

Incap

Laaja raportti

15.6.2023 7:52



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Voittoputki takana, painekoe edessä

Toistamme Incapin lisää-suosituksemme tavoitehinnalla 12,00 euroa. Viime vuosina rakettikasvussa ollut yhtiö kohtaa loppuvuodesta happotestin, kun yhtiön liikevaihtoa dominoivan asiakkaan volyymi laskee. Pidämme tilannetta lähtökohtaisesti väliaikaisena ja odotamme Incapin vahvuuksien eli etenkin korkean kulutehokkuuden pitävän yhtiön kannattavan kasvun polulla pidemmässä juoksussa. Osakkeen sekä lyhyellä että pitkällä sihdillä korkeahkosta riskitasosta huolimatta Incapin arvostus on mielestämme matala (2024e: P/E 11x, EV/EBIT 7x, joten kuluvan vuoden haasteiden yli katsottuna osakkeen riskikorjattu tuotto-odotus nousee mielestämme riittäväksi.

Suorituskykyinen sopimusvalmistaja

Incap on pääosin tuotantosarjoiltaan teknisesti vaativiin ja pieniin (high mix / low volume) teollisuuselektroniikan sovelluksiin erikoistunut sopimusvalmistaja. Asiakkailleen yhtiö luo lisäarvoa 1) mahdollistamalla laitevalmistajille resurssien tehokkaamman allokoimisen omiin ydintoimintoihin, kuten tuotekehitykseen, myyntiin ja markkinointiin sekä 2) tuomalla ulkoistetun tuotannon kautta laitevalmistajille joustoa niin kapasiteetin kuin kustannusten hallintaan. Incap on rakentanut organisaatiomallistaan hajautettuun ja mahdollisimman nopeaan päätöksentekoon perustuvan, mikä on puolestaan johtanut kevyeen organisaatiotarkeeseen, mataliin yleiskuluihin, nopeaan operatiiviseen reagointikykyyn ja kuluorientoituneeseen kulttuuriin. Lisäksi yhtiön tuotannosta merkittävä osa on alhaisen kulutason maissa (etenkin Intia). Nämä tekijät ovat mielestämme yhtiön keskeisimpiä vahvuuksia. Pääriskeinä ovat taas yksittäinen erittäin suuri asiakas (2022 suurin asiakas toi 67 % yhtiön liikevaihdosta), investointivetoisiin kysyntöihin luontaisesti liittyvät vaihtelut ja kilpailun kiristyminen.

Mielenkiintoisia arvonluontimahdollisuuksia

Incapin asiakasriski realisoitui osittain keväällä, kun yhtiön suurin asiakas päätti alentaa oman kasvunsa hidastumisen takia varastotasojaan. Käytännössä tämä tarkoittaa Incapin myynnin sakkaavan loppuvuoden aikana. Maailman sähköistyminen ja siitä seuraavan elektroniikan lisääntyminen sekä teollisuuden laitevalmistajien kohoavat ulkoistamisasteet ja -osuudet ajavat kuitenkin sopimusvalmistajien kysyntää ylös pidemmässä juoksussa jopa BKT:n kasvua nopeammin. Lisäksi toimialan hajanainen rakenne muodostaa yhdessä Incapin nykyisen taseaseman kanssa vankan alustan epäorgaaniselle kasvulle. Tätä taustaa vasten pidämme Incapin tulevien vuosien arvonluontimahdollisuuksia hyvinä, mutta näkyvyys lyhyen ajan haasteiden ratkeamisen aikatauluun on heikko. Ennusteemme yhtiön kuluvan vuoden tulokselle ovat Incapin ohjeistushaarukan alalaidassa. Odotamme nyt perusskenaariossamme Incapin palaavan kasvuun ensi kevään tai kesän aikana ja lähivuosien kasvun olevan selvästi vuosien 2021-2022 kiihdytystä hitaampaa. Kannattavuuden arvioimme pysyvän toimialaan suhteutettuna erittäin vahvalla 13-15 %:n oikaistun liikevoitto-%:n tasolla, mikä pohjautuu jo mainittuihin yhtiökohtaisiin vahvuuksiin.

Riskiprofiili on korkeahko, mutta matala hinta kompensoi

Incapin ennusteidemme mukaiset P/E-luvut vuosille 2023 ja 2024 ovat 13x ja 10x, kun taas vastaavat EV/EBIT-kertoimet ovat 9x ja 7x. Absoluuttiset kertoimet ovat perustellusti historiallisia tasoja korkeammalla, mutta ne painottuvat myös arvioimamme neutraalin kerroinhaarukan alapuolelle etenkin ensi vuoden osalta. Näin ollen pidämme vakuuttavat laadulliset ominaisuuden omaavan Incapin arvostusta houkuttelevana ja tuotto-odotusta hyvänä, kunhan suurimman asiakkaan varastokorjaus jää väliaikaiseksi. Osakkeen riskiprofiili on kuitenkin asiakasrakenteen takia korkeahko sekä lyhyellä että myös keskipitkällä tähtäimellä.

Suositus

Lisää

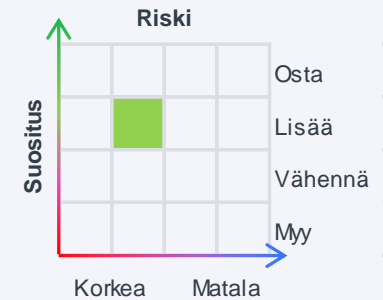
(aik. Lisää)

12,00 EUR

(aik. 12,00 EUR)

Osakekurssi:

9,96 EUR



Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	263,8	236,3	265,2	291,7
kasvu-%	55 %	-10 %	12 %	10 %
EBIT oik.	40,0	31,2	37,5	41,9
EBIT-% oik.	15,2 %	13,2 %	14,1 %	14,4 %
Nettotulos	27,6	22,8	28,3	31,8
EPS (oik.)	0,98	0,79	0,97	1,10

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

Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

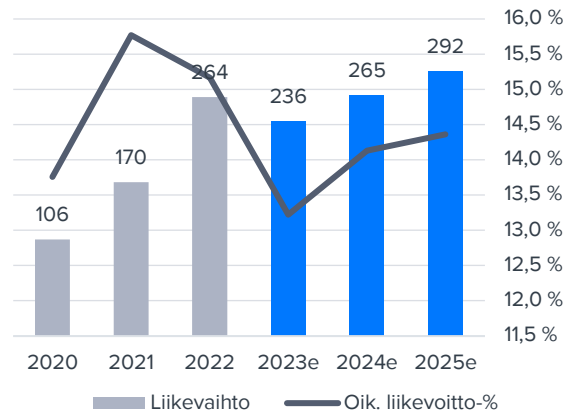
Incap arvioi, että yhtiön liikevaihto ja liikevoitto (EBIT) vuonna 2023 ovat pienempiä kuin vuonna 2022.

Osakekurssi



Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

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



Riskitekijät

- Molemmipuolisesti haastava arvoketjuasema pitää kilpailutilanteen raadollisena
- Asiakastoimialojen osin syklinen luonne
- Kilpailutilanteen kiristyminen
- Oman kulutehokkuuden rapistuminen
- Erittäin iso yksittäinen asiakas, jonka kehitys määrää liikevaihdon ja tuloksen suunnan

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	9,960	9,960	9,960
Osakemäärä, milj. kpl	29,3	29,3	29,3
Markkina-arvo	291	291	291
Yritysarvo (EV)	267	248	229
P/E (oik.)	12,6	10,3	9,1
P/E	12,8	10,3	9,1
P/Kassavirta	7,5	12,4	12,1
P/B	2,6	2,2	1,8
P/S	1,2	1,1	1,0
EV/Liikevaihto	1,1	0,9	0,8
EV/EBITDA (oik.)	7,5	5,9	4,9
EV/EBIT (oik.)	8,5	6,6	5,5
Osinko/tulos (%)	19,2 %	20,7 %	23,0 %
Osinkotuotto-%	1,5 %	2,0 %	2,5 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	s. 6-14
Toimiala ja kilpailukenttä	s. 15-20
Strategia	s. 21-25
Taloudellinen asema	s. 26
Ennusteet	s. 27-32
Arvonmääritys ja suositus	s. 33-39
Vastuuvapauslauseke	s. 40

Incap lyhyesti

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

1985

Perustamisvuosi

1997

Listautuminen

264 MEUR (+55,3 % vs. 2021)

Liikevaihto 2022

40,0 % 2017-2022

Keskimääräinen sijoitetun pääoman tuotto 2017-2022

40,0 MEUR (15,1 % lv:sta)

Oikaistu liikevoitto 2022

2 817

Henkilöstö 2022 lopussa

65 %

Vihreään energiaan liittyvien tuotteiden liikevaihto-osuus 2022 EU:n taksonomiasoveltuvuuden pohjalta tarkasteltuna

Liiketoimintamallin muutos 2012-2015

Isoilla rakennejärjestelyillä luodaan perusta kestäväälle kannattavuuskänteelle

Organisaatiomallista muodostetaan hajautettuun päätöksentekoon perustuva ja strategia terävöitetään

Liiketoiminnan eräänlainen uudelleenkäynnistäminen ja kannattavan kasvuvaihteen löytäminen

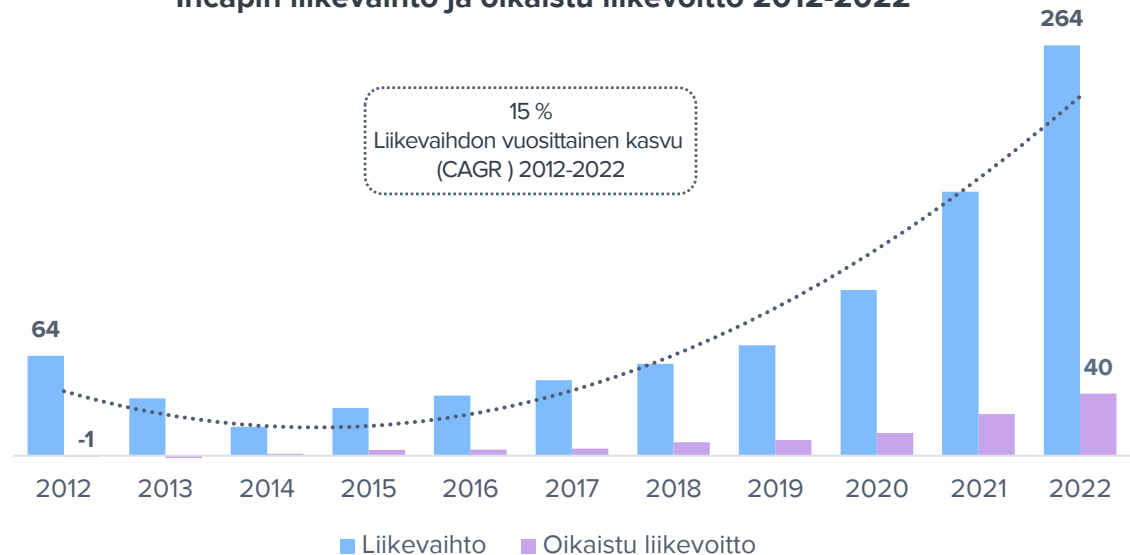
Markkinaosuuden raju kasvu 2016-2023

Orgaaninen kasvuvauhti pysyy erinomaisena suurimman asiakkaan kasvun siivellä ja kannattavuustaso nostetaan toimialan kärkipäähän

Onnistunut AWS-järjestely pienentää hieman riskitasoa ja parantaa hankintapuolen ostovoimaa

Intian tehdasinvestoinneilla vahvistetaan pidemmän aikavälin kasvun edellytyksiä

Incapin liikevaihto ja oikaistu liikevoitto 2012-2022



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/8

Teollisuuselektroniikan sopimusvalmistaja

Incap on elektroniikkateollisuuden sopimusvalmistaja, joka on erikoistunut teknisiltä vaatimustasoiltaan korkeiden ja tuotantosarjoiltaan pienten (high mix / low volume) teollisuuselektroniikan sovellusten valmistamiseen ja sen sisällä merkittävällä painolla myös vihreään siirtymään liittyvän teknologian tuottamiseen (vrt. vihreään siirtymään EU-taksonomialuokittelussa kuuluvien tuotteiden osuus liikevaihdosta oli 65 % vuonna 2022). Operaatioiden tasolla tämä tarkoittaa sitä, että Incapilla on tarvittavat kyvykkyydet valmistaa asiakkaan eli tyypillisesti laitevalmistajan koko tuote tai sen osakokonaisuus. Näin ollen Incap luo asiakkailleen arvoa käytännössä kahta reittiä pitkin: 1) mahdollistamalla laitevalmistajan resurssien tehokkaamman allokoimisen liiketoiminnan varsinaisiin ydintoimintoihin, kuten tuotekehitykseen, myyntiin ja markkinointiin sekä 2) tuomalla ulkoistetun tuotannon kautta laitevalmistajille joustopisteitä (ml. reagointikyky) niin kapasiteetin kuin kustannustenkin hallintaan.

Incapin valmistamia lopputuotteita ovat muun muassa invertterit, erilaiset ohjausjärjestelmät ja mittausinstrumentit. Vaikka Incapin strateginen fokus onkin lähtökohtaisesti teollisuuselektroniikassa, ei yhtiö arviomme mukaan ylenkatso pienten tuotantosarjojen kuluttajaelektroniikan mahdollisuuksia, kunhan ne vain ovat riittävän houkuttelevia. Tällaisista mahdollisuuksista konkreettisenä esimerkkinä pidämme kevyiden kulkuneuvojen, kuten sähköpotkulautoja ja niiden latausinfrastruktuureja, jonka uskomme tarjonnan yhtiölle viime vuosina

oivia liiketoimintapolkuja. Massavalmistettujen kuluttajatuotteet (esim. puhelimet ja tietokoneet) eivät kuitenkaan ole Incapin fokusalueessa.

Incapin pieni pääkonttori on Helsingissä. Valmistavia tuotantoyksiköitä yhtiöllä on 4 ja ne sijaitsevat [Virossa](#), [Slovakiassa](#), Isossa-Britanniassa ja Intiassa. Konsernitason hankintayksikkö operoi puolestaan Hongkongista käsin.

Eurooppaa ja suuria asiakkaita

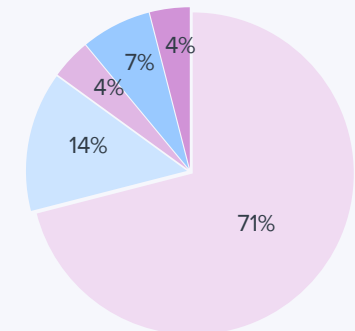
Vuonna 2022 Incapin liikevaihto oli 264 MEUR ja operatiivinen kannattavuus toimialan kontekstiin linjattuna erinomaisella 15 % tasolla. Maantieteellisesti yhtiön liiketoiminta on Euroopan hallitsemaa, sillä viime vuonna noin 71 % tuli tältä alueelta loppuasiakkaan sijainnin perusteella laskettuna. Toiseksi merkittävin markkina-alue on Pohjois-Amerikka 14 %:n liikevaihto osuudellaan, kun taas Australia, Afrikka ja Aasia vastaavat yhteensä 15 % liikevaihto-osuudesta. Vaikka arvioimme Incapin asiakkaisiin kuuluvat laitevalmistajat ovatkin globaalissa mittakaavassa operoivia yhtiöitä, löytyvät niiden päämarkkinat ensisijaisesti Euroopan rajojen sisäpuolelta. Incapin tuotannon perusteella liikevaihtojakauma olisi hyvin erilainen, sillä Intian tehtaat ovat selvästi yhtiön suurin tuotantoyksikkö. Näin ollen Incap operoi vahvasti vientivetoisella liiketoimintamallilla.

Incapin asiakasportfolio on hyvin keskittynyt, sillä suurin asiakas toi yhtiön liikevaihdosta vuonna 2022 67 % (2021: 61 %). Inderesin julkisiin lähteisiin perustuvan arvion mukaan suurin asiakas on Victron Energy, mutta Incap ei ole julkistanut asiakkaitaan. Suurin asiakas on myös viime



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

Liikevaihdon maantieteellinen jakautuminen 2022



■ Eurooppa ■ Pohjois-Amerikka ■ Australia ■ Afrikka ■ Aasia

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/8

vuosina kasvanut merkittävästi muuta konsernia nopeammin ja ollut merkittävä selittävä tekijä koko Incapin raketikasvun taustalla. Neljän suurimman asiakkaan osuus liikevaihdosta oli 74 % (2021 69 %), joten muut suuret asiakkaat eivät ole erityisen merkittäviä suhteessa konsernin kokoluokkaan. Yli miljoonan euroa viime vuonna tuoneita asiakkaita yhtiöllä oli viime vuonna 22 kpl (2021 21 kpl). Kaiken kaikkiaan asiakkaiden lukumäärä pyörii arviomme mukaan useissa kymmenissä. Incapin avainasiakkuudet ovat arviomme mukaan pitkäaikaisia ja monelta osin myös strategisia kumppanuuksia. Siten vaihtuma portfolioissa on lähtökohtaisesti vähäistä.

Vaikka asiakaskeskittymät eivät ole toimialalla huomattavan poikkeavia ja suurien asiakkaiden menettäminen on harvinaista korkeiden vaihdon kustannusten takia, nostaa hyvin keskittynyt asiakasrakenne mielestämme Incapin riskiprofilia melko selvästi suhteessa verrokkiyhtiöihin. Etenkin suurimman asiakkaan (ts. Victron Energy) liiketoiminnan suunta käytännössä määrää suurelta osin Incapin suunnan lyhyellä tähtäimellä, joten heilahduksen vaara on alati läsnä. Tämä riski myös realisoitui keväällä 2023, kun Incap joutui antamaan negatiivisen tulosvaroituksen, kun Victron Energy halusi alentaa odotuksiansa hitaammaksi jääneen kasvun takia varastojaan.

Arviomme Victron Energyn olevan isoin asiakas

Vuonna 1975 perustettu hollantilainen tehoelektroniikan valmistaja Victron Energy on arviomme mukaan Incapin suurin asiakas. Incap ei julkaise itse asiakkaitaan. Yritys suunnittelee ja myy inverttereitä, latureita ja muita voimansiirtoon

liittyviä tuotteita. Yrityksellä on 110 työntekijää, joista 45 on R&D-insinöörejä. Yhtiö on kasvanut merkittäväksi toimijaksi alallaan ja sen tuotteita myydään globaalisti.

Victron Energyn tavoitteena on tarjota asiakkailleen luotettavia ja kestäviä ratkaisuja, joilla asiakkaat voivat tuottaa ja käyttää sähköä mahdollisimman tehokkaasti ja ympäristöystävällisesti. Tuotteita käytetään laajasti eri alojen sovelluksissa, ja ne ovat suosittuja veneilijöiden, matkailuajoneuvojen omistajien, teollisuuden ja kotitalouksien keskuudessa. Yrityksen tuotteisiin kuuluvat muun muassa invertterit, laturit, akut, aurinkopaneelit, lataussäätimet ja lisävarusteet. Yhtiö on käsityksemme mukaan tunnettu korkeasta laadustaan, luotettavuudestaan ja innovatiivisista ratkaisuistaan.

