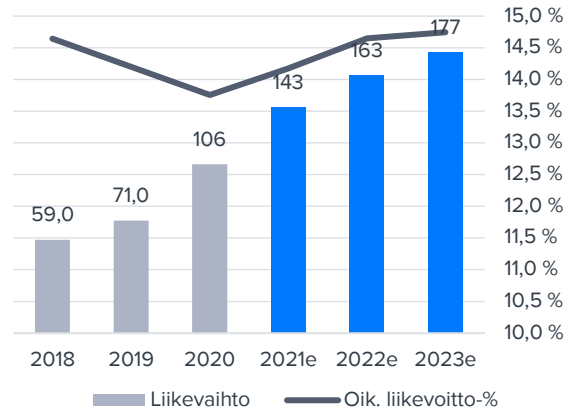
Incap odottaa sekä liikevaihdon että oikaistun liikevoiton olevan selvästi edellisvuotta suurempia olettaen, ettei pandemiatilanteessa, valuuttakursseissa tai komponenttien saatavuudessa tapahdu merkittäviä muutoksia.

Osakekurssi



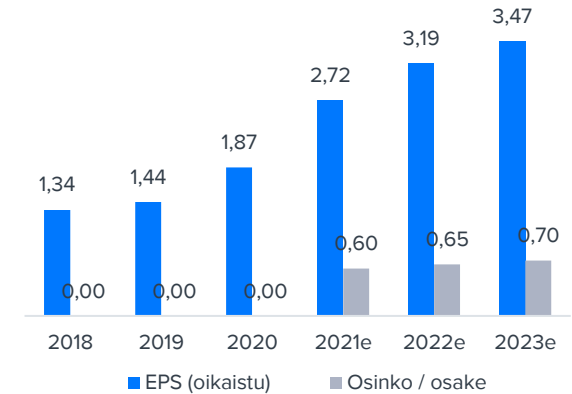
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

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



Riskitekijät

- Molemmipuolisesti haastava arvoketjuasema pitää kilpailutilanteen raadollisena
- Asiakastoimialojen syklinen luonne ja keskittynyt asiakasportfolio
- Kilpailutilanteen kiristyminen
- Toimitusketjuissa olevat häiriöt

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	42,90	42,90	42,90
Osakemäärä, milj. kpl	5,85	5,85	5,85
Markkina-arvo	251	251	251
Yritysarvo (EV)	245	237	227
P/E (oik.)	15,8	13,4	12,4
P/E	16,5	13,7	12,5
P/Kassavirta	35,6	21,5	17,2
P/B	4,2	3,4	2,8
P/S	1,8	1,5	1,4
EV/Liikevaihto	1,7	1,5	1,3
EV/EBITDA (oik.)	10,9	9,2	8,2
EV/EBIT (oik.)	12,1	10,0	8,7
Osinko/tulos (%)	23,0 %	20,7 %	20,4 %
Osinkotuotto-%	1,4 %	1,5 %	1,6 %

Lähde: Inderes

Tekemisen meininkiä

Jälleen kovaa kasvua...

Incapin liikevaihto kasvoi Q2:lla 49 % 33,6 MEUR:oon, mikä teki reippaan pesäeron 25,5 MEUR:n liikevaihtotasoa odottaneeseen ennusteeseemme. Kasvu oli täysin orgaanista. Arviomme mukaan kasvu heijastelee läpi asiakasportfolion suotuisasti kehittynyttä kysyntää, mutta etenkin suurimpien asiakkaiden roimasti kasvaneita tilausmääriä. Tästä kiellii myös se, että H1:llä neljä suurinta asiakasta toivat yhteensä 63 % liikevaihdosta (H1'20: 51 %). Hurjaa volyymikasvua luonnollisesti edesauttoi myös viime vuoden lopussa vahvistunut Intian kapasiteetti, vaikka osa nousseen tuotantovoiman hyödyistä väistämättä jäikin Q2:lla Intian tehtaisiin osuneen kahden viikon sulun ja noin kuukauden mittaisten rajoitettujen käyttöasteiden alle.

Uskomme Incapin jatkaneen Q2:lla omien vahvuuksiensa ja vahvassa vedossa olevan markkinan myötä myös uusien asiakkuuksien

voittamista. Arviomme mukaan komponenttitilanne on kuitenkin voinut hieman viivästyttää uusien asiakkaiden protosarjojen tuotantoja, sillä protosarjojen hankintaerät ovat vakiintunutta asiakasportfoliota pienempiä ja erät tyypillisesti myös hankitaan lyhyemmällä vasteajoilla (ts. ei kovia tilauksia ja pitkiä tarve-ennusteita). Incapin nykyisessä kokoluokassa lyhyen aikavälin kehitys on kuitenkin aina vakiintuneen asiakaskannan ajamaa, emmekä siksi usko edellä esitetyn dynamiikan aiheuttaneen kasvulle sen suurempia hidasteita.

