

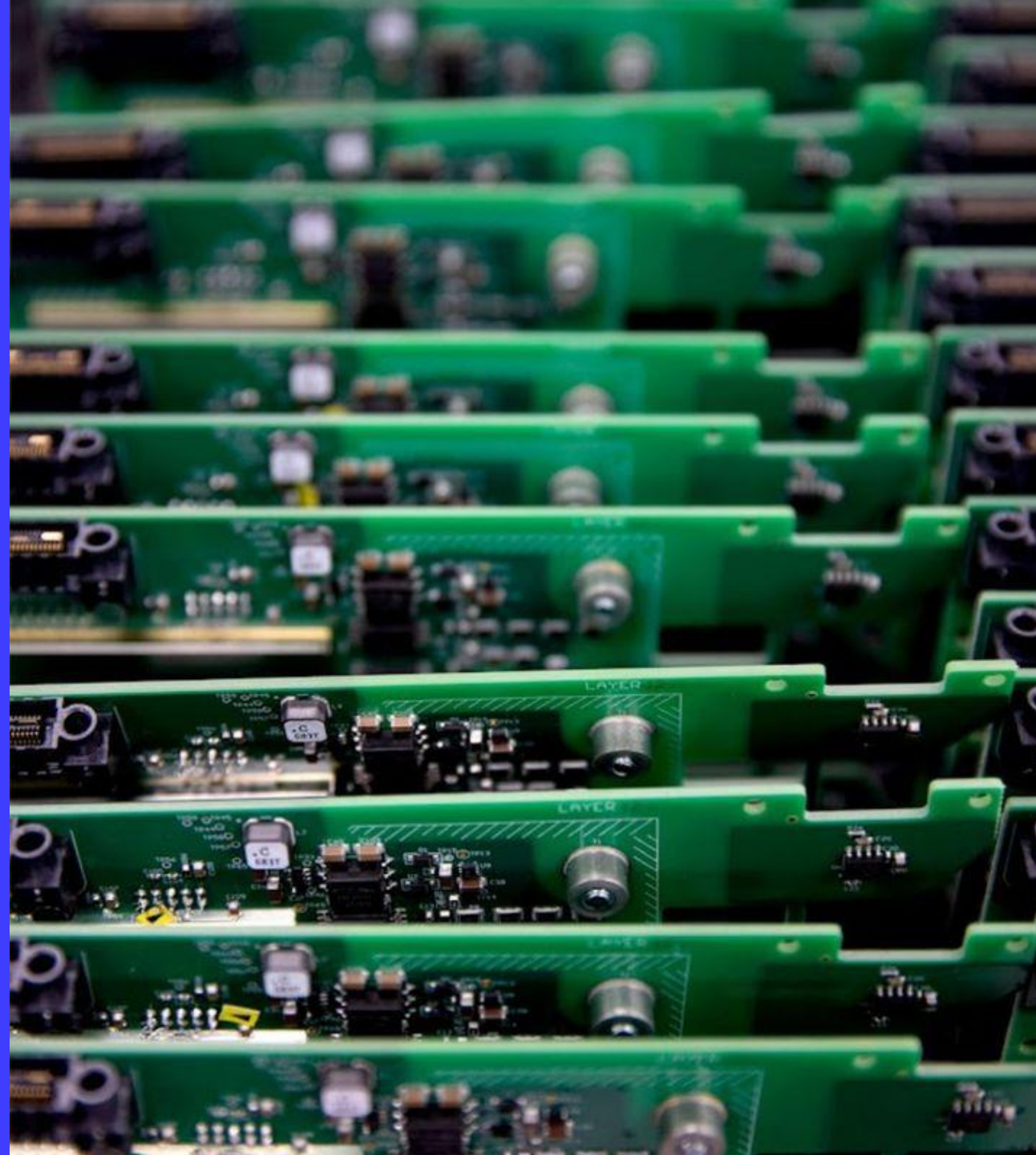
# INCAP

22.06.2025 22.45 EEST



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS  
**LAAJA RAPORTTI**



# Pitkä peli näyttää hyvältä, lyhyt haastavammalta

*Incapin keskeisin vahvuus eli kulutehokkuus on kantanut yhtiön erinomaiseen kannattavuuteen markkinatilanteen vaihteluista huolimatta viime vuosina. Luotamme yhtiön säilyttävän vahvuutensa jatkossakin. Kasvun luomiseen liittyy suurempaa epävarmuutta kauppa- ja geopolittisen tilanteen rasittamalla lyhyellä aikavälillä, kun taas ajan yli näkymä on parempi elektroniikkamarkkinan selvän kasvun ja yritysjärjestelyoption ansiosta. Kokonaiskuvaan peilattuna Incapin osake on mielestämme jokseenkin neutraalisti hinnoiteltu vuoden sihdillä. Näin ollen toistamme Incapin 12,00 euron tavoitehintamme ja laskemme suosituksemme vähennä-tasolle (aik. lisää) osakkeen lyhyen ajan nousuvaran kavennuttua.*

## Incap on 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 ulkoistetulla tuotannolla laitevalmistajille joustoa niin kapasiteetin kuin kulujen hallintaan. Incap on rakentanut organisaatiomallistaan hajautetun, mikä on taas johtanut kevyeen organisaatioon, mataliin yleiskuluihin, nopeaan operatiiviseen päätöksentekoon ja kuluorientoituneeseen kulttuuriin. Lisäksi yhtiön tuotannosta tuntuva osa on alhaisen kulutason maissa (etenkin Intia). Nämä tekijät ovat mielestämme yhtiön keskeisimpiä vahvuuksia. Pääriskinä on edelleen yksittäinen suuri asiakas (2024: 41 % yhtiön liikevaihdosta), investointivetoiseen kysyntään luontaisesti liittyvät vaihtelut ja mahdollisesti kiristynvä kilpailu.

## Selkeä tuloskasvu voi viipyä lähivuosiin

Incapin liikevaihto kasvoi rakettimaisesti vuosikymmenen alussa, mutta vuosina 2023–2024 suurimman asiakkaan varastokorjaus ja myös korkojen nousun heijasteet ovat

hydyttäneet kasvua. Lyhyellä tähtäimellä kasvukuvaa rasittavat edelleen kauppa- ja geopolittisen tilanteen vaikutukset asiakkaiden päätöksiin. Maailman sähköistyminen ja siitä seuraava elektroniikan lisääntyminen sekä teollisuuden laitevalmistajien kohoavat ulkoistamisasteet ja -osuudet ajavat kuitenkin sopimusvalmistajien kysyntää ylös pidemmässä juoksussa BKT:n kasvun mukaisesti tai sitä nopeammin. Lisäksi Euroopan tarve kasvattaa puolustusinvestointeja voi avata Incapin kaltaisille nopeasti tuotantoa kasvattamaan kykeneville sopimusvalmistajille kasvumahdollisuuksia. Toimialan hajanainen rakenne muodostaa yhdessä Incapin nykyisen erittäin vahvan taseaseman kanssa vankan pohjan kasvua yritystoin. Yhtiöön ja toimialaan liitännäisiä taustoja vasten pidämme Incapin arvonluontimahdollisuuksia hyvinä yritystoinissa (ml. onnistuneet AWS- ja Pennatronics-ostot). Odotamme perusskenaariossamme Incapin palaavan kaksinumeroiseen kasvuun viimeistään ensi vuonna, mutta vaisun Q1:n, loppuvuotta kohti kovenevien vertailulukujen sekä edelleen epäselvän kauppa- ja geopolittisen tilanteen takia kuluvan vuoden nousujohteiseen ohjeistukseen liittyy riskiä etenkin tuloksen osalta. Kannattavuuden arvioimme pysyvän toimialaan suhteutettuna väkivahvalla noin 13 %:n oikaistun liikevoitto-%:n tasolla mainittujen vahvuuksien ansiosta, mutta arvonluonnin on tultava valtaosin kasvun kautta.

## Arvostuskuva on vuoden sihdillä jo melko neutraali

Incapin ennusteidemme mukaiset P/E-luvut vuosille 2025 ja 2026 ovat 15x ja 13x, kun taas vastaavat EV/EBIT-kertoimet ovat 9x ja 8x. Absoluuttiset kertoimet ovat perustellusti historiallisia tasoja ylempänä, mutta ne osuvat arvioimamme neutraalin kerroinhaarukan sisälle kuluvan vuoden osalta. Myös nousuvara osakkeen DCF-arvoon on rajallinen. Näin ollen näemme osakkeen tuotto-riskisuhteen vuoden sihdillä melko neutraalina 12 kuukauden tähtäimellä. Positiivisia riskejä osakkeelle voisivat olla hyvät yritystoin ja ennusteitamme vahvempi tuloskehitys.

## Suositus

**Vähennä**

(aik. Lisää)

## Tavoitehint:

**12,00 EUR**

(aik. 12,00 EUR)

## Osakekurssi:

11,12 EUR

## Liiketoimintariski



## Arvostusriski



|                    | 2024   | 2025e  | 2026e  | 2027e  |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Liikevaihto</b> | 230    | 237    | 266    | 292    |
| <b>kasvu-%</b>     | 4 %    | 3 %    | 12 %   | 10 %   |
| <b>EBIT oik.</b>   | 30,1   | 30,1   | 33,8   | 38,0   |
| <b>EBIT-% oik.</b> | 13,1 % | 12,7 % | 12,7 % | 13,0 % |
| <b>Nettotulos</b>  | 22,7   | 21,7   | 25,4   | 28,7   |
| <b>EPS (oik.)</b>  | 0,79   | 0,75   | 0,88   | 0,99   |

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

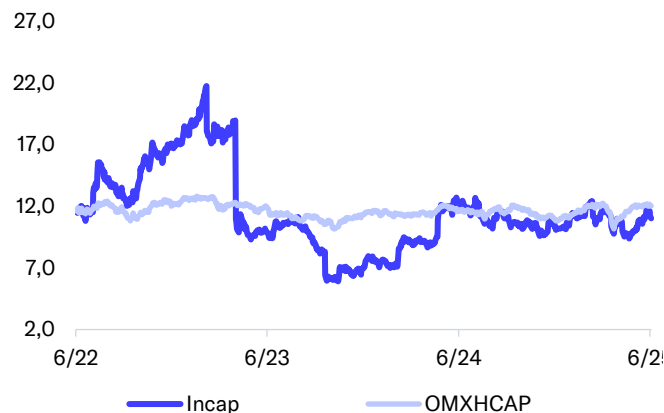
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

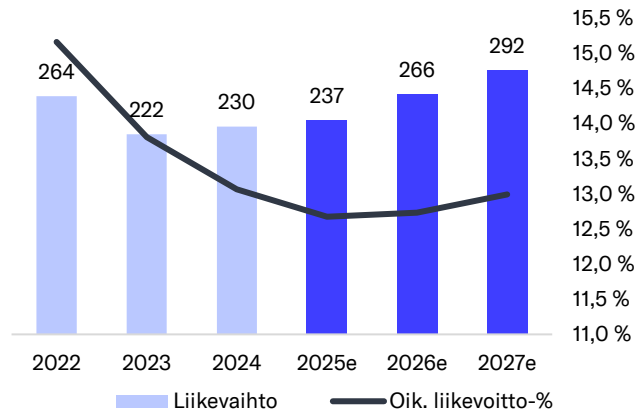
(Ennallaan)

Incap arvioi vuoden 2025 liikevaihdon ja liikevoiton (EBIT) olevan korkeammat kuin vuonna 2024.

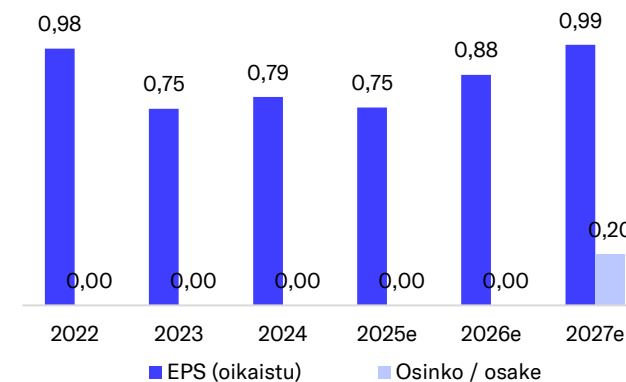
## Osakekurssi



## Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



## Osakekohtainen tulos ja osinko



## Arvoajurit

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

## Riskitekijät

- Molemmipuolisesti haastava arvoketjuasema pitää kilpailutilanteen raadollisena
- Asiakastoimialojen syklinen tai volatiili luonne
- Kilpailutilanteen kiristyminen
- Oman kulutehokkuuden rapistuminen
- Toimitusketjujen häiriöt
- Edelleen koholla oleva yksittäiseen asiakkaaseen liittyvä riski

| Arvostustaso                 | 2025e | 2026e | 2027e  |
|------------------------------|-------|-------|--------|
| <b>Osakekurssi</b>           | 11,1  | 11,1  | 11,1   |
| <b>Osakemäärä, milj. kpl</b> | 29,4  | 29,4  | 29,4   |
| <b>Markkina-arvo</b>         | 327   | 327   | 327    |
| <b>Yritysarvo (EV)</b>       | 272   | 255   | 236    |
| <b>P/E (oik.)</b>            | 14,8  | 12,7  | 11,2   |
| <b>P/E</b>                   | 15,1  | 12,9  | 11,4   |
| <b>P/B</b>                   | 2,1   | 1,8   | 1,6    |
| <b>P/S</b>                   | 1,4   | 1,2   | 1,1    |
| <b>EV/Liikevaihto</b>        | 1,1   | 1,0   | 0,8    |
| <b>EV/EBITDA</b>             | 7,7   | 6,5   | 5,4    |
| <b>EV/EBIT (oik.)</b>        | 9,0   | 7,5   | 6,2    |
| <b>Osinko/tulos (%)</b>      | 0,0 % | 0,0 % | 20,0 % |
| <b>Osinkotuotto-%</b>        | 0,0 % | 0,0 % | 1,8 %  |

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

|                                         |       |
|-----------------------------------------|-------|
| Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli       | 6-14  |
| Toimiala ja kilpailu                    | 15-20 |
| Strategia ja taloudelliset tavoitteet   | 21-25 |
| Taloudellinen tilanne                   | 26    |
| Ennusteet                               | 27-32 |
| Arvonmääritys ja suositus               | 33-40 |
| Ilmastotavoite- ja taksonomia-analyysi  | 41    |
| Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria | 42    |

# Incap lyhyesti

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

**1985**

Perustamisvuosi

**1997**

Listautuminen Helsingin pörssiin

**230 MEUR** (+3,8 % vs. 2023)

Liikevaihto vuonna 2024

**30,1 MEUR** (13,1 % liikevaihdosta)

Oikaistu liikevoitto vuonna 2024

**34 %**

Keskimääräinen sijoitetun pääoman tuotto 2017–2024

**2 554** (+47 % vs. 2023)

Henkilöstö vuoden 2024 lopussa



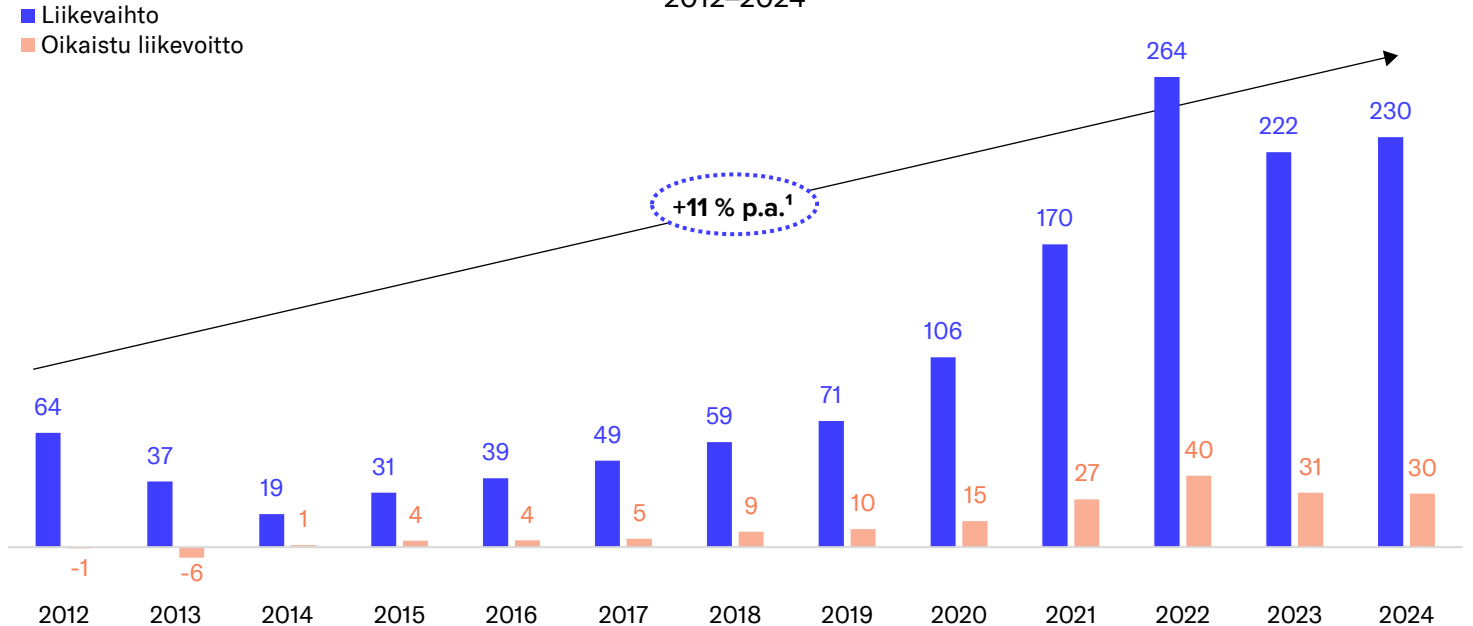
## Liiketoimintamallin muutos 2012–2015

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

## Liikevaihdon raju kasvu 2016–2024

- Orgaaninen kasvuvauhti pysyy erinomaisena suurimman asiakkaan kasvun siivellä ja kannattavuustaso nousee toimialan kärkeen
- Orgaaniset ja epäorgaaniset investoinnit kasvuun
- Kasvu- ja tulokasvu sakkaa yllättäen etenkin suurimman asiakkaan varasto-ongelman takia vuosina 2023–2024

## Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys (MEUR) 2012–2024





# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/8

## Teollisuuselektroniikan sopimusvalmistaja

Incap on elektroniikkateollisuuden sopimusvalmistaja, joka on erikoistunut teknisiltä vaatimustasoiltaan korkeiden ja tuotantosarjoiltaan pienten (high mix / low volume) ja pääosin teollisuuselektroniikan sovellusten valmistamiseen. Sen sisällä yhtiö on merkittävällä painolla myös vihreään siirtymään liittyvän teknologian valmistamisessa. Esimerkiksi vihreään siirtymään EU-taksonomialuokittelussa taksonomian mukaisten tuotteiden osuus liikevaihdosta oli 100 %. Operaatioiden tasolla tämä tarkoittaa sitä, että Incapilla on tarvittavat kyvykkyudet valmistaa asiakkaan eli tyypillisesti laitevalmistajan koko tuote tai sen osakokonaisuus. Näin ollen Incap luo asiakkailleen arvoa käytännössä kahta reittiä pitkin: 1) mahdollistamalla laitevalmistajan resurssien tehokkaamman allokoimisen liiketoiminnan varsinaisiin ydintoimintoihin, kuten tuotekehitykseen, myyntiin ja markkinointiin sekä 2) tuomalla ulkoistetun tuotannon kautta laitevalmistajille joustopisteitä (ml. reagointikyky) niin kapasiteetin kuin kustannustenkin hallintaan.