Yksi Victron Energyn tärkeimmistä kehityskohteista viime vuosina on ollut uusiutuvan energian ratkaisut, erityisesti aurinkopaneelit ja aurinkosähkövoimalat. Yhtiö on kehittänyt useita uusia tuotteita, kuten älykkäät lataussäätimet ja aurinkopaneelien optimoijat, jotka auttavat asiakkaita saamaan mahdollisimman suuren hyödyn aurinkovoimasta. Näin ollen vihreä siirtymä on todennäköisesti Victron Energylle merkittävä kysyntäajuri myös jatkossa.

Victron Energyn kasvu on ollut huimaa

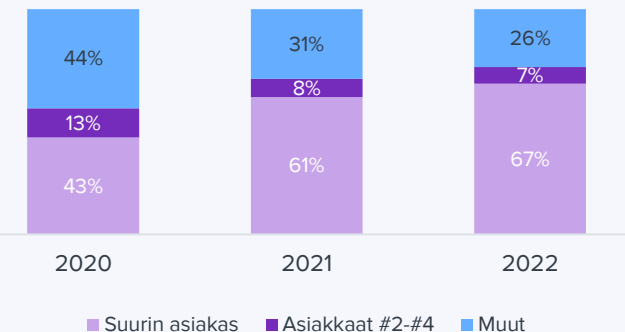
Yrityksen liikevaihto on kasvanut merkittävästi viime vuosina, ja se on laajentanut toimintaansa useille uusille markkinoille ympäri maailmaa. Victron Energyn liikevaihto on kasvanut vuosien 2013-2020 välillä 55 MEUR:sta 230 MEUR:oon eli

Potentiaaliset asiakkaat*



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

Asiakasrakenne Osuus liikevaihdosta 2020-2022



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/8

noin 23 % vuodessa (CAGR), kun vastaavasti liikevoitto on kasvanut samalla ajanjaksolla noin 26 % vuodessa (CAGR). Victron Energy vaikuttaa olevan hyvin kilpailukykyinen toimija omalla toimialallaan, sillä yrityksen kannattavuus on ollut erinomaisella tasolla voimakkaasta kasvusta huolimatta. Operatiivinen tehokkuus on ollut erinomaista, sillä liikevoitto-% on ollut keskimäärin 27 % vuosina 2013-2020. Myös yhtiön taloudellinen asema on arviomme mukaan vahva.

Luotamme Victron Energyn liiketoiminnan olevan isossa kuvassa tukevalla pohjalla

Victron Energyn hyvä asemoituminen vihreään trendiin ja yhtiön väkivahva taloudellinen lähihistoria lisäävät luottamus Victron Energyn kykyyn kasvaa kannattavasti myös jatkossa, mikä on luonnollisesti myös Incapin kasvun ja kannattavuuden näkökulmasta kriittistä. Listaamattomana yhtiönä läpinäkyvyys Victron Energyn liiketoiminnan kehitykseen ja pitkän tähtäimen tavoitteisiin on kuitenkin erittäin heikko ja yllätyksiä voi tulla jatkossakin eteen sekä hyvässä että pahassa.

Incapin kannalta positiivista on myös, että yhtiöt vaikuttavat olevan aitoja strategisia kumppaneita, sillä siinä missä Victron Energy on Incapin selvästi suurin asiakas, niin Incap on Victron Energyn suurin valmistuskumppani. Näin ollen intressi yhteistyön kehittämiseen pitäisi käsityksemme mukaan olla molemminpuolinen, kun molempien menestys kulkee ainakin osittain käsikädessä. Tämä ei silti tietenkään poista tosiasiaa, että sopimusvalmistajat tarjoavat asiakkailleen ensisijaisesti joustoa ja tehokkuutta ja näiden

perusedellytysten varmistaminen voi lyhyellä aikavälillä vaatia myös epämiellyttäviä toimia Incapin näkökulmasta (vrt. esim. tuotannon supistaminen tänä vuonna Victron Energyn varastojen alentamiseksi).

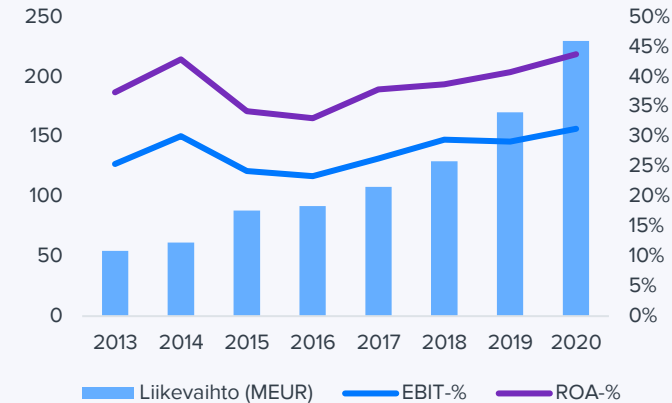
Nopein tapa hajauttaa asiakasriskiä olisi yritysostot

Incapin muut asiakkaat eivät ole yhtiön kokoluokassa huomattavan isoja. Asiakasportfolion rakenne ja etenkin Victron Energyn merkittävä painoarvo huomioiden Incapin asiakasrakenne pysynee hyvin keskittyneenä, vaikka uskommekin riskin hajauttamisen olevan yhtiön prioriteettillisella korkealla. Nopein tapa asiakasriskin pienentämiseksi olisi toki yritysostot, mutta mittakaavat huomioiden keskikokoisen yritysoston jälkeenkin Victron Energyn painoarvo portfoliossa olisi merkittävä. Näin ollen sijoittajien pitää mielestämme varautua sietämään keskimääräistä korkeampaa yksittäisiin asiakkaisiin liittyvää riskiä Incapissa myös jatkossa.

Pitkäjänteisiä yhteistöitä

Arviomme mukaan yhtiö tähtää kaikkien merkittävämpien asiakkaidensa kanssa pitkäkestoisiin strategisiin yhteistöihin, jotka mahdollistavat Incapin näkökulmasta omien vahvuuksien hyödyntämisen ja kasvavat tilauskertymät niin volyyymi- kuin arvopohjaisestikin. Tällaisten yhteistöiden luomisessa yksi tärkeimmistä tekijöistä on mielestämme asiakkaan luottamus sopimusvalmistajaan. Tämä on järkeenkäypää, sillä sopimusvalmistaja vastaa asiakkaan menestymisen kannalta kriittisistä

Victron Energy B.V. liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/8

tuotantotoiminnoista. Näin ollen luottamus onkin arviomme mukaan ansaittava laadukkaan ja erityisesti toimitusvarman tarjoaman kautta. Vahvistuneiden asiakassuhteiden ohella näissä elementeissä onnistuminen kohottaa näkemyksemme mukaan myös asiakkaan kohtaamia vaihdon kustannuksia ja luovat sopimusvalmistajalle sitä kautta kilpailuetua. Toisaalta samat tekijät hidastavat tietenkin myös uusasiakashankinta.

Näkemyksemme mukaan Incap on onnistunut strategisten kumppanuuksien rakentamisessa hyvin, sillä asiakassuhteet keskeisimpien asiakkaiden kanssa ovat olleet pitkäikäisiä ja arviomme mukaan yhtiö on viimeisten vuosien aikana onnistunut voittamaan oleellisen määrän myös asiakaskohtaisia markkinaosuuksia. Myös AWS:n mukana tullut uudempi asiakasportfolio on käsityksemme mukaan kehittynyt samankaltaisesti. Tämä luokin yhdessä laajentuneen maantieteellisen jalansijan ja teollisuudenalojen kirjon kanssa Incapille mielestämme hyvän pohjan sekä jo olemassa olevien asiakassuhteiden vahvistamista että omilla alueillaan hyvillä kilpailukyvyillä operoivien uusien strategisten kumppanien ja niiden tuomien pidemmän aikavälin kasvulähtöjen realisoimista ajatellen.

Liiketoiminnan rakenne

Incapilla ei ole erillisiä raportointisegmenttejä, mitä mukaillen liikevaihto esitetään ainoastaan konsernitasolla ja maantieteellisiin alueisiin jaettuna. Tuotantolaitoksittain katsottuna Viron ja Slovakian toimitukset suuntautuvat käsityksemme perusteella pääosin Eurooppaan, kun taas Intian ja

Ison-Britannian yksiköt toimittavat valtaosan Euroopan ulkopuolisista toimituksista.

Tuotantoyksiköitä ei kuitenkaan ole erikseen roolitettu, vaan kaikkien yksiköiden tuotanto- ja palvelurepertuaareissa on käsityksemme mukaan varsinaisen volyymituotannon ohella kyvykkyyttä myös esisarja- ja prototyypivalmistukseen, suunnittelun tukeen sekä myynnin jälkeisiin palveluihin. Tavanomaisia eroavaisuuksia yksiköiden asiakas- ja tuotantomixeissä kuitenkin on, sillä arviomme mukaan esimerkiksi Viron ja Ison-Britannian portfolioissa on vakiintuneissa vaiheissa olevien asiakkaiden ohella paljon myös startup-toimijoita. Intiassa ja Slovakiassa asiakkaat taas ovat pääosin elinkaariensa vaiheiltaan kypsempiä yhtiöitä. Toki tiettyjen sovellusten erityispiirteistä ja toimialojen paikallisista valmistusklustereista — kuten esimerkiksi lääketieteellisten instrumenttien valmistamiseen vaadittavat sertifiikatit ja Itä-Euroopan autoteollisuuskeskittymä — johtuen tuotantoyksiköiden välillä on luontaisia painopisteroja myös teollisuudenaloittain katsottuna.

Incapin organisaatiomalli on hajautettuun ja mahdollisimman nopeaan päätöksentekoon perustuva, mitä seuraten tuotantolaitoksetkin operoivat itsenäisinä tulosyksikköinä. Näin ollen ne ovat itse vastuussa tuotannon suunnittelusta, asiakashankinnasta, tarjouslaskennasta, varsinaisista tuotantoprosesseista ja konserniohjeen mukaisesti myös hinnoittelusta. Komponenttien hankinta on puolestaan järjestelty pääosin paikallisten tuotanto-operaatioiden kyljessä toimivien tiimien kautta, joskin konsernitasolla hankintoja koordinoidaan tietenkin



Tuotantolaitosverkosto 1/2



Intia

- Tumkurissa tällä hetkellä kolme yksikkö (viimeinen valmistui vuodenvaihteessa 2022/2023)
- Investointien myötä kokonaispinta-ala nousee yli 24 000 neliometriin
- Fokus erittäin kustannustehokkaassa volyymituotannossa, mutta kyvykkyydet myös esisarjoihin ja muihin tukitoimiin
- Tuotantoportfolio on laaja sisältäen muun muassa muuntajia, UPS-laitteita ja tankkauspäätteiden elektroniikkaa
- Vuoden 2022 liikevaihto oli arviomme mukaan yli 160 MEUR



Viro

- Kuressaaressa sijaitseva tuotantolaitos palvelee sekä vakiintuneita että startup-vaiheessa olevia toimijoita, joiden ensisijaiset kohdemarkkinat Euroopassa
- Uusien tuotteiden tehokas ylösajo laajan palvelutarjoaman erityisosaamisena
- Tuotantolaitoksen lattiapinta-ala yhteensä noin 7 300 neliometriä
- Tuotantoportfoliossa painopiste korkean teknologisen vaatimustason osa- tai kokonaistoimituksissa
- Vuoden 2022 liikevaihto oli arviomme mukaan noin 35 MEUR

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/8

myös Hongkongin hankintayksikköä hyödyntämällä. Hankintamalli myös toimi myös vuosien 2021-2022 komponenttipullonkaulojen aikaan erittäin hyvin, sillä Incap ei liikevaihdossa ja tuloksessa näkyviä häiriöitä komponenttipulasta kohdannut. Varsinaisesti ylätasolle keskitetyt tukitoimet rajoittuvatkin täten pitkälti IT:n ja taloushallinnon palveluihin.

Näiden tehtyjen valintojen seurauksena Incapin organisaatorakenteesta on hioutunut hyvin ohut. Tämä puolestaan on johtanut huomattavan mataliin yleiskuluihin, ketterään operatiiviseen reagoitukykyyn ja erinomaiseen kulutietoisuuteen. Pidämmekin juuri näitä elementtejä ja siten kokonaisuudessaan tehokkaaksi viritettyä toimintamallia Incapin keskeisimpinä kilpailuvaltteina, mitkä yhdessä Intian tuotannon hyvin matalien henkilöstökulujen kanssa mahdollistavat yhtiölle toimialan mittakaavassa huippuluokan kannattavuuden. Yhtiö on saavuttanut nämä ominaisuudet myös viime vuosine kasvussa. Mielestämme tämä onkin hyvä osoitus siitä, että toimintamallissa on tiettyä kestävyyttä, vaikka varsinaisesta kestävästä kilpailuedun lähteestä puhumista emme tältä osin kuitenkaan pidä perusteltuna mallin kopioitavissa olevat osat noteeraten.

Peruspilarina piirilevyjen ladonta

Incapin liiketoimintamalli koostuu muutamista ydinprosesseista ja -toiminnoista, joilla yhtiö pyrkii sekä ottamaan että vakiinnuttamaan paikkansa asiakkaan arvoketjussa. Sopimusvalmistajille

tyypilliseen tapaan Incapin toiminnan peruspilari on piirilevyjen ladonta (PCBA). Piirilevyjen ladonnassa erilaisia elektronisia komponentteja nimensä mukaisesti ladotaan ja liitetään kiinni piirilevyyn, jotta siitä saadaan lopputuotteen asettamiin edellytyksiin täsmäävä kokonaisuus. Käsityksemme mukaan Incapin tuotantolaitosten nykyiset linjat ovat varsin moderneja, mitä heijastellen uskomme myös varsinaisen piirilevyosaamisen olevan kilpailukykyisellä tasolla.

Piirilevyjen ladonnan perustavanlaatuisesta luonteesta huolimatta sen luoma lisäarvo ei arviomme mukaan ole yksittäisenä / itsenäisenä toimintona tavattoman suuri. Tätä mukaillen kilpailukykyinen piirilevyosaaminen tulee mielestämme mieltää suhteellista etumatkaa tuovan kyvykkyyden sijaan pikemminkin eräänlaisena hygieniatekijänä ja siten perusvaatimuksena lisäarvoltaan korkeampien operaatioiden, kuten Box Build -kokoonten, koko tuotekokonaisuuden elinkaari- ja muiden räätälöityjen osaprosessien toteuttamista ajatellen. Erityisesti Box Build -kokoonten Incapin osuus loppusovelluksen arvoketjussa on leveä, sillä tällöin yhtiön vastuulla on koko tuotteen valmistaminen (ml. materiaalien hankinta, kaapelointi- ja johtosarjatyt sekä tuotetestaus) ja toimittaminen aina laitevalmistajan jakelukanavaan saakka. Leveän arvoketjuloikon hallitseminen puolestaan tarkoittaa korkeamman lisäarvon ohella myös pelkkää piirilevyä ladontaa parempaa asiakaspitoa ja vahvempaa asiakassuhdetta.



Tuotantolaitosverkosto 2/2



Iso-Britannia

- Newcastlella sijaitsevalla yksiköllä kattavat resurssit kokonaistoimitusten (ml. johto- ja kaapelityöt) tarjoamiseen
- Tuotantolaitoksessa lattiapinta-alaa yhteensä noin 4 400 neliometriä ja toimitusvirroissa sekä paikallista että globaalia taajuutta
- Pitkä kokemus erityisesti puolustusväline-, turvallisuus- ja ilmailupuolen asiakkaisissa
- Vuoden 2022 liikevaihto oli arviomme mukaan noin 25 MEUR



Slovakia

- Namestovon tuotantolaitos on käytännössä peilikuva Ison-Britannian yksikön kanssa
- Tuotantolaitoksen lattiapinta-ala yhteensä noin 5 200 neliometriä ja Eurooppa toimitusvirtojen loppusijoituspaikkana
- Tuotantolaitoksen erityispiirteenä yksi täysin autoteollisuuden asiakkaiden palvelemiseen valjastettu tuotantohalli
- Volyymituotanto (pl. autoteollisuus) käsityksemme mukaan pääosin niche-segmenttien sovelluksia
- Vuoden 2022 liikevaihto oli arviomme mukaan yli 35 MEUR

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/8

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

Sopimusvalmistajien tuotantolinjat ovat tyypillisesti standardoituja eikä suhteellisen kilpailuaseman

parantaminen saati etumatkan hankkiminen pelkin laiteinvestoinnein ole mielestämme tehtävissä. Sen sijaan Incapin tuotantoprosesseissa on kohtuullisista automaatioasteista huolimatta yhä paljon henkilöintensiivisiä vaiheita ja näitä vaiheita hallitsevat henkilöt ovat muuttuvia palasia. Korkea henkilöintensiiteetti ja saumattomasti etenevän prosessivirran tärkeys asettavatkin henkilöstön osaamistasoon kohdistuvat vaatimukset melko korkeiksi. Siten henkilöstön rekrytointi ja siitä kiinni pitäminen ovat tärkeitä osia pitkän aikavälin kilpailukyvyyn muodostumisessa.

Kova tilauskanta ei katso tavattoman kauas

Sopimusvalmistajan kysynnän vaihtelut voivat olla voimakkaitakin, sillä asiakkaat käyttävät sopimusvalmistajia tyypillisesti puskureina omien loppukysyntöjensä vaihteluille. Arviomme mukaan Incap sai asiakkailtaan ennen pandemiaa valliinneissa normaaleissa olosuhteissa (ts. ei

komponenttitilanteen pidentämää näkyvyyttä) sekä varsinaisia tilauksia että ei-sitovia tarve-ennusteita noin 3-6 kuukauden jaksolle. Komponenttipulassa ikkuna venyi 12-24 kuukauteen, mutta viime aikoina komponenttipulan jo tuntuvilta osin helpotettua näkyvyys on lähtenyt lyhentymään. Pandemian toimitusvarmuusriskeistä antaman opetuksen takia pidämme kuitenkin mahdollisena, että tarve-ennusteiden ikkuna asettuu esimerkiksi aiempaa pidempään 6-9 kuukauden haarukkaan pysyvämmiin.