...korkealla kannattavuudella

Incap teki Q2:lla 4,5 MEUR:n oikaistun liikevoiton. Voimakkaan tuloskasvun taustalla olivat arviomme mukaan mainiosti nousseet, rajoitetuista käyttöasteista huolimatta Intian tuotantolaitoksille painottuneet ja toiminnan kuludynamiikkaan nähden hyvin skaalautuneet volyymit. Komponenttien saatavuuksiin tai nousseisiin logistiikkakustannuksiin

liittyneet asiat eivät sen sijaan yhtiön tuloksentekoa haitanneet. Tätä mukailien Q2:n liikevoittomarginaali asetui toimialaan suhteutettuna erinomaiselle 13,4 % tasolle. Yhteenvedona Incapin suoritus oli mielestämme jälleen vakuuttava työnäyte niin omasta kilpailu- kuin tuloksentekokyvystäkin.

Taseasemassa strategista liikkumatilaa

Incapin taseasema pysyi tukevana Q2:n lopun 53 % omavaraisuusastetta ja 12 % nettovelkaantumisastetta heijastellen. Näin ollen Incapilla on entistä paremmat lähtökohdat omistaja-arvoa luovien ja tarkat laadulliset kriteerit täyttävien yritystosten toteuttamiselle. Käsitksemme mukaan potentiaalisten ostokohteiden laatuja ja hintojen välillä on kuitenkin edelleen epäsuhta, mikä osaltaan hidastaa epäorgaanisen strategian toteuttamista. Incapin oma lähestymistapa ja orgaanisen tekemisen taso huomioiden emme pidä tilannetta kuitenkaan arvonluonnin kannalta lainkaan oleellisena jarruna.

Ennustetaulukko MEUR / EUR	Q2'20	Q2'21	Q2'21e	Q2'21e	Konsensus		Erotus (%)	2021e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	22,6	33,6	25,5				32 %	143
Liikevoitto (oik.)	2,9	4,5	3,4				33 %	20,2
Liikevoitto	2,1	4,3	3,2				35 %	19,4
EPS (raportoitu)	0,20	0,55	0,41				34 %	2,60
Liikevaihdon kasvu-%	20,7 %	48,9 %	13,2 %				35,7 %-yks.	34,0 %
Liikevoitto-%	12,6 %	13,4 %	13,2 %				0,2 %-yks.	14,2 %

Lähde: Inderes

Toimitusjohtajan Q2-videohaastattelu



Teimme näkyviä ennustenosastoja

Nostimme loppuvuoden ennusteita

Incap odotetusti toisti Q2-raportissa kuluvan vuoden ohjeistuksensa. Koko vuoden osalta yhtiö odottaa sekä liikevaihdon että oikaistun liikevoiton olevan selvästi edellisvuotta suurempia. Ohjeistuksen taustalla on oletus, ettei pandemiatilanteessa, valuuttakursseissa tai komponenttien saatavuudessa tapahdu merkittäviä negatiivisia muutoksia.

Incapin väkivahvaa vuoden ensimmäistä puoliskoa, johdon tarkempia kommentteja sekä teollisuuden yleistä uutisvirtaa peilaten kuluvan vuoden kysyntä näyttää vahvalta. Incapin oman suorittamisen kannalta keskeisimmät huolenaiheet liittyvätkin edelleen komponenttien allokaatio- sekä yleiseen pandemiatilanteeseen. Toistaiseksi komponenttitilanne ei ole kuitenkaan yhtiölle merkittävää vaivaa aiheuttanut ja tilannetta on hallittu muun muassa asiakasyhteistyötä tiivistämällä sekä viimeisen vuoden aikana vahvistunutta

hankintavoimaa hyödyntämällä. Tiettyä puskuria Incapille on tuonut myös asiakas- ja tuoteportfolion syvyys ja siten hajautunut komponenttitarve. Tämän taustan sekä johdon materiaalihaasteiden asteittaisesta helpottamisesta indikoivien kommenttien myötä olemme varsin luottavaisia, ettei komponenttipuoli yhtiölle merkittäviä vaikeuksia loppuvuodenkaan aikana aiheuta.