Incapin valmistamia lopputuotteita ovat muun muassa invertterit, erilaiset ohjausjärjestelmät ja mittausinstrumentit. Vaikka Incapin strateginen fokus onkin lähtökohtaisesti teollisuuselektroniikassa, yhtiö ei arviomme mukaan ylenkatso pienten tuotantosarjojen kuluttajaelektroniikan mahdollisuuksia, kunhan ne vain ovat riittävän houkuttelevia. Tällaisista mahdollisuuksista konkreettisena esimerkkinä pidämme kevyiden kulkuneuvojen, kuten sähköpotkulautoja ja niiden latausinfrastruktuureja, jonka uskomme tarjonneen yhtiölle viime vuosina oivia liiketoimintapolkuja. Massavalmistettut kuluttajatuotteet (esim. puhelimet ja tietokoneet) eivät kuitenkaan ole Incapin fokusalueessa.

## Eurooppaa ja suuria asiakkaita

Vuonna 2024 Incapin liikevaihto oli 230 MEUR ja operatiivinen kannattavuus (oik. EBIT-%) toimialan kontekstiin linjattuna erinomaisella 13,1 %:n tasolla. Maantieteellisesti yhtiön liiketoiminta on Euroopan hallitsemaa, sillä viime vuonna noin 75 % tuli tältä alueelta loppuasiakkaan sijainnin perusteella laskettuna. Toiseksi merkittävin markkina-alue on Pohjois-Amerikka 20 %:n liikevaihto-osuudellaan, kun Aasian osuus liikevaihdosta on 5 %. Vaikka arvioimiimme Incapin asiakkaisiin kuuluvat laitevalmistajat ovatkin globaalissa mittakaavassa operoivia yhtiöitä, löytyvät niiden päämarkkinat ensisijaisesti Euroopan rajojen sisäpuolelta. Incapin tuotannon perusteella liikevaihtojakauma olisi erilainen, sillä Intian tehtaat ovat selvästi yhtiön suurin tuotantoyksikkö. Näin ollen Incap operoi vahvasti vientivetoisella liiketoimintamallilla.

Incapin asiakasportfolio on keskittynyt, sillä suurin asiakas toi yhtiön liikevaihdosta vuonna 2024 41 % (2023: 47 %). Inderesin julkisiin lähteisiin perustuvan arvion mukaan suurin asiakas on Victron Energy, mutta Incap ei ole julkistanut asiakkaitaan. Suurin asiakas on myös kasvanut merkittävästi muuta konsernia nopeammin ennen vuoden 2023 varastojen liikakasvusta johtunutta sakkausta. Neljän suurimman asiakkaan osuus liikevaihdosta oli 59 % (2023 58 %), joten muut suuret asiakkaat eivät ole merkittäviä suhteessa konsernin kokoluokkaan. Huomionarvoista kuitenkin on, että vuonna 2024 konsernin kasvusta valtaosan selitti toiseksi suurimman asiakkaan kasvu. Toiseksi suurin asiakas operoi käsityksemme mukaan projektipohjaisessa liiketoiminnassa, joten kyseisen asiakkaan vuosittainen liikevaihto todennäköisesti vaihtelee.

# InCap

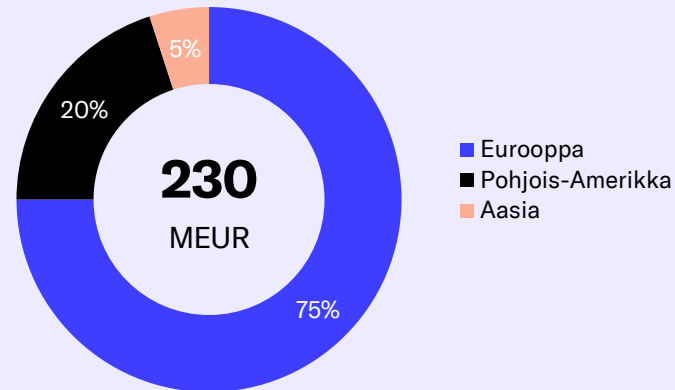
Yli 30 vuoden operatiivinen historia ja korkealla tasolla oleva teknologiaosaaminen

Strateginen fokus teknisiltä vaatimustasoiltaan korkeiden ja tuotantosarjoiltaan pienten sovellusten teollisuuselektroniikassa

Pääosin matalien kulurakenteiden maissa sijaitsevat tuotantolaitokset ja kevyt organisaatorakenne lisäävät kilpailukykyä

Tehokkaan piirilevyldonnan ohella kyvykkyudet myös laajempiin kokonaistoimituksiin

**Liikevaihdon maantieteellinen jakauma (2024)**



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/8

Yli miljoona euroa liikevaihtoa viime vuonna tuoneita asiakkaita yhtiöllä oli viime vuonna 33 kpl (2023: 26 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.

Incapin keskittynyt asiakasrakenne nostaa Incapin riskiprofiilia suhteessa verrokkeihin, vaikka 1) asiakasportfolio tasoittui selvästi vuosien 2023–2024 aikana, 2) asiakaskeskittymät eivät ole toimialalla huomattavan poikkeavia ja 3) suurien asiakkaiden menettäminen on harvinaista korkeiden vaihdon kustannusten takia. Etenkin suurimman asiakkaan (ts. Victron Energy) liiketoiminnan suunta vaikuttaa yhä oleellisesti Incapin suuntaan lyhyellä tähtäimellä. Siten heilahduksen vaara on yhä läsnä, vaikka asiakasriskin osittainen realisoituminen ja muut toimet vuonna 2023 tasapainottivatkin vaakaa tältä osin osakkeen ja liiketoiminnan näkökulmista.

## Arvioimme Victron Energyn olevan isoin asiakas

Hollantilainen tehoelektroniikan valmistaja Victron Energy on arviomme mukaan Incapin suurin asiakas. Incap ei julkaise itse asiakkaitaan. Yrityksen tuotteisiin kuuluvat muun muassa invertterit, laturit, akut, aurinkopaneelit, lataussäätimet ja lisävarusteet. Yrityksellä on yli 100 työntekijää, joista tuntuva osa on R&D-insinöörejä. Yhtiö on kasvanut alansa merkittäväksi toimijaksi 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.

Yksi Victron Energyn tärkeimmistä kasvualoista viime vuosina on ollut uusiutuvan energian ratkaisut, etenkin aurinkopaneelit ja aurinkosähkövoimalat. Yhtiö on kehittänyt useita uusia tuotteita, kuten älykkäät lataussäätimet ja aurinkopaneelien optimoijat, jotka auttavat asiakkaita maksimoimaan hyödyn aurinkovoimasta. Siten vihreä siirtymä on todennäköisesti Victron Energylle merkittävä kysyntäajuri myös jatkossa. Arvioimme kuitenkin korkojen nousun ja energian hintojen laskun olleen merkittävä syy sille, että Victron Energyn liikevaihto laski vuonna 2023, mikä taas paljasti yhtiön ylisuuret varastot.

## Victron Energyn kasvu on ollut huimaa

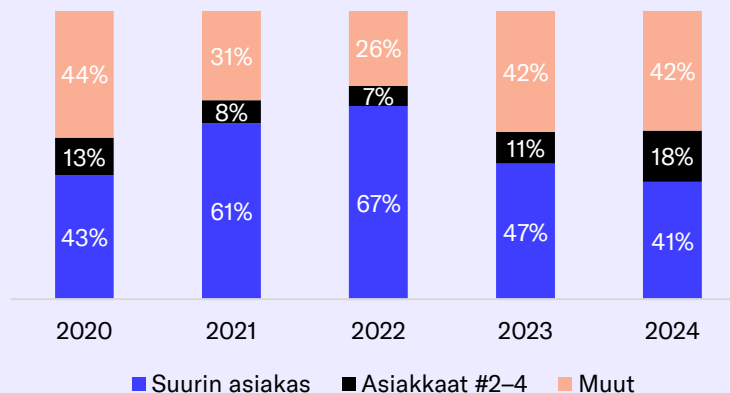
Yrityksen liikevaihto on kasvanut merkittävästi viime vuosina, ja se on laajentanut toimintaansa useille uusille markkinoille ympäri maailmaa. Victron Energyn liikevaihto on kasvanut vuosien 2013–2023 välillä 55 MEUR:sta 538 MEUR:oon eli noin 26 % vuodessa (CAGR). Victron Energy vaikuttaa olevan hyvin kilpailukykyinen toimija, sillä sen kannattavuus on ollut erinomaisella tasolla voimakkaasta kasvusta huolimatta. Operatiivinen tehokkuus on ollut erinomaista, sillä liikevoitto-% on heilunut 25–35 %:n haarukassa vuosina 2013–2022. Vuonna 2023 liikevoitto-% sakkasi kuitenkin 13 %:iin kasvun hyytymisen ja etenkin varastoon tehtyjen alaskirjausten takia. Yhtiön taloudellinen asema on arviomme mukaan vahva. Varastossa yhtiöllä on ollut vuoden lopussa keskimäärin vajaat 40 % edeltävän vuoden liikevaihdosta vuosina 2013–2023.

Victron Energyn vuoden 2024 tilinpäätösluvut eivät ole käytössämme. Käsityksemme mukaan yhtiön liikevaihto on kuitenkin vakaantunut. Varastotason arvioimme laskeneen

## Potentiaaliset asiakkaat<sup>1</sup>



## Asiakasrakenne Osuus liikevaihdosta (2020–2024)



Lähde: Incap, yhtiöt, Inderes

<sup>1</sup>Perustuu Inderesin arvioihin potentiaalisista asiakkaista, Incap ei itse julkaise asiakkaitaan

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/8

ainakin absoluuttisesti jo melko selvästi vuoden mittaan.

## **Luotamme Victron Energyn liiketoiminnan olevan isossa kuvassa tukevalla pohjalla**

Victron Energyn hyvä asemoituminen vihreään trendiin ja yhtiön valtaosin väkivahva taloudellinen lähihistoria lisäävät luottamusta Victron Energyn kykyyn kasvaa kannattavasti myös jatkossa. Tämä on luonnollisesti myös Incapin kasvun ja kannattavuuden näkökulmasta tärkeää. 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 arviomme mukaan Victron Energyn suurin valmistuskumppani noin 40 % osuudella. Incap ei käsityksemme mukaan ole hävinnyt osuutta Victronin toimituksista viime vuosina vaan mieluummin voittanut jotain muualle välillä siirrettyjä tuotantoja takaisin. Näin ollen intressi yhteistyön kehittämiseen pitäisi käsityksemme mukaan olla molemminpuolinen. 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 merkittävä supistaminen ainakin H2'23-H1'24 Victron Energyn varastojen alentamiseksi).

## **Yrityssostot hajauttaisivat asiakasriskiä**

Q1'20:lla toteutunut AWS- ja ja H2'23:n alussa varmistunut Pennatronics-yrityssosto ovat hajauttaneet asiakasriskiä hieman viime vuosina, sillä ne ovat tuoneet lähtötilanteessa

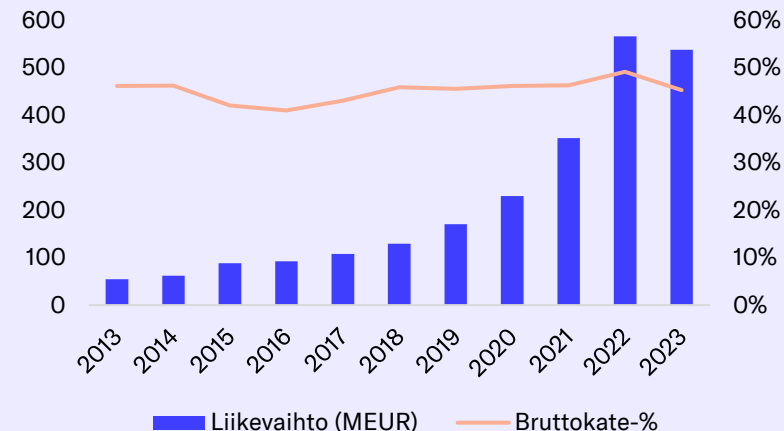
yhteensä noin 70 MEUR liikevaihtoa konserniin. Incapin vallitseva asiakasrakenne huomioiden uskomme riskin lisähajauttamisen olevan yhtiön prioriteettilistalla edelleen korkealla. Nopein tapa asiakasriskin pienentämiselle olisi yritysostojen jatkaminen. Sijoittajien pitää mielestämme silti varautua sietämään jossain määrin keskimääräistä korkeampaa asiakasriskiä Incapissa toistaiseksi, sillä hyvien yritysostojen löytämisen aikataulua on vaikea ennakoita.

## **Pitkäjänteisiä yhteistöitä**

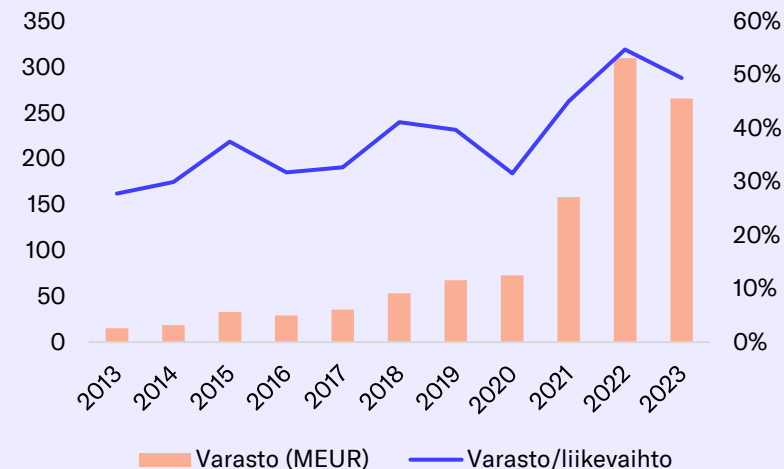
Arviomme mukaan yhtiö tähtää kaikkien merkittävämpien asiakkaidensa kanssa pitkäkestoisiin strategisiin yhteistöihin, jotka mahdollistavat Incapin näkökulmasta omien vahvuuksien hyödyntämisen ja kasvavat tilauskertymät niin volyymi- kuin arvopohjaisestikin. Tällaisten yhteistöiden luomisessa yksi tärkeimmistä tekijöistä on mielestämme asiakkaan luottamus sopimusvalmistajaan. Sopimusvalmistaja vastaa asiakkaan menestymiselle kriittisistä tuotantotoiminnoista. Näin ollen luottamus onkin arviomme mukaan ansaittava laadukkaan ja toimitusvarman tarjoaman kautta. Vahvistuneiden asiakassuhteiden ohella näissä elementeissä onnistuminen kohottaa näkemyksemme mukaan myös asiakkaan kohtaamia vaihdon kustannuksia ja luo sopimusvalmistajalle sitä kautta tiettyä etumatkaa kilpailussa. Toisaalta samat tekijät hidastavat tietenkin myös uusasiakashankintaa.

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 ja Pennatronicsin mukana tullut uudempi asiakasportfolio on käsityksemme mukaan kehittynyt samankaltaisesti. Tämä

## **Victron Energy B.V. liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys**



## **Victron Energy B.V. varaston kehitys**





# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/8

Victron Energyn vuoden 2024 tilinpäätösluvut eivät ole käytössämme. Käsityksemme mukaan yhtiön liikevaihto on kuitenkin vakaantunut. Varastotason arvioimme laskeneen ainakin absoluuttisesti jo melko selvästi vuoden mittaan. 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 ajan kasvulähtöjen realisoimista ajatellen.

## Tehtaat ovat vastuussa kokonaisuudesta

Incap raportoi liikevaihtonsa ainoastaan konsernitasolla ja maantieteellisiin alueisiin jaettuna. Tuotantolaitoksittain katsottuna Viron, Slovakian ja Intian toimitukset suuntautuvat käsityksemme perusteella pääosin Eurooppaan, kun taas Intian, Ison-Britannian ja Yhdysvaltojen yksiköt toimittavat valtaosan Pohjois-Amerikan ja Aasian toimituksista.

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 arvioimme 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. Yhdysvalloista löytyy molempia. Toki tiettyjen sovellusten erityispiirteistä ja toimialojen paikallisista valmistusklustereista — kuten esimerkiksi lääketieteellisten

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

Itsenäisinä tulosityksikköinä operoivat tehtaat 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 myös Hongkongin hankintayksikköä hyödyntämällä. Hankintamalli 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 (vrt. pääkonttoritoiminnoissa on töissä noin 5 henkeä). Tämä puolestaan on johtanut erittäin mataliin yleiskuluihin, nopeaan operatiiviseen reagointikykyyn ja erinomaiseen kulutietoisuuteen. Pidämmekin juuri näitä elementtejä ja siten kokonaisuudessaan hyvin tehokkaaksi viritettyä toimintamallia Incapin keskeisimpinä kilpailuvaltteina, mitkä yhdessä Intian tuotannon hyvin matalien henkilöstökulujen kanssa mahdollistavat yhtiölle toimialan mittakaavassa huippuluokan kannattavuuden. Huomionarvoista kuitenkin on, että yhtiö on kyennyt ylläpitämään vahvaa kannattavuutta sekä kasvussa aikavälillä 2020–H1’23:n että liikevaihdon sakatessa H2’23–H1’24:lla. Mielestämme tämä

## Tuotantolaitosverkosto 1/2



Intia

|                           |                                                                                                             |
|---------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Kuvaus                    | Tumkurissa on tällä hetkellä kolme yksikköä                                                                 |
| Lattian kokonaispinta-ala | 34 500 m <sup>2</sup>                                                                                       |
| Työntekijöiden määrä      | 1 780 työntekijää                                                                                           |
| Erityisosaaminen          | Erittäin kustannustehokkaassa volyymituotannossa, mutta kyvykkyudet myös esisarjoihin ja muihin tukitoimiin |
| Tuotantoportfolio         | Laaja tuotantoportfolio sisältäen mm. muuntajia, UPS-laitteita ja tankkauspäätteiden elektroniikkaa         |



Viro

|                           |                                                                                                                                         |
|---------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Kuvaus                    | Kuressaaren tuotantolaitos palvelee vakiintuneita ja startup-vaiheessa olevia toimijoita, joiden ensisijaiset kohdemarkkinat Euroopassa |
| Lattian kokonaispinta-ala | 7 300 m <sup>2</sup>                                                                                                                    |
| Työntekijöiden määrä      | 127 työntekijää                                                                                                                         |
| Erityisosaaminen          | Uusien tuotteiden tehokas ylösajo laajan palvelutarjoaman erityisosaamisena                                                             |
| Tuotantoportfolio         | Painopiste korkean teknologisen vaatimustason osa- tai kokonaistoimituksissa                                                            |

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/8

onkin hyvä osoitus siitä, että toimintamallissa on kestävyyttä, vaikka varsinaisesta kestävästä kilpailuedun lähteestä puhumista emme tältä osin kuitenkaan pidä perusteltuna mallin periaatteessa kopioitavissa olevat osat noteeraten. H2'23:n suoritus kertoo myös mielestämme, että myös Intian ulkopuolisilla tehtailla kannattavuus on erittäin vahva toimialan kontekstiin suhteutettuna.

## Kaksi kolmannesta toimituksista oli Box Build – kokoonpanoja viime vuonna

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 kohtuullisen moderneja, mitä heijastellen uskomme myös varsinaisen piirilevyosaamisen olevan kilpailukykyisellä tasolla.