Tästä kasasta niin sanottujen kovien tilausten kantama on kuitenkin vain muutamien kuukausien mittainen, mikä tekee tilauskannasta rakenteellisesti melko lyhyen. Näin ollen Incapin näkyvyys liiketoiminnan kehitykseen on melko lyhyt, vaikka etenkin asiakasportfolion kypsemmässä päässä majailevien asiakkaiden liiketoiminnat ovat arviomme mukaan kohtuullisen



Asiakasprosessi

Suunnittelu- ja kehitystyö

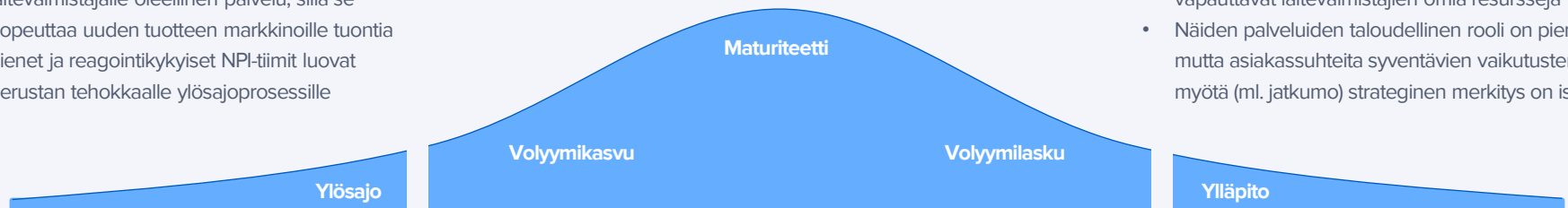
- Asiakkuuden ylösajon keskiössä suunnittelu- ja validointitöiden sekä lyhyiden tuotantosarjojen kautta valmistettavat uusien tuotteiden prototyypit
- Tehokas NPI-prosessi (New Product Introduction) laitevalmistajalle oleellinen palvelu, sillä se nopeuttaa uuden tuotteen markkinoille tuontia
- Pienet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

Tuotanto

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

Myyntin jälkeinen työ

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



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 7/8

ennustettavia viime vuosien kaltaisia poikkeusoloja lukuun ottamatta. Kovan tilauskannan rakenteesta huolimatta tarvittavat komponentit hankitaan etupainotteisesti ennen ennusteiden kääntymistä tilauksiksi. Varsinaista riskiä Incap ei kuitenkaan komponenttihankinnoissaan, sillä asiakkaat ovat lähtökohtaisesti sitoutuneet ostamaan hankitut komponentit omakustannehintaan, jos he peruvat tuotetilauksen komponenttitilauksen tekemisen jälkeen. Komponenttien ajoittaisista saatavuuspullonkaloista (esim. vuoden 2022 tilanne) johtuen niiden markkinahinnat voivat heilahtella voimakkaastikin, mikä puolestaan voi luoda painetta käyttöpääoman hallintaan. Incapin soveltama ja sopimusvalmistajille tyypillinen kulupohjainen hinnoittelumalli kuitenkin mahdollistaa nousseiden materiaalikustannusten siirtämisen asiakkaille nopeillakin aikatauluilla. Varsinaiseksi hinnoitteluvoimaksi tätä ei silti tule luokitella, sillä hinnoittelumallin molempiin suuntiin toimivaa rytmiä mukaillen materiaalikustannusten laskut siirretään vastaavalla tavalla asiakkaiden hyödyiksi. Incapin kannalta tärkeää onkin saada materiaalien jälkeen riittävä ja mielellään vakaa kate, jotta puhtaammin yhtiön omista näpeissä olevien kulujen vähentämisen jälkeen jäljelle voi jäädä tavoitteiden mukainen marginaali.

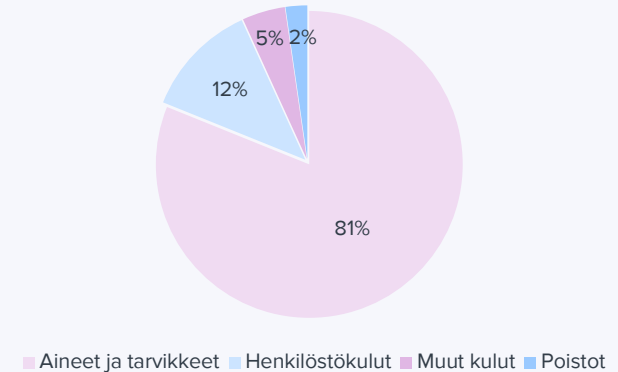
Lisäksi tilauskannan lyhyt rakenne voi jossain määrin vaikeuttaa tilaus/toimitus-ketjun hallittavuutta olosuhteissa, joissa vahvistetut kovat tilaukset poikkeavat merkittävästi annetuista tarveennusteista. Tämän taustalla on se, että lyhyellä aikavälillä kapasiteetin jousto on rajallinen etenkin

silloin, kun kovat tilaukset jäävät tarveennusteita matalammiksi. Päinvastaisessa tilanteessa kapasiteetin jousto käsityksemme mukaan sen sijaan on tietyin reunaehdoin varsin hyvä sillä tuotantovuoroja on esimerkiksi mahdollista lisätä. Näin ollen operatiivisten joustopisteiden säilyttäminen ja luominen on tärkeää nykyisellä liiketoimintamallilla.

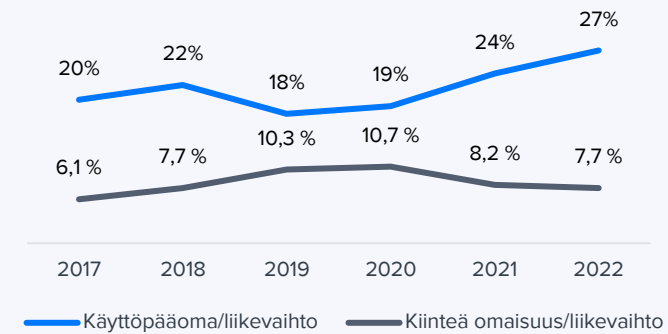
Kulurakenne rajoittaa kasvun skaalautumista

Incapin kulurakenteesta kiinteiden kulujen osuus on hyvin pieni, sillä elektroniikkavalmistuksen perusluonteesta ja yhtiön toimintakulttuurista johtuen suurin osa kustannuksista on muuttuvia materiaalikuluja. Arviomme mukaan yhtiön kokonaiskustannuksista noin 85-90 % on muuttuvia, kun taas kiinteän puolen osuus kokonaisuudesta on noin 10-15 %. Matalaa kiinteiden kustannusten määrää selittää etenkin kaksi tekijää: 1) yhtiöllä ei ole perinteistä ja matriisiorganisaatiota, vaan paikalliseen päätöksentekoon perustuvasta organisaatorakenteesta on trimmattu kevyt sekä 2) sopimusvalmistajan toimintamalli ei laitevalmistajien tapaan vaadi taakseen isoja tuotekehitysresursseja, niiden sitomia kiinteäpalkkaisia henkilöstömassoja ja muita kiinteitä kulukeskittymiä. Koska yhtiön toimintakulttuuri on erittäin kulutietoinen ja tämä tietoisuus on pitänyt pintansa kovissakin kasvuvauhteissa, uskomme kulurakenteen pysyvän jatkossakin nykyisen kaltaisena. Kevyen kulurakenteen seurauksena Incapin realisoitavissa olevat skaalaedut ovat rajalliset, eikä liikevaihdon

Kustannusrakenne 2022 (%-kuluista)



Pääoman sitoutuminen



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 8/8

kasvu skaalautuu tietyn perustason saavuttamisen jälkeen juurikaan, vaikka todennäköisesti alhaisten henkilöstökulujen takia erittäin kannattavan Intian tehtaan liikevaihto-osuuden kasvu voikin lyhyellä tähtämällä tuoda lievää lisäpotkua yhtiölle.

Keveyden kustannusrakenteen kautta yhtiöllä on joustokykyä laskevaa volyymitasoa vastaan. Kokonaisuudessaan kevyt kustannusrakenne ja järkevät joustopisteet luovat Incapille mielestämme erinomaiset lähtökohdat korkean marginaalitason saavuttamiselle laskevankin liikevaihtotason ympäristössä. Tämä taas on suotuisa asia kokonaisriskiprofilin kannalta.

Pääomatarpeet ovat rajallisia

Vuonna 2022 kiinteän pääoman (ml. IFRS 16:n mukaiset omaisuuserät) osuus liikevaihdosta oli noin 7 %, mitä voidaan pitää maltillisena tasona. Taseen loppusummaan suhteutettuna kiinteän pääoman osuus oli puolestaan 12 %. Tämä indikoi liiketoiminnan matalaksi luokiteltavasta pääomatarpeesta. Kiinteän pääoman matala tarve selittyy etenkin sopimusvalmistuksen luonteella, joka on henkilöintensiivistä ja laitekannaltaan huomattavasti esimerkiksi perinteistä prosessi- ja konepajateollisuutta kevyempää. Tätä heijastellen toimialan kiinteät laiteinvestoinnit onkin tyypillisesti kyetty toteuttamaan varsin lineaarisesti kasvavan kysynnän mukana, mikäli vain tehtaiden seinä- ja lattiatilojen puitteissa. Tämä on vastaavasti tuonut sopimusvalmistajien kapasiteetti-investointeihin tiettyä liikkumatilaa suhteessa kulloiseenkin kysyntänäkymään (vrt. prosessiteollisuuden etupainotteiset investoinnit). Dynamiikka on siis sekä tehostanut sopimusvalmistajien pääoman käyttöä että edesauttanut yhtiötä välttämään

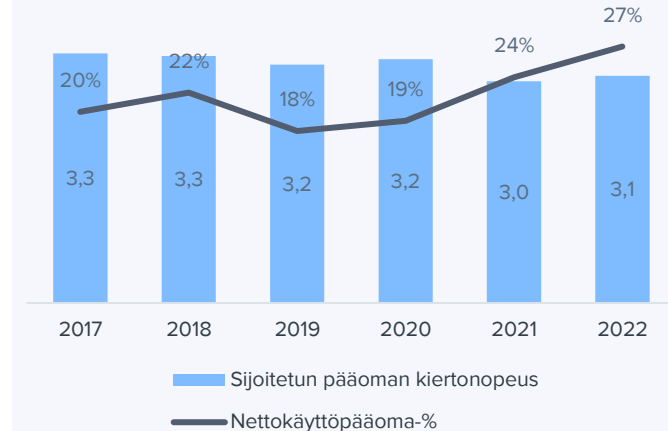
katetasojen kannalta ikävät ylikapasiteettitilanteet.

Nettokäyttöpääomaa Incapin toimintaan on tyypillisesti sitoutunut 18-27 %. Viimeisen vuoden jaksolla yhtiön myyntisaamisten ja ostovelkojen kiertoajat olivat käyttöpääoman rahoittamista ajatellen optimaaliset (myyntisaamiset < ostovelat). Tämä on ollut sopimusvalmistajan yleisesti ottaen haastava arvoketjuasema huomioiden mainio suoritus, vaikka vuoden 2022 lopun saamisten vähäisen määrän tila ei välttämättä olekaan täysin pysyvä. Kokonaisuutena käyttöpääomaprocentti on kuitenkin ollut nousussa komponenttipulan paisutettua etenkin varastoja. Lisäksi arvioimme, että Intian tehtaan liikevaihto-osuuden kasvulla voi olla lievä käyttöpääomaa sitova taipumus, kun Intiasta toimitetaan suuria määriä Eurooppaan.

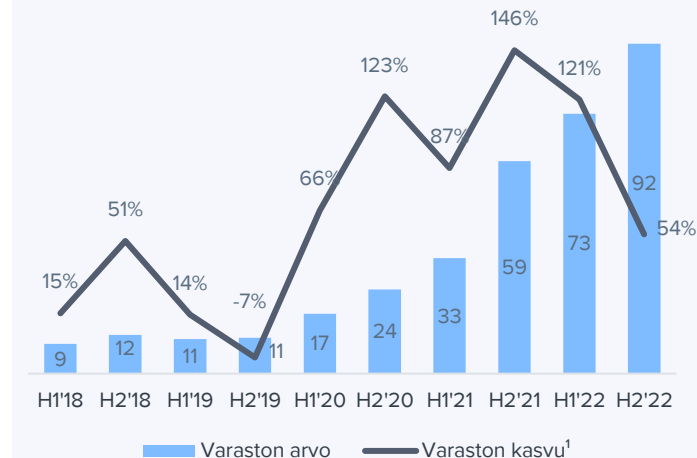
Kauttaaltaan Incapin toiminta on kohtuullisen käyttöpääomaintensiivistä, sillä viime vuosien toteutuneilla numeroilla, Incap on yksinkertaisten saanut 1 MEUR:n kasvusta käyttökattetta noin 0,15 MEUR ja käyttöpääomaan on sitoutunut noin 0,25 MEUR. Siten viime Incapin vuosien etenkin voimakkaan orgaanisen kasvun aikana yhtiö ei ole juurikaan tuottanut liiketoiminnan rahavirtaa erittäin vahvasta tuloksesta huolimatta vaan tulos on sitoutunut varastoon. Tämän vuoden volyymilaskun hopeareunus kuitenkin on, että kassavirran pitäisi parantua itsestään. Siten emme ole huolissamme, vaikka Incapin tulos- ja kassavirta ovat kertoneet eri tarinaa viime vuosina.

Kokonaisuutena tarkastellen normaalissa kasvuvauhdissa maltillinen pääoman sitoutuminen on positiivinen tekijä, sillä pääomatehokkuus luo mainion perustan korkealle sijoitetun pääoman tuotolle ja täten omistaja-arvon luomiselle.

Pääoman sitoutumisen kehitys

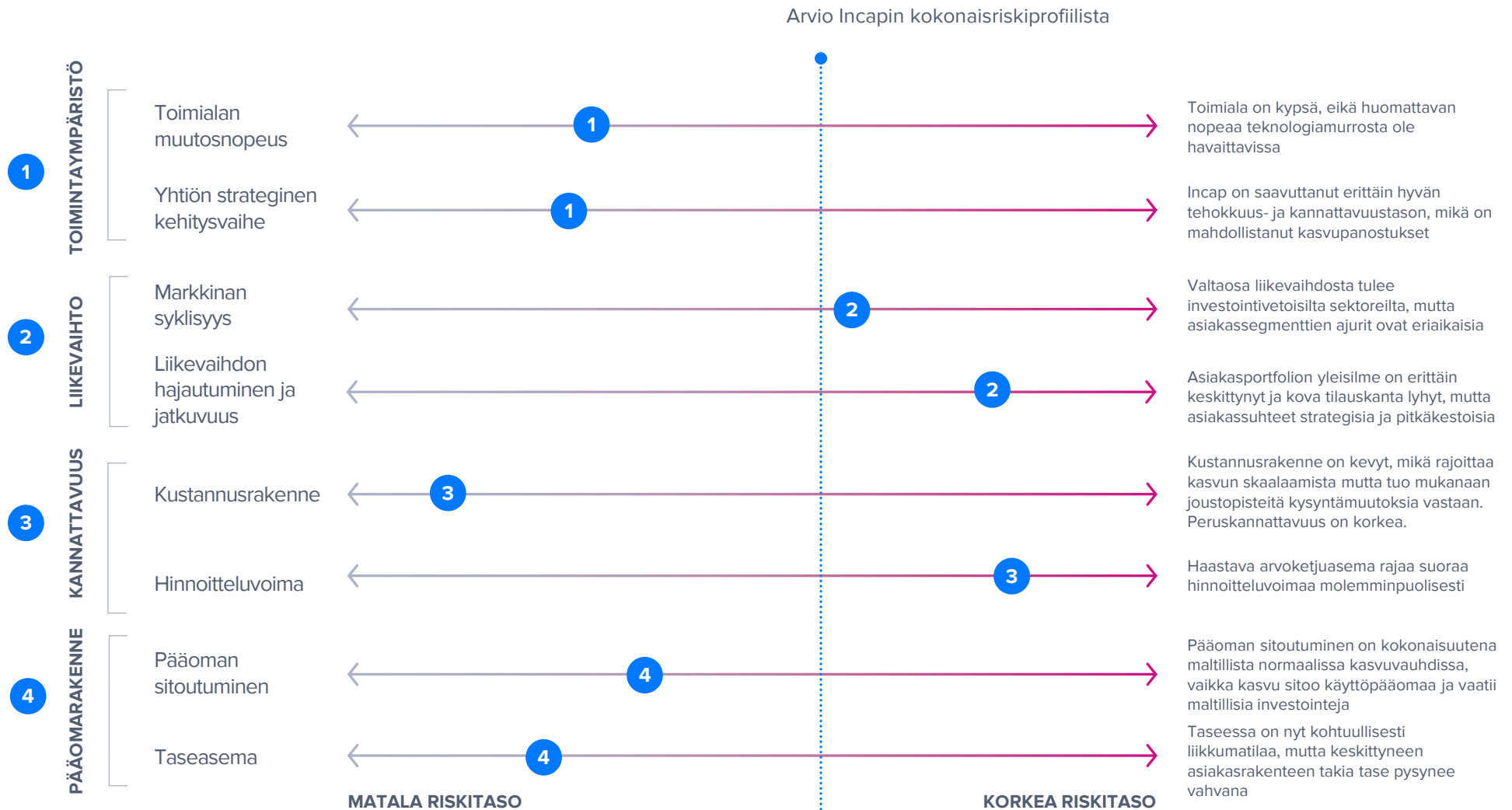


Varaston kehitys



Lähde: Incap, Inderes
¹Kasvu vuoden takaiseen nähden

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Toimiala ja kilpailukenttä 1/6

Kokonaismarkkina on valtava

Eri tutkimusyhtiöiden arvioiden mukaan globaalin elektroniikkatuotannon yhteenlaskettu liikevaihto oli vuonna 2022 noin 2200 miljardia dollaria. Koko markkina voidaan jakaa siinä toimivien yhtiöiden liiketoimintamallien perusteella neljään osaan: laitevalmistajiin (OEM-yhtiöt), ulkoistetun suunnittelun ja valmistuksen tarjoajiin (ODM-yhtiöt), sopimusvalmistajiin (EMS-yhtiöt) sekä komponenttien jakelijoihin (tekniset tukkurit ja jälleenmyyjät). Nämä toimintamallit eroavat toisistaan sen suhteen, minkälaiset alla olevat arvoketjut ovat ja kuka lopputuotteen immateriaalioikeudet omistaa. Koska Incap itse on sopimusvalmistaja, ei yhtiöllä ole itsenäistä ja täysin asiakkaasta riippumatonta tuotekehitystä. Täten yhtiö ei myöskään omista valmistamiensa sovellusten oikeuksia. Eri toimintamallit, jakelijoita lukuun ottamatta, kilpailevat kuitenkin jossain määrin toistensa kanssa (mm. valmista / osta - päätöksenteko), minkä takia Incapille relevantin kohdemarkkinan alkupisteenä on mielestämme järkevä katsoa koko elektroniikkamarkkinaa.

Varsinaisen sopimusvalmistusmarkkinan on puolestaan arvioitu olevan noin 550 miljardin dollarin suuruinen. Näin ollen pelikenttä on Incapin omaan kokoluokkaan suhteutettuna valtava, emmekä näe sen rajaavan mahdollisuuksia nähtävissä olevan tulevaisuuden aikana.

Aasia kokoluokaltaan suvereeni

Maantieteellisesti tarkasteltuna Aasia on markkinan ykkönen. Toimialan suurimmat aasialaiset yhtiöt kuten Hon Hai (Foxcon),

Pegatron ja Compal vastaavat noin puolesta koko globaalin toimialan liikevaihdosta.

Eurooppalaisten elektroniikkavalmistajien markkina on selvästi pienempi ja hajanaisempi, sillä alan 30 suurinta eurooppalaista yhtiötä vastaavat vain noin 2 %-3 % koko toimialan liikevaihdosta. Aasian hallitsevan osuuden taustalla on alueen historiallisesti kehittyneitä talouksia matalampi kustannustaso, joka on omien hintakilpailukykyjen säilyttämiseksi houkutellettu alueelle laitevalmistajia ja niiden alihankintaketjuja. Aasian sisällä kuludynamiikka on kuitenkin viimeisen vuosikymmenen aikana elänyt, sillä etenkin Kiinassa voimakkaasti kohonneet kustannukset ovat ohjanneet uutta ja siirtäneet vanhaa tuotantoa edullisimmille alueille, kuten Intiaan ja Vietnamiin. Nousseen kulutason ohella tätä siirtymää on edesauttanut myös Kiinaan liittyvät kauppa- ja geopoliittiset jännitteet, koronapandemian pintaan nostamat tuotantoketjujen keskittymisriskit sekä laitevalmistajien kohonnut tietoisuus toimitusketjujen kokonaiskustannuksiin liittyen. Itä-Euroopassa työvoima puolestaan maksaa karkeasti 30-40 % läntisiä alueita vähemmän, joskin myös siellä palkkainflaatio on ollut kovaa.