Oivaa kokonaiskuvaa sekä yhtiön omaa suorituskykyä mukaillen teimme kuluvan vuoden ennusteisiimme nostoja. Odotamme nyt Incapin liikevaihdon kasvavan tänä vuonna 34 % 143 MEUR:oon loistavan alkuvuoden sekä läpi vuoden vahvoilla tasoilla pysyvien toimitusvirtojen ajamana. Oikaistun liikevoiton odotamme nousevan 20,2 MEUR:oon. Keskeisimpinä tulosajureina pidämme Intian tuotantolaitosten kovaa volyymikasvua, tavanomaisia tehokkuuspetauksia sekä pienempiä pandemiarasitteita.

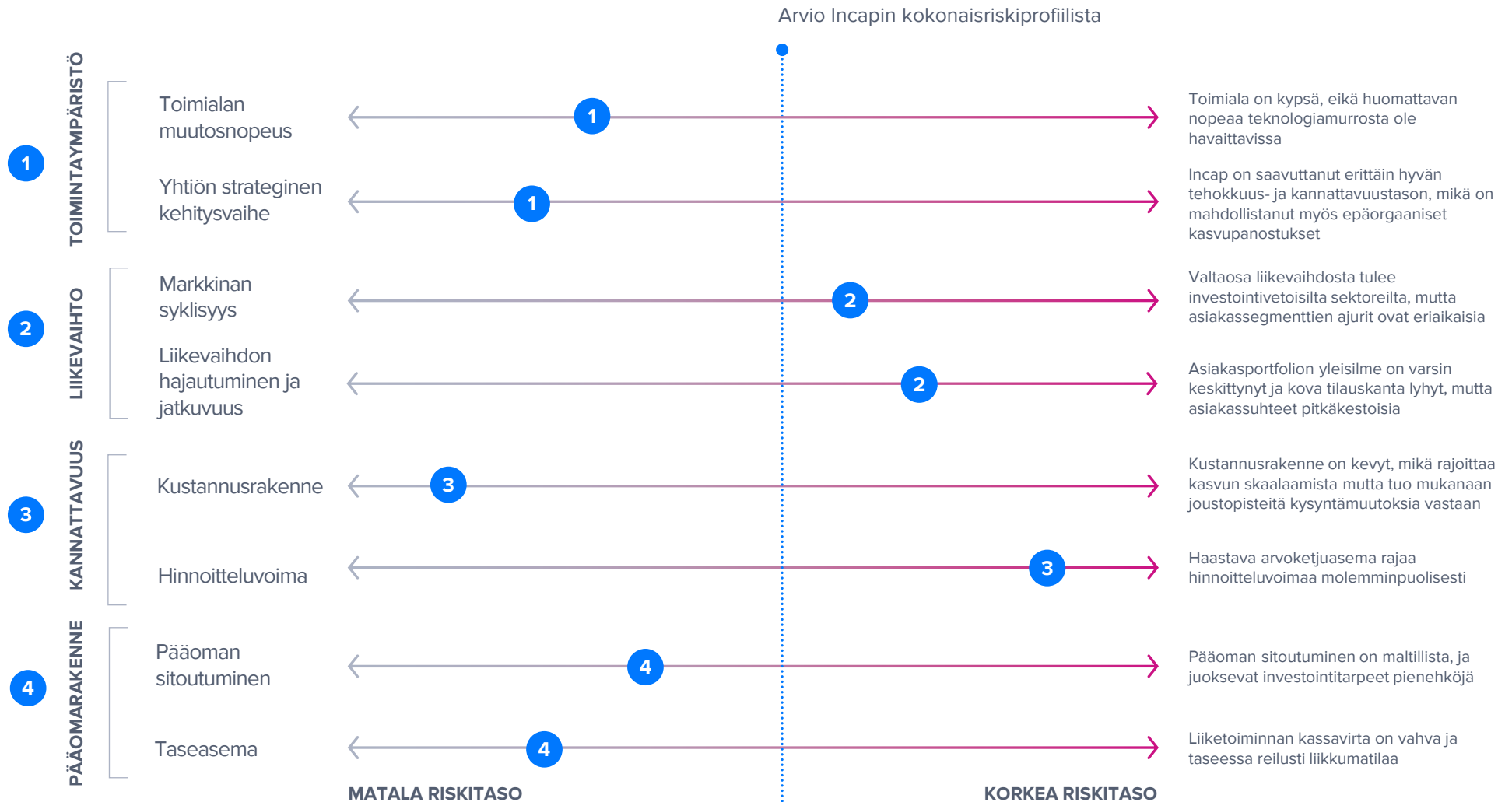
Tarkistimme myös lähivuosien odotuksia

Teimme Q2-raportin tarjoaman tilannekatsauksen, Intiassa vahvistuvan tuotantokapasiteetin (laajennusinvestoinnin viimeistely + uusi tehdas) sekä yhtiön oman kilpailukyvyn perusteella tarkistusnostoja myös lähivuosien ennusteisiimme. Incapin asiakasportfolion arvioimaamme laatua ja sopimusvalmistusmarkkinan taustalla vaikuttavia vahvoja ajureita (mm. digitalisaatio ja ulkoistusasteen nousu) mukaillen odotamme yhtiön yltävän tulevana vuosina mainioon orgaaniseen kasvuun. Kasvavien toimitusmäärien, suuremman kokoluokan myötä paranevan hankintavoiman sekä hyvinä pysyvien tehokkuustasojen arvioimme pitävän operatiivisen tuloskasvun liikevaihdon kasvua nopeampana. Keskeisin riski liittyy luonnollisesti ja tuttuun tapaan asiakkaiden liiketoimintojen ja siten Incapin oman kysynnän kehittymiseen.

Ennustemuutokset	2021e	2021e	Muutos	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	132	143	8 %	148	163	10 %	156	177	13 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	19,2	20,2	5 %	21,5	23,8	11 %	23,0	26,1	14 %
Liikevoitto	18,4	19,4	6 %	21,1	23,4	11 %	22,7	25,8	14 %
EPS (raportoitu)	2,46	2,61	6 %	2,81	3,13	12 %	2,99	3,43	15 %
Osakekohtainen osinko	0,40	0,60	50 %	0,45	0,65	44 %	0,50	0,70	40 %

Lähde: Inderes

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Toimiva tuotto/riski-suhde

Kertoimet eivät vielä pelota