Piirilevyjen ladonnan perustavanlaatuisesta luonteesta huolimatta sen luoma lisäarvo ei arviomme mukaan ole yksittäisenä tai itsenäisenä toimintona tavattoman suuri. Tätä mukaillen kilpailukykyinen piirilevyosaaminen tuleeekin mielestämme mieltää suhteellista etumatkaa tuovan kyvykkyyden sijaan pikemminkin eräänlaisena hygieniatekijänä ja siten perusvaatimuksena lisäarvoltaan korkeampien operaatioiden, kuten Box Build - kokoonpanojen, koko tuotekokonaisuuden elinkaaripalveluiden ja muiden räätälöityjen osaprosessien toteuttamista ajatellen. Erityisesti Box Build - kokoonpanoissa Incapin osuus loppusovelluksen

arvoketjusta on leveä, sillä tällöin yhtiön vastuulla on koko tuotteen valmistaminen (ml. materiaalien hankinta, kaapelointi- ja johtosarjatyöt sekä tuotetestaus) ja toimittaminen aina laitevalmistajan jakelukanavaan saakka. Leveän arvoketjulohkon hallitseminen puolestaan tarkoittaa korkeamman lisäarvon ohella myös pelkkää piirilevyladontaa parempaa asiakaspitoa ja vahvempaa asiakassuhdetta. Viime vuonna Incapin toimituksista 65 % oli Box Build –kokoonpanoja, joten yhtiö on saanut korkean lisäarvon toimitukset hyvään kokoluokkaan.

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

Sopimusvalmistajien tuotantolinjat ovat tyypillisesti standardoituja, eikä suhteellisen kilpailuaseman parantaminen saati etumatkan hankkiminen pelkin laiteinvestoinnein ole mielestämme tehtävissä. Incapin tuotantoprosesseissa on kohtuullisista automaatioasteista huolimatta yhä paljon henkilöintensiivisiä vaiheita, ja niitä hallitsevat henkilöt ovat muuttuvia palasia. Korkea henkilöintensiiteetti ja saumattomasti etenevän

## Tuotantolaitosverkosto 2/2



### Iso-Britannia

|                           |                                                                                                                |
|---------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Kuvaus                    | Newcastlessa sijaitsevalla yksiköllä kattavat resurssit kokonaistoimitusten tarjoamiseen                       |
| Lattian kokonaispinta-ala | 4 400 m <sup>2</sup>                                                                                           |
| Työntekijöiden määrä      | 171 työntekijää                                                                                                |
| Erityisosaaminen          | Pitkä kokemus erityisesti puolustusväline-, turvallisuus- ja ilmailupuolen asiakkaita sekä prototyypisarjoissa |



### Slovakia

|                           |                                                                                       |
|---------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|
| Kuvaus                    | Namestóvon tuotantolaitos on käytännössä peilikuva Ison-Britannian yksikön kanssa     |
| Lattian kokonaispinta-ala | 6 400 m <sup>2</sup>                                                                  |
| Työntekijöiden määrä      | 340 työntekijää                                                                       |
| Erityisosaaminen          | Erityispiirteinä yksi täysin autoteollisuuden palvelemiseen valjastettu tuotantohalli |

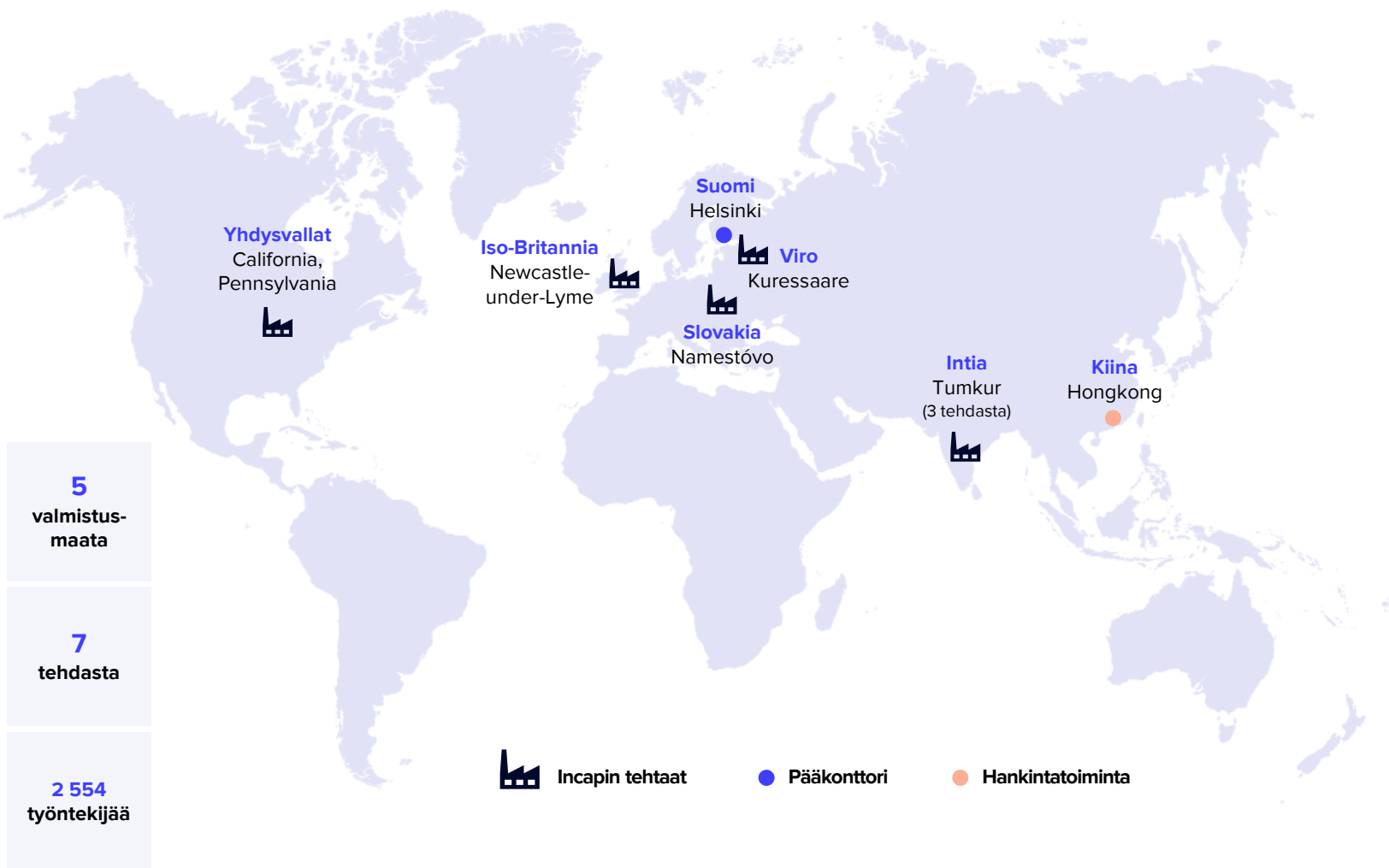


### Yhdysvallat

|                           |                                                                                            |
|---------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------|
| Kuvaus                    | Pennatronics yritystalon yhteydessä haltuun otettu tuotantolaitos                          |
| Lattian kokonaispinta-ala | 6 500 m <sup>2</sup>                                                                       |
| Työntekijöiden määrä      | 133 työntekijää                                                                            |
| Erityisosaaminen          | Tehdas palvelee etenkin pohjois-amerikkalaisia asiakkaita useilla eri teollisuuden aloilla |

Lähde: Incap, Inderes

# Incap toimii maailmanlaajuisesti



## Incapin liiketoiminta tiivistettynä



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/8

prosessivirran tärkeys asettavatkin henkilöstön osaamistasoon kohdistuvat vaatimukset melko korkeiksi. Siten henkilöstön rekrytointi ja siitä kiinni pitäminen ovat tärkeitä osia pitkän aikavälin kilpailukyvyn muodostumisessa.

## Kova tilauskanta on lyhyt

Sopimusvalmistajan kysynnän vaihtelut voivat olla voimakkaitakin, sillä asiakkaat käyttävät sopimusvalmistajia tyypillisesti puskureina omien loppukysyntöjensä vaihteluille. Arviomme mukaan Incap sai asiakkailtaan ennen pandemiaa vallinneissa normaaleissa olosuhteissa (ts. komponenttien toimitusaika tavanomainen) sekä varsinaisia tilauksia että ei-sitovia tarve-ennusteita noin 3–6 kuukauden jaksolle. Komponenttipulassa ikkuna venyi 12–24 kuukauteen, mutta komponenttipulan helpotettua vuonna 2023 näkyvyys on käsityksemme mukaan supistunut noin 6 kuukauden horisonttiin.

Tästä kasasta niin sanottujen kovien tilausten kantama on

kuitenkin vain muutamien viikkojen mittainen, mikä tekee tilauskannasta rakenteellisesti melko lyhyen. Näin ollen Incapin näkyvyys liiketoiminnan kehitykseen on melko lyhyt, vaikka etenkin asiakasportfolion kypsemässä päässä majailevien asiakkaiden liiketoiminnat ovat

arviomme mukaan kohtuullisen 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 ota, sillä asiakkaat ovat lähtökohtaisesti sitoutuneet ostamaan hankitut komponentit omakustannehintaan, jos he peruvat tuotetilauksen komponenttitilauksen tekemisen jälkeen. Komponenttien ajoittaisista saatavuusongelmista (esim. vuoden 2022 tilanne) johtuen niiden markkinahinnat voivat heilahdella voimakkaastikin. 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 omissa näpeissä olevien kulujen vähentämisen jälkeen jäljelle voi jäädä tavoitteiden mukainen marginaali. Komponenttien hintojen heilahtelut voivat kuitenkin lyhyellä aikavälillä vaikuttaa yhtiön käyttöpääoman tasoon.

Lisäksi tilauskannan lyhyt rakenne voi jossain määrin vaikeuttaa tilaus-/toimitusketjun hallittavuutta olosuhteissa, joissa vahvistetut kovat tilaukset poikkeavat merkittävästi annetuista tarve-ennusteista. Tämän taustalla on se, että lyhyellä aikavälillä kapasiteetin jousto on rajallinen etenkin silloin, kun kovat tilaukset jäävät tarve-ennusteita matalammiksi. Pääinvastaisessa tilanteessa kapasiteetin

## 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

### Myynnin 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

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, mutta mahdollistaa korkean marginaalin

Incapin kulurakenteesta kiinteiden kulujen osuus on hyvin pieni, sillä elektroniikkavalmistuksen perusluonteesta ja myös 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 hyvin 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 kasvuvauhdeissa, uskomme kulurakenteen voivan pysyä vielä melko pitkään nykyisen kaltaisena. Kevyen kulurakenteen seurauksena Incapin realisoitavissa olevat skaalaedut ovat rajalliset, eikä liikevaihdon kasvu skaalaudu tietyn perustason saavuttamisen jälkeen juurikaan. Tuotemix voi heiluttaa varsinkin kvartaalitasoon kannattavuuksia 1–2 %-yksiköllä.

Kevyen kustannusrakenteen ja nopean reagointikyvyn kautta yhtiöllä on joustoa laskevaa volyyymitasoa vastaan, kuten H2'23:lla nähtiin. Kevyt kustannusrakenne ja järkevät

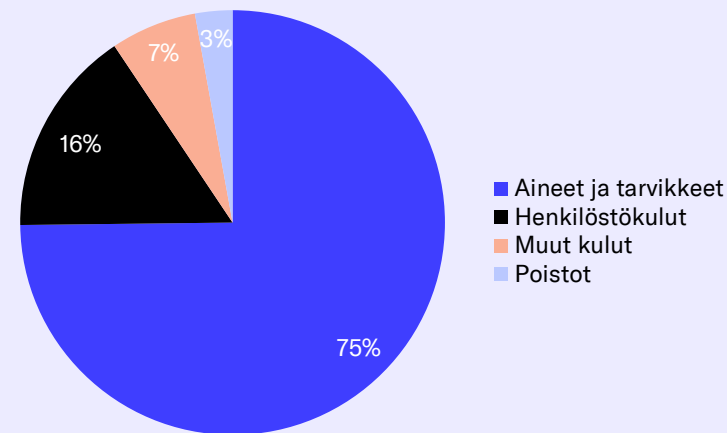
joustopisteet luovat Incapille mielestämme erinomaiset lähtökohdat korkean marginaalitasoon saavuttamiselle laskevankin liikevaihtotason ympäristössä. Tämä taas on suotuista asia kokonaisriskiprofiiliin kannalta.

## Pääomatarpeet ovat rajallisia

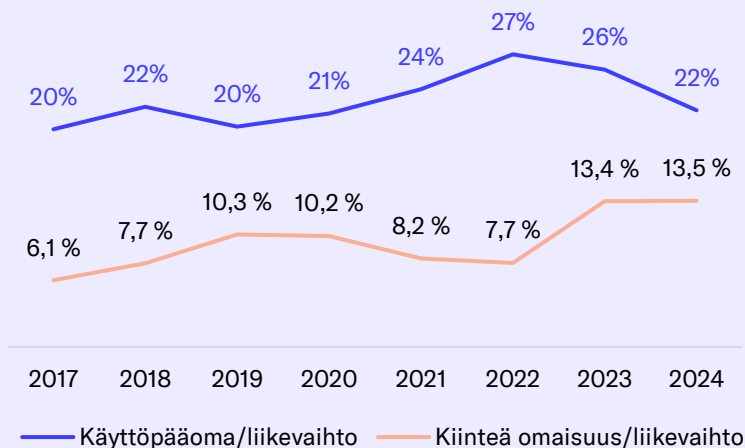
Vuonna 2023 kiinteän pääoman (ml. IFRS 16:n mukaiset omaisuususerät) osuus liikevaihdosta oli noin 13 %, mitä voidaan pitää maltillisena tasona. Taseen loppusummaan suhteutettuna kiinteän pääoman osuus oli 14 %. Myös tämä indikoi liiketoiminnan matalaksi luokiteltavasta pääomatarpeesta. Kiinteän pääoman matala tarve selittyy etenkin sopimusvalmistuksen luonteella, joka on henkilöintensiivistä ja laitekannaltaan huomattavasti esimerkiksi prosessiteollisuutta kevyempää. Tätä heijastellen toimialan kiinteät laiteinvestoinnit onkin tyypillisesti kyetty toteuttamaan varsin lineaarisesti kasvavan kysynnän mukana, mikäli vain tehtaiden seinä- ja lattiatiloissa on varaa. 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 yhtiöitä välttämään katetasojen kannalta ikävät ylikapasiteettitilanteet.

Nettokäyttöpääomaa Incapin toimintaan on tyypillisesti sitoutunut 20-25 % liikevaihdostaan. Viime vuosina yhtiön myyntisaamisten ja ostovelkojen kiertoajat olivat optimaaliset (myyntisaamiset < ostovelat). Tämä on sopimusvalmistajan yleisesti ottaen haastava arvoketjuasema huomioiden mainio suoritus. Kokonaisuutena käyttöpääoma-% on kuitenkin ollut lievässä nousussa. Arvioimme, että Intian tehtaan

Kustannusrakenteen jakauma (2024)



Pääoman sitoutuminen



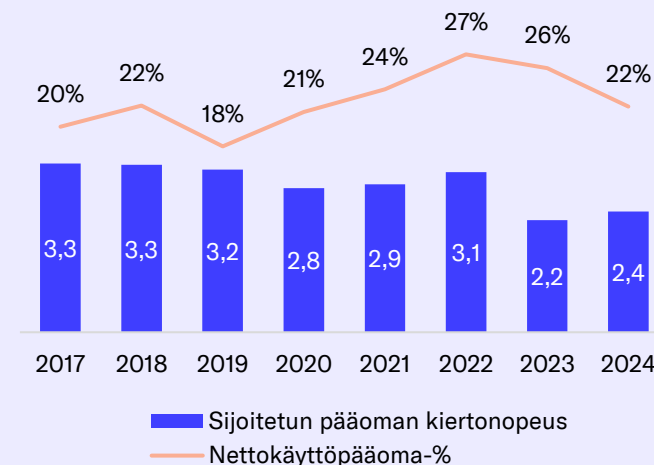


# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 8/8

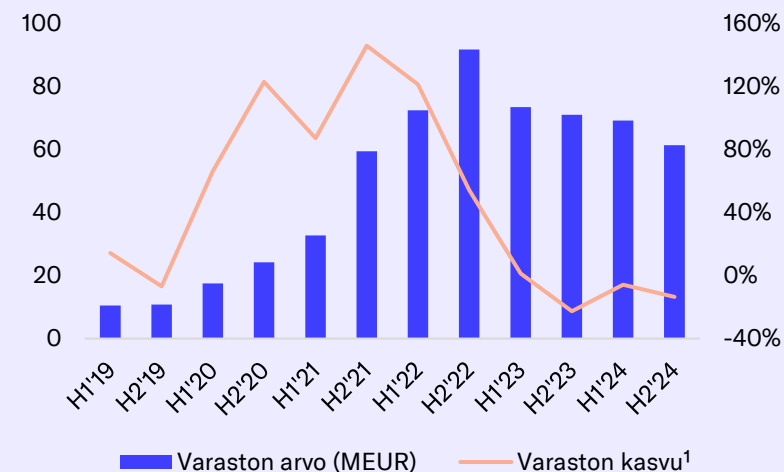
liikevaihto-osuuden kasvulla ajan yli voi olla lievä käyttöpääomaa sitova taipumus, kun Intiasta toimitetaan suuria määriä Eurooppaan. Yhtiö on kuitenkin saanut normalisoitua varastonsa korona-ajan poikkeuksellisen korkeista tasoista. Incapin toiminta onkin käyttöpääomaintensiivistä, sillä viime vuosien toteutuneilla numeroilla Incap on yksinkertaistaen saanut 1 MEUR:n liikevaihdon kasvusta käyttökattetta noin 0,15 MEUR ja käyttöpääomaan on sitoutunut noin 0,25 MEUR. Siten Incapin vuosien 2021–2022 voimakkaan orgaanisen kasvun aikana yhtiö ei juuri tuottanut liiketoiminnan rahavirtaa väkivahvasta tuloksesta huolimatta, vaan tulos sitoutui varastoon. Vuosien 2023–2024 volyymin laskun hopeareunus kuitenkin oli, että kassavirta parani selvästi. Lyhyellä tähtäimellä tulos- ja kassavirta voivat jatkossakin kertoa eri tarinoita, mutta suurempaa huolta asiasta ei mielestämme tarvitse kantaa.