Toiminnan henkilöintensiivisyyden ja vallalla pysyvän hintapaineen myötä uskomme varsinaisen volyymituotannon painottuvan myös jatkossa matalien kustannustasojen alueille. Tätä mukaillen länsimaisten tuotantolaitosten ensisijaisena roolina onkin arviomme mukaan keskittyä kapeampien ja korkeampien vaatimustasojen niche-segmentteihin, nopeisiin toimituksiin sekä tuotekehityssarjoihin.



Toimialan ansaintamallit

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

Toimiala ja kilpailukenttä 2/6

Toisaalta asteittain lähemmäs laitevalmistajien tuotekehityksiä ja loppumarkkinoita siirtyvien tuotantoketjujen, tuotantoketjujen hajauttamistarpeen sekä tuotantoteknologioiden jatkuvan kehityksen (mm. automatisaatio) tulisi tukea länsimaisten yksiköiden strategisia rooleja ja kilpailukykyä volyymituotantoakin silmällä pitäen.

Markkinassa neljä lohkoa

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

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

Vaikka teollisuuselektronikassa volyymit ovat pääasiassa matalampia ja kuluttaja elektronikassa korkeampia, löytyy segmenttien sisältä poikkeuksia. Myös Incapiltä löytyy joitain kuluttajatuotteita portfolioissa eikä niiden potentiaalia ole syytä ylenkatsoa.

Kasvukuva on oiva

Markkinan kasvua ajaa etenkin maailman sähköistyminen. Tätä puolestaan ohjaa elintason nousu, digitalisaatio, väestön ikääntyminen sekä vihreä siirtymä. Näiden tekijöiden tukemana kokonaismarkkina on eri tutkimusyhtiöiden mukaan kasvanut noin 4-5 % vuodessa. Myös lähivuosina kasvuvauhdin odotetaan pysyvän terveenä, vaikka lyhyellä aikavälillä taloustilanteen heikentyminen, inflaatio ja korkojen nousu voivat heikentää tilannetta. Toisaalta vihreä siirtymä ja siten pidemmäksi aikaa kasvavat investoinnit voivat olla potentiaalinen ajuri. Maantieteellisesti kasvun on arvioitu olevan vauhdikkainta Aasiassa, jonka uskotaan yltävän 4-6 % vuotuisen kasvuun. Euroopassa ja Pohjois-Amerikassa markkinatason kasvun on sen sijaan arvioitu jäävän 2-3 % tasolle yleistolouden hitaampaa kehitystä mukaillen.

Globaalien ajureiden ohella toinen markkinaa viime vuosina ohjannut voima on ollut laitevalmistajien ulkoistamisasteen nousu. Tämän teollinen logiikka on hyvin selkeä, sillä tuotannon ulkoistaminen vapauttaa laitevalmistajien resurssuja omiin ydintoimintoihin tuoden samalla suoraa kustannussäästöjä. Ulkoistettu tuotanto mahdollistaa OEM-yhtiöille myös paremman kapasiteetin- ja kassavirranhallinnan, kun investointeja voidaan siirtää ja kasvavaan

kysyntään vastata sopimusvalmistajien resurssuja hyödyntämällä. Tätä dynamiikka heijastellen OEM-yhtiöt voivat lisäksi saavuttaa tiettyjä kulupuolen joustoja tyypillisesti melko kiinteisiin kustannusrakenteisiinsa. Näistä tekijöistä johtuen sopimusvalmistajien aggregaattitason kasvu on ollut viime vuosina koko elektroniikkamarkkinaa vauhdikkaampaa. Uskomme tilanteen pysyvän jatkossakin samanlaisena juuri edellä mainittuja kokonaishyötyjä heijastellen.

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

Toimiala ja kilpailukenttä 3/6

Incap on vahvoilla

Teollisuuselektroniikan pitkän aikavälin kasvu- ja kannattavuuspotentiaali huomioiden pidämme Incapin asemoitumista järkevänä. Lisäksi Incap on kokonaismarkkinaa suhteutettuna melko pieni toimija, eikä se siten ole riippuvainen markkinatason kasvuvauhdista. Toisaalta yhtiö ei myöskään operoi tyhjiössä. Täten kokonaismarkkinan kasvaessa voi Incapia suurempien toimijoiden katveeseen jäädä hyvinkin houkuttelevia niche-segmenttejä. Toki taas markkinakasvun hyytyminen olisi mitä todennäköisimmin seurausta yleistalouden nikottelusta ja se vaikuttaisi asiakkaiden kohtaamien liiketoimintahaasteiden kautta jonkinlaisella voimalla myös Incapin omiin tuotantovolyymeihin ja sitä kautta tulossriveihin.

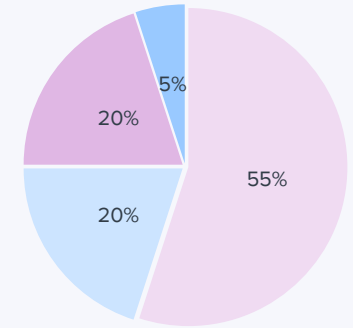
Incapin tuotantolaitosverkoston rakenne on mielestämme hyvä, sillä yhtiö kykenee tarjoamaan globaaleille ja sellaisiksi pyrkiville asiakkailleen loogisen reitin tuotekehityksen lähellä valmistetuista protosarjoista aina kulutehokkaaseen ja loppumarkkinoiden kyljessä sijaitsevaan volyymituotantoon. Erityisesti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

Kilpailua piisaa

Toimialan ansaintalogiikasta, sopimusvalmistajien arvoketjuasemista ja siten rajallisista hinnoitteluvoimista johtuen kilpailuympäristön perusluonne on kova. Tästä huolimatta toimialan asiakaspysyvyys on tyypillisesti ollut hyvä. Tätä tukee arviomme mukaan etenkin se, että sopimusvalmistajan vaihtamisesta koituvat kustannukset voivat nousta korkeiksi, minkä vuoksi asiakkaat pyrkivät pitäytymään samoissa toimittajissa mahdollisimman kauan. Tätä mukaillen laitevalmistajat vaihtavatkin sopimusvalmistajiaan vain painavien syiden, kuten esimerkiksi jatkuvasti venyvien toimitusaikojen vuoksi. Korkeilla vaihdon kustannuksilla on myös varjopuolensa, sillä ne vaikeuttavat toisaalta uusasiakashankintaa.

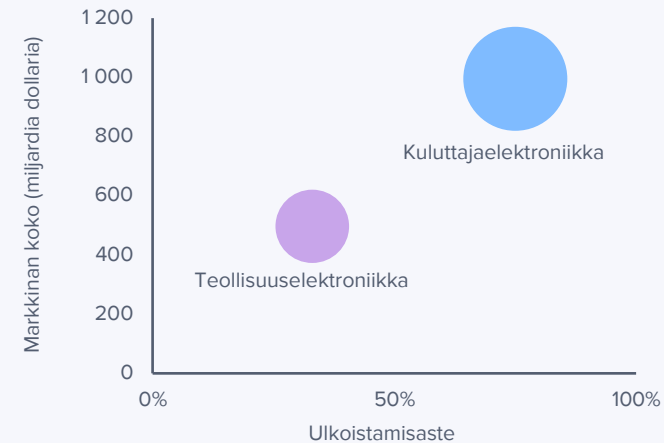
Toiminnan globaalista rakenteesta huolimatta asiakassuhteiden paikallisuus on säilynyt vahvana. Tästä syystä Incapilla on arviomme mukaan asiakkaina paljon pohjoiseurooppalaisia, isobritannialaisia ja Baltian maista tulevia asiakkaita, kun taas keskieuropalaisilla valmistajilla asiakasportfoliot koostuvat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

Markkinan maantieteellinen jakautuminen



■ Aasia ■ Eurooppa ■ Pohjois-Amerikka ■ Muut

Markkinan ulkoistamisasteet



Toimiala ja kilpailukenttä 4/6

Kolmen kerroksen kisailu

Sopimusvalmistajat on tyypillisesti jaettu liikevaihtoperusteisesti kolmeen ryhmään. Suurimmat yhtiöt (liikevaihto > 1 000 MEUR) toimivat laajasti läpi elektroniikkateollisuuden segmenttien, minkä lisäksi yhteinen nimittäjä näille toimijoille on etenkin matalan kustannustason alueilla sijaitsevat massiiviset tuotantoresurssit. Suuresta koostaan johtuen nämä toimijat ovat tyypillisesti operoineet pääosin low mix / high volume -segmenteissä, eivätkä ne siten ole Incapille kovinkaan relevantteja kilpailijoita. Täysin näitä yhtiöitä ei kuitenkaan voida sivuuttaa, sillä toimijoiden laajat operaatiot ulottuvat väistämättä Incapille tärkeille asiakasaloille. Taloudellisten resurssiensa puitteissa suuryhtiöillä on valtavaa investointikykyä ja siten edellytyksiä kilpailukentän vallitsevan dynamiikan muuttamiselle, mutta emme pidä tätä akuuttina uhkana Incapille.

Toisessa kerroksessa olevien yhtiöiden liikevaihto on vuositasolla 200 - 1 000 MEUR. Nämä yhtiöt operoivat tyypillisesti globaaleilla toimintamalleilla, mutta ovat keskittyneet yhteen tai useampaan markkinasegmenttiin. Kuluttajaelektronikan massatuotannot ovat pääosin näiden toimijoiden kyvykkyyksien ulkopuolella, mutta joustavuudet ja ketteryydet ovat kuitenkin vielä riittäviä tuomaan kilpailukykyä pienempien valmistuserien ja räätälöidyn asiakaspalvelun suunnalla. Mielestämme suuri osa keskeisimmistä kilpailijoista tulee tästä lohkoista. Keskisuurista yhtiöistä mainitsemisen arvoisia nykyisiä / tulevia kilpailijoita ovat arviomme mukaan muun muassa suomalainen Scanfil, norjalainen Kitron, saksalaiset BMK Electronics ja Katek, ruotsalaiset

Note ja Hanza sekä sveitsiläiset Enics ja Cicor.

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

Konsolidaatio muokkaa kilpailukenttää

Kokonaisuudessaan toimiala on hyvin hajanainen, sillä pelkästään Euroopassa on yli 2000 sopimusvalmistajaa. Aasiassa lukumäärä on vielä suurempi, vaikka liikevaihdolla mitattuna ala on Aasiassa keskittyneempi suuriin toimijoihin. Toimijoiden runsas lukumäärä ja pyrkimykset arvoketjuasemien kohentamiseksi ovatkin viime vuosina ohjanneet toimialan konsolidoitumista. Arviomme mukaan tämä tulee myös jatkossa olemaan kilpailukentän rakenteeseen vaikuttava ominaisuus taustalla vaikuttavien ajureiden teollisia logiikkoja (mm. hankinnan mittakaavaetujen tavoittelu) heijastellen. Incapin

kannalta toimialan rakenne on suotuista asia, sillä se tarjoaa runsaasti mahdollisuuksia yritysjärjestelyjen toteuttamiselle

Incap on toimialan kärkeä

Incapin kannattavuustaso on toimialan kärkipäätä, mikä on mielestämme konkreettinen osoitus sekä onnistuneesta strategisesta asemoitumisesta että keskeisimpien vahvuuksien purevuudesta sekä toki myös suurimman asiakkaan liiketoiminnan vahvan kasvun yhtiölle antamasta myötätuulesta. Korkea kannattavuus ei kuitenkaan kumpua suhteellisesta hinnoitteluvoimasta, sillä Incapin myyntikate on toimialaan linjattuna tavanomaisella tasolla. Näin ollen oikean asemoitumisen säilyttäminen ja etenkin operatiivisesta tehokkuustasosta kiinni pitäminen ovat jatkuvan hintapaineen värittämässä toimintaympäristössä välttämättömiä toimenpiteitä. Tätä taustaa vasten emme pidä todennäköisenä sitä, että Incap kykenisi lähivuosina marginaalitasoaan oleellisesti (> 2 %-yksikköä) nostamaan asteittain paranevasta myyntimixistä, suuremman kokoluokan tukemasta hankintavoimasta ja Intian tuotannon suhteellisen osuuden kasvusta huolimatta.

Toimialan matalasta pääomaintensiteetistä johtuen kohtuullisen ohuillakin voittomarginaaleilla on mahdollista tehdä pääoman tuottoa edettyä korkeampaa tuottoa. Kilpailijoitaan paremman kannattavuuden ja tehokkaan pääoman käytön myötä Incapin sijoitetun pääoman tuotto on ollut viime vuosina erinomaisella ja melko selvästikin kilpailijoita korkeammalla tasolla. Täten Incap kuuluu numeroiden perusteella mielestämme yhdeksi toimialan laadukkaimmista pelureista.

Toimiala ja kilpailukenttä 5/6

Valikoituja sopimusvalmistajia



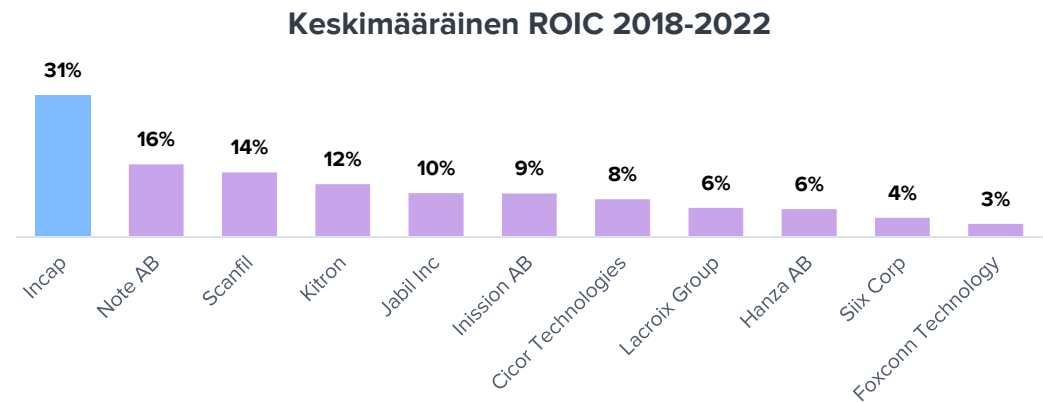
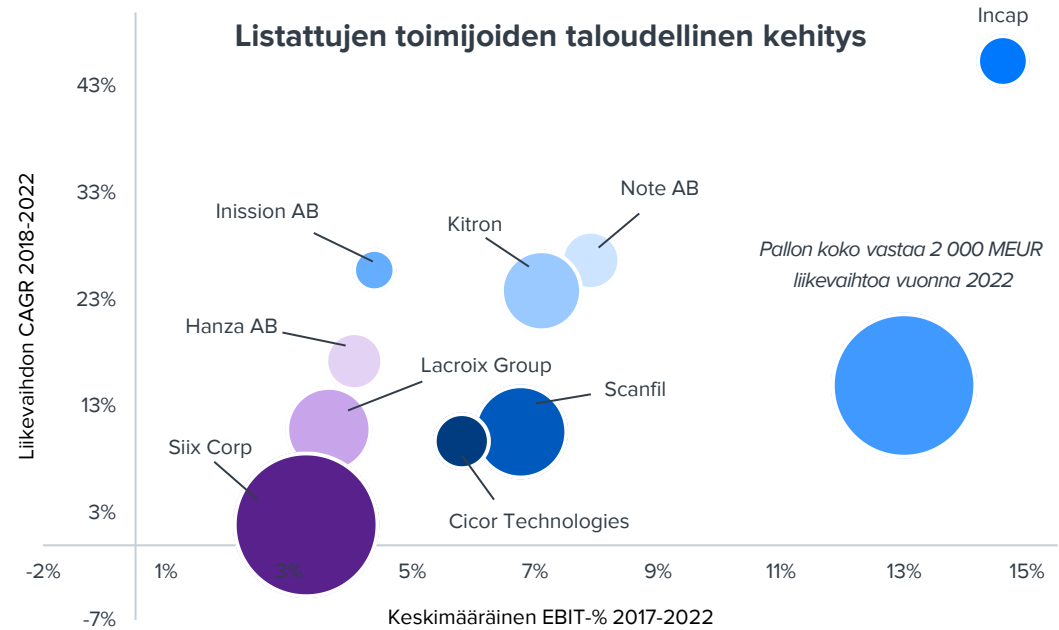
Suurilla tuotannollisilla ja taloudellisilla resursseilla toimivat sopimusvalmistajat, joilla vahva läsnäolo kuluttajaelektroniikassa



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



Palvelutarjoamiltaan hieman suppeammat, mutta joustokykyiset ja ketterät yhtiöt



Toimiala ja kilpailukenttä 6/6

Nykyinen kilpailutilanne (merkittävä*)

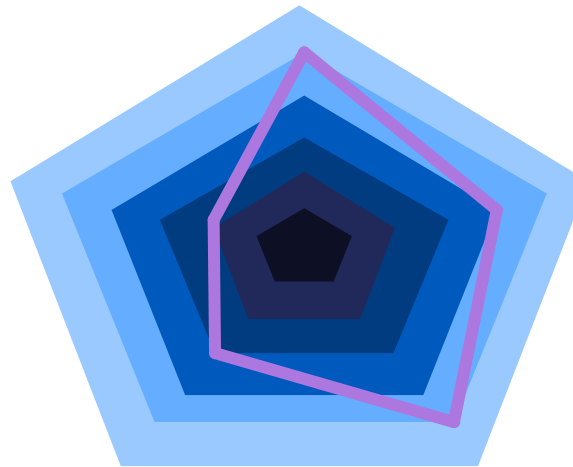
- Sopimusvalmistajien lukumäärä on globaalisti hyvin suuri ja arvoketjuasemat ovat perusuonteiltaan haastavia
- OEM-yhtiöiden kustannusrakenteet ovat kohtuullisen jäykkiä, mikä lisää niiden hintaherkkyyttä ja osaltaan kiristää kilpailua
- Pitkän aikavälin terve kasvukuva on kilpailun kireyttä laskeva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

Korvaavien tuotteiden uhka (vähäinen*)

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

Uusien kilpailijoiden uhka (matala*)

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



Tavarantoimittajien neuvotteluvoima (kohtuullinen*)

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

Ostajien neuvotteluvoima (merkittävä*)

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

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

Strategia 1/5

Arvolupaus laadussa ja toimitusvarmuudessa

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

Kulutehokkuus avainasemassa

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

Kulutehokkuudella ja varsinkin sen ylläpitämisellä on keskeinen rooli myös kilpailudynamiikan näkökulmasta katsottuna. Incapin nykyinen tehokkuustaso mahdollistaa kroonisten hintapaineiden ympäristössä sen, että yhtiö kykenee hyvään kannattavuustasoon, vaikka

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

Strategisia kumppaneita hamutaan

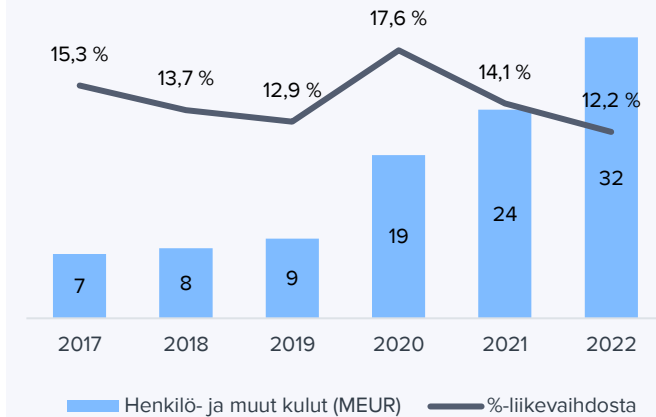
Korkealla kulutehokkuudella ja -tietoisuudella Incap pyrkii arviomme mukaan rakentamaan alustaa pitkäkestoisille asiakassuhteille ja siten strategisten kumppanuuksien solmimiselle. Tämä on loogista, sillä pitkät asiakassuhteet ovat arviomme mukaan tyypillisesti johtaneet asiakkaiden liiketoimintojen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

Strategisten kumppanuuksien solmimisella Incap pyrkii ottamaan paikan asiakkaan tärkeänä tuotantoresurssina ja aikaisemmin mainittuun tapaan hallitsemaan mahdollisimman isoa osaa koko lopputuotteen arvoketjusta. Lisäksi strategisten kumppanuuksien solmimisen teollisena logiikkana

Strategian ydin



Henilöstökulut ja muut kulut



Strategia 2/5

on sopimusvalmistajan vaihtamisesta koituvien kustannusten nostaminen ja oman kilpailuedun vahvistaminen. Arviomme mukaan isossa kuvassa strategisen kumppanuuden euromääräinen lähtötaso ei ole Incapille avainkysymys, vaan uskomme asiakassuhteen arvioitujen pidemmän aikavälin kasvupotentiaalin sekä mahdollisten referenssipisteiden olevan yhtiölle tärkeämpiä mittareita. Tätä heijastellen arvioimmekin yhtiön pitävän alkuvaiheen tilausvirroiltaan pienempää, mutta kokonaan uudelta teollisuudenalalta tulevaa / kasvupotentiaaliiltaan houkuttelevaa asiakasta strategisesti tärkeämpänä kuin kokoluokaltaan jonkin verran suurempaa, mutta kypsemmässä markkinassa ja kehitysvaiheessa olevaa toimijaa. Lisäksi asiakasstrategiassa oleellista on myös välttää panostaminen pieniin asiakkuuksiin, joilla ei ole kykyä kasvaa ja skaalata toimintaansa ylös.