Incapin ennusteidemme mukaiset oikaistut P/E-luvut vuosille 2021 ja 2022 ovat 16x ja 13x, kun taas vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 11x ja 9x. Kertoimet eivät ole absoluuttisesti liian korkeita ja ne painottuvat lähelle aikaisemmin määrittämääme neutraalin arvostushaarukan (P/E 11x-13x ja EV/EBITDA 7x-9x) ylälaitaa. Kertoimet ovat Incapin viiden vuoden mediaanien yläpuolella, mutta mielestämme se on perusteltua sekä AWS:n hankinnan myötä tasapainottunut asiakasportfolio ja laskenut kokonaisriskitaso että vaikeissakin olosuhteissa kestokykyensä osoittanut toimintamalli huomioiden. Tähän taustaan, vahvistuvaan tuotantokapasiteettiin sekä oivalta näyttävään pidemmän aikavälin tuloskasvunäkymään suhteutettuna nykykertoimet ovat mielestämme vielä vaivatta siedettävillä tasoilla. Varsinaista nousuvaraa emme kertoimissa kuitenkaan näe, mitä mukaillen pidämme yhtiön tämänhetkistä hinnoittelua oikeanlaisena.

Kokonaisuudessaan Incapin viime vuosien operatiivinen tekeminen on ollut tavattoman hyvää, sillä yhtiö on samaan aikaan todistanut sekä keskeisimpien vahvuksiensa kestävyden että kyvyn pitää kiinni saavutetuista tehokkuustasoista. Tämän seurauksena yhtiön kannattavan orgaanisen kasvun historia on a-luokkainen. Viimeisen vuoden aikana yhtiö osoitti taitonsa myös laadukkaiden epäorgaanisten liikkeiden tekemiseen AWS:n hankinnan laskemaa riskitasoa ja realisoituneita operatiivisia synergioita heijastellen. Lisäksi yhtiön taloudellinen kyky seuraavan yritysoston toteuttamiseen on tällä hetkellä vahva. Tämän kolmikannan tarjoama konkretia huomioiden hinnoittelun tulisikin mielestämme kestävästi vakiintua

lähemmäs neutraalien arvostustasojen ylä- kuin alalaitoja. Vahvan suoritustason jatkuessa näemme myös arvioimassamme neutraalissa ja absoluuttisesti varsin vaatimattomassa kerroinhaarukassa luontaista nousuvaraa.

Suhteellinen arvostus puhuu samaa kieltä

Incapin tulospohjainen suhteellinen premio on tällä hetkellä noin 5 %. Kasvanutta kokoluokkaa, laskenutta riskitasoa sekä toimialan korkeinta kannattavuutta tekevää koneistoa mukaillen pidämme tätä järkeenkäypänä.