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



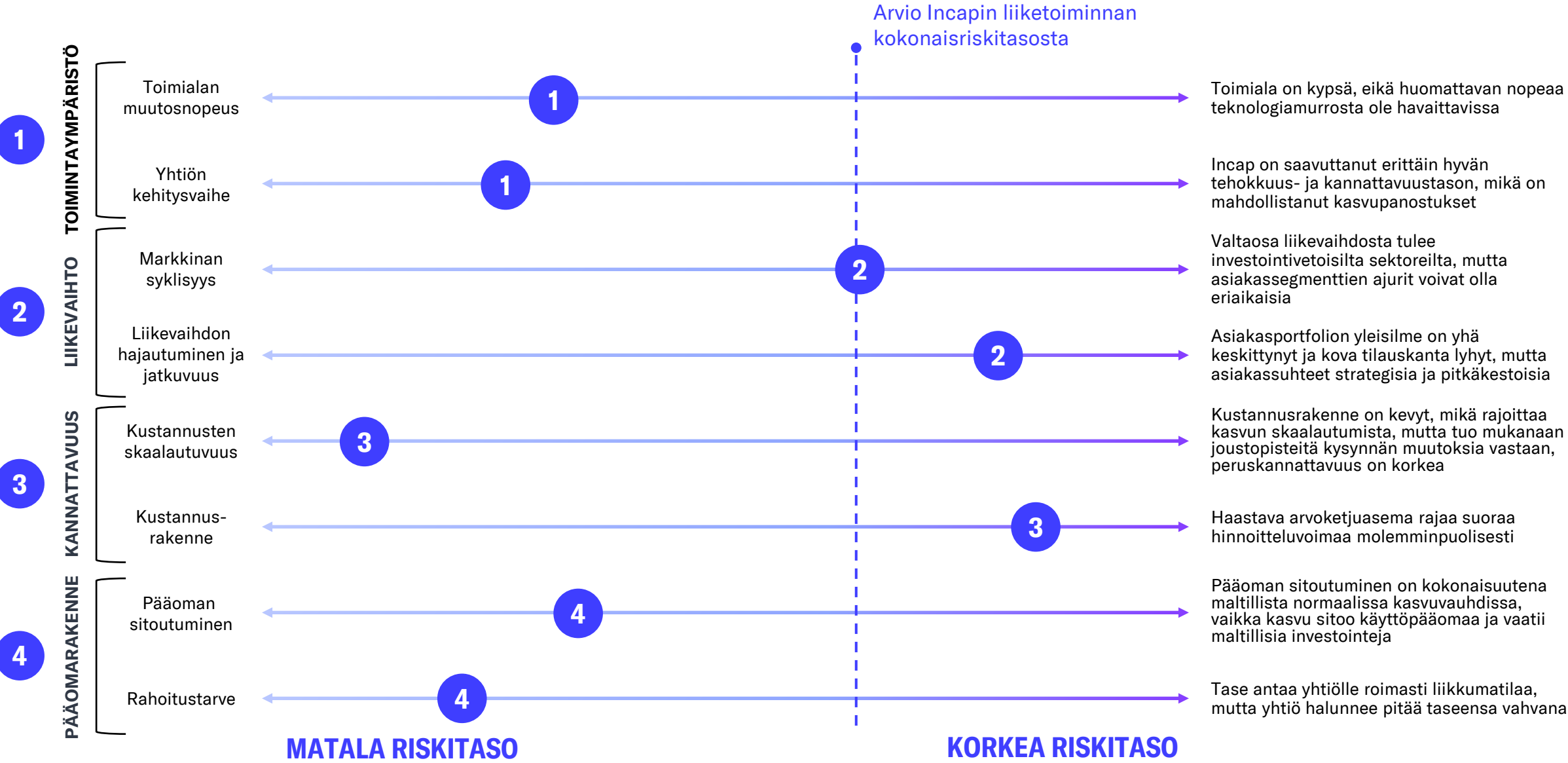
### Varaston kehitys



Lähde: Incap, Inderes

<sup>1</sup>Kasvu vuoden takaiseen nähden

# Liiketoimintamallin riskiprofiili



# Toimiala ja kilpailukenttä 1/5

## Kokonaismarkkina on valtava

Eri tutkimusyhtiöiden arvioiden mukaan globaalin elektroniikkatuotannon yhteenlaskettu liikevaihto oli vuonna 2022 noin 2200 miljardia dollaria. Emme usko kokonaismarkkinan kasvaneen radikaalisti vuosina 2023–2024 talouden turbulenssi huomioiden. 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 tuotteiden oikeuksia. Eri toimintamallit, jakelijoita lukuun ottamatta, kilpailevat kuitenkin jossain määrin toistensa kanssa (mm. valmista / osta -päättöksenteko), minkä takia Incapille relevantin kohdemarkkinan alkupisteenä on mielestämme järkevä katsoa koko elektroniikkamarkkinaa.

Varsinaisen sopimusvalmistusmarkkinan on puolestaan arvioitu olevan reilun 550 miljardin dollarin suuruinen. Vaikka Incap ei olekaan läsnä kaikissa markkinan segmenteissä, pelikenttä on Incapin omaan kokoluokkaan suhteutettuna valtava. Näin ollen emme näe sen rajaavan yhtiön kasvumahdollisuuksia.

## Aasia kokoluokaltaan suvereeni

Maantieteellisesti tarkasteltuna Aasia on markkinan ykkönen. Toimialan suurimmat aasialaiset yhtiöt kuten Hon Hai (Foxconn), 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 hallitseman osuuden taustalla on alueen historiallisesti kehittyneitä talouksia matalampi kustannustaso, joka on omien hintakilpailukykyjen säilyttämiseksi houkutellut alueelle laitevalmistajia ja niiden alihankintaketjuja. Aasian sisällä kuludynamiikka on kuitenkin viimeisen vuosikymmenen aikana elänyt, sillä etenkin Kiinassa voimakkaasti kohonneet kustannukset ovat ohjanneet uutta ja siirtäneet vanhaa tuotantoa edullisimmille alueille, kuten Intiaan ja Vietnamiin. Nousseen kulutason ohella tätä siirtymää on edesauttanut myös Kiinaan liittyvät kauppa- ja geopolittiset 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. 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.

## 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



Palveltarjoamiltaan tai maantieteellisiltä peitoiltaan hieman suppeammat, mutta joustokykyiset ja ketterät yhtiöt

# Toimiala ja kilpailukenttä 2/5

## Markkinassa neljä lohkoa

Markkina voidaan jakaa neljään segmenttiin, jotka ovat kuluttajaelektroniikka, teollisuuselektroniikka, elektroniset komponentit ja julkisen sektorin elektroniikka (esim. maanpuolustus). Kuluttajaelektroniikassa 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. Kuluttajaelektroniikassa tuotesykliit ovat lisäksi lyhyitä – noin 2-3 vuoden mittaisia – ja kilpailu luonteeltaan hintavetoista ja raastavaa.

Incap on asemoitunut teollisuuselektroniikkaan, jossa tuotetekninen vaatimustaso on yleisesti ottaen korkea ja toimituserät keskimäärin selvästi kuluttajaelektroniikkaa pienempiä (high mix / low volume). Teollisuuselektroniikassa 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 teollisuuselektroniikan kilpailutilanteesta terveemmän luoden pienemmillekin toimijoille houkuttelevia liiketoimintamahdollisuuksia. Haasteena pienempiin kokonaisuuksiin hajoavassa liiketoiminnassa voi kuitenkin olla voimakkaampi alttius sitoa käyttöpääomaa. Julkisen sektorin elektroniikan dynamiikka vastaa jokseenkin teollisuussektoria. Komponenteissa Incap ei ole mukana

Vaikka teollisuuselektroniikassa volyymit ovat pääasiassa matalampia ja kuluttajaelektroniikassa korkeampia, löytyy segmenttien sisältä poikkeuksia. Myös Incapiltä löytyy joitain kuluttajatuotteita portfolioissa eikä niiden potentiaalia ole

syytä ylenkatsoa.

## Kasvukuva on oiva ajan yli

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 vahvojen ajureiden myötä terveenä, joskin yleistalouden heikentyminen syö tyypillisesti lyhyen ajan kasvun edellytykset (vrt. esimerkiksi vuosi 2024). Vihreä siirtymä ja siten pidemmäksi aikaa kasvavat investoinnit voivat olla potentiaalinen ajuri väliaikaisen tasaantumisen jälkeen. Maantieteellisesti kasvun on arvioitu olevan vauhdikkainta Aasiassa, jonka uskotaan yltävän 4-6 % vuotuiseseen kasvuun. Euroopassa ja Pohjois-Amerikassa markkinatason kasvun on sen sijaan arvioitu jäävän 2-3 % tasolle yleistalouden hitaampaa kehitystä mukaillen.

Vahvin kasvunäkymä on lähivuosien osalta etenkin länsimaissa puolustussektorilla, jossa lähivuosille on väläytelty jopa 20 %:n vuosikasvun potentiaalia Euroopan vahvistaessa sotilaallista kapasiteettia. Incapille puolustus ei ole kuitenkaan vielä erityisen merkittävä asiakassegmentti kokonaisuuden mittakaava huomioiden, mutta uskomme yhtiön pyrkivän vahvistamaan asemiaan sektorilla lähivuosina.

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

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

Teollisuuselektroniikassa ulkoistamisaste on tyypillisesti ollut selvästi kuluttajaelektroniikkaa matalampi, sillä pienemmät ja vaativammat toimituserät nostavat kynnystä tuotannon suuremmalle ulkoistamiselle. Arvioimme kuitenkin, että sopimusvalmistajien tarjoamien hyötyjen myötä omien valmistusresurssien pienentäminen kasvattaa suosiotaan myös teollisuuselektroniikan laitevalmistajien ja erityisesti markkinoille tulevien uusien yhtiöiden keskuudessa (ts. ei ison kokoluokan tuotantoinvestointeja). Tätä peilaten uskomme, että kasvavaa kysyntää tullaan enenevässä määrin ohjaamaan kilpailukykyisille sopimusvalmistajille. Teollisuuselektroniikan ulkoistamisaste on käsityksemme mukaan nyt vain noin 35 %, mitä heijastellen ulkoistamisasteen pienikin nousu tarjoaisi sopimusvalmistajille absoluuttisesti suuressa markkinassa mittavan määrän lisämyyntiä. Puolustussektorilla nopea tarve kasvattaa tuotantokapasiteettia voi myös nostaa ulkoistamisasteita.

# Toimiala ja kilpailukenttä 3/5

## Incap on vahvoilla

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

Incapin tuotantolaitosverkoston rakenne on mielestämme hyvä, sillä yhtiö kykenee tarjoamaan globaaleille ja sellaisiksi pyrkiville asiakkailleen loogisen reitin tuotekehityksen lähellä valmistetuista protosarjoista aina kulutehokkaaseen ja loppumarkkinoiden kyljessä sijaitsevaan volyymituotantoon useilla mantereilla. Erityisesti maailman suurimmassa demokratiassa sijaitsevat Intian tuotantolaitokset ovat yhtiölle merkittäviä valttikortteja paikallisen markkinan massiivisuuden, otollisen sijainnin (ts. Kiina-riskien noususta hyötyminen) ja vahvan hintakilpailukyvyn vuoksi. Lisäksi yhtiöllä on tarjota myös paikallista tuotantoa Yhdysvalloissa, mikä on mielestämme vahvuus globaalin kauppapolitiikan kiristymisen takia, vaikka kokonaisuutena merkittävät tullit ja niiden vastatullit olisivat lähtökohtaisesti negatiivinen asia myös Incapille. Nämä tekijät, olemassa oleva investointikyvykyky sekä kokonaistoimituksiin taipuva toimintamalli huomioiden pidämme Incapin asemaa

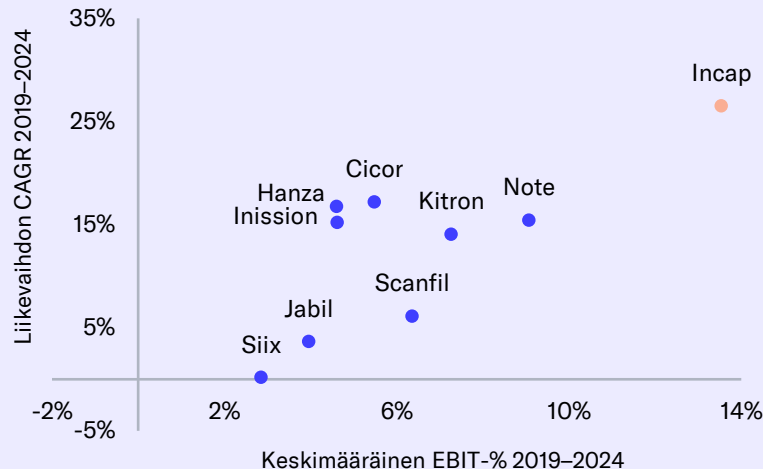
suhteessa kohdemarkkinaan ja sitä muokkaaviin voimiin perustellusti vahvana.

## Kilpailua piisaa

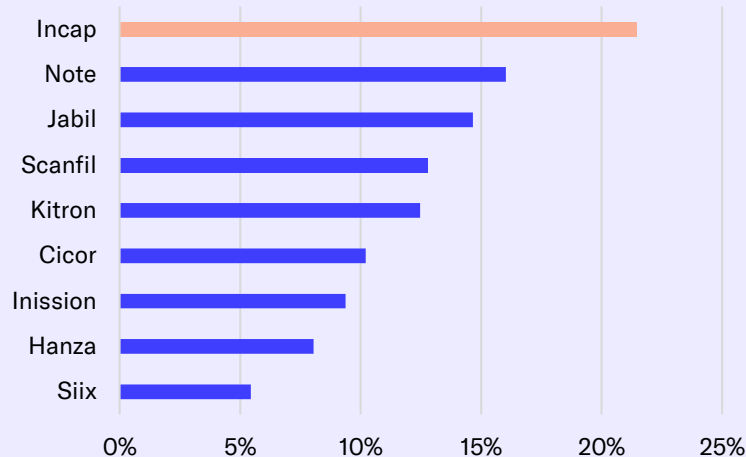
Toimialan ansaintalogiikasta, sopimusvalmistajien arvoketjuasemista ja siten rajallisista hinnoitteluvoimista johtuen kilpailuympäristön perusluonne on kova. Tästä huolimatta toimialan asiakaspysyvyys on tyypillisesti ollut hyvä. Tätä tukee arviomme mukaan etenkin se, että sopimusvalmistajan vaihtamisesta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

Toiminnan globaalista rakenteesta huolimatta asiakassuhteiden paikallisuus on säilynyt vahvana. Tästä syystä Incapilla on arviomme mukaan asiakkainaan paljon pohjoiseurooppalaisia, isobritannialaisia, yhdysvaltalaisia ja Baltian maista tulevia asiakkaita, kun taas esimerkiksi keskieurooppalaisilla valmistajilla asiakasportfoliot koostuvat selvemmin paikallisten kohdemarkkinoiden toimijoista. Siten Incapin kilpailukenttä vaihtelee alueellisesti ja taistoja käydäänkin tyypillisesti eri yhtiöiden kanssa Euroopassa, Pohjois-Amerikassa ja Aasiassa. Käsityksemme mukaan Incap kohtaa kuitenkin melko harvoin kilpailussa pohjoismaisia verrokkejaan, sillä Incapilla ei ole lainkaan tuotantoa Skandinaviassa. Alueellisten tekijöiden lisäksi kilpailutilanteeseen vaikuttaa myös alla oleva teollisuudenala (ts. kilpailijoiden asemoitumiset) sekä asiakkaan kokoluokka ja ratkaisutarve.

## Listattujen toimijoiden taloudellinen kehitys



## Keskimääräinen ROIC-% (2019-2024)



Lähde: Bloomberg, Inderes



# Toimiala ja kilpailukenttä 4/5

## 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 väkevää investointikykyä ja siten edellytyksiä kilpailukentän vallitsevan dynamiikan muuttamiselle, mutta emme silti pidä tätä akuuttina uhkana Incapille.

Toisessa kerroksessa olevien yhtiöiden liikevaihto on vuositason 200 - 1 000 MEUR. Nämä yhtiöt operoivat tyypillisesti globaaleilla toimintamalleilla, mutta ovat keskittyneet yhteen tai useampaan markkinasegmenttiin. Kuluttajaelektroniikan massatuotannot ovat pääosin näiden toimijoiden kyvykkyyksien ulkopuolella, mutta joustavuudet ja ketteryudet ovat kuitenkin vielä riittäviä tuomaan kilpailukykyä pienempien valmistuserien ja räätälöidyn asiakaspalvelun suunnalla. Mielestämme suuri osa keskeisimmistä kilpailijoista tulee tästä lohkosta. Keskisuurista yhtiöistä mainitsemisen arvoisia nykyisiä tai 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 kilpailuvaltit kulminoituvat puolestaan ketteryuteen ja joustavuuteen, erikoistuuotteisiin sekä nopeisiin läpimenoaikoihin. Näistä yhtiöistä Incapin kanssa kilpailee muun muassa ruotsalainen Inission, ranskalainen Lacroix, suomalaiset Kyrel ja Darekon sekä isobritannialaiset JJS Manufacturing ja SMS Electronics. Lisäksi Incap kisailee sekä useiden proto- ja piensarjatuotantoihin erikoistuneiden pienten paikallisten toimijoiden että laitevalmistajien omien tuotantojen kanssa.

## Konsolidaatio muokkaa kilpailukenttää

Kokonaisuudessaan 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 suotuisa asia, sillä se tarjoaa runsaasti yrittäjäjärjestelymahdollisuuksia.

## Incap on toimialan kärkeä

Incapin kannattavuustaso on toimialan kärkipäätä, mikä on

mielestämme konkreettinen osoitus sekä onnistuneesta strategisesta asemoitumisesta että keskeisimpien vahvuuksien purevuudesta ja toki myös suurimman asiakkaan liiketoiminnan keskimäärin vahvan kasvun yhtiölle antamasta myötätuulesta. Korkea kannattavuus ei kuitenkaan kumpua suhteellisesta hinnoittelusta, 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 vaan saavutetun 13-15 %:n tason ylläpito olisi jo erittäin hyvä suoritus.

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

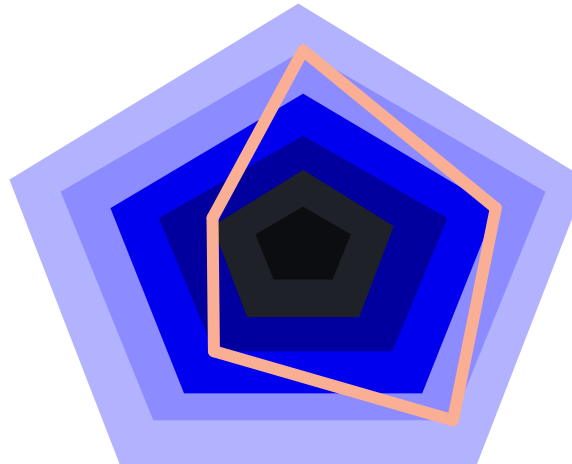
# Toimiala ja kilpailukenttä 5/5

## Nykyinen kilpailutilanne (merkittävä\*)

- Valmistajien lukumäärä on globaalisti hyvin suuri ja arvoketjuasemat ovat kroonisesti haastavia
- OEM-yhtiöiden kustannusrakenteet kohtuullisen jäykkiä, mikä lisää niiden hintaherkkyyttä ja kiristää osaltaan kilpailua
- Pitkän aikavälin terve kasvukuva 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 konkreettinen uhka sopimusvalmistajien tarjoamat kokonaishyödyt huomioiden
- Näköpiirissä ei myöskään ole havaittavissa muutosvoimia, jotka syrjäyttäisivät olemassa olevia tuotantoteknologioita



## Tavarantoimittajien neuvotteluvoima (kohtuullinen\*)

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

## Uusien kilpailijoiden uhka (matala\*)

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

## Ostajien neuvotteluvoima (merkittävä\*)

- OEM-yhtiöiden hankintaketjut tyypillisesti hajautetumpia kuin sopimusvalmistajien asiakasportfoliot (ts. OEM-yhtiö tärkeämpi sopimusvalmistajille kuin päinvastoin)
- Sopimusvalmistajien eteenpäin integroitumisen uhka on matala, kun taas OEM-yhtiöillä on myös omaa tuotantoa
- Sopimusvalmistajien differentointikyky ohut ja rajoittuu palvelutasolle, mutta vaihdon kustannukset voivat olla korkeita
- Teollisuuselektronikassa OEM-yhtiöiden hintaherkkyys matalampi kuin kuluttajaelektronikassa

# 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 arvolupauksen johdonmukaisella lunastamisella. Incapin strategian arvolupauksena onkin näkemyksemme mukaan olla sekä luotettava ja kilpailukykyinen valmistuskumppani korkealaatuisella ja toimitusvarmalla tarjoamalla.