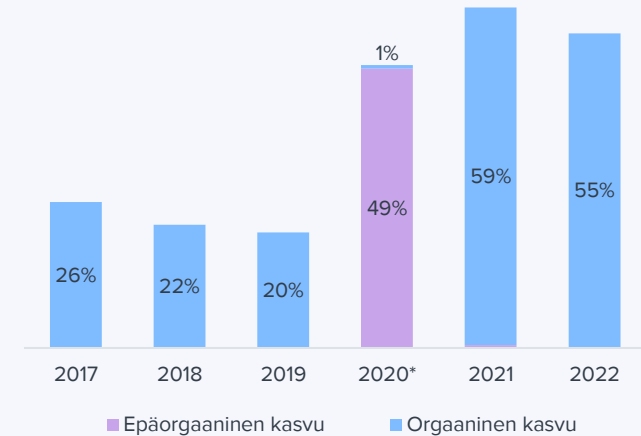
Incapin asiakasportfolion rakennetta mukaillen uusien strategisten kumppanuuksien solmimisella on myös riskienhallinnallinen funktio. Toimialan logiikasta (mm. aikajänne protosarjoista volyymituotantoon) johtuen uudet strategiset kumppanuudet ovat kuitenkin hyvin pitkäjänteisen työn lopputuloksia ja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

Kasvu tähtäimessä

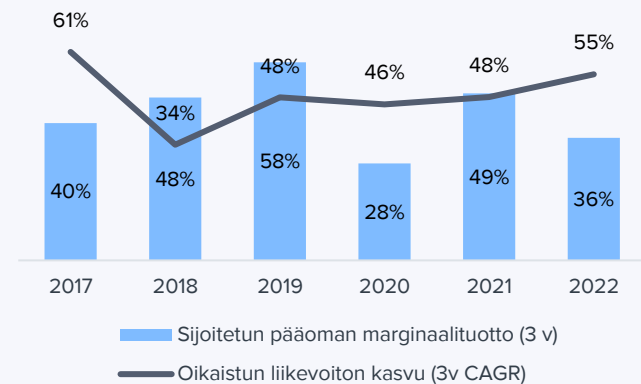
Strategiansa toteuttamisella Incap tähtää yllätyksettömästi liiketoiminnan kannattavaan kasvattamiseen (RONIC > WACC). Tämän työn kulmakivet muodostuvat arviomme mukaan pitkäkestoisten asiakassuhteiden säilyttämisestä ja niiden vahvistamisesta, etenevästä uusasiakashankinnasta, tehokkuustasojen ylläpitämisestä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

Orgaanista kasvua Incap tavoittelee sekä vakiintuneiden että uusien asiakkaiden kautta. Arviomme mukaan Incapin portfolion keskeisimmät asiakkaat ovat omilla toiminta-alueillaan kilpailukykyisiä yhtiöitä, mikä yhdessä Incapin omien vahvuuksien kanssa luo tukevan perustan näiden asiakkaiden mukana kasvamiselle. Omat ydinvahvuudet, AWS:n hankinnan myötä laajentunut tuotantolaitosverkosto sekä globaalissa mittakaavassa vielä kohtuullisen pieni kokoluokka – osuus absoluuttisesti suurimpien asiakkaiden tuotantoketjusta arviomme mukaan vielä kohtuullisen pieni – petaavat järkevät edellytykset myös asiakaskohtaisille markkinaosuusvoitoille.

Liikevaihdon kasvun rakenne



Uuden pääoman tuotto¹



Lähde: Incap, Inderes

¹Viimeisen 3 vuoden aikana sijoitettu pääoma ja Liikevoiton kasvu

Strategia 3/5

Tällaiset voitot voivat mielestämme olla osaltaan myös pieniä riskienhallinnallisia onnistumisia, mikäli ne tarkoittavat asiakkaan sisällä esimerkiksi kokonaan uusiin sovelluksiin pääsemistä.

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

Uusasiakashankinnassa taas arvioimme painopisteen olevan juuri strategisten kumppanuuksien solmimisessa. Uusista asiakkaista on volyymituotannon ylösajon tyypillisesti ottaman ajan lisäksi hyvä huomioida laitevalmistajien kohtaamat vaihdon kustannukset. Koska nämä kustannukset voivat nousta verrattain korkeiksi, laitevalmistajat uudelleenjärjestävät tuotanto- ja hankintaketjujaan melko harvoin. Näin ollen asiakashankinnan onnistumiset eivät suoraan takaa lyhyen aikavälin näkyvää orgaanista kasvua, vaan selvemmin ne tulevatkin läpi vasta keskipitkällä ja pitkällä aikajänteellä.

Yritysstot täydentävinä elementteinä

Incap pyrkii vauhdittamaan orgaanista kasvuaan

yritysstojen kautta. Nykymuotoisen historiansa ensimmäisen epäorgaanisen liikkeen yhtiö teki tammikuussa 2020 toteutetulla AWS-järjestelyllä. Strategiselta arvoltaan AWS:n hankinta oli merkittävä, sillä sen myötä Incapin kokoluokka liki kaksinkertaistui, maantieteellinen jalansija laajeni kokonaan uusille alueille ja sekä tuotantolaitosverkosto että kokonaistarjoama vahvistuivat. Lisäksi järjestely vei Incapin uusille teollisuudenaloille ja tasapainotti asiakasportfoliota, vaikka yritysston jälkeen suurimman asiakkaan konsernia nopeampi kasvu on toki vienyt tilannetta taas toiseen suuntaan. Myös AWS:n kulttuurillinen sopivuus oli oiva, mistä ilman suurempia kipuiluja sujunut integraatiotyö ja realisoituneet hankintasynergiat ovat konkreettisia osoituksia.

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

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

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



Orgaanisen kasvun anatomia

Nykyiset asiakkaat

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



Uudet asiakkaat

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

Strategia 4/5

Edulliset yritysostot (arvostuskertoimet omia kertoimia matalammat ja käännetty ROIC > WACC) luovat jo lyhyellä aikavälillä omistaja-arvoa, mitä kautta myös pidemmän aikavälin arvonluonti-potentiaali on hyvä. Matalilla kauppahinnoilla toteutetut järjestelyt tuovat lisäksi turvamarginaalia ostetun liiketoiminnan odotettua huonompaa kehitystä ja / tai mahdollista heikentymistä vastaan.

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

Massiivisia kulusynergioita yritysostot eivät mielestämme toimialalla tarjoa, mikä johtuu etenkin kiinteiden kulujen maltillisesta painosta portfolioissa. Näin ollen järjestelyjen logiikka pitää nojata lähtökohtaisesti johonkin muuhun kuin isojen kulusynergioiden saavuttamiseen.

Lähestymistapa on laatua vaaliva

Arvioimme yhtiön noudattavan varsin konservatiivista mallia potentiaalisten kohteiden haarukoinnin suhteen, emmekä näe Incapin olevan lainkaan kiinnostunut tappiollisista tai hyvin heikolla kannattavuustasolla operoivista käänneyhtiöistä. Mielestämme tällainen laatua vaaliva lähestymistapa on perusteltua yritysjärjestelyihin liittyvät tavanomaiset riskit ja niiden hallinta huomioiden.

Liiketoiminnan varsinaisen laadun lisäksi uskomme yhtiön olevan ostokohteiden seulonnessaan hyvin tarkka myös kulttuurisesta sopivuudesta. Incapin itsenäisinä operoivia tuotantoyksiköitä johdetaan käsityksemme mukaan hyvin yrittäjähenkisesti, minkä myötä organisaatorakenteen ylätasolta tuleva

kädenjälki on varsin kevyt ja päätöksenteko pääosin paikallisella tasolla tapahtuvaa. Tästä johtuen arvioimme Incapin olevan kiinnostunut erityisesti sellaisista toimijoista, joita ohjataan yhtiön omien periaatteiden mukaisesti. Integraatiovaiheeseen liittyvien riskien laskemisen ohella tällainen valikoivuus on mielestämme järkevää myös tehokkuuden kannalta, sillä raskaammilla hallinto-operaatioilla ja keskitytyillä päätöksenteoilla varustettujen toimijoiden ostaminen väistämättä jäykistäisi Incapin omiakin rakenteita.

Maantieteellisesti uskomme painopisteen olevan tutusta markkinadynamiikasta johtuen ensisijaisesti Keski-Euroopassa ja Pohjois-Amerikassa. Nämä ovat absoluuttiselta kooltaan valtavia lohkoja, joissa ulkoistamisasteella on selvää nousuvaraa. Näitä tekijöitä heijastellen etenkin Keski-Euroopasta löytyykin arvioimme mukaan kohtuullinen määrä Incapin kriteerit täyttäviä ja riittävän kokoluokan (liikevaihto > 25 MEUR) omaavia kohteita.

Kokonaan uudelle alueelle kohdistettavan tuotantolaitoksen rakentamiseen emme sen sijaan yhtiön usko lähtevän nykyisen tuotantolaitosverkoston kapasiteettia ja Intiaan alkuvuoden. Arvioimme mukaan greenfield-tehtaan kokonaiskustannus olisi koosta riippuen noin 10-15 MEUR, mikä ei olisi Incapin taseeseen suhteutettuna erityisen iso satsaus. Tällainen tehdas olisi alkuun kuitenkin pelkästään nykyisten asiakkaiden varassa, mistä johtuen investointipanostusten ja positiivisen kassavirran välinen ajallinen kuilu jäisi varsin pitkäksi. Täten pidämme saman kokoista yritysostoa tietyn reunaehdoin järkevämpänä vaihtoehtona.



Yritysostot

1

Kulttuurinen sopivuus

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

2

Taloudellinen suorituskyky

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

3

Strateginen logiikka

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

Strategia 5/5 – SWOT



Vahvuudet

- Erittäin kulutehokas ja nopeaan päätöksentekoon kykenevä toimintamalli
- Globaali ja suorituskykyinen tuotantolaitosverkosto (etenkin Intian tehdas)
- Korkea peruskannattavuus ja pääoman tuottokyky
- Vahva tase



Mahdollisuudet

- Pitkän aikavälin kasvuajurit ovat terveitä
- Teollisuuselektroniikan ulkoistamisaste on matala
- Vahva tase ja toimialan rakenne mahdollistavat arvoa luovat yritysostot
- Laittevalmistajien Kiinariskien vähentämiset ja toimitusketjujen siirtämiset lähemmäs loppuasiakasta (ts. lokalisaatio)



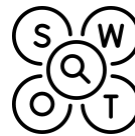
Heikkoudet

- Tilauskannan rakenne on normaaleissa olosuhteissa lyhyt
- Riippuvuus suurimmista asiakkaista ja etenkin suurimmasta asiakkaasta
- Suora hinnoitteluvoima on rajallinen ja arvoketjuasema haastava
- Uusiasiakasvoitot näkyvät nykyisessä kokoluokassa hitaasti



Uhat

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



Taloudellinen tilanne

Taseessa on liikkumavaraa

Vuoden 2022 lopussa Incapin omavaraisuusaste oli 54 % ja nettovelkaantumisaste 16 %. Näin ollen yhtiön tase on vahva. Kassassa yhtiöllä oli vuoden 2022 lopussa noin 8 MEUR, mikä riittää nostamattomien limiittien kanssa kohtuullisesti liiketoiminnan joustavaan pyörittämiseen. Nopean kasvun takia vahva tuloskehitys ei ole kuitenkaan näkynyt kassassa ja suurempiin kasvuhankkeisiin yhtiön pitäisi järjestää ulkoinen rahoitus ja/tai odottaa varaston purkautumista kassaan. Incapin mittakaavassa merkityksellisiä alaskirjaurisriskejä taseessa ei mielestämme ole (ml. liikearvon määrä on hyvin vähäinen).

Vahvaa pääomarakenne sekä hyvä kannattavuus- ja kasvuprofiili tukevat Incapin rakenteellista velankantokykyä ja taloudellinen liikkumatilaa. Emme silti yllättyisi, jos ulkoisien velkarahoittajien silmissä keskittynyt asiakasrakenne rajaisi osin näiden vahvuuksien hyötyjä. Yhtiön kasvustrategian yritysostoja huomioiden uskomme Incapin olevan kiinnostunut ajamaan koneistoaan tämänhetkistä tilannetta aggressiivisemmalla vivulla mutta kokonaisuudessaan riittävän turvallisuuden tunteen säilyttävällä pääomarakenteella. Arviomme mukaan tällainen tase voisi nettovelkaantumisasteella katsottuna tarkoittaa noin 20-40 %:n tasoa tai nettovelka/käyttökate-kertoimella 1x-2x haarukkaa. Näillä tasoilla yhtiöllä olisi kohtuullisesti vipua oman pääoman tuoton tehostamiseen.

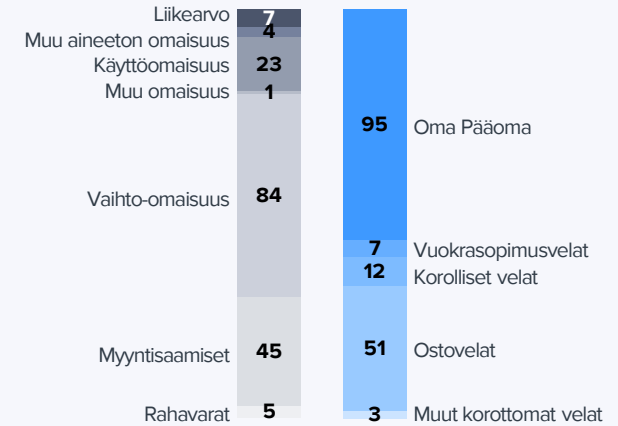
Vuoden lopun tasetta sekä mukavuusalueella pitämäämme velkaparametrejä heijastellen

Incapilla olisi arviomme mukaan taseasemansa puitteissa noin 50-75 MEUR vapaata velkakapasiteettia epäorgaaniseen kasvuun. Listaamattomalle sopimusvalmistajalle käsityksemme mukaan kutakuinkin tavanomaista 6x-8x EV/EBITDA-kerrointa (tämänhetkiset arvostukset ovat haarukan yläosassa) soveltamalla tämä taas tarkoittaisi kykyä noin 6-12 MEUR:n (tai 10-20 %) operatiivisen tuloskasvun ostamiselle pelkällä velalla. Viime aikoina Incapin asettamiin kriteereihin sopivien ostokohteiden hinnoissa ja laaduissa on käsityksemme mukaan tiettyä epäsuhtaa, mikä on osaltaan hidastaa yritysostovetoista kasvua. Arviomme kuitenkin yhtiön odottavan kärsivällisesti sopivaa tilaisuutta edetä epäorgaanisella rintamalla järkevällä tuotto/riski-suhteella.

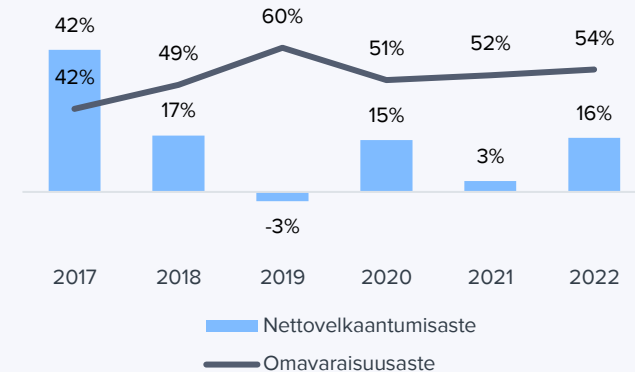
Kassavirta normaalisti tulosta pienempi

Kun huomioidaan Incapin orgaaninen kasvukuva ja sen vaatimat käyttöpääomatarpeet, on kassavirtasuhde (liiketoiminnan kassavirta / käyttökate) yleensä alle 100 %. Tämä on kuitenkin sopimusvalmistajille tavallista, eikä Incapin kassavirtaprofiili ole siten millään tavalla normaalista poikkeava. Käsityksemme mukaan yhtiön tulevien vuosien kiinteä investointitarve on maltillinen, minkä tulisi yhdessä korkean operatiivisen kannattavuuden kanssa tarjota tykötärpeet mukavan vapaan kassavirran tekemiselle nyt, kun myös rakettikasvun jatkuminen on epätodennäköistä. Pidemmälle katsottaessa hyvä kassavirta on perusedellytys myös voitonjaolle, vaikka aikaisemmin mainittuun tapaan toivomme osingon jäävän Incapin pääoman allokoinnissa pieneen sivuosaan.

Tase
Q1'23 168 MEUR



Omavaraisuus ja nettovelka



Ennusteet 1/4

Ennustemalli

Ennustamme Incapin liikevaihdon kehitystä lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä alla olevien markkinakasvujen, arvioimiemme asiakaskohtaisten markkinaosuusmuutosten sekä suhteellisen kilpailukyvyn varaan rakentuvan uusasiakashankinnan perusteella. Pidemmän aikavälin ennusteemme puolestaan pohjautuvat pitkälti elektroniikkateollisuuden odotettuun kasvuun sekä omien ydinvahvuuksien muodostamaan kokonaisuuteen. Lyhyen ja keskipitkän aikavälin kannattavuutta mallinamme riveittäin eri kuluerien osalta. Pitkällä aikavälillä taas ennakoimme kannattavuutta kestäviksi arvioimiemme marginaalitasojen kautta.