Nostimme käyvän arvon haarukkaamme

Äärimmäisen tehokas toimintamalli, AWS:n laajentama toimiala- ja tulospohja, strateginen asemoituminen hyvän kasvuprofiilin teollisuuselektronikkaan sekä Intian investointien (m. uusi tehdas) jälkeinen tuotantokapasiteetti huomioiden Incapilla on arviomme mukaan edellytykset tehdä kestävästi noin 2,9-3,5 euron osakekohtaista tulosta (aik. 2,4-2,9 euroa). Näin ollen 12x-13x tuloskerrointa soveltamalla yhtiön käyvän arvon haarukaksi voidaan mielestämme hyvinkin riittävillä varmuusvaroilla arvioida 35-46 euroa. Tämä on samalla alueella myös kassavirtamallimme indikoiman arvon kanssa ja yhtiö hinnoitellaankin nykyrakenteensa käyvän arvon haarukan sisään. Odottamastamme tuloskasvusta sekä pienestä osingosta koostuva seuraavan vuoden tuotto-odotus on mielestämme edelleen riittävän hyvä ja tuotto/riski-suhde toimiva. Pidemmän aikavälin tuotto-odotus saa puolestaan tukea vahvasta taseesta ja sen sisällään pitämistä yritysjärjestelymahdollisuuksista.

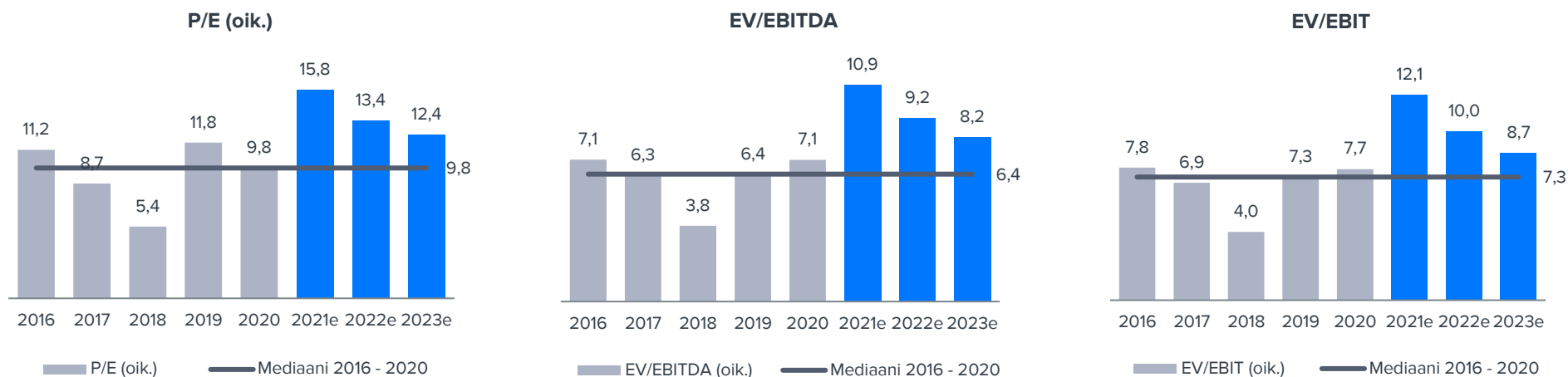
Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	42,90	42,90	42,90
Osakemäärä, milj. kpl	5,85	5,85	5,85
Markkina-arvo	251	251	251
Yritysarvo (EV)	245	237	227
P/E (oik.)	15,8	13,4	12,4
P/E	16,5	13,7	12,5
P/Kassavirta	35,6	21,5	17,2
P/B	4,2	3,4	2,8
P/S	1,8	1,5	1,4
EV/Liikevaihto	1,7	1,5	1,3
EV/EBITDA (oik.)	10,9	9,2	8,2
EV/EBIT (oik.)	12,1	10,0	8,7
Osinko/tulos (%)	23,0 %	20,7 %	20,4 %
Osinkotuotto-%	1,4 %	1,5 %	1,6 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	5,46	6,19	7,26	16,9	18,5	42,90	42,90	42,90	42,90
Osakemäärä, milj. kpl	4,37	4,37	4,37	4,37	5,82	5,85	5,85	5,85	5,85
Markkina-arvo	24	27	32	74	107	251	251	251	251
Yritysarvo (EV)	29	31	35	73	113	245	237	227	214
P/E (oik.)	11,2	8,7	5,4	11,8	9,8	15,8	13,4	12,4	11,5
P/E	11,2	8,7	5,4	11,8	11,6	16,5	13,7	12,5	11,6
P/Kassavirta	neg.	11,7	13,7	11,4	neg.	35,6	21,5	17,2	14,5
P/B	3,0	2,6	2,0	3,4	2,8	4,2	3,4	2,8	2,3
P/S	0,6	0,6	0,5	1,0	1,0	1,8	1,5	1,4	1,3
EV/Liikevaihto	0,8	0,6	0,6	1,0	1,1	1,7	1,5	1,3	1,1
EV/EBITDA (oik.)	7,1	6,3	3,8	6,4	7,1	10,9	9,2	8,2	7,0
EV/EBIT (oik.)	7,8	6,9	4,0	7,3	7,7	12,1	10,0	8,7	7,6
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	23,0 %	20,7 %	20,4 %	20,3 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,4 %	1,5 %	1,6 %	1,7 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		MEUR	MEUR	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e
Data Modul AG	58,00	204	190	6,5	5,3	5,8	4,9	0,6	0,6	10,8	9,7			
Hanza Holding AB	24,80	82	120	12,6	9,0	5,0	4,3	0,4	0,4	12,6	11,6	1,0	1,9	1,1
Kitron ASA	19,32	332	395	14,2	11,9	10,7	9,2	1,0	0,9	16,0	13,7	4,1	4,9	3,6
Lacroix Group SA	41,20	203	253	10,9	9,3	6,7	5,6	0,4	0,4	12,6	11,1	2,3	2,7	1,4
Scanfil Oyj	8,10	519	531	11,9	10,7	8,9	8,2	0,8	0,7	15,3	14,3	2,3	2,4	2,5
Valuetronics Holdings Ltd	0,58	157	35		2,2		1,6		0,2		14,5		4,2	
Hana Microelectronics PCL	75,50	1563	1311	19,3	17,9	12,2	11,4	1,9	1,8	27,2	24,6	2,2	2,4	2,7
SVI PCL	4,88	273	298									1,6	2,3	
TT electronics PLC	257,00	526	629	17,6	13,4	10,8	9,4	1,2	1,1	17,9	14,6	2,2	2,6	1,5
Incap (Inderes)	42,90	251	245	12,1	10,0	10,9	9,2	1,7	1,5	15,8	13,5	1,4	1,5	4,2
Keskiarvo				14,9	10,0	8,6	6,9	0,9	0,7	17,5	14,0	2,2	2,6	2,0
Mediaani				14,2	10,0	8,9	7,4	0,8	0,7	16,0	14,0	2,2	2,4	1,8
Erotus-% vrt. mediaani				-15 %	0 %	23 %	25 %	114 %	119 %	-1 %	-4 %	-37 %	-38 %	132 %