## Kulutehokkuus avainasemassa

Incapin toimintamallia ja viimeisten vuosien tulospöytä on heijastellen on mielestämme yksiselitteistä, että korkea kulutehokkuus on avainasemassa strategian toteuttamista ajatellen. Kulutehokkuudella 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 tietyissä tilanteissa hieman leikkaamaan (ts. kyky kestää hintakilpailua on heikommin kannattavia kilpailijoita parempi). Toimialan luonteesta johtuen riittävä hintakilpailukyky on oleellinen hygieniatekijä, mitä peilaten jatkuva keskittyminen tehokkuuteen tulee jatkossakin olemaan yhtiön keskeisimpiä strategisia ja tietyiltä osin taktisiaakin prioriteetteja. Kilpailukentän edullisimman

valmistajan leiman metsästäminen ei kuitenkaan ole tarpeellista, eikä yhtiö tätä arviomme mukaan myöskään harrasta.

## Strategisia kumppaneita haetaan

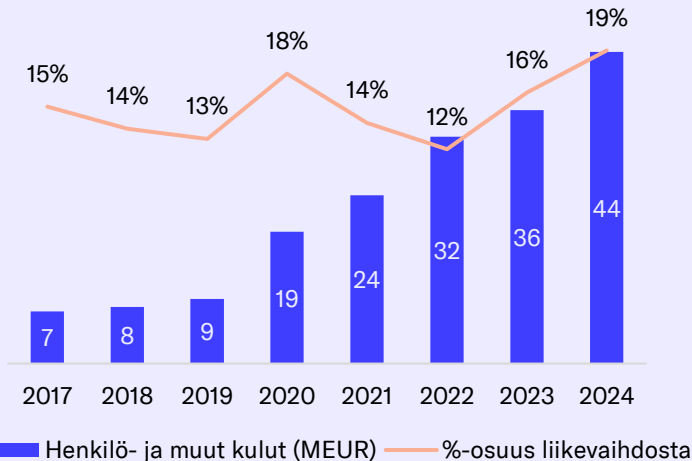
Korkealla kulutehokkuudella ja -tietoisuudella Incap pyrkii arviomme mukaan rakentamaan alustaa pitkäkestoisille asiakassuhteille ja siten strategisten kumppanuuksien solmimiselle. Tämä on loogista, sillä pitkät asiakassuhteet ovat arviomme mukaan tyypillisesti johtaneet asiakkaiden liiketoimintojen 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 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 tärkeitä mittareita. Tätä heijastellen arvioimme yhtiön pitävän alkuvaiheen tilausvirroiltaan pienempää, mutta kokonaan uudelta teollisuudenalalta

## Strategian ydin



## Henkilöstökulut ja muut kulut



# Strategia 2/5

tulevaa ja/tai kasvupotentiaaliltaan houkuttelevaa asiakasta strategisesti tärkeämpänä kuin kokoluokaltaan jonkin verran suurempaa, mutta kypsemässä markkinassa ja kehitysvaiheessa olevaa sekä potentiaalisesti äärimmäisen hintatietoista 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

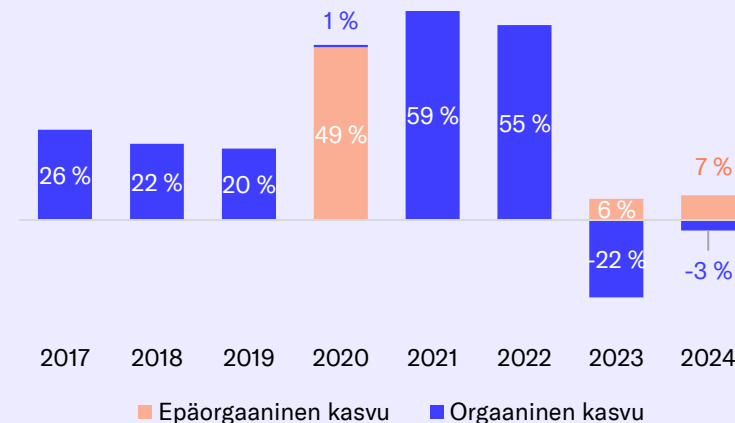
Strategiansa toteuttamisella Incap tähtää yllätyksettömästi liiketoiminnan kannattavaan kasvattamiseen (RONIC > WACC). Tämän työn kulmakivet muodostuvat arviomme mukaan pitkäkestoisten asiakassuhteiden säilyttämisestä ja niiden vahvistamisesta, etenevästä uusasiakashankinnasta, tehokkuustasojen ylläpitämisestä sekä yritysjärjestelyistä. Viime vuosina yhtiön operatiivinen suorituskyky on vakiintunut väkeväksi. AWS:n ja Pennatronicsin 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.

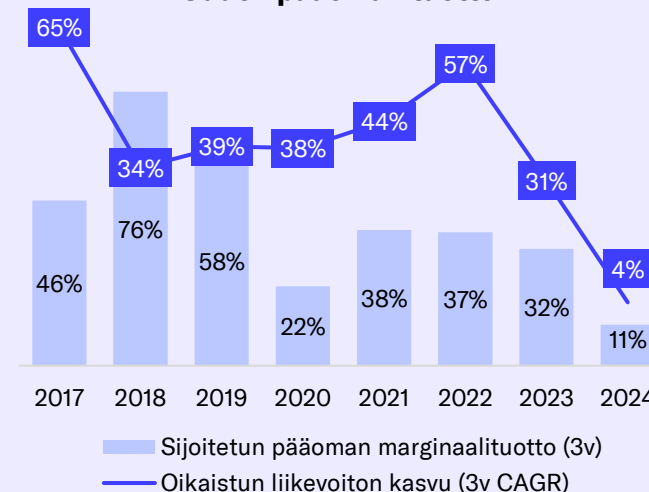
Orgaanista kasvua Incap tavoittelee sekä vakiintuneiden että uusien asiakkaiden kautta nykyisissä asiakassegmenteissään ja jatkossa lisäksi myös puolustussektorilla. Arviomme mukaan Incapin portfolion keskeisimmät asiakkaat ovat omilla toiminta-alueillaan kilpailukykyisiä yhtiöitä, mikä yhdessä Incapin omien vahvuuksien kanssa luo tukevan perustan näiden asiakkaiden mukana kasvamiselle. Omat ydinvahvuudet, AWS:n sekä Pennatronicsin hankinnan myötä laajentunut tuotantolaitosverkosto sekä globaalissa mittakaavassa vielä kohtuullisen pieni kokoluokka (ts. osuus absoluuttisesti suurimpien asiakkaiden tuotantoketjusta arviomme mukaan on vielä kohtuullisen pieni) petaavat järkevät edellytykset myös asiakaskohtaisille markkinaosuusvoitoille. Tällaiset voitot voivat mielestämme olla osaltaan myös pieniä riskienhallinnallisia onnistumisia, mikäli ne tarkoittavat asiakkaan sisällä esimerkiksi kokonaan uusiin sovelluksiin pääsemistä. Lisäksi etenkin Yhdysvaltoihin liittyvä kaksisuuntainen ja kiinnostava ristiinmyyntipotentiaali lienee vielä ainakin osittain hyödyntämättä.

Incapilla on portfoliossaan paljon myös varhaisen kehitysvaiheen pieniä yhtiöitä. Oikeilla asemoitumisilla ja innovatiivisilla ratkaisuilla tällaisten yhtiöiden liiketoiminnat voivat kasvaa 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 hallitsemmaa.

## Liikevaihdon kasvun rakenne



## Uuden pääoman tuotto\*



Lähde: Incap, Inderes

\*Viimeisen 3 vuoden aikana sijoitettu pääoma ja liikevoiton kasvu

# Strategia 3/5

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

## Yritysstot täydentävinä elementteinä

Incap pyrkii vauhdittamaan orgaanista kasvuaan yritysstojen kautta. Nykymuotoisen historiassa Incap on tehnyt kaksi ostoa eli vuonna 2020 AWS:n hankinnan ja vuonna 2023 Pennatronicsin oston. Strategisesti molemmat hankinnat oli merkittäviä, sillä niiden myötä maantieteellinen jalansija laajeni kokonaan uusille alueille ja sekä tuotantolaitosverkosto että kokonaistarjoama vahvistuivat. Pennatronics-ostolla Incap laajeni strategisesti USA:n markkinalle, missä olevan paikallisen tuotannon strategista merkitystä keväällä 2024 nähty kauppapoliittisen tilanteen kiristyminen kasvatti edelleen. Molemmat järjestelyt tasoittivat myös Incapin asiakasriskejä järjestelyjen toteutumishetkestä laskettuna.

Ainakin AWS:n ja Pennatronicsin kulttuurillinen sopivuus on ollut oiva, mistä ilman suurempia kipuiluja sujunut integraatiotyö, realisoituneet kulusynergiat ja tietyt ristiinmyynnin onnistumiset ovat konkreettisia osoituksia. Vaikka seuraavien yritysjärjestelyjen lopullinen järjestyminen on aina tapauskohtaista ja siihen vaikuttaa muun muassa sekä

maksettu hinta että ostetun liiketoiminnan luonne, suhtaudumme Incapin epäorgaanisiin kasvuaikaisiin lähtökohtaisesti positiivisesti. 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.

**Edulliset yritysstot** eli omaa arvostusta matalammat yritysstot voivat luoda lyhyellä aikavälillä omistaja-arvoa, mitä kautta myös pidemmän aikavälin arvonluontipotentiaali on hyvä. Matalilla kauppahinnoilla toteutetut järjestelyt tuovat lisäksi turvamarginaalia ostetun liiketoiminnan odotettua huonompaa kehitystä ja / tai mahdollista heikentymistä vastaan.

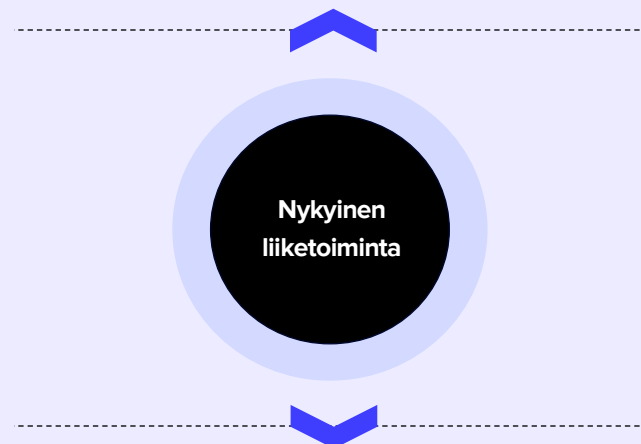
**Toimialan rakenne** on erittäin hajanainen. Tämä tarjoaa Incapille runsaasti kriittistä massaa yritysstovetoisen strategian toteuttamiselle.

Massiivisia kulusynergioita yritysstot 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.

## 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 kilpailukyvyn yhdistelmä luo pohjan myös kokonaan uusien sovellusten voittamiselle



### Uudet asiakkaat

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



# Strategia 4/5

## Lähestymistapa on laatua vaaliva

Arvioimme yhtiön noudattavan konservatiivista mallia potentiaalisten kohteiden haarukoinnin suhteen, emmekä näe Incapin olevan kiinnostunut tappiollisista tai hyvin heikolla kannattavuustasolla operoivista käännetyhtiöistä. Mielestämme tällainen laatua vaaliva lähestymistapa on perusteltua yritysjärjestelyihin liittyvät tavanomaiset riskit ja niiden hallinta huomioiden. AWS:ssä ja Pennatronicsissa Incap lienee myös onnistunut luultavasti nostamaan tehtaiden kannattavuuksia selvästi, vaikka molemmat yhtiöt olivat kannattavia jo valmiiksi.

Liiketoiminnan varsinaisen laadun lisäksi uskomme yhtiön olevan ostokohteiden seulonnassaan hyvin tarkka myös kulttuurisesta sopivuudesta. Incapin itsenäisinä operoivia tuotantoyksiköitä johdetaan yrittäjähenkisesti, minkä myötä organisaatiorakenteen ylätasolta tuleva kädenjälki on kevyttä ja päätöksenteko pääosin paikallisella tasolla tapahtuvaa. Tästä johtuen arvioimmekin Incapin olevan kiinnostunut erityisesti sellaisista toimijoista, jotka operoivat valmiiksi yhtiön omien periaatteiden mukaisesti ja joissa on vastuunottoon kykenevää henkilöstöä. Integraatioriskien laskemisen ohella tällainen valikoivuus on mielestämme järkevää myös tehokkuuden kannalta, sillä raskaammilla hallinto-operaatioilla ja keskitetyillä päätöksenteoilla varustettujen toimijoiden ostaminen väistämättä jäykistäisi Incapin omiakin rakenteita tai niiden henkilöstö ei pärjäisi ilman rakenteita.

Käsityksemme mukaan Incap pyrkii etsimään itsenäisesti mahdollisimman kohteita sekä luomaan mahdollisiin ostokohteisiin pitkäjänteisiä suhteita sekä vastaavasti välttelemään yleisessä tiedossa olevia ostotarjouskilpailuja.

Jälkimmäisiä järjestävät etenkin pääomasijoittajat, jotka pyrkivät maksimoimaan yhtiöstään saatavilla olevan hinnan nopeasti ja täysimääräisesti. Vastaavasti kohteita omatoimisesti löytämällä ja suhteita niihin rakentamalla yhtiön voi olla helpompi saavuttaa neuvotteluissa helpommin ”hyvä markkinahinta” sekä optimoida kauppojen ajoitusta tuotto-riskisuhteen valossa, vaikka tarjontaa Incapin kaltaisille yritysjärjestelyinnosta julkisesti kertoneille toimijoille tulee luultavasti kohtuullisesti passiivisesti odottamallakin. Näin ollen pidämme aktiivisuutta perusteltuna, mutta johdon aikaa ja resursseja tämä toki sitookin.

Maantieteellisesti uskomme painopisteen olevan Pohjois-Amerikassa, Keski-Euroopassa ja myös Kiinan ulkopuolisessa Aasiassa. Nämä ovat absoluuttiselta kooltaan valtavia lohkoja, joissa ulkoistamisasteella on selvää nousuvaraa. Näitä tekijöitä heijastellen kaikilta alueilta löytyy arvioimme mukaan kohtuullinen määrä Incapin kriteerit täyttäviä ja riittävän kokoluokan (liikevaihto > 25 MEUR) omaavia kohteita.

## Emme usko yhtiön tekävän isoja tehdasinvestointeja

Uuden tuotantolaitoksen rakentamiseen emme usko yhtiön lähtevän millään alueella nykyisen tuotantolaitosverkoston kapasiteettia ja kapasiteettipotentiaalia heijastellen (vrt. mahdollisuus hankkia lisää tehdaspinta-alaa mm. vuokrajärjestelyillä). Yhtiöllä olisi greenfield-tehtaaseen helposti varaa, mutta Tällainen tehdas olisi alkuun kuitenkin pelkästään nykyisten asiakkaiden varassa, mistä johtuen investointipanostusten ja positiivisen kassavirran välinen ajallinen kuilu jäisi auttamatta aivan liian pitkäksi.

## Yrityssostot

1

### Kulttuurinen sopivuus

- Ostettavan yhtiön on sovittava erinomaisesti Incapin yrittäjämäiseen ja joustavaan toimintakulttuuriin (mm. itsenäisesti toimivat tuotantoyksiköt ja niiden henkilöstö)
- Kulttuurisen sopivuuden tunnistaminen vaatii aikaa, mutta kartoitus- ja etenkin vaalimistyöhön panostaminen laskee integraatiovaiheeseen liittyviä riskejä
- Kulttuurillisesti yhteensopivissa kohteissa yhtiö voi myös onnistua välttämään tarjouskilpailut

2

### Taloudellinen suorituskyky

- Incapin resurssit erilaisiin käännearjoituksiin 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 ja taloudelliset tavoitteet 5/5 – SWOT



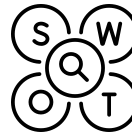
## Vahvuudet

- Erittäin kulutehokas ja nopeaan päätöksentekoon kykenevä toimintamalli
- Globaali ja suorituskykyinen tuotantolaitosverkosto
- Korkea peruskannattavuus ja pääoman tuottokyky
- Vahva tase



## Heikkoudet

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



## Mahdollisuudet

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



## Uhat

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

# Taloudellinen tilanne

## Taseessa on liikkumavaraa

Q1'25:n lopussa Incapin omavaraisuusaste oli 66 % ja nettovelkaantumisaste -23 %. Näin ollen yhtiön tase on erittäin vahva. Kassassa yhtiöllä oli 61 MEUR. Siten yhtiöllä on jopa tilillä likviditeettiä yritysostoihin, vaikka toki liiketoiminnan kasvun jatkaminen alkaisikin taas sitoa kassaa käyttöpääomaan. Incapin mittakaavassa merkityksellisiä alaskirjausriskejä taseessa ei mielestämme ole, sillä liikearvon määrä on hyvin vähäinen ja varaston osalta selkeimmät riskikohdat ovat jo takana.

Vahva pääomarakenne sekä hyvä kannattavuus- ja kasvuprofiili tukevat Incapin rakenteellista velankantokykyä ja taloudellinen liikkumatilaa. Emme silti yllätyisi, jos ulkoisien velkarahoittajien silmissä yhä keskittynyt asiakasrakenne rajaisi osin näiden vahvuuksien hyötyjä. Yhtiön kasvustrategian yritysostohaara huomioiden uskomme Incapin olevan kiinnostunut ajamaan koneistoaan tämänhetkistä tilannetta rohkeammalla 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 mielestämme kohtuullisesti vipua oman pääoman tuoton tehostamiseen.

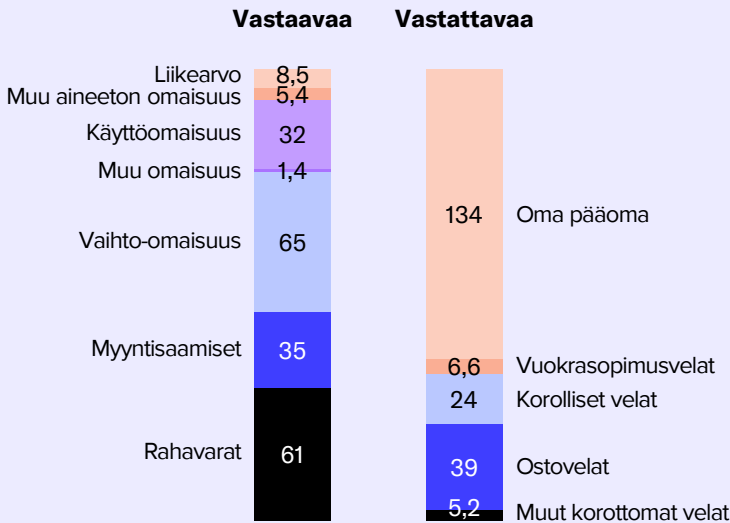
Q1'25:n lopun tasetta sekä mukavuusalueella pitämäämme velkaparametrejä heijastellen Incapilla olisi arviomme mukaan taseasemansa puitteissa yli 100 MEUR:lla velkapasiteettia epäorgaaniseen kasvuun, jos orgaaninen kasvu ei ylitä selvästi lähivuosien ennusteitamme. Listaamattomalle sopimusvalmistajalle

käsityksemme mukaan kutakuinkin tavanomaista ja arviomme mukaan vallitsevaakin tilannetta kuvaavaa 6x-8x EV/EBITDA-kerrointa soveltamalla tämä taas tarkoittaisi kykyä noin 12–17 MEUR:n (tai 35-50 %) operatiivisen tuloskasvun ostamiselle pelkällä velalla. Vaikka Incapin asettamiin kriteereihin sopivien ostokohteiden arvostuksen ovat hieman laskeneet vuosien 2023–2024 aikana, arvioimme kuitenkin yhtiön odottavan kärsivällisesti sopivaa tilaisuutta edetä epäorgaanisella rintamalla järkevällä tuotto-riskisuhteella. Lisäksi kauppohen toteutumien vaatii toki myös myyjien valmiuden myydä. Keskipitkällä sihdillä ostoja kuitenkin tulee varsin varmasti. Yhtiö on myös valmis nopeisiin liikkeisiin, sillä valtaosa Incapin kassavaroista on pankkitilillä eikä esimerkiksi matalan riskin rahamarkkinasijoituksissa.