Emme ole ennusteissamme huomioineet mielestämme viimeistään keskipitkällä aikavälillä todennäköisiä yritysjärjestelyjä. Tämän taustalla on se, ettei järjestelyjen tarkkojen ajoitusten, kokojen ja muiden ominaisuuksien (esim. kauppahinta, rahoitusrakenne ja ostettavan yhtiön laatu) arviointi ole käytännössä mahdollista.

Asiakasriski realisoitui osittain Q2:n alussa

Incap sai vuoteen 2023 myönteisen startin, sillä talvella kysyntänäkömä oli edelleen vahva ja yhtiölle oli valmistumassa Q1:n aikana lisää kaivattua kapasiteettia Intiaan. Myös makrotaloudessa tilannekuva on kehittynyt kohtuullisesti, sillä laajalti länsimaihin viime vuonna odotettu taantuma on muun muassa väkevän työmarkkinan ja energiamarkkinoiden rauhoittumisen takia jäänyt toistaiseksi miedoksi. Tätä tilannekuvaa heijastellen Incap ohjeistikin helmikuussa kuluvalle vuodelle liikevaihdon ja liiketuloksen olevan suurempia kuin viime vuonna.

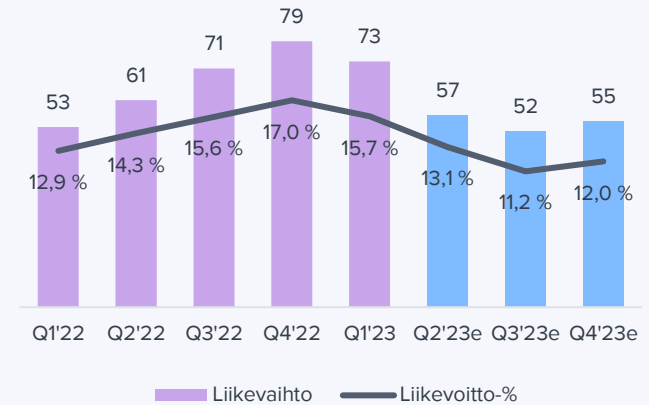
Tilannekuva muuttui kuitenkin merkittävästi huhtikuussa, sillä Incapin suurin asiakas (arvioimme mukaan Victron Energy) päätti alentaa varastotasojaan, kun sen kasvu jäi odotuksia hitaammaksi markkinadynamiikan muutosten ja muutamien markkinoiden taantuman takia. Lisäksi komponenttien parantunut saatavuustilanne on mahdollistanut yhtiölle varastojen alentamisen. Incap on toimittanut Victron Energyllä etenkin Intiasta, joten varastokorjaus koskee etenkin yhtiön kannattavimpia tehtaita Intiassa. Sen sijaan muille tehtaille tilanteella ei ole vaikutuksia, sillä Incap on arvioinut muiden asiakkaidensa pysyvän kasvussa tänä vuonna.

Näin ollen Incapin suurin yksittäinen riski (ts. asiakasriski) realisoitui osittain ja tämän takia Incap joutui antamaan huhtikuussa ennen Q1-tuloksen julkaisemista negatiivisen tulosvaroituksen. Incap arvioi nyt, että yhtiön liikevaihto ja liikevoitto (EBIT) vuonna 2023 ovat pienempiä kuin vuonna 2022. Incapin sanallisten ohjeistusten taustalla olevat prosenttirajat huomioiden tämä tarkoittaa käytännössä 1-20 %:n laskua sekä liikevaihtoon että liikevoittoon viime vuoteen verrattuna.

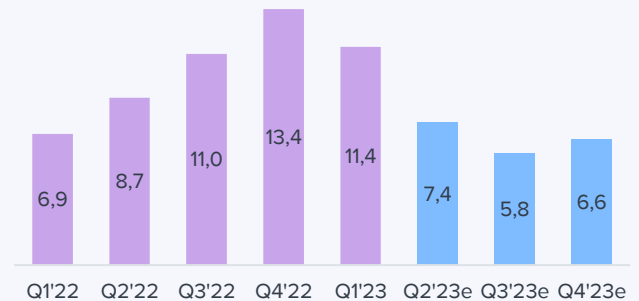
Q1 meni vielä hyvin

Koska Victron Energyn varastojen alentamistarve realisoitui vasta Q2:n puolella, Q1 meni Incapilta mallikkaasti. Incapin liikevaihto kasvoi Q1:illä 36 % 73 MEUR:oon. Voimakasta kasvua ajoi vahva kysyntä sekä kapasiteetti-investointien myötä parantunut toimituskyky. Q1:illä Incapin oikaistu liikevoitto nousi 64 % tyydyttävästä vertailukaudesta ja oli 11,4 MEUR. Yhtiön kannattavuus (oik. EBIT-%) pysyi väkivahvalla tasolla, 15,8 %:ssa johtuen korkeasta volyymistä ja suotuisasta tuotemixistä. Incapin EPS kasvoi Q1:illä 0,29 euroon, mikä heijasteli operatiivisen

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Oikaistu liikevoitto



Ennusteet 2/4

tuloksen kasvuvauhtia. Yhtiön kassavirta oli arviomme mukaan Q1:llä positiivinen, vaikka käyttöpääoman sitoutumisen takia arviomme sen jääneen jossain määrin tulosta heikommaksi. Näin ollen Q1 meni vielä Incapiltä erittäin hyvin ennen lähikvartaalien happotestiä.

Pitkä nousujohtainen sarja katkeaa tänä vuonna

Arviomme mukaan Victron Energyn toimitusten asteittainen supistaminen on alkanut Q2:n aikana. Käsitteemme mukaan Victron Energy ei kuitenkaan ole lopettanut ostamista kokonaan vaan pitkään strategista kumppanuutta heijastellen yhtiöt ovat laatineet suunnitelman, jossa Victron Energyn varastojen alentamiseksi Incap valmistaa Victron Energylle tuotteita Victron Energyn myyntiä hitaampaa vauhtia. Mielestämme suunnitelma on Incapin kannalta hyvä, sillä yhtiön on tärkeää saada pidettyä tuotanto käynnissä osaamisensa ja kilpailukykyä säilyttämiseksi ja varastojen asteittainen alasajo totaalistopin sijaan pienentää yhtiön lyhyen ajan tulospudotuksen mittakaavaa. Toisaalta varastojen supistustarpeen kesto on vielä auki ja se riippuu etenkin Victron Energyn myynnin kehityksestä, mihin liittyvä epävarmuus on tuntuva. Victron Energyn suuri liikevaihto-osuus huomioiden muut asiakkaat voivat myös vain rajallisesti paikata tilannetta. Incap ei myöskään enää käytännössä voi löytää uusia asiakkaita Intian tehtailleen tälle vuodelle sektorin tyyppillinen uusmyyntisykli huomioiden.

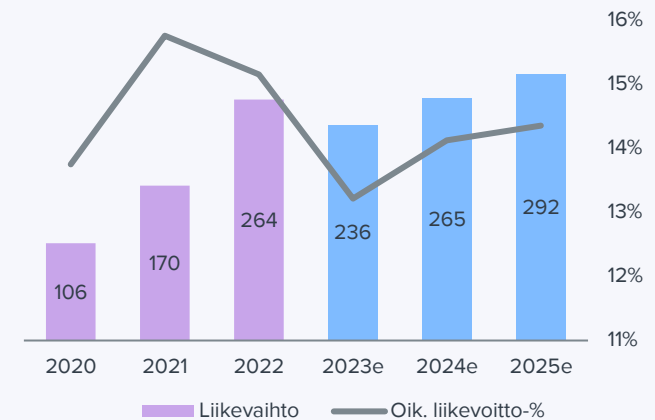
Incapin ohjeistuksen kapeahkot haarukat, Victron Energyn dominoiva liikevaihto-osuus ja Victron Energyn ilmeisen rajallinen näkyvyys omaan liiketoimintaansa huomioiden Incapin osuminen ohjeistukseen osuminen ei mielestämme ole vielä

kirkossa kuulutettu tässä vaiheessa vuotta. Perinteisesti Incap on kuitenkin ollut konservatiivinen ohjeistaja, joten arviomme yhtiön sisällyttäneen ohjeistukseensa turvamarginaaleja.

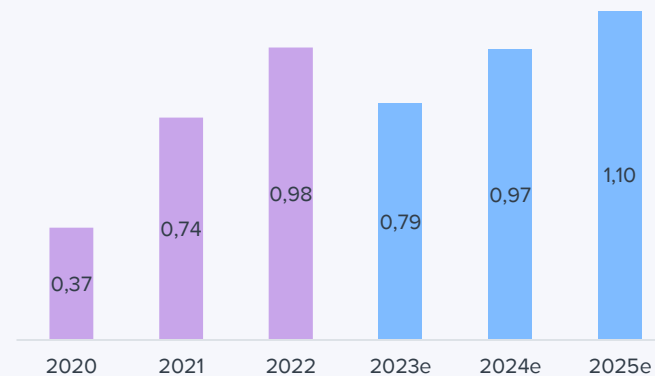
Tätä kokonaiskuvaa peilaten odotamme Incapin liikevaihdon laskevan tänä vuonna 10 % 236 MEUR:oon. Arviomme mukaan Q2 on yhtiölle vielä kohtuullinen, mutta H2:lla liikevaihto- ja tulostasot putoavat Victron Energyn supistuvien toimitusten takia selvästi. Ennusteemme peilaavat nyt noin 20 %:n kasvua muissa asiakkaissa suotuisassa kysyntätilanteessa ja 25 %:n pudotusta Incapin Victron Energyn kuluvan vuoden myyntiin varastokorjauksen takia. Emme ole tehneet kuluvan vuoden liikevaihtoennusteisiimme oleellisia muutoksia, mutta olemme säätäneet hieman liikevaihdon jakautumista kvartaaleille.

Incapin kertaeristä ja pienistä PPA-poistoista liikevoiton arviomme olevan tänä vuonna 31 MEUR, mikä vastaa noin 20 %:n tulospudotusta on yhtiön ohjeistushaarukan alalaidalla. Emme ole tehneet oleellisia ennustemuutoksia tälle vuodelle. Liikevoittoa painaa etenkin liikevaihdon lasku, mutta matalan ja joustavan kulurakenteensa ansiosta odotamme Incapin pystyvän tekemään tänä vuonna toimialan kontekstiin sidottuna vahvan 13 %:n oikaistun liikevoittomarginaalin. Kannattavuuden puolustaminen vaatii arviomme mukaan yhtiöltä Intian vuokratyövoimasta luopumista ja muutenkin aktiivista kulujen hallintaa. Arviomme mukaan tulospudotus tulee kokonaan kannattavimmalta Intian tehtaalta, kun taas muiden tehtaiden odotamme parantavan kannattavuuttaan volyymikasvun kautta. Näkemyksemme mukaan kannattavuuden osalta heikoin kohta on edessä

Liikevaihto ja kannattavuus



Oikaistu tulos/osake



Ennusteet 3/4

loppukesän aikana. Arviomme mukaan varastojen alaskirjaukset Incap pystyy välttämään, sillä yhtiö ostaa tavaraa varastoon vain asiakkaan kovaa tilausta vastaan. Siten varaston arvon laskun ei pitäisi päästä rokottamaan yhtiön kannattavuutta.

Alhaisten rahoituskulujen ja normaalin noin 24 %:n veroasteen jälkeen odotamme Incapin yltävän tänä vuonna 0,79 oikaistuun osakekohtaiseen tulokseen. Hopeareunus liikevaihdon laskussa on kassavirta, jonka arvioimme parantuvan merkittävästi, kun viime vuosien rakettikasvussa kasvaneesta tuntuvasti kasvaneesta varastosta vapautuu pääomia volyymien laskiessa ja komponenttitilanteen parantuessa. Arviomme mukaan Incapin vapaa rahavirta on tänä lähes 40 MEUR käyttöpääoman vapautuessa. Yhtiön investointien arviomme olevan tänä vuonna maltilliset 4 MEUR, mikä koostuu Intian kolmannen tehtaan investoinnin hännästä ja pienistä investoinneista muille tehtailla. Kuluvan vuoden lopussa Incapin tase on arviomme mukaan selvästi nettovelaton, jos yrityskauppoja ei sitä ennen tule.

Takaisin kasvu-uralle ensi vuodesta eteenpäin

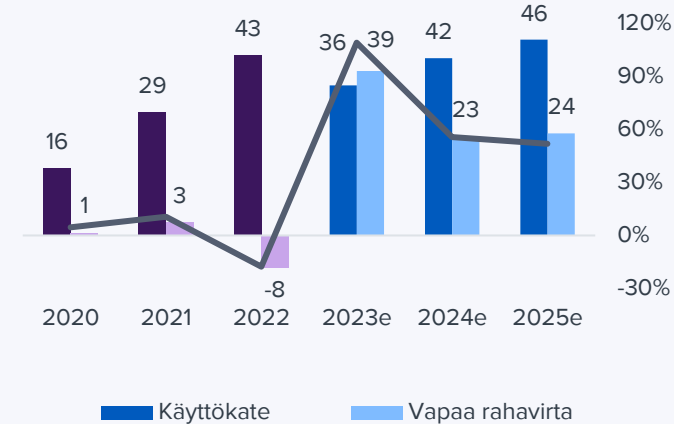
Vuosien 2024-2026 ennusteemme perustuvat skenaarioon, jossa makrotalouden kasvu pysyy etenkin vuonna 2024 hitaana, mutta selkeän ja pidempiaikaisen taantuman taloudet välttävät. Tähän liittyy kuitenkin yhä riskejä, sillä taantuma etenkin vuodelle 2024 on yhä mahdollinen, kun inflaation tappamiseksi vuosina 2022-2023 länsimaissa tehtyjen koronnostojen kokonaisvaikutus talouksiin selkenee. Vihreän siirtymän tukemina etenkin investoinnit puhtaan energian hyödyntämiseen ja energiatehokkuuteen jatkuvat arviomme mukaan aktiivisina, mutta myös

vihreän trendin etenemisvauhti voi riippua osin talouden ja rahoitusmarkkinoiden tilanteista.

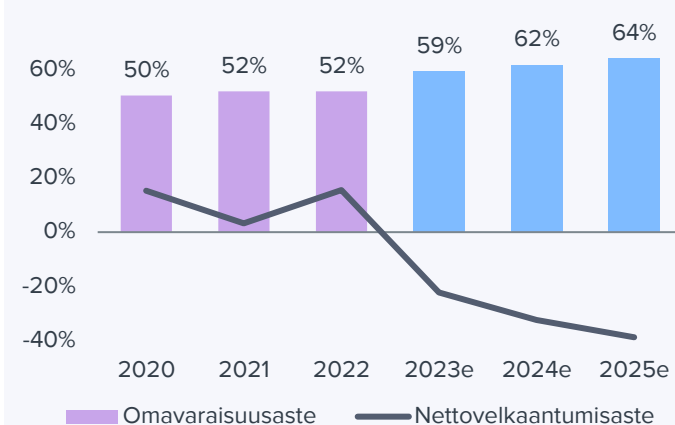
Arviomme suurimman asiakkaan osalta ennusteemme perustuvat skenaarioon, jossa Victron Energyn liikevaihto pysyy viime vuosien selvästi hitaammassa kasvussa. Tämä mahdollistaisi arviomme mukaan Incapin toimitusten palaamisen kasvuun Victron Energyllä kevään/kesän 2024 aikana ja varastokorjauksen intensiivisimmän vaiheen ajoittumisen H2'23:lle. Tilanteeseen liittyvä ennustettavuus on toki vielä hyvin heikko ja korostamme, että Victron Energyn suuren liikevaihto-osuuden takia kyseisen asiakkaan toimitusten eteneminen määrää merkittävältä osin koko Incapin liikevaihdon orgaanisen kasvunäkymän. Incapin muiden asiakkaiden ennustamme pysyvän kasvussa vuodet 2024-2026, mutta tämä on toki jossain määrin alisteista taloustilanteen kehitykselle.

Tätä perusskenaariota heijastellen odotamme Incapin kasvavan orgaanisesti vuosina 2024-2026 8-12 %. Kasvua ajaa Victron Energyn toimitusten kääntyminen kasvuun H1'24:lla, muiden asiakkaiden vakaa mutta vuodesta 2022 hidastuva kasvu ja maltilliset orgaanisen markkinaosuuksien voitot ja Incapin hyvä toimituskyky. Operatiivisen tuloksen osalta arvioimme Incapin saavuttavan lähivuosina 14-15 %:n oikaistun liikevoittomarginaalin, kun volyymikasvu, Intian tehokkaiden tuotantolaitosten liikevaihto-osuuden kasvu, matalana pysyvän kulurakenteen tuovat kannattavuuden lähellä yhtiön lähihistorian tasoa ja potentiaalia. Tuloslaskelman alariveillä arvioimme rahoituskulujen olevan pienet ja veroasteen pysyvän vakaana noin 24 %:ssa. Keskipitkän ajan ennusteemme ovat käytännössä ennallaan.

Kassavirran kehitys



Liikevaihto ja kannattavuus



Ennusteet 4/4

Incapin EPS saavuttaa vuonna 2024 noin vuoden 2022 tason ja kasvaa siitä eteenpäin keskimäärin noin 12 % vuodessa vuoteen 2026 asti.

Liiketoiminnan kassavirran arvioimme pysyvän hieman tulosta heikompana, kun kasvun sitoo edelleen hieman käyttöpääomaa, mutta vuosia 2020-2022 maltillisemmän kasvuvauhdin takia Incapin kassavirta on merkittävästi näitä vuosia vahvempi. Orgaaniset investointitarpeet ovat arvioimme mukaan lähivuosina maltillisia yksittäisten uusien tuotantolinjojen hankintoja eri tehtaille, kunnes Intiaan vuonna 2023 valmistunut kapasiteetti on myyty täyteen. Nettovoitto ja selvästi positiivinen vapaa kassavirta vahvistavat myös yhtiön tasetta ja painavat nettovelkaa selvästi negatiiviselle alueelle. Osinkoja odotamme Incapin maksavan vain niukasti, sillä arvioimme yhtiön säästävän pääomiaan yritysostoihin.

Käytännössä Incapin tase kuitenkin tuskin ehtii ennustamillemme tasoille vahvistua vaan yritysostot ovat keskipitkällä tähtäimellä erittäin todennäköisiä. Vuosien 2023-2026 ennusteisiimme perustuen Incapilla olisi arvioimme mukaan 40-100 MEUR tulivoima yritysostoihin nykyisen taseensa velkakapasiteetin turvin. Tämä arvio perustuu 1x-2x nettovelka/käyttökate-tunnuslukuun, jota pidämme Incapin rakenne huomioiden yhtiölle järkevänä velkatasona. Velkakapasiteetin kasvaa luonnollisesti jakson loppua kohti mentäessä ja velkakapasiteetin lisäksi Incap voisi tietenkin käyttää yritysostojen rahoituksessa omaa pääomaa ja omaa osaketta.