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

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	71,0	24,3	22,6	28,1	31,5	106	37,7	33,6	35,1	36,2	143	163	177	190
Incap	71,0	24,3	22,6	28,1	31,5	106	37,7	33,6	35,1	36,2	143	163	177	190
Käyttökate	11,5	2,9	3,0	3,8	6,3	15,9	6,3	5,1	5,4	5,8	22,5	26,6	29,0	31,3
Poistot ja arvonalennukset	-1,4	-0,7	-0,9	-0,5	-1,2	-3,3	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-3,2	-3,2	-3,2	-3,2
Liikevoitto ilman kertaeriä	10,1	2,7	2,9	3,6	5,5	14,6	5,7	4,5	4,8	5,2	20,2	23,8	26,1	28,3
Liikevoitto	10,1	2,2	2,1	3,3	5,1	12,6	5,5	4,3	4,6	5,0	19,4	23,4	25,8	28,1
Nettorahoituskulut	-0,4	-0,2	-0,4	-0,3	-0,2	-1,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,7	-0,5	-0,5	-0,5
Tulos ennen veroja	9,7	2,0	1,7	3,0	4,9	11,5	5,4	4,1	4,4	4,8	18,7	22,9	25,4	27,7
Verot	-3,4	-0,5	-0,5	-0,6	-0,7	-2,3	-0,8	-0,9	-0,9	-1,0	-3,5	-4,6	-5,3	-6,1
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	6,3	1,5	1,2	2,4	4,2	9,2	4,6	3,2	3,5	3,9	15,2	18,3	20,0	21,6
EPS (oikaistu)	1,44	0,33	0,31	0,45	0,78	1,87	0,82	0,58	0,63	0,69	2,72	3,19	3,47	3,72
EPS (raportoitu)	1,44	0,26	0,20	0,41	0,72	1,59	0,79	0,55	0,60	0,66	2,61	3,13	3,43	3,69