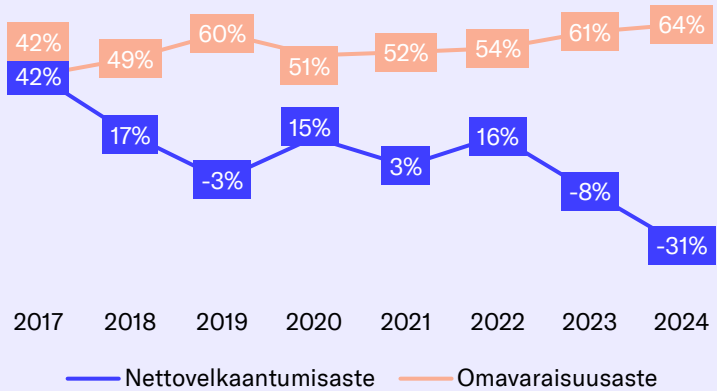
## Kassavirta normaalisti tulosta pienempi

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 lähivuosina. Pidemmälle katsottaessa hyvä kassavirta on edellytys myös voitonjaolle, vaikka aikaisemmin mainittuun tapaan toivomme osingon jäävän Incapin pääoman allokoinnissa korkeintaan pieneen siviinosaan.

## Yksinkertaistettu taserakenne Q1'25 (MEUR)



## Omavaraisuus ja nettovelka



# Ennusteet 1/4

## Ennustemalli

Ennustamme Incapin liikevaihdon kehitystä lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä alla olevien markkinakasvujen, arvioimiemme asiakaskohtaisten markkinaosuusmuutosten sekä suhteellisen kilpailukyvyyn 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 huomioiden sekä toimialan luonteen että yhtiön vahvuudet ja heikkoudet.

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

## Yhtiö ohjeisti tälle vuodelle tuloskasvua

Incap lähti vuoteen 2025 kohtuullisista lähtökohdista, sillä suurimman asiakkaan (arvioimme mukaan Victron Energy) varastokorjaus oli takana, inflaatio oli saatu hallintaa ja korot olivat laskussa sekä myös talouskasvuodotukset olivat myönteiset. Varjoa näkymien ylle loivat kuitenkin globaalin kauppapolitiikan kiristyminen etenkin presidentti Trumpin ajamana sekä arvaamaton geopolitiittinen tilanne. Näihin tekijöihin liittyvä epävarmuus oli nakertamassa investointivetoista kysyntää, kun asiakkailla ei ollut kiire edetä investointipäätöksensä kanssa.

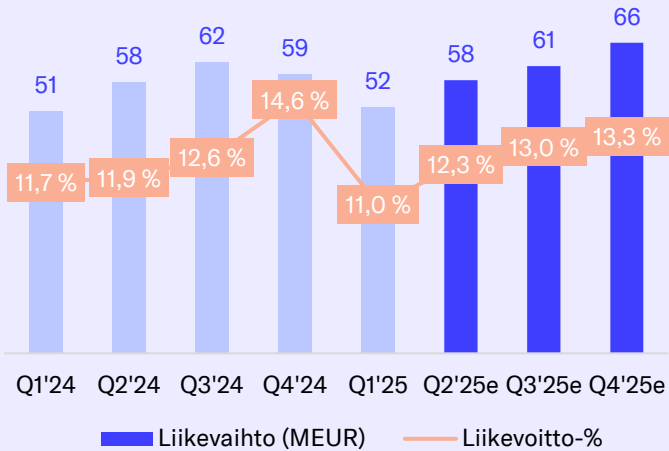
Vuoden alun kokonaisuutena varovaisen myönteistä tilannekuvaa peilaten Incap antoi helmikuussa kuluvalle vuodelle ohjeistuksen, jonka mukaan yhtiön liikevaihto ja liikevoitto (EBIT) vuonna 2025 ovat korkeampia kuin vuonna 2024. Incapin sanallisten ohjeistusten taustalla olevat prosenttirajat huomioiden tämä tarkoittaa käytännössä 0-20 %:n kasvua sekä liikevaihtoon että liikevoittoon viime vuoteen verrattuna. Käytännössä yhtiö siis ohjeisi kuluvalle vuodelle noin 230–276 MEUR:n liikevaihtoa ja 29,2–35,0 MEUR:n liikevoittoa (sis. PPA-poistot ja kertaerät).

## Startti vuoteen oli nihkeä ja ohjeistuksen saavuttamista joudutaan jännittämään jo nyt

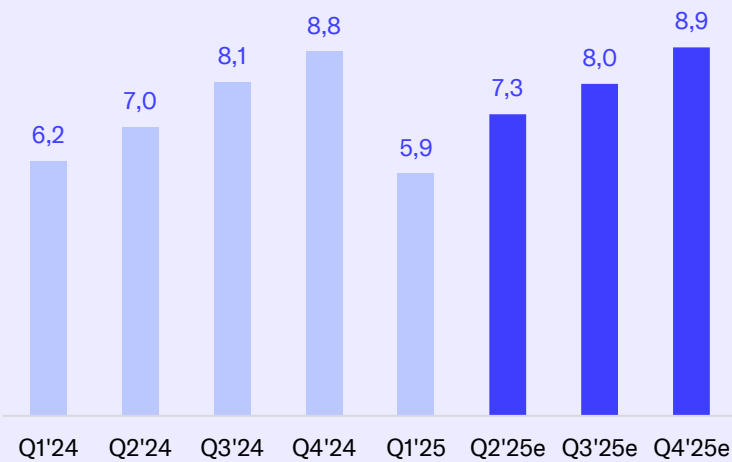
Incapin liikevaihto kasvoi suurimman asiakkaan varastokorjauksen värittämästä vaisuhkosta vertailuluvusta Q1:llä 2 % 52 MEUR:oon. Yhtiö toki varoitteli jo tilinpäätöksen yhteydessä vuoden alun olevan rauhallinen asiakkaiden pantatessa tilauksiaan kauppa- ja geopolitiikkaan liittyvistä epävarmuuksista johtuen, ja tämä toteutui etenkin Euroopassa voimakkaasti. Incapin oikaistu liikevoitto putosi Q1:llä 5 % 5,5 MEUR:oon. Oikaistu liikevoittomarginaali asettui jälleen toimialan kontekstissa erinomaiselle tasolle 11,3 %:iin, mutta tällä kertaa kannattavuus jäi Incapin tavanomaisen vaihteluvälin alaosaan ja myös laski vertailukaudesta. Näin ollen startti vuoteen oli melko nihkeä, kun huomioidaan, että Q1:llä vastassa oli vuoden helpoimmat vertailuluvut.

Lisäksi globaali kauppapolitiikka eskaloitui vasta Q2:n alkupuolella. Vaikka tullitasot ovat olleet toistaiseksi pääosin siedettäviä USA:n ja muiden maiden neuvotellessa kaupan ehdoista, loppuvuoteen liittyy tältä osin riskejä ja talouskasvuennusteita on hinattu jo alas. Näin ollen Incapin

## Liikevaihto ja kannattavuus kvartaaleittain



## Oikaistu liikevoitto kvartaaleittain (MEUR)



# Ennusteet 2/4

ohjeistuksen taustalla ollut loppuvuodesta paranevasta markkinasta joudutaan jännittämään toden teolla eikä ohjeistuksen saavuttaminen ole lainkaan varmaa. Suurimmat kauppapolitiikkaan liittyvät riskit tulevat Incapille epäsuorasti talousvaikutuksien kautta, kun taas USA:n oma tuotanto auttaa suorien vaikutuksien taklaamisessa mielestämme melko hyvin.

## Tuloskunto voi kääntyä jo tänä vuonna

Perusskenaariossamme kauppasodan eskaloituminen vältetään ja tullit jäävät suunnilleen nykyisille tasoilleen. Tässä skenaariossa globaalilla taloudella olisi edellytyksiä toipua hieman loppuvuotta kohti. Myös koronlaskuja voisi olla vielä tulossa tukemaan sekä kulutus- että investointivetoista kysyntää rahoituskulujen laskun ja luottamuksen nousun kautta. Korostamme kuitenkin, että ennustettavuus on tällä hetkellä poikkeuksellisen heikko hyvin tempoilevan kauppapolitiikan ja geopolitiikan arvaamattomuuden takia.

Tätä kokonais kuvaa peilaten odotamme Incapin liikevaihdon kasvavan tänä vuonna 3 % 237 MEUR:oon. Arvioimme mukaan yhtiö parantaa loppuvuotta kohti kvartaali kvartaalilta, kun volyymit nousevat käytännössä kaikissa merkittävässä asiakasryhmissä kysyntätilanteen parantuessa. Ennusteemme on siis hieman Incapin liikevaihto-ohjeistuksen alarajan yläpuolella. Emme ole tehneet kuluvan vuoden liikevaihtoennusteisiimme muutoksia.

Incapin kertaeristä ja pienistä PPA-poistoista oikaistun liikevoiton arvioimme olevan tänä vuonna 30,1 MEUR ja ohjeistuksen mittatikkuna toimivan raportoidun liikevoiton 29,6 MEUR. Ennusteemme on siis niukasti ohjeistuksen

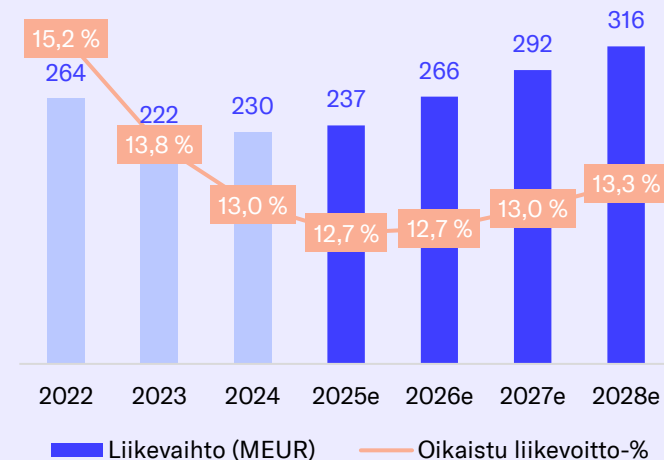
yläpuolella. Parhaassakin tapauksessa ohjeistuksen saavuttamista joudutaan luultavasti jännittämään loppuvuoteen asti eikä ohjeistuksen laskua voi sulkea pois toimintaympäristöön liittyvä epävarmuus ja ohjeistuksen sisältämä kysynnän paranemisodotus huomioiden. Emme ole tehneet Incapin kuluvan vuoden tulosennusteisiimme muutoksia.

Alhaisten rahoituskulujen ja normaalin noin 25 %:n veroasteen jälkeen odotamme Incapin yltävän tänä vuonna 0,75 oikaistuun osakekohtaiseen tulokseen. Odotamme Incapin sitovan hieman käyttöpääomaa tänä vuonna lievän kasvun ajamana. Kun vielä investointitarpeetkin ovat luultavasti melko maltilliset ja investoinnit rajautuvat eri tehtaiden yksittäisten linjojen parannuksiin, Incapin vapaa rahavirta vuokrien maksun jälkeen on ennusteessamme noin 13 MEUR. Kuluvan vuoden lopussa Incapin tase on erittäin vahva (nettokassa noin 40 MEUR), jos yrityskauppoja ei sitä ennen tule.

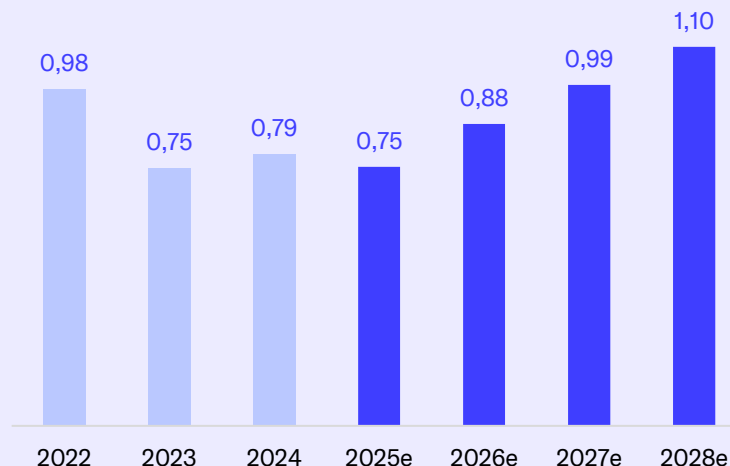
## Odotamme kasvun kiihtyvän lähivuosina

Vuosien 2026-2028 ennusteemme perustuvat skenaarioon, jossa globaalin makrotalouden kasvu pysyy vakaana ja myös Incapin päämarkkina Eurooppaa palaa nihkeiden vuosien 2022-2023 jälkeen 2010-luvulle tyypilliseen hitaaseen 1-2 %:n BKT-kasvuun. Arvioimme läntisten keskuspankkien koronlaskujen loppuvan, mutta ainakaan Euroopassa noin 2 %:n tasolla olevien korkojen ei pitäisi rajoittaa investointikysyntää. Odotamme myös vihreän siirtymän jatkavan etenemistään keskipitkällä sihdillä, vaikka trendin kulmakerroin voikin osin riippua korkotasosta ja taloustilanteesta. Lisäksi Euroopan merkittävät puolustusinvestointitarpeet avaavat tuotantoa

## Liikevaihto ja kannattavuus



## Oikaistu osakekohtainen tulos (EPS)



# Ennusteet 3/4

melko ripeästi ylös ajamaan kykeneville sopimusvalmistajille uusia liiketoimintamahdollisuuksia ennustejaksolla. Tähän varovaisen myönteiseen ja nousujohteiseen näkymään liittyy myös riskejä, sillä globaali kauppa- ja geopolitiittinen tilanne ovat useilla rintamilla arvaamaton.

Incapin suurimman asiakkaan osalta ennusteemme perustuvat arvioon, jossa Victron Energyn liikevaihto pysyy vuosina 2026-2028 roimasti 2020-luvun alkua hitaammassa ja liiketoiminnan kypsää vaihetta peilaavassa kasvussa. Incapin muiden asiakkaiden ennustamme pysyvän kasvussa vuodet 2026-2028, mutta tämä on toki jossain määrin alisteista yleisen taloustilanteen kehitykselle. Lisäksi arvioimme Incapin saavan vahvuksiensa ansiosta auki myös joitakin uusia asiakkuuksia keskipitkällä sihdillä, mikä tukee vuosikymmenen jälkimmäisen puoliskon kasvunäkymää ennusteessamme. Tätä perusskenaariota heijastellen odotamme Incapin kasvavan orgaanisesti vuosina 2026-2028 8-12 % vuosittain.

Ennustamme Incapin saavuttavan vuosina 2026-2028 noin 13 %:n oikaistun liikevoittomarginaalin, kun volyymikasvu, Intian tehokkaiden tuotantolaitosten liikevaihto-osuuden kasvu sekä erittäin matalana pysyvä, mutta absoluuttisesti kasvun mukana hieman nouseva kulurakenne tuovat kannattavuuden lähelle yhtiön lähihistorian tasoa ja potentiaalia. Tuloslaskelman alariveillä arvioimme rahoituskulujen olevan pienet ja veroasteen pysyvän vakaana noin 25 %:ssa. Emme tehneet muutoksia myöskään keskipitkän ajan ennusteisiimme. Ennusteissamme Incapin EPS ylittää vuoden 2022 tason ja kasvaa vuoden 2027 loppuun mennessä keskimäärin noin 9 % (CAGR) vuoden 2024 tasosta laskettuna.

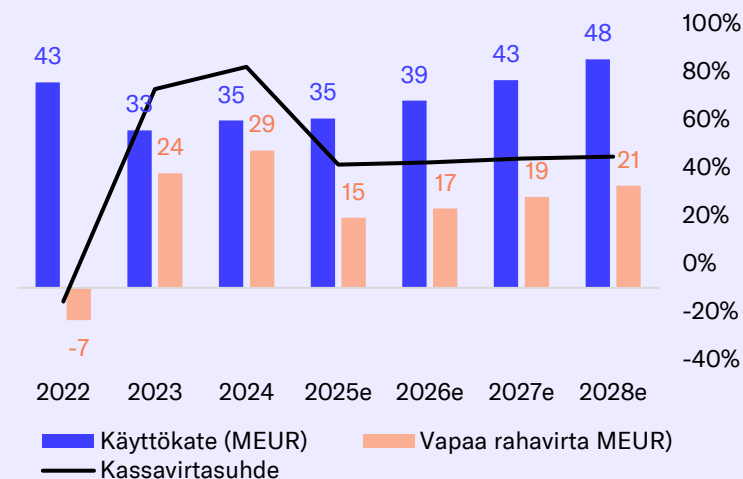
Liiketoiminnan kassavirran arvioimme pysyvän hieman tulosta heikompana, kun kasvu sitoo edelleen hieman käyttöpääomaa, mutta vuosia 2020-2022 maltillisemman kasvuvauhdin takia Incapin kassavirta on merkittävästi näitä vuosia vahvempi. Orgaaniset investointitarpeet ovat arviomme mukaan lähivuosina maltillisia yksittäisten 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 rajusti negatiiviselle alueelle. Käytännössä emme kuitenkaan usko taseen vahvistuvan ennustamillemme tasoille, sillä keskipitkällä sihdillä yrityskaupat ovat jo hyvin todennäköisiä. Velkakapasiteetti kasvaa jakson loppua kohti mentäessä ja vuonna 2028 kapasiteetti olisi jo erittäin huomattava, jos yritysostoja ei olisi ennen sitä tehty. Velkakapasiteetin lisäksi Incap voisi tietenkin käyttää yritysostojen rahoituksessa omaa pääomaa ja omaa osaketta, mikä parantaisi tulivoimaa edelleen. Osinkoja emme odota Incapin maksavan vaan arvioimme yhtiön säästävän pääomiaan yritysostoihin. Jos yritysostoja ei alkaisi kuulua, yhtiö joutuisi arviomme mukaan harkitsemaan yhä vakavammin pääoman allokoointiaan ja vastaavasti me osinkoennusteitamme.