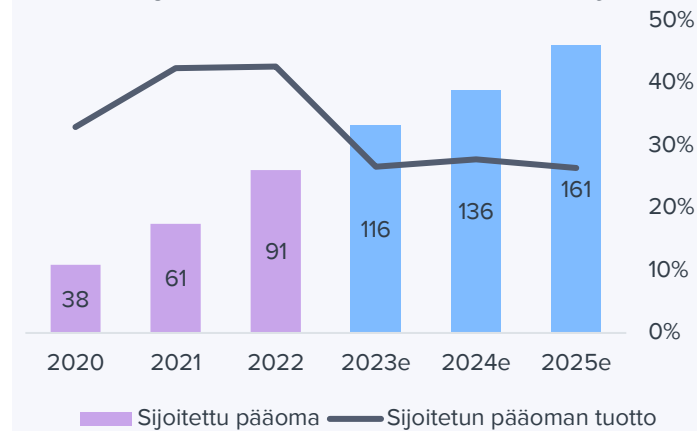
Pitkän aikavälin näkymä on myös myönteinen

Odotamme Incapin jatkavan kasvustrategiansa johdonmukaista ja arvoa luovaa toteuttamista

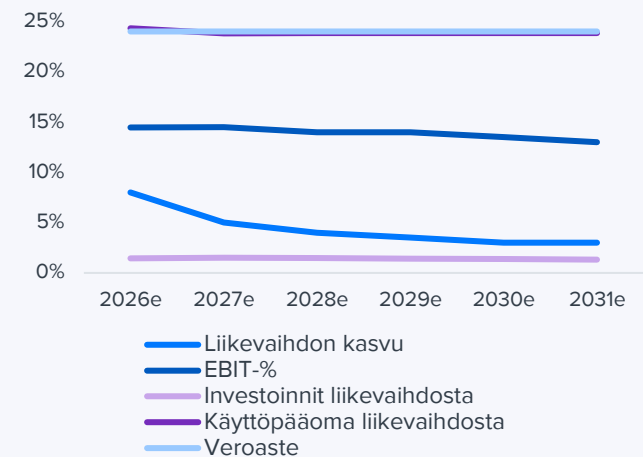
myös vuoden 2026 jälkeen. Pidemmän aikavälin ennusteessamme odotamme yhtiön pysyvän kiinni terveessä kasvussa nykyisiä asiakkaita ja koko elektroniikkateollisuutta tukevien sekä sopimusvalmistajien liiketoimintoja vauhdittavien voimien myötä. Tätä kokonaiskuvausta vasten arvioimme yhtiön liikevaihdon kasvavan pitkällä aikavälillä noin 2-5 % vuodessa, mikä on linjassa globaalin elektroniikkateollisuuden vastaavan ajan arvioidun kasvun kanssa. Orgaaniset kasvuennusteemme huomioiden suurimman asiakkaan osuus Incapin liikevaihdosta ei pääse huomattavasti laskemaan koko ennustehorisontilla, joten asiakasriski pysyy ilman yrityskauppoja korkealla myös pitkällä sihdillä. Näin ollen ennustemme ovat alisteiset Victron Energyn pysymiselle kasvussa omissa liiketoiminnoissaan ja mielestämme Incapin olisi nykyrakenteella vaikea kasvaa pitkällä tähtäimellä oleellisesti ilman kyseisen asiakkuuden kasvua.

Incapin oikaistun liikevoittomarginaalin odotamme puolestaan pysyvän pitkällä aikavälillä vahvalla 13-15 % tasolla. Keskeisimmät pitkän aikavälin kannattavuusajurit ovat liikevaihdon kasvu, asteittainen paraneva tuotantomix, lievät skaalahyödyt esimerkiksi ostoissa ja matalana pysyvä kulurakenne. Oleellimmat riskit liittyvät suurimpaan asiakkuuteen sekä toimintamallin säilyttämisessä ja pääoman allokoinnissa onnistumiseen. Huomautamme, että etenkin terminaalijakson ennusteisiin liittyy tiettyä häntäriskiä, sillä Incapin kannattavuus on terminaalissakin merkittävästi toimialan keskitasoa korkeampi. Yhtiön vahvuudet ovat mielestämme kestäviä, joten emme ole tehneet terminaalijakson ennusteisiimme oleellisia muutoksia.

Sijoitetun pääoman tuoton kehitys



Pitkän aikavälin ennusteparametrit



Tuloslaskelma ja ennustemuutokset

Tuloslaskelma	H1'21	H2'21	2021	H1'22	H2'22	2022	H1'23e	H2'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	71,3	98,5	170	115	149	264	129	107	236	265	292	315
Incap	71,3	98,5	170	115	149	264	129	107	236	265	292	315
Käyttökate	11,3	17,9	29,3	17,2	25,6	42,8	20,9	14,7	35,5	41,8	46,1	50,2
Poistot ja arvonalennukset	-1,6	-1,7	-3,3	-1,8	-2,0	-3,8	-2,2	-2,4	-4,6	-4,6	-4,5	-4,6
Liikevoitto ilman kertaeriä	10,2	16,6	26,8	15,6	24,4	40,0	18,8	12,4	31,2	37,5	41,9	45,9
Liikevoitto	9,8	16,2	26,0	15,4	23,6	39,0	18,7	12,3	30,9	37,2	41,6	45,6
Nettorahoituskulut	-0,3	0,1	-0,3	-0,8	-1,5	-2,3	-0,7	-0,3	-1,0	0,0	0,3	0,6
Tulos ennen veroja	9,4	16,3	25,7	14,6	22,1	36,7	18,0	12,0	30,0	37,2	41,9	46,2
Verot	-1,6	-3,0	-4,7	-3,4	-5,7	-9,0	-4,3	-2,9	-7,1	-8,9	-10,1	-11,1
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
Nettotulos	7,8	13,3	21,1	11,2	16,4	27,6	13,7	9,1	22,8	28,3	31,8	35,1
EPS (oikaistu)	0,28	0,46	0,74	0,39	0,59	0,98	0,47	0,31	0,79	0,97	1,10	1,21
EPS (raportoitu)	0,27	0,45	0,72	0,38	0,57	0,94	0,47	0,31	0,78	0,97	1,09	1,20

Tunnusluvut	H1'21	H2'21	2021	H1'22	H2'22	2022	H1'23e	H2'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	52,2 %	65,1 %	59,4 %	60,6 %	51,6 %	55,4 %	12,9 %	-28,3 %	-10,4 %	12,2 %	10,0 %	8,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	83,5 %	82,3 %	82,8 %	53,1 %	47,1 %	49,4 %	20,9 %	-49,2 %	-21,9 %	19,9 %	11,8 %	9,5 %
Käyttökate-%	15,9 %	18,2 %	17,2 %	15,0 %	17,2 %	16,2 %	16,1 %	13,7 %	15,0 %	15,8 %	15,8 %	15,9 %
Oikaistu liikevoitto-%	14,3 %	16,8 %	15,8 %	13,6 %	16,4 %	15,2 %	14,6 %	11,6 %	13,2 %	14,1 %	14,4 %	14,6 %
Nettotulos-%	10,9 %	13,5 %	12,4 %	9,8 %	11,0 %	10,5 %	10,6 %	8,5 %	9,7 %	10,7 %	10,9 %	11,1 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	237	236	0 %	265	265	0 %	292	292	0 %
Liikevoitto	30,8	30,9	0 %	38,0	37,2	-2 %	42,5	41,6	-2 %
Tulos ennen veroja	29,8	30,0	1 %	38,0	37,2	-2 %	42,9	41,9	-2 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,79	0,79	1 %	0,99	0,97	-2 %	1,12	1,10	-2 %
Osakekohtainen osinko	0,15	0,15	0 %	0,20	0,20	0 %	0,25	0,25	0 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Pysyvät vastaavat	23	33	32	31	31
Liikearvo	8	7	7	7	7
Aineettomat hyödykkeet	0	4	4	3	3
Käyttöomaisuus	14	20	20	20	20
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0	0	0	0	0
Muut sijoitukset	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	0	1	1	1	1
Laskennalliset verosaamiset	1	0	0	0	0
Vaihtuvat vastaavat	102	136	154	186	219
Vaihto-omaisuus	59	92	71	78	85
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0	0
Myyntisaamiset	34	36	45	50	58
Likvidit varat	9	8	39	58	76
Taseen loppusumma	130	168	186	217	250

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Oma pääoma	63	87	110	134	160
Osakepääoma	1	1	1	1	1
Kertyneet voittovarot	42	70	93	116	142
Oman pääoman ehtoiset lainat	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	-2	-5	-5	-5	-5
Muu oma pääoma	22	22	22	22	22
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	6	13	13	13	13
Laskennalliset verovelat	1	1	1	1	1
Varaukset	2	2	2	2	2
Lainat rahoituslaitoksilta	4	11	10	10	10
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	0	0	0	0	0
Lyhytaikaiset velat	60	68	64	71	77
Lainat rahoituslaitoksilta	7	11	4	4	4
Lyhytaikaiset korottomat velat	53	57	59	66	73
Muut lyhytaikaiset velat	0	1	1	1	1
Taseen loppusumma	130	168	186	217	250

Arvonmääritys 1/4

Tulospohjaiset kertoimet toimivat parhaiten

Suosimme Incapin hinnoittelun tarkastelussa ja arvonmäärityksessä tulospohjaisia kertoimia. Mielestämme käyttökelpoisimmat tuloskertoimet ovat nettotulospohjainen P/E-luku sekä yhtiön taserakenteen paremmin huomioivat EV/EBITDA- ja EV/EBIT-kertoimet. Absoluuttisina kertoimina olemme hyödyntäneet arvioimiamme neutraaleja kertoimia, jotka pohjautuvat näkemykseemme yhtiön kasvu- ja kannattavuustasosta, pääoman tuottokyvystä sekä riskiprofilista sekä osin yhtiön toteutuneeseen hinnoitteluun osakemarkkinoilla. Olemme absoluuttisten kertoimien lisäksi hyödyntäneet verrattain laajan ja liiketoimintamalleiltaan samankaltaisista yhtiöistä koostuvan verokkiryhmän tarjoamaa viitekehikkoa. Tarkastelemme Incapin hinnoittelua pääosin kahdella ensimmäisellä ennustevuodella. Lisäksi hyödynnämme osakkeen arvostamisessa pitkää tähtäintä huomioivaa DCF-mallia.

Arvostuksessa huomioitavat tekijät

Mielestämme seuraavat tekijät vaikuttavat Incapin arvostukseen:

- **Kulutehokas toimintamalli** on liki vertaansa vailla ja yhtiön kannattavuustaso on toimialan korkeimpia. Kulutehokkuus ja etenkin sen säilyttäminen on myös vahvan suhteellisen kilpailukyyn peruspilari.
- **Näytöt kannattavasta orgaanisesta kasvusta** ja tehokkuustasojen ylläpitämisestä ovat vahvat ja myös pidemmän ajan kasvunäkymät hyvät.

- **Pitkän aikavälin orgaaniset kasvumahdollisuudet** ovat sähköistymisen, digitalisaation, ulkoistusasteen nousun ja vahvan oman kilpailukyyn myötä hyvät. Incapin korkea pääoman tuotto- ja erityisesti sen uudelleenallokointikykyä (RONIC) heijastellen orgaanisessa kasvussa onnistuminen on runsaasti arvoa luovaa.
- **Yritysosot** ovat mielestämme yhtiön kärsivällistä lähestymistapaa mukailien hyviä vaihtoehtoja arvonluonnin kiihdyttämiseksi, vaikka historialliset näytöt ovatkin toistaiseksi yhden onnistuneen järjestelyn varassa. Nykyisellään Incapilla on velankantokykyä melko suurelkin yritysoson toteuttamiseen.
- **Suurin asiakas** määrää käytännössä Incapin suunnan lyhyellä ja luultavasti myös keskipitkällä tähtäimellä, mikä nostaa osakkeen riskiprofiilia, kun heilahduksen vaara on alati läsnä. Emme sinällään pelkää Incapin menettävän asiakkuutta, mutta sijoittajien kannalta on silti ongelmallista, että Incapin kasvu ja tulos on yksittäisen ja heikosti arvioitavan ajurin varassa.
- **Liiketoiminnan kysyntäajurit ovat investointivetoisia**, mikä altistaa Incapia talouden suhdannevaihteluille. Asiakasportfoliossa on kuitenkin useilla eri teollisuudenaloilla ja erilaisissa kehitysvaiheissa toimivia yhtiöitä, mikä tosin luo kysyntään eräänlaista vakautta / syklinkestävyyttä.

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	9,960	9,960	9,960
Osakemäärä, milj. kpl	29,3	29,3	29,3
Markkina-arvo	291	291	291
Yritysarvo (EV)	267	248	229
P/E (oik.)	12,6	10,3	9,1
P/E	12,8	10,3	9,1
P/Kassavirta	7,5	12,4	12,1
P/B	2,6	2,2	1,8
P/S	1,2	1,1	1,0
EV/Liikevaihto	1,1	0,9	0,8
EV/EBITDA (oik.)	7,5	5,9	4,9
EV/EBIT (oik.)	8,5	6,6	5,5
Osinko/tulos (%)	19,2 %	20,7 %	23,0 %
Osinkotuotto-%	1,5 %	2,0 %	2,5 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 2/4

- **Haastava arvoketjuasema**
materiaalitoimittajien ja loppuasiakkaiden välissä pitää hintapaineen kroonisena. Kilpailu on myös kireää ja voi myös kiristyä edelleen, kun pandemian jälkeinen komponenttiongelmia on ratkennut.

Hyväksyttävää arvostusta tukevat ja painavat tekijät huomioiden Incap tulisi mielestämme hinnoitella markkinoilla P/E-luvulla 10x-14x ja vastaavasti EV/EBIT-kertoimella 8x-11x osakemarkkinoiden nykyisessä ympäristössä, jossa nimellinen korkotasoa on selvästi positiivinen. Nämä arvostustasot ovat myös suurin piirtein linjassa Incapin viimeisen viiden vuoden mediaanitasojen kanssa. Ajan yli ajan katsottuna nämä tasot eivät ole lukittuja, vaan niissä on luontaista liikkumavaraa sekä operatiivisten ja strategisten kehitysaskelten että riskitason muutosten (mm. asiakaskannan mahdollinen laajeneminen / keskittyminen) huomioimiselle. Myös tuloskasvuvauhdilla ja korkotasolla on merkittävä rooli hyväksyttävän arvostuksen muodostumisessa.

Absoluuttiset kertoimet ovat maltilliset

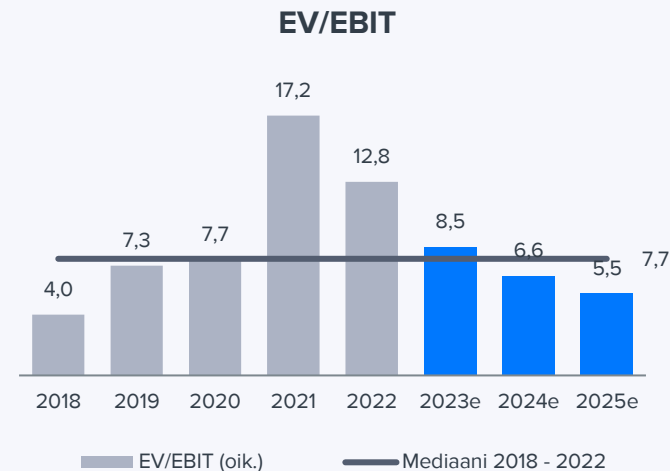
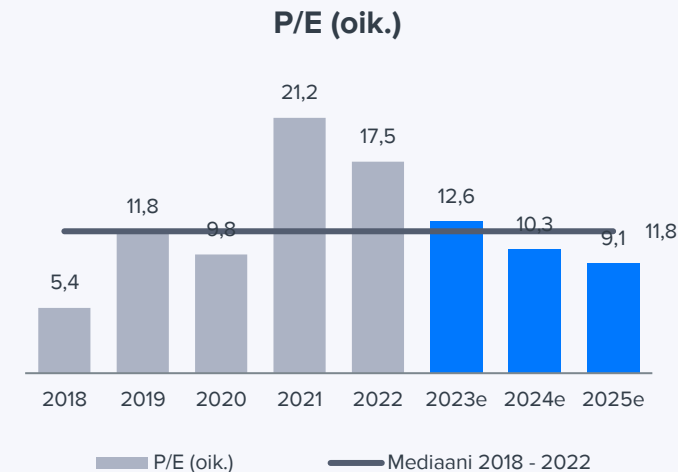
Incapin ennusteidemme mukaiset oikaistut P/E-luvut vuosille 2023 ja 2024 ovat 13x ja 10x, kun taas vastaavat EV/EBIT-kertoimet ovat 9x ja 7x. Nämä kertoimet ovat yhtiölle arvioimamme neutraalien kerroinhaarukoiden haarukoiden alalaitojen tienoilla tai puoliväleissä kuluvalle vuodelle sekä alalaitojen alapuolella tai alalaidoilla ensi vuodelle. Suhteessa historiallisiin tasoihin kuluvan vuoden kertoimet ovat 5 vuoden

mediaanien tasoilla ja ensi vuoden kertoimet melko selvästi niiden alapuolella. Mielestämme tämä on kohtuullinen lähtökohta alamäkeen kääntyvästä tulostrendistä ja vallitsevasta korkeahkosta korkotasosta huolimatta, kun huomioidaan toisella puolella myös Incapin viime vuosien vahva track-record ja kilpailukykyisen vapaan kapasiteetin muodostama kasvupotentiaali. Näin ollen näemme osakkeen hinnoittelun kerroin pohjaisesti houkuttelevana, kunhan ongelmat jäävät väliaikaisiksi ja Incap palaa kannattavaan kasvuun ensi vuonna. Lisäksi sijoittajille jää optio, että P/E-pohjainen arvostus laskisi 10-20 %, jos Incap onnistuisi saamaan tasettaan töihin hyvällä velkavetoisella yritysostolla. Arvostuksen houkuttelevuus riippuu kuitenkin puhtaasti tulostrendin suunnasta ensi vuonna emmekä näe osakkeessa nousuvaraa, jos Incapin tulos ei ensi vuonna kasvaisi.

Incapin lähivuosien osinkotuottojen arvioimme olevan alhaisia tai jopa nolliassa, kun yhtiö säästää pääomansa kasvustrategian epäorgaanisen haaran toteuttamiseen. Suhtaudumme valintaan sinänsä positiivisesti, mutta sijoittajien tuotto tulee valtaosin muodostumaan arvonmuutoksesta eikä osinkotuotto pääse tukemaan lyhyen ajan tuotto-odotusta.

Kertoimien tulisi olla linjassa verrokkien kanssa

Listattujen sopimusvalmistajien lukumäärä on suuri, joten Incapille voidaan kerätä reilu joukko liiketoimintamalleiltaan ja arvoketjuasemiltaan samankaltaisia yhtiöitä arvostustason suhteellista tarkastelua varten. Kootusta verrokkiryhmästä on



Arvonmääritys 3/4

kuitenkin hyvä huomata, että se ei ole täydellinen, sillä osa yhtiöistä on skaalaltaan hyvin suuria sopimusvalmistajia. Lisäksi yhtiöiden kannattavuusprofiilit, liiketoimintojen rakenteet, strategiset asemoitumiset ja riskitasot eivät ole täysin yhteismitallisia. Osa relevanteista verrokkiyhtiöistä on myös listaamattomia yhtiöitä (mm. JJS Manufacturing) tai niillä ei ole esimerkiksi Katekin tapaan julkisia ennusteita, mikä tuo verrokkiryhmään vajavaisuutta. Näistä kohdista huolimatta pidämme suhteellista arvonmääritystä riittävän käyttökelpoisena, joskin sovellamme sitä vain toissijaisena tukena muille käyttämillemme menetelmille.