Tunnusluvut	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihdon kasvu-%	20,5 %	31,4 %	20,7 %	59,6 %	94,5 %	49,9 %	55,1 %	48,9 %	25,0 %	14,8 %	34,0 %	14,0 %	9,0 %	7,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	16,8 %	-4,6 %	-2,3 %	60,1 %	161,8 %	45,2 %	112,2 %	57,4 %	34,7 %	-6,0 %	38,0 %	17,8 %	9,7 %	8,4 %
Käyttökate-%	16,1 %	11,7 %	13,2 %	13,4 %	20,0 %	15,0 %	16,6 %	15,2 %	15,3 %	16,0 %	15,8 %	16,4 %	16,4 %	16,5 %
Oikaistu liikevoitto-%	14,2 %	11,1 %	12,6 %	12,7 %	17,6 %	13,8 %	15,2 %	13,4 %	13,6 %	14,4 %	14,2 %	14,6 %	14,7 %	14,9 %
Nettotulos-%	8,8 %	6,3 %	5,2 %	8,5 %	13,2 %	8,7 %	12,2 %	9,6 %	10,1 %	10,7 %	10,7 %	11,3 %	11,3 %	11,4 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Pysyvät vastaavat	8,6	24,1	25,7	28,1	29,7
Liikearvo	0,9	7,1	7,1	7,1	7,1
Aineettomat hyödykkeet	0,0	4,6	4,1	3,3	3,1
Käyttöomaisuus	7,3	11,4	14,3	17,5	19,3
Sijoitukset osakkuusrytysiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,7	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	27,9	52,3	65,8	78,4	92,9
Vaihto-omaisuus	10,8	24,2	22,8	26,4	29,2
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	10,4	24,2	26,0	30,1	33,7
Likvidit varat	6,7	3,9	16,9	22,0	29,7
Taseen loppusumma	36,5	76,4	91,5	106,6	122

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Oma pääoma	21,9	38,5	59,1	73,8	90,0
Osakepääoma	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Kertyneet voittovarot	11,5	20,7	36,0	50,7	66,9
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	-1,7	-4,6	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	11,0	21,4	22,1	22,1	22,1
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	4,0	8,6	6,8	5,3	3,8
Laskennalliset verovelat	0,0	0,9	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	4,0	6,1	6,8	5,3	3,8
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	1,6	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	10,6	29,2	25,6	27,5	28,6
Lainat rahoituslaitoksilta	2,2	3,7	4,2	3,1	2,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	8,4	25,6	21,4	24,4	26,6
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	36,5	76,4	91,5	106,6	122,4

DCF-laskelma

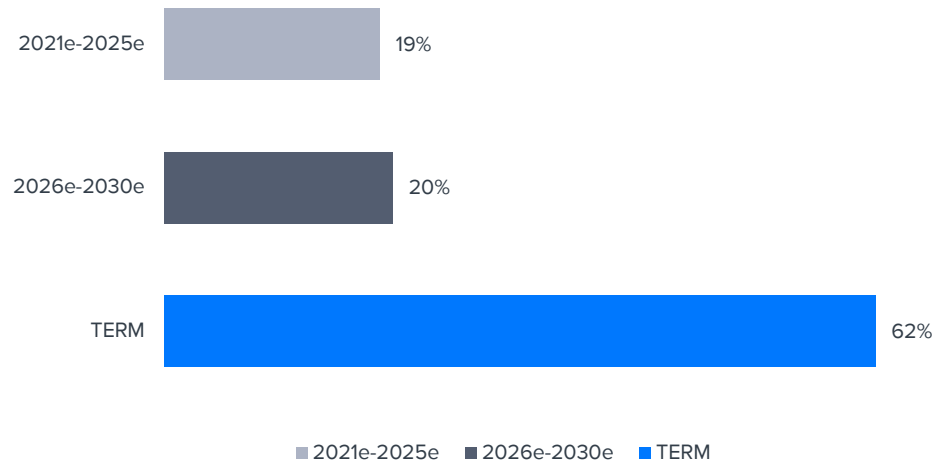
DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
Liikevoitto	12,6	19,4	23,4	25,8	28,1	27,9	27,2	28,3	29,4	30,3	30,9	
+ Kokonaispoistot	3,3	3,2	2,3	1,7	2,6	2,5	3,2	3,2	3,2	3,3	3,3	
- Maksetut verot	-2,1	-3,6	-4,6	-5,3	-6,1	-6,1	-6,0	-6,2	-6,5	-6,7	-6,8	
- verot rahoituskuluista	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-10,0	-4,6	-4,7	-4,2	-4,0	-2,5	-2,1	-1,8	-1,9	-1,5	-1,0	
Operatiivinen kassavirta	3,6	14,2	16,4	17,9	20,6	21,7	22,3	23,5	24,3	25,4	26,4	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	1,6	-1,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-18,1	-5,5	-4,7	-3,3	-3,3	-3,3	-3,3	-3,3	-3,3	-3,3	-3,3	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-12,9	7,0	11,7	14,6	17,3	18,4	19,0	20,2	21,0	22,1	23,1	
+/- 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	-12,9	7,0	11,7	14,6	17,3	18,4	19,0	20,2	21,0	22,1	23,1	383
Diskontattu vapaa kassavirta		6,8	10,4	12,0	13,2	13,0	12,4	12,2	11,7	11,4	11,0	183
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		297	291	280	268	255	242	230	217	206	194	183
Velaton arvo DCF		297										
- Korolliset velat		-9,8										
+ Rahavarat		3,9										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		292										
Oman pääoman arvo DCF per osake		49,8										