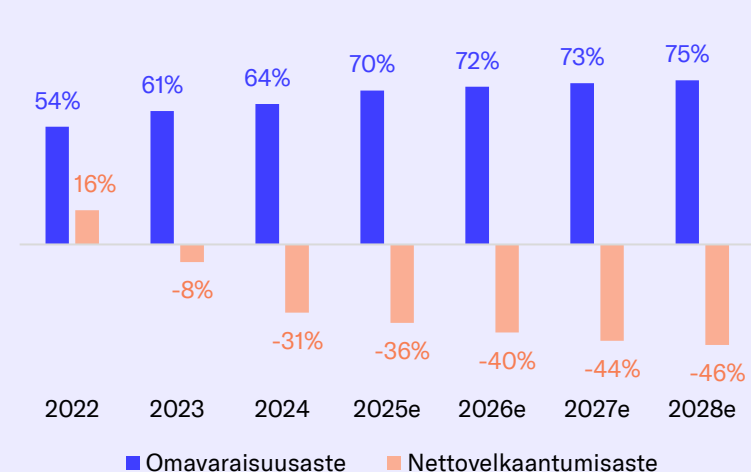
## Pitkän aikavälin näkymä on myös myönteinen

Odotamme Incapin jatkavan kasvustrategiansa johdonmukaista ja arvoa luovaa toteuttamista myös vuoden 2028 jälkeen. Pidemmän aikavälin ennusteessamme odotamme yhtiön pysyvän kiinni terveessä kasvussa nykyisiä asiakkaita ja koko elektroniikkateollisuutta tukevien sekä sopimusvalmistajien liiketoimintoja

## Kassavirran kehitys



## Taseen avainlukujen kehitys





# Ennusteet 4/4

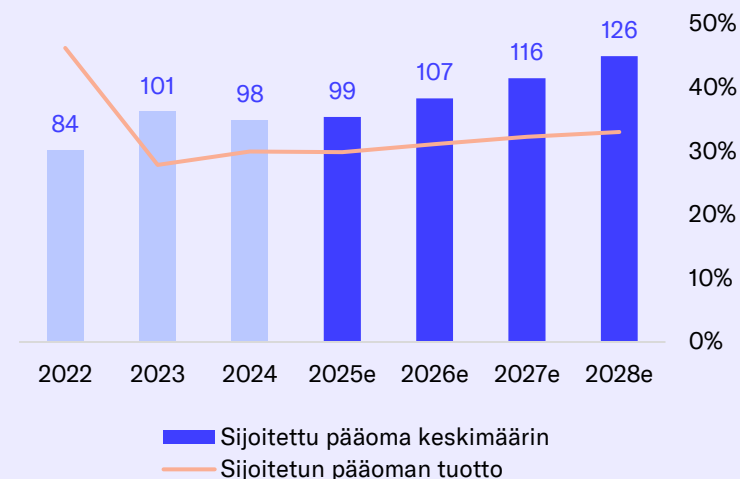
vauhdittavien voimien myötä. Tätä kokonaiskuvaa vasten arvioimme yhtiön liikevaihdon kasvavan pitkällä aikavälillä noin 2-5 % vuodessa, mikä on linjassa globaalin elektroniikkateollisuuden vastaavan ajan arvioidun kasvun kanssa. Orgaaniset kasvuennusteemme huomioiden suurimman asiakkaan osuus Incapin liikevaihdosta ei pääse huomattavasti laskemaan koko ennustehorisontilla, joten asiakasriski pysyy ilman yrityskauppoja kohollaan myös pitkällä sihdillä. Näin ollen ennustemme ovat yhä osin alisteiset suurimman asiakkaan pysymiselle kasvussa omissa liiketoiminnoissaan. Mielestämme Incapin olisikin nykyrakenteella vaikea kasvaa pitkällä tähtäimellä oleellisesti markkinaa nopeammin ilman kyseisen asiakkuuden kasvua.

Incapin oikaistun liikevoittomarginaalin odotamme puolestaan pysyvän pitkällä aikavälillä vahvalla 12,5-13,0 % tasolla. Keskeisimmät pitkän aikavälin kannattavuusajurit ovat liikevaihdon kasvu, asteittainen paraneva tuotemix, lievät skaalahyödyt esimerkiksi ostoissa ja matalana pysyvä kulurakenne. Oleellimmat riskit liittyvät suurimpaan asiakkuuteen sekä toimintamallin tehokkuuden säilyttämiseen ja pääoman allokoinnissa onnistumiseen. Arvioimme kuitenkin, että Incap ei nykyennusteillamme kasva edes terminaalissa niin isoksi (2034e: liikevaihto 388 MEUR), että kokoluokka pakottaisi yhtiötä muuttamaan toimintamallia. Huomautamme, että etenkin terminaalijakson ennusteisiin liittyy tiettyä häntäriskiä, sillä Incapin kannattavuus on terminaalissakin merkittävästi toimialan keskitasoa korkeampi. Yhtiön vahvuudet ovat mielestämme kestäviä, minkä takia olemme valmiita sietämään ennusteissamme tätä riskiä.

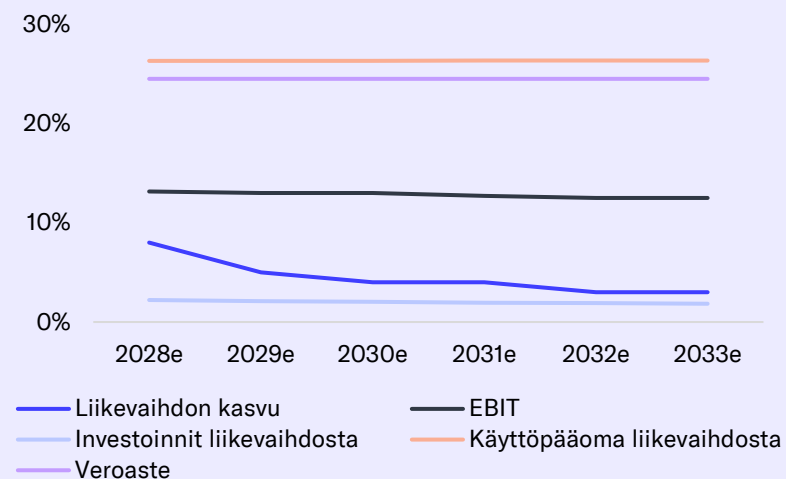
Emme ole tehneet Incapin pitkän aikavälin tai

terminaalijakson ennusteisiimme muutoksia.

### Sijoitetun pääoman tuoton kehitys



### Pitkän aikavälin ennusteparametrit



# Tuloslaskelma ja ennustemuutokset

| Tuloslaskelma               | 2023 | Q1'24 | Q2'24 | Q3'24 | Q4'24 | 2024 | Q1'25 | Q2'25e | Q3'25e | Q4'25e | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e |
|-----------------------------|------|-------|-------|-------|-------|------|-------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|
| Liikevaihto                 | 222  | 51,4  | 57,6  | 61,8  | 59,3  | 230  | 52,2  | 58,0   | 61,0   | 66,0   | 237   | 266   | 292   | 316   |
| Incap                       | 222  | 51,4  | 57,6  | 61,8  | 59,3  | 230  | 52,2  | 58,0   | 61,0   | 66,0   | 237   | 266   | 292   | 316   |
| Käyttökate                  | 32,8 | 7,4   | 8,3   | 9,3   | 9,9   | 34,9 | 7,2   | 8,6    | 9,3    | 10,2   | 35,3  | 39,0  | 43,3  | 47,6  |
| Poistot ja arvonalennukset  | -4,6 | -1,4  | -1,4  | -1,4  | -1,4  | -5,6 | -1,5  | -1,4   | -1,4   | -1,4   | -5,7  | -5,7  | -5,8  | -6,1  |
| Liikevoitto ilman kertaeriä | 30,6 | 6,2   | 7,0   | 8,1   | 8,8   | 30,1 | 5,9   | 7,3    | 8,0    | 8,9    | 30,1  | 33,8  | 38,0  | 42,0  |
| Liikevoitto                 | 28,2 | 6,0   | 6,8   | 7,9   | 8,5   | 29,2 | 5,7   | 7,2    | 7,9    | 8,8    | 29,6  | 33,3  | 37,5  | 41,5  |
| Kertaerät                   | -2,4 | -0,2  | -0,2  | -0,2  | -0,3  | -0,8 | -0,1  | -0,2   | -0,2   | -0,2   | -0,6  | -0,5  | -0,5  | -0,5  |
| Nettorahoituskulut          | -1,8 | 0,3   | -0,3  | -1,1  | 1,9   | 0,9  | -0,7  | -0,2   | 0,0    | 0,1    | -0,8  | 0,3   | 0,5   | 0,8   |
| Tulos ennen veroja          | 26,4 | 6,4   | 6,6   | 6,8   | 10,4  | 30,1 | 5,0   | 7,0    | 7,9    | 8,9    | 28,8  | 33,6  | 38,0  | 42,3  |
| Verot                       | -6,6 | -1,4  | -1,4  | -1,8  | -2,7  | -7,4 | -1,2  | -1,7   | -1,9   | -2,2   | -7,0  | -8,2  | -9,3  | -10,4 |
| Vähemmistöosuudet           | 0,0  | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0  | 0,0   | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |
| Nettotulos                  | 19,8 | 5,0   | 5,1   | 5,0   | 7,7   | 22,7 | 3,8   | 5,3    | 6,0    | 6,7    | 21,7  | 25,4  | 28,7  | 31,9  |
| EPS (oikaistu)              | 0,75 | 0,17  | 0,18  | 0,17  | 0,27  | 0,80 | 0,13  | 0,18   | 0,21   | 0,23   | 0,75  | 0,88  | 0,99  | 1,10  |
| EPS (raportoitu)            | 0,68 | 0,17  | 0,17  | 0,17  | 0,26  | 0,77 | 0,13  | 0,18   | 0,20   | 0,23   | 0,74  | 0,86  | 0,98  | 1,09  |

| Tunnusluvut                   | 2023    | Q1'24   | Q2'24   | Q3'24  | Q4'24  | 2024   | Q1'25  | Q2'25e | Q3'25e | Q4'25e | 2025e  | 2026e  | 2027e  | 2028e  |
|-------------------------------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Liikevaihdon kasvu-%          | -16,0 % | -29,3 % | 2,1 %   | 23,4 % | 39,7 % | 3,8 %  | 1,6 %  | 0,6 %  | -1,2 % | 11,3 % | 3,1 %  | 12,0 % | 10,0 % | 8,0 %  |
| Oikaistun liikevoiton kasvu-% | -23,5 % | -45,9 % | -16,6 % | 26,3 % | 99,6 % | -1,8 % | -5,2 % | 4,1 %  | -0,9 % | 1,4 %  | 0,0 %  | 12,5 % | 12,3 % | 10,7 % |
| Käyttökate-%                  | 14,8 %  | 14,4 %  | 14,3 %  | 15,1 % | 16,7 % | 15,2 % | 13,7 % | 14,8 % | 15,3 % | 15,5 % | 14,9 % | 14,7 % | 14,8 % | 15,1 % |
| Oikaistu liikevoitto-%        | 13,8 %  | 12,0 %  | 12,1 %  | 13,1 % | 14,8 % | 13,1 % | 11,2 % | 12,6 % | 13,2 % | 13,5 % | 12,7 % | 12,7 % | 13,0 % | 13,3 % |
| Nettotulos-%                  | 8,9 %   | 9,7 %   | 8,9 %   | 8,1 %  | 12,9 % | 9,9 %  | 7,3 %  | 9,1 %  | 9,8 %  | 10,2 % | 9,2 %  | 9,5 %  | 9,8 %  | 10,1 % |

Lähde: Inderes

| Vastaavaa                      | 2023       | 2024       | 2025e      | 2026e      | 2027e      |
|--------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>Pysyvät vastaavat</b>       | <b>39</b>  | <b>46</b>  | <b>47</b>  | <b>47</b>  | <b>48</b>  |
| Liikearvo                      | 8          | 9          | 9          | 9          | 9          |
| Aineettomat hyödykkeet         | 0          | 6          | 5          | 5          | 4          |
| Käyttöomaisuus                 | 30         | 31         | 32         | 32         | 34         |
| Sijoitukset osakkuusyrityksiin | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| Muut sijoitukset               | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| Muut pitkäaikaiset varat       | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| Laskennalliset verosaamiset    | 1          | 1          | 1          | 1          | 1          |
| <b>Vaihtuvat vastaavat</b>     | <b>137</b> | <b>168</b> | <b>191</b> | <b>216</b> | <b>250</b> |
| Vaihto-omaisuus                | 71         | 61         | 65         | 73         | 80         |
| Muut lyhytaikaiset varat       | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| Myyntisaamiset                 | 24         | 35         | 40         | 46         | 53         |
| Likvidit varat                 | 43         | 72         | 85         | 97         | 116        |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>182</b> | <b>215</b> | <b>238</b> | <b>264</b> | <b>298</b> |

Lähde: Inderes

| Vastattavaa                    | 2023       | 2024       | 2025e      | 2026e      | 2027e      |
|--------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>Oma pääoma</b>              | <b>107</b> | <b>133</b> | <b>155</b> | <b>180</b> | <b>209</b> |
| Osakepääoma                    | 1          | 1          | 1          | 1          | 1          |
| Kertyneet voittovarot          | 90         | 113        | 135        | 160        | 189        |
| Oman pääoman ehtoiset lainat   | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| Uudelleenarvostusrahasto       | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| Muu oma pääoma                 | 16         | 19         | 19         | 19         | 19         |
| Vähemmistöosuus                | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| <b>Pitkäaikaiset velat</b>     | <b>33</b>  | <b>32</b>  | <b>30</b>  | <b>25</b>  | <b>25</b>  |
| Laskennalliset verovelat       | 1          | 2          | 2          | 2          | 2          |
| Varaukset                      | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| Korolliset velat               | 30         | 27         | 25         | 20         | 20         |
| Vaihtovelkakirjalainat         | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| Muut pitkäaikaiset velat       | 2          | 3          | 3          | 3          | 3          |
| <b>Lyhytaikaiset velat</b>     | <b>42</b>  | <b>50</b>  | <b>53</b>  | <b>59</b>  | <b>64</b>  |
| Korolliset velat               | 4          | 4          | 5          | 5          | 5          |
| Lyhytaikaiset korottomat velat | 38         | 45         | 47         | 53         | 58         |
| Muut lyhytaikaiset velat       | 1          | 1          | 1          | 1          | 1          |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>182</b> | <b>215</b> | <b>238</b> | <b>264</b> | <b>298</b> |

# Arvonmääritys ja suositus 1/4

## Tulospohjaiset kertoimet toimivat parhaiten

Suosimme Incapin hinnoittelun tarkastelussa ja arvonmäärityksessä tulospohjaisia kertoimia. Mielestämme käyttökelpoisimmat tulostulospohjainen 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 riskiprofiilista ja osin myös yhtiön toteutuneeseen hinnoitteluun osakemarkkinoilla. Olemme absoluuttisten kertoimien lisäksi hyödyntäneet verrattain laajan ja liiketoimintamalleiltaan samankaltaisista yhtiöistä koostuvan verrokkiryhmän 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 korkein. Kulutehokkuus ja etenkin sen säilyttäminen on myös vahvan suhteellisen kilpailukyvyn peruspilari.

**Näytöt kannattavasta orgaanisesta kasvusta** ja tehokkuustasojen ylläpitämisestä ovat pääosin vahvat ja myös yhtiön pidemmän ajan kasvunäkymät ovat hyvät.

**Pitkän aikavälin orgaaniset kasvumahdollisuudet** ovat sähköistymisen, digitalisaation, ulkoistusasteen nousun ja vahvan oman kilpailukyvyn myötä hyvät. Incapin korkea

pääoman tuotto- ja erityisesti sen uudelleenallokointikykyä (RONIC) heijastellen orgaanisessa kasvussa onnistuminen on runsaasti arvoa luovaa.

**Yritystostot** voivat mielestämme olla toimialalla arvoa luovia työkaluja sekä kasvun kiihdyttämisen että asiakasriskien tasaamisen näkökulmista. Nykyisellään Incapilla on velankantokykyä melko suurenkin yritystoston toteuttamiseen. Yhtiön lähihistoriassa tekemät kaksi yritystostoa ovat olleet onnistuneita, minkä myötä näemme yritystostot enemmän mahdollisuutena kuin riskinä.

**Suurin asiakas** vaikuttaa oleellisesti Incapin suuntaan lyhyellä ja luultavasti myös keskipitkällä tähtäimellä, mikä nostaa osakkeen riskiprofiilia. Siten heilahduksen vaara on alati läsnä, vaikka vuosien 2023–2024 suurimman asiakkaan liikevaihto-osuuden ja osakekurssin lasku ovatkin tasapainottaneet osakkeeseen leivottua riskiä. Emme sinällään pelkää Incapin menettävän asiakkuutta, mutta sijoittajien kannalta on silti ongelmallista, että Incapin kasvu ja tulos ovat yhä tuntuvalta osin 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.

**Haastava arvoketjuasema** materiaalitoimittajien ja loppuasiakkaiden välissä pitää hintapaineen kroonisena. Kilpailu on myös kireää ja voi niin ikään kiristyä, kun pandemian jälkeinen komponenttiongelmia on takana ja myös kovin kysyntä jäähtynyt.

| Arvostustaso          | 2025e | 2026e | 2027e  |
|-----------------------|-------|-------|--------|
| Osakekurssi           | 11,1  | 11,1  | 11,1   |
| Osakemäärä, milj. kpl | 29,4  | 29,4  | 29,4   |
| Markkina-arvo         | 327   | 327   | 327    |
| Yritysarvo (EV)       | 272   | 255   | 236    |
| P/E (oik.)            | 14,8  | 12,7  | 11,2   |
| P/E                   | 15,1  | 12,9  | 11,4   |
| P/B                   | 2,1   | 1,8   | 1,6    |
| P/S                   | 1,4   | 1,2   | 1,1    |
| EV/Liikevaihto        | 1,1   | 1,0   | 0,8    |
| EV/EBITDA             | 7,7   | 6,5   | 5,4    |
| EV/EBIT (oik.)        | 9,0   | 7,5   | 6,2    |
| Osinko/tulos (%)      | 0,0 % | 0,0 % | 20,0 % |
| Osinkotuotto-%        | 0,0 % | 0,0 % | 1,8 %  |

Lähde: Inderes

# Arvonmääritys ja suositus 2/4

**Lyhyen tähtäimen ohjeistusriski** rokottaa lähiaikojen tuotto-riskikuvaa ja painaa arvostusta.

Hyväksyttävää arvostusta tukevat ja painavat tekijät huomioiden Incap tulisi mielestämme hinnoitella markkinoilla P/E-luvulla 12x–15x ja vastaavasti EV/EBIT-kertoimella 9x–12x osakemarkkinoiden nykyisessä ympäristössä, jossa nimellinen korkotaso ja -odotus ovat positiivisia. Emme ole tehneet muutoksia haarukoihin. Haarukoiden alalaidat ovat myös karkeasti linjassa Incapin viimeisen 5 vuoden mediaanitasojen kanssa. Yli ajan katsottuna nämä tasot eivät ole lukittuja, vaan niissä on liikkumavaraa sekä operatiivisten ja strategisten kehitysaskelten että riskitason muutosten (mm. asiakaskannan mahdollinen laajeneminen/keskittyminen) huomioimiselle. Myös tuloskasvuvauhdilla ja korko-odotusten tasolla on merkittävä rooli Incapin hyväksyttävän arvostuksen muodostumisessa.

## Absoluuttiset kertoimet ovat maltilliset

Incapin ennusteidemme mukaiset oikaistut P/E-luvut vuosille 2024 ja 2025 ovat 15x ja 13x, kun taas vastaavat EV/EBIT-kertoimet ovat 9x ja 7x. Kuluvan vuoden kertoimet ovat niukasti Incapin matalien 5 vuoden mediaanien yläpuolella, ja ensi vuoden kertoimet niiden tasolla P/E-pohjaisesti ja alapuolella EV:n kautta tarkasteltuna. Vastaavasti yhtiön P/E-kertoimet ovat hyväksyntiemme haarukoiden sisällä ja niiden alapuolella EV/EBIT-kertoimet niiden alapuolella. P/E-pohjaisesti näyttää suhteessa kalliimmalta kuin EV-pohjaisesti, mikä johtuu etenkin toistaiseksi ”ylivahvasta” taseesta, jonka taustalla on ollut yhtiön päätös säilyttää ja kerätä sotakassaa yritysostoihin.