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

Vertailuryhmään nähden Incap hinnoitellaan lievällä alennuksella tämän vuoden ja etenkin ensi vuoden kertoimilla. Verrokkiryhmään peilattuna Incapin vahva track-record ja lähes ylivoimainen peruskannattavuus puoltaisivat mielestämme yhtiölle preemiota, mutta verrokkeja selvästi

keskittyneempi asiakasrakenne on päinvastainen ajuri. Kokonaisuus huomioiden arvioimme, että Incapin hinnoittelu jokseenkin linjaan suhteessa verrokkiryhmään tulospohjaisesti olisi järkevä lähtökohta. Näin ollen pidämme osakkeen suhteellista tulospohjaista arvostusta maltillisena varsinkin ensi vuoteen katsottaessa.

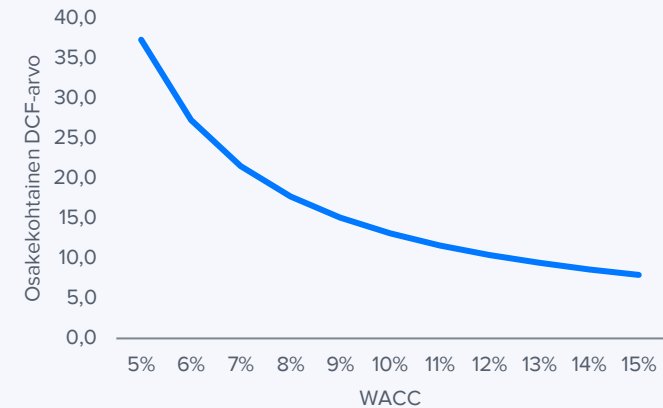
Volyymipohjaisesti Incap hinnoitellaan edelleen noin 50 %:n preemiolla suhteessa verrokkiryhmän. Tämä on mielestämme perusteltua yhtiön toimialan kontekstiin peilattuna korkean pohjakannattavuuden takia. Huomautamme kuitenkin, että preemion säilyttäminen nykyisessä mittakaavassa edellyttää yhtiöltä kaksinumeroisten kannattavuusmarginaalien yltämistä myös jatkossa ja osakkeessa voisi olla selvää laskuvaraa, jos kannattavuus pettäisi edes väliaikaisesti selvemmin yksinumeroiselle tasolle.

Kassavirtapohjainen arvonmääritys

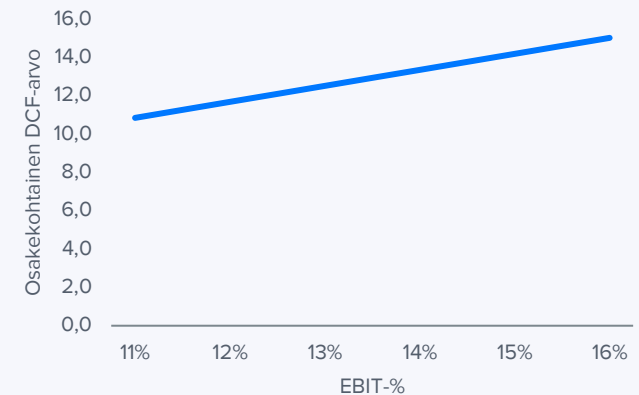
Annamme arvonmäärityksessämme painoarvoa myös kassavirtapohjaiselle mallille (DCF) huolimatta siitä, että se on varsin herkkä etenkin tuottovaatimukselle sekä terminaalijakson muuttujille. Tätä peilaten näemme mallin tarjoavan riittävän relevantin tuen muille käyttämillemme menetelmille ja erityisesti pidemmän aikavälin arvonluontipotentiaalin tarkastelulle. DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on noin 13 euroa osakkeelta. Näin ollen DCF antaa positiivisen signaalin osakkeen arvostuksesta.

Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu pitkällä aikavälillä 3 %:iin, kun taas

Osakekohtaisen DCF-arvon herkkyys tuottovaatimukselle



DCF-arvon herkkyys ennustejakson kannattavuudelle



Arvonmääritys 4/4

operatiivisen kannattavuuden ennakoimme vakiintuvan toimialan dynamiikkaan peilattuna 13-15 % tasolle. Näin ollen mallissa on jonkin verran häntäriskiä etenkin kannattavuuden osalta. Mallissamme terminaalijakson painoarvo on vielä hyvinkin kohtuullisella noin 50 %:n tasolla.

Käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 9,7 % ja oman pääoman kustannus 10,4 %, mikä kuvaa osakkeen korkeahkoa riskiprofiilia (riskiluokka 3). Nostimme selvästi tuottovaatimustamme huhtikuussa asiakasriskin realisoiduttua osittain, mutta tässä päivityksessämme emme ole muuttaneet tuottovaatimustamme. Näin ollen DCF:ssä voisi nousuvaraa myös tuottovaatimuksen laskun kautta, jos yhtiö saisi tasattua asiakasriskejään pidemmällä tähtäimellä. Riskittömän korkona olemme soveltaneet 2,5 % ja markkinoiden riskipreemiona puolestaan 4,75 %.

Tuotto-odotus on houkutteleva

Toteutuneella tuloksella Incapin arvostus on mielestämme myös matala (P/E 10x), mutta tulostrendin suunta osoittaa alaspäin Q2:sta alkaen arviomme mukaan seuraavat 3-5 kvartaalia. Näin ollen 12 kuukauden tähtäimellä tuloskasvu ei tule tukemaan merkittävästi osaketta ja osinkotuottokin on nollassa tai alhainen yhtiön säästäessä (järkevästi) pääomiaan kasvupanostuksiin. Siten lyhyellä tähtäimellä osakkeen nousuvaran on tultavan etenkin arvostuksen nousun kautta. Arvostuksen nousun varaan laskeminen on nykyisessä korkoympäristössä osin riskistä, mutta arviomme

mukaan näkyvyys Victron Energyn (arviomme mukaan suurin asiakas) volyymien paranemiseen ja/tai ongelmien jääminen väliaikaiseksi voisi olla positiivinen yhtiökohtainen ajuri arvostukselle. Tässä skenaariossa markkinoiden huomio siirtyisi lyhyen ajan haasteesta kohti Incapin pidemmän ajan kasvu- ja kannattavuuspotentiaalia sekä vahvaa suhteellista kilpailukykyä, mikä arviomme mukaan tukisi arvotusta.

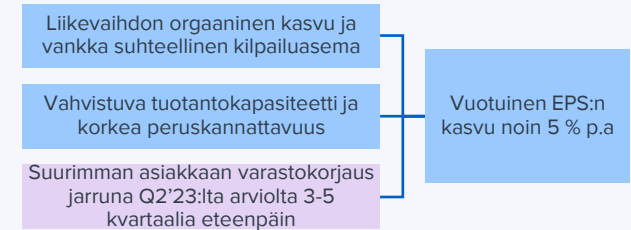
Keskipitkällä tähtäimellä odotamme toki Incapin palaavan tuloskasvuun ja siten tuloskasvunäkymä muodostaa nykyarvostuksesta lukien houkuttelevan tuotto-odotuksen etenkin seuraavan noin vuoden vaikeamman jakson yli. Myös tämä hyvä tuloskasvupotentiaali puoltaa mielestämme lyhyen ajan haasteiden yli katsomista. Lyhyen ja keskipitkän ajan tuotto-odotuksen realisoituminen toki edellyttää, että tulos ei kyykkää seuraavan noin vuoden aikana selvästi odotuksiamme pahemmin ja että yhtiö palaa tuloskasvajaksi lähivuosina. Pääriskit positiivisen näkemyksemme taustalla ovat yksittäinen suuri asiakas, investointikysynnän vaihtelu ja yhtiön kyky säilyttää korkea tehokkuus.

Lisäksi osakkeen ajuri voisi olla lyhyelläkin tähtäimellä yritysjärjestelyt, jos Incap pääsisi laittamaan tasettaan töihin kohtuuhintaiseen, riittävän laadukkaaseen, edes lievästi synergistiseen sekä etenkin asiakasriskitasoa alentavaan kohteeseen. Emme kuitenkaan laske näkemystämme yritysostoissa onnistumisen varaan, vaikka AWS-järjestely sekä myös kärsivällinen suhtautuminen yritysostoihin ovatkin tukeneet luottamusta yhtiön yritysostostrategiaan.

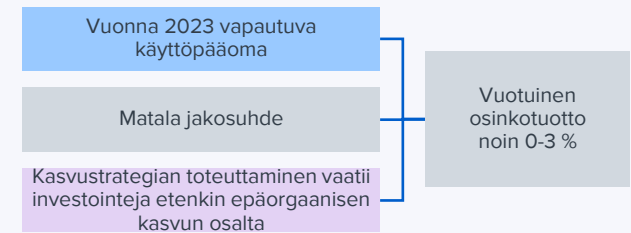
Osaketuoton ajurit 2022-2026e

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

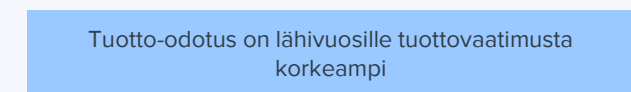
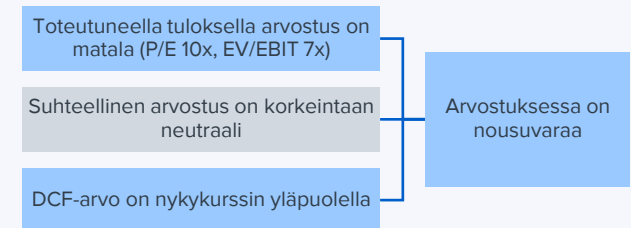
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



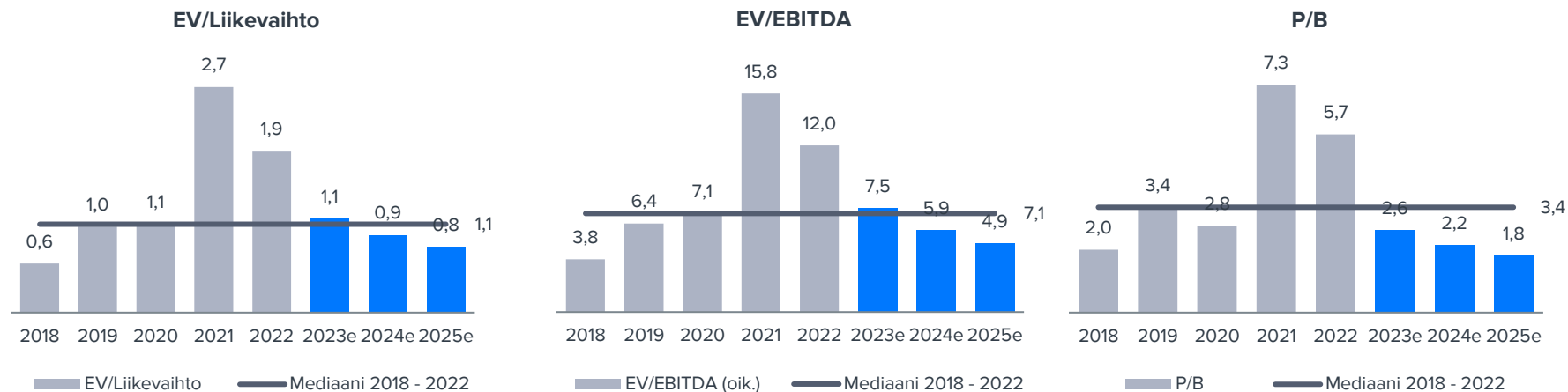
Arvostuskertoimien ajurit



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	1,45	3,38	3,69	15,70	17,10	9,96	9,96	9,96	9,96
Osakemäärä, milj. kpl	21,9	21,9	29,1	29,2	29,3	29,3	29,3	29,3	29,3
Markkina-arvo	32	74	107	459	500	291	291	291	291
Yritysarvo (EV)	35	73	113	461	514	267	248	229	208
P/E (oik.)	5,4	11,8	9,8	21,2	17,5	12,6	10,3	9,1	8,3
P/E	5,4	11,8	11,6	21,8	18,1	12,8	10,3	9,1	8,3
P/Kassavirta	13,7	11,4	neg.	>100	neg.	7,5	12,4	12,1	10,5
P/B	2,0	3,4	2,8	7,3	5,7	2,6	2,2	1,8	1,6
P/S	0,5	1,0	1,0	2,7	1,9	1,2	1,1	1,0	0,9
EV/Liikevaihto	0,6	1,0	1,1	2,7	1,9	1,1	0,9	0,8	0,7
EV/EBITDA (oik.)	3,8	6,4	7,1	15,8	12,0	7,5	5,9	4,9	4,1
EV/EBIT (oik.)	4,0	7,3	7,7	17,2	12,8	8,5	6,6	5,5	4,5
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	19,2 %	20,7 %	23,0 %	25,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,5 %	2,0 %	2,5 %	3,0 %

Lähde: Ideres



Verrokkiryhmän arvostus

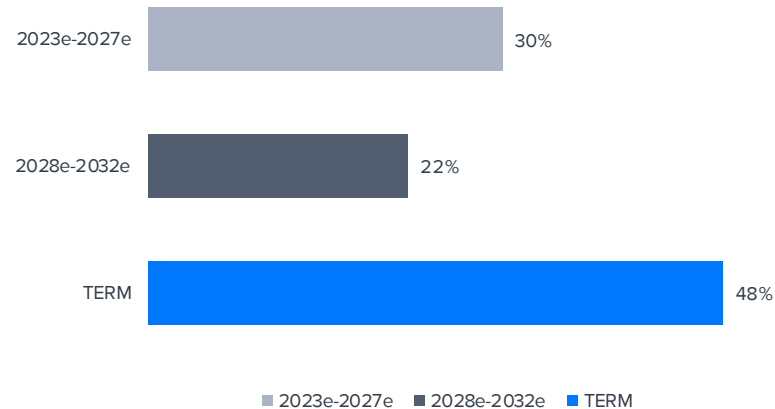
Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
			2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e
Cicor Technologies	151	257	13,8	12,2	6,5	5,9	0,7	0,6	23,5	16,3			1,2
Integrated Micro-Electronics	186	447	29,6	17,5	10,7	6,8	0,3	0,3		11,3			0,5
Data Modul	215	233	6,5	5,3	5,8	4,9	0,6	0,6	10,8	9,7	0,2	0,2	1,4
Hanza	307	354	12,6	9,0	5,0	4,3	0,4	0,4	16,1	14,1	1,4	1,6	1,1
Kitron	751	890	12,8	16,9	10,3	9,6	1,1	1,0	13,7	13,2	1,7	2,4	4,7
Lacroix Group SA	161	330	11,6	9,5	6,4	5,7	0,4	0,4	11,1	8,1	3,1	4,2	0,9
Jabil	12123	13767	8,8	8,5	5,6	5,5	0,4	0,4	11,8	10,8	0,3	0,3	4,5
Scanfil	642	734	12,0	11,7	9,1	9,0	0,8	0,8	13,7	13,3	2,3	2,5	2,5
Fabrinet	4360	3869	14,6	14,3	12,7	12,4	1,6	1,5	17,1	16,7			3,2
Hana Microelectronics	1030	948	18,2	14,3	9,5	8,1	1,3	1,1	18,7	15,0	2,4	3,4	1,5
SVI	502	583	12,8	11,2	10,9	9,8	0,8	0,7	12,6	11,0	2,6	3,0	2,4
TT Electronics	348	514	8,8	8,0	6,6	6,0	0,7	0,7	9,1	8,1	4,0	4,4	1,0
Katek Se	210	247	13,7	8,2	6,1	4,6	0,3	0,3	23,8	12,0			1,3
Nolato AB	1257	1351	18,5	14,3	11,2	9,4	1,5	1,4	22,1	16,9	3,8	3,5	2,6
Celestica	1501	2065	5,7	5,4	4,4	4,2	0,3	0,3	6,7	6,1			1,0
Incap (Inderes)	291	267	8,5	6,6	7,5	5,9	1,1	0,9	12,6	10,3	1,5	2,0	2,6
Keskiarvo			13,3	11,1	8,1	7,1	0,7	0,7	15,0	12,2	2,2	2,5	2,0
Mediaani			12,8	11,2	6,6	6,3	0,7	0,6	13,7	12,0	2,4	2,7	1,4
Erotus-% vrt. mediaani			-33 %	-41 %	15 %	-6 %	66 %	48 %	-8 %	-14 %	-37 %	-27 %	87 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	55,4 %	-10,4 %	12,2 %	10,0 %	8,0 %	5,0 %	4,0 %	3,5 %	3,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-% (oik.)	14,8 %	13,1 %	14,0 %	14,3 %	14,5 %	14,5 %	14,0 %	14,0 %	13,5 %	13,0 %	13,0 %	13,0 %
Liikevoitto	39,0	30,9	37,2	41,6	45,6	48,0	48,2	49,9	49,5	49,1	50,1	
+ Kokonaispoistot	3,8	4,6	4,8	4,8	4,7	4,8	5,1	5,1	5,3	5,3	4,8	
- Maksetut verot	-8,8	-7,1	-8,9	-10,1	-11,1	-11,7	-11,9	-12,4	-12,4	-12,3	-12,6	
- verot rahoituskuluista	-0,6	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,2	0,2	0,3	0,4	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	
- Käyttöpääoman muutos	-30,7	14,8	-5,6	-7,7	-7,2	-2,2	-3,2	-2,9	-2,6	-2,6	-1,8	
Operatiivinen kassavirta	2,8	42,9	27,5	28,7	32,2	39,0	38,5	40,1	40,3	40,0	41,1	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-9,7	-4,0	-4,0	-4,5	-4,5	-5,0	-5,0	-5,0	-5,0	-5,0	-5,6	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-6,7	38,9	23,5	24,2	27,7	34,0	33,5	35,1	35,3	35,0	35,5	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-6,7	38,9	23,5	24,2	27,7	34,0	33,5	35,1	35,3	35,0	35,5	468
Diskontattu vapaa kassavirta		36,9	20,3	19,0	19,9	22,3	20,0	19,1	17,5	15,8	14,6	192
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		398	361	340	321	302	279	259	240	223	207	192
Velaton arvo DCF		398										
- Korolliset velat		-21,2										
+ Rahavarat		7,6										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		384										
Oman pääoman arvo DCF per osake		13,1										

Rahavirran jakauma jaksottain



Pääoman kustannus (WACC)

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

Lähde: Inderes

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 (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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.

Suositushistoria (>12 kk)

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

Analyttikko vaihtuu			
28/07/2022	Lisää	16,00 €	14,66 €
19/10/2022	Lisää	17,00 €	15,08 €
28/10/2022	Vähennä	17,00 €	16,06 €
18/11/2022	Vähennä	17,00 €	16,18 €
23/02/2023	Vähennä	17,00 €	18,04 €
19/04/2023	Lisää	12,00 €	10,92 €
27/04/2023	Lisää	12,00 €	10,36 €
15/06/2023	Lisää	12,00 €	9,96 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisöömme 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 Oy

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.**