Pääoman kustannus (wacc)

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

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e	Osakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	59,0	71,0	106,5	142,7	162,6	EPS (raportoitu)	1,34	1,44	1,59	2,61	3,12
Käyttökate	9,1	11,5	15,9	22,5	25,7	EPS (oikaistu)	1,34	1,44	1,87	2,72	3,18
Liikevoitto	8,6	10,1	12,6	19,4	23,4	Operat. kassavirta / osake	0,81	1,74	0,61	2,42	2,80
Voitto ennen veroja	7,9	9,7	11,5	18,7	22,8	Vapaa kassavirta / osake	0,53	1,48	-2,21	1,20	2,00
Nettovoitto	5,8	6,3	9,2	15,2	18,3	Omapääoma / osake	3,61	5,01	6,62	10,10	12,63
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	-2,1	-0,8	-0,4	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,60	0,65
Tase	2018	2019	2020	2021e	2022e	Kasvu ja kannattavuus	2018	2019	2020	2021e	2022e
Taseen loppusumma	32,1	36,5	76,4	91,5	106,6	Liikevaihdon kasvu-%	21 %	20 %	50 %	34 %	14 %
Oma pääoma	15,8	21,9	38,5	59,1	73,8	Käyttökateen kasvu-%	84 %	25 %	39 %	42 %	14 %
Liikearvo	0,9	0,9	7,1	7,1	7,1	Liikevoiton oik. kasvu-%	91 %	17 %	45 %	38 %	18 %
Nettovelat	3,1	-0,5	5,9	-5,9	-13,6	EPS oik. kasvu-%	88 %	7 %	30 %	45 %	17 %
Kassavirta	2018	2019	2020	2021e	2022e	Käyttökate-%	16 %	16 %	15 %	16 %	16 %
Käyttökate	9,1	11,5	15,9	22,5	25,7	Oik. Liikevoitto-%	15 %	14 %	14 %	14 %	15 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-3,3	-1,3	-10,0	-4,6	-4,7	Liikevoitto-%	15 %	14 %	12 %	14 %	14 %
Operatiivinen kassavirta	3,5	7,6	3,6	14,2	16,4	ROE-%	45 %	33 %	31 %	31 %	27 %
Investoinnit	-1,2	-1,1	-18,1	-5,5	-4,7	ROI-%	44 %	41 %	33 %	33 %	31 %
Vapaa kassavirta	2,3	6,5	-12,9	7,0	11,7	Omavaraisuusaste	49 %	60 %	50 %	65 %	69 %
						Nettovelkaantumisaste	20 %	-2 %	15 %	-10 %	-18 %
Arvostuskertoimet	2018	2019	2020	2021e	2022e						
EV/Liikevaihto	0,6	1,0	1,1	1,7	1,5						
EV/EBITDA (oik.)	3,8	6,4	7,1	10,9	9,2						
EV/EBIT (oik.)	4,0	7,3	7,7	12,1	10,0						
P/E (oik.)	5,4	11,8	9,8	15,8	13,5						
P/B	2,0	3,4	2,8	4,2	3,4						
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,4 %	1,5 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
9.5.2019	Lisää	16,50 €	14,65 €
28.5.2019	Osta	16,50 €	12,75 €
15.8.2019	Osta	18,00 €	15,35 €
16.9.2019	Lisää	20,50 €	18,80 €
7.11.2019	Vähennä	18,50 €	18,85 €
24.1.2020	Lisää	21,00 €	18,95 €
27.2.2020	Lisää	20,00 €	17,45 €
24.3.2020	Lisää	12,50 €	11,00 €
25.3.2020	Lisää	12,50 €	11,65 €
21.4.2020	Vähennä	12,00 €	12,45 €
12.5.2020	Lisää	13,00 €	12,00 €
25.5.2020	Lisää	14,00 €	12,85 €
27.8.2020	Lisää	20,00 €	18,55 €
17.9.2020	Lisää	20,00 €	18,00 €
27.10.2020	Lisää	17,50 €	15,10 €
12.11.2020	Lisää	19,00 €	17,00 €
26.11.2020	Lisää	20,00 €	18,00 €
25.2.2021	Lisää	27,00 €	24,40 €
28.4.2021	Lisää	38,00 €	35,25 €
29.7.2021	Lisää	46,00 €	42,90 €

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

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

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

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

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**