Mielestämme tämä on jokseenkin neutraali lähtökohta, kun

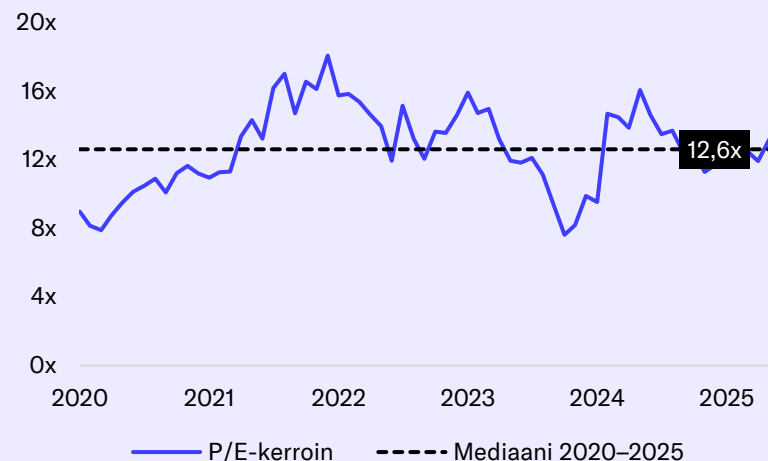
huomioidaan ennusteriskien lisäksi, että asiakasrakenne on nyt ja ennusteidemme valossa myös lähivuosina selvästi viimeisen 5 vuoden keskiarvoa hajautuneempi. Yhtiö on myös antanut näyttöjä kyvystä ylläpitää korkeaa kannattavuutta myös liikevaihdon laskiessa. Selvää nousuvaraa emme kuitenkaan arvostuksessa näe (Q1’25 LTM P/E 13x), sillä orgaanisesti tuloskasvu voi olla yhtiölle vielä lähikvartaaleilla tiukassa ja toisaalta mahdollisten yritysostojen ajoitukseen liittyy olennaista epävarmuutta. Sijoittajille jää siis optio, että P/E-pohjainen arvostus laskisi kaksinumeroisella prosentilla eteenpäin katsottaessa, jos Incap onnistuisi saamaan tasettaan töihin hyvällä velkavetoisella yritysostolla.

Incapin lähivuosien osinkotuottojen arvioimme olevan nollassa, kun yhtiö säästää pääomansa mielestämme perustellusti kasvustrategian epäorgaanisen haaran toteuttamiseen. Näin ollen sijoittajien tuotto tulee muodostumaan arvonmuutoksesta, eikä osinko pääse tukemaan lyhyen ajan tuotto-odotusta.

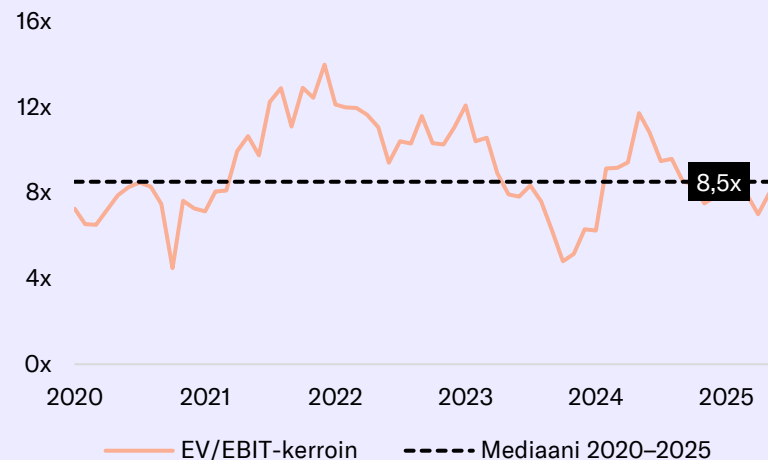
## Preemioon voisi olla perusteita, mutta verrokkiryhmä on toisaalta jo varsin kallis

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

12kk eteenpäin katsova P/E-kerroin



12kk eteenpäin katsova EV/EBIT-kerroin



# Arvonmääritys ja suositus 3/4

Manufacturing) eikä kaikilla yhtiöillä ole julkisia ennusteita. Näistä kohdista huolimatta pidämme suhteellista arvonmääritystä riittävän käyttökelpoisena, joskin sovellamme sitä silti 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 sopimusvalmistajia melko hyvinä mittatikkuina, 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 selvällä tulospohjaisella alennuksella tämän vuoden ja myös ensi vuoden kertoimilla, etenkin EV-pohjaisesti. Verrokkiryhmään peilattuna Incapin vahva track-record ja jopa ylivoimainen peruskannattavuus puoltaisivat mielestämme preemiota. Verrokkeja yhä keskittyneempi asiakasrakenne on päinvastainen ajuri, mutta H2'23:n–H1'24:n vahvojen kannattavuusnäyttöjen sekä liiketoiminnan kvartaalitason käänteen takia maltilliselle preemiolle voisi olla perusteita. Näin ollen pidämme osakkeen suhteellista tulospohjaista arvostusta periaatteessa edullisena. Toisaalta verrokkiryhmä on mielestämme jo hyvin korkealle arvostettu. Incap on myös historiallisesti kulkenut omia latujaan suhteessa verrokkiryhmään. Nämä tekijät eivät houkuttele nojaamaan suhteelliseen arvostukseen erityisen korkealla painolla.

Volyympohjaisesti (EV/S) Incap hinnoitellaan kymmeniä prosentteja verrokkiryhmää korkeammalle ja tasepohjainen P/B on maltillisella preemiolla. Nämä ovat mielestämme perusteltuja yhtiön toimialan kontekstiin peilattuna korkean pohjakannattavuuden takia. Huomautamme kuitenkin, että volyympohjaisen preemion säilyttäminen nykyisessä mittakaavassa edellyttää yhtiöltä kaksinumeroisten liikevoittomarginaalien yltämistä myös jatkossa, ja osakkeessa voisi olla selvää laskuvaraa, jos kannattavuus pettäisi edes väliaikaisesti toimialalle tyypilliselle yksinumeroiselle tasolle.

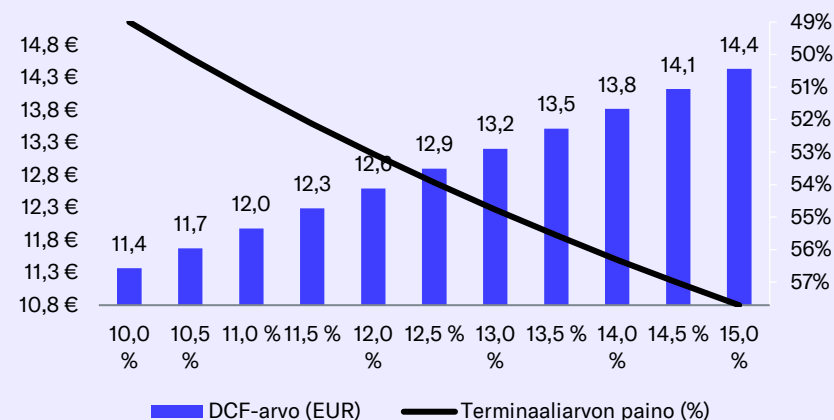
## Kassavirtapohjainen arvonmääritys

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 arvонуontipotentiaalin tarkastelulle. DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on vajaat 13 euroa osakkeelta. Näin ollen DCF antaa yhä positiivisen signaalin osakkeen arvostuksesta.

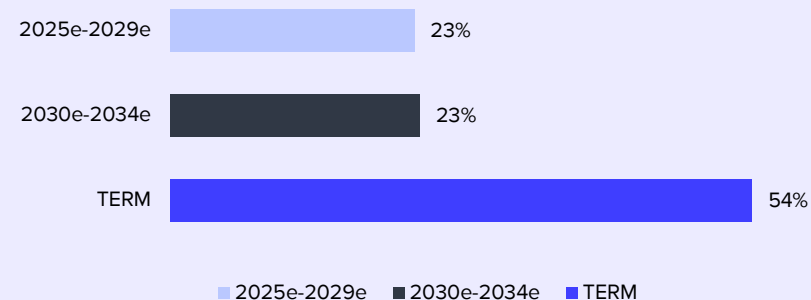
Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu pitkällä aikavälillä 2,0 %:iin, kun taas operatiivisen kannattavuuden ennakoimme vakiintuvan toimialan dynamiikkaan peilattuna vahvalle noin 12,5 %:n tasolle. Näin ollen mallissa on jonkin verran häntäriskiä etenkin kannattavuuden osalta. Mallissamme terminaalijakson painoarvo on vielä kohtuullisella, reilun 50 %:n tasolla.

Käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 10,5 % ja oman pääoman kustannus 9,8 %. Emme ole tehneet tuottovaatimukseemme muutoksia toistaiseksi. DCF:ssä

DCF-arvon herkkyys muutoksille terminaalien liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



Rahavirran jakauma jaksoittain





# Arvonmääritys ja suositus 4/4

voisi vielä olla lievää nousuvaraa myös tuottovaatimuksen laskun kautta, jos yhtiö saisi tasattua asiakasriskejään pidemmällä tähtäimellä ja/tai yleisen toimintaympäristön vakautuminen laskisi laajemmin riskipreemioita. Merkittävämpi DCF-arvon nousu vaatisi kuitenkin kassavirtanäkymien kohoamista. Riskittömänä korkona olemme soveltaneet 2,5 % ja markkinoiden riskipreemiona puolestaan 4,75 %.

## Tuotto-odotus on suunnilleen tuottovaatimuksen tasoa lyhyellä tähtäimellä

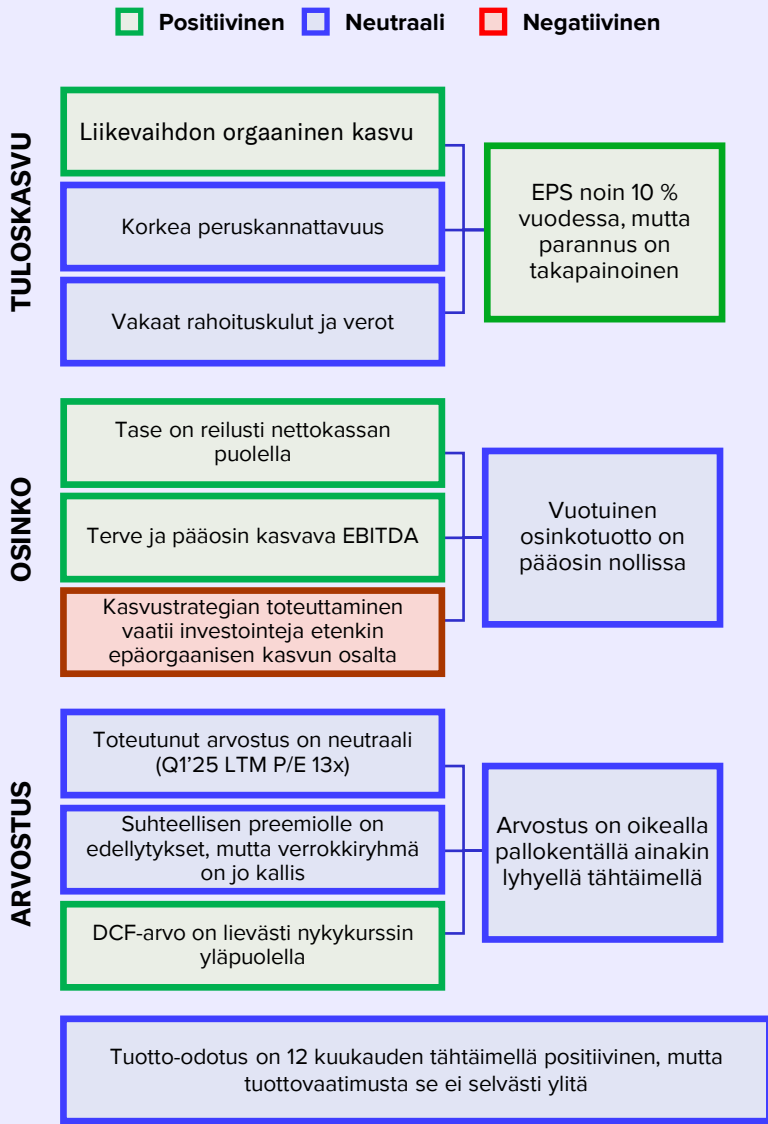
Toteutuneella tuloksella Incapin arvostus on mielestämme melko neutraali (Q1'25 LTM P/E 13x), varsinkin kun huomioidaan tuloskasvun olevan tiukassa edelleen hankalan markkinan ja koventuvien vertailulukujen takia ennen ensi vuoden alkupuolta. Näin ollen tuloskasvusta tai kertomien nousuvarasta ei muodostu selvää positiivista lyhyen ajan ajuria osakkeelle, vaikka ennustamaamme näkymien kirkastumista vuonna 2026 alettaisiinkin hinnoitella lähikvartaaleilla osakkeeseen. Osinkotuotto ei arviomme mukaan tule tukemaan tuotto-odotusta, sillä ennustamme Incapin säästävän pääomansa (järkevästi) epäorgaaniseen kasvuun. Näin ollen näemme osakkeen tuotto-odotuksen jäävän 12 kuukauden tähtäimellä suunnilleen tuottovaatimuksen tasolle.

Keskipitkällä tähtäimellä odotamme Incapin pysyvän tuloskasvussa. Aikavälillä Q1'25 LTM–2027 ennustamme Incapille noin 10 %:n tuloskasvua oikaistun EPS:n tasolla, mikä luo hyvän pohjan keskipitkän ajan tuotto-odotukselle. Tuloskasvun toteutuessa myös Incapin arvostuskertoimissa voisi olla nousuvaraa keskipitkällä sihdillä. Keskipitkän aikavälin tuotto-odotus jää mielestämme kuitenkin

takapainoiseksi tuloskasvu-odotusten ajoituksen takia. Tämä rajoittaa kiirettä osakkeen suhteen orgaanisesti, vaikka näemme Incapissa edelleen melko hyvän mahdollisuuden riittävään keskipitkän ajan tuotto-odotukseen. Ennusteisiimme, yhtiölle hyväksymiimme arvostuskertoimiin, suhteelliseen arvostukseen sekä DCF-malliin perustuen arviomme Incapin osakkeen käyvän arvon olevan nyt noin 11–15 euroa per osake. Selkeiden ajureiden ja lyhyen tähtäimen riskien (ml. kuluvan vuoden ohjeistus ja kiristyneen kauppapoliittisen tilanteen pitkittyminen) takia kiintopisteet on mielestämme syytä hakea 12 kuukauden tähtäimellä alalaidoista. Tähän suhteutettuna emme pidä osakkeen lisäostoja enää perusteltuina juuri nyt, mutta pidemmällä horisontilla operoivat sijoittajat voivat mielestämme silti jatkaa levollisesti yhtiön omistamista.

Positiivinen riski osakkeelle voisi olla lyhyelläkin tähtäimellä yritysjärjestelyt, jos Incap pääsisi laittamaan tasettaan töihin kohtuuhintaiseen, riittävän laadukkaaseen, edes lievästi synergistiseen sekä etenkin asiakasriskitasoa alentavaan kohteeseen. Onnistuneet AWS- ja Pennatronics-järjestelyt sekä myös kärsivällinen suhtautuminen yritysostoihin ovat tukeneet luottamusta yhtiön yritysostostrategiaan. Näkemystämme emme kuitenkaan varsinaisesti nojaa positiivisen yritysjärjestelyoption realisoitumiseen varsinkaan vuoden sihdillä. Toinen positiivinen riski olisi luonnollisesti myös ennusteidemme ylittäminen lähikvartaaleilla, sillä selvässä tuloskasvumoodissa osakkeen nykyarvostus ei nousuvaraa estäisi.

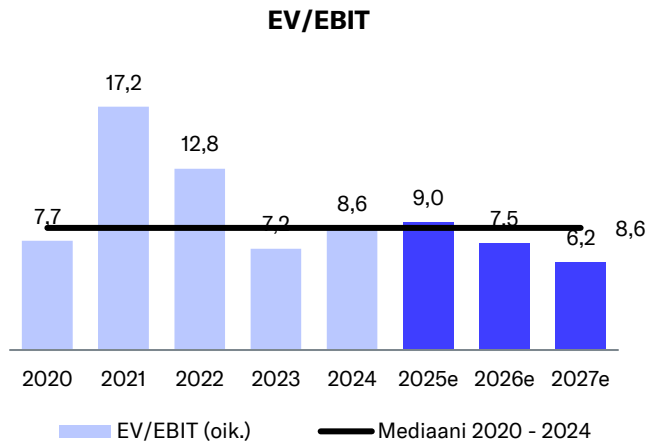
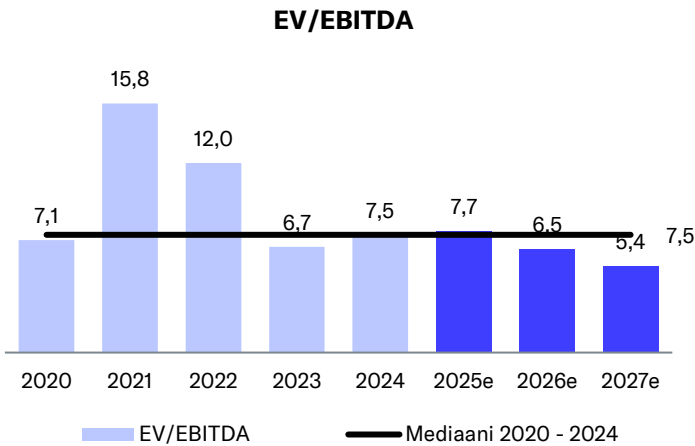
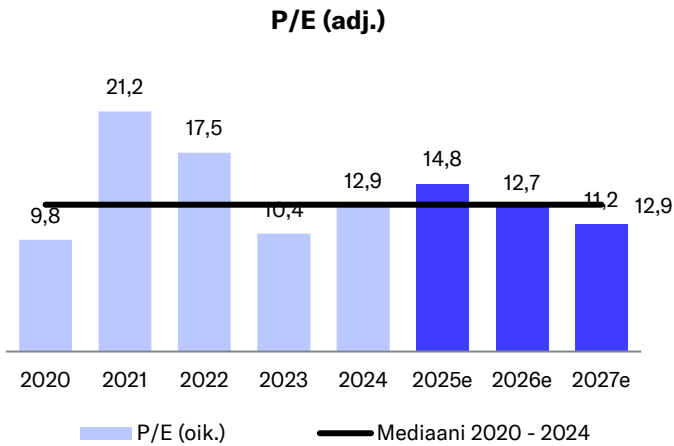
## Osaketuoton ajurit Q1'25 LTM–2027e



# Arvostustaulukko

| Arvostustaso          | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025e | 2026e | 2027e  | 2028e  |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| Osakekurssi           | 3,69  | 15,70 | 17,10 | 7,75  | 10,24 | 11,12 | 11,12 | 11,12  | 11,12  |
| Osakemäärä, milj. kpl | 29,1  | 29,2  | 29,3  | 29,3  | 29,4  | 29,4  | 29,4  | 29,4   | 29,4   |
| Markkina-arvo         | 107   | 459   | 500   | 228   | 301   | 327   | 327   | 327    | 327    |
| Yritysarvo (EV)       | 113   | 461   | 514   | 220   | 260   | 272   | 255   | 236    | 220    |
| P/E (oik.)            | 9,8   | 21,2  | 17,5  | 10,4  | 12,9  | 14,8  | 12,7  | 11,2   | 10,1   |
| P/E                   | 11,6  | 21,8  | 18,1  | 11,5  | 13,2  | 15,1  | 12,9  | 11,4   | 10,2   |
| P/B                   | 2,8   | 7,3   | 5,7   | 2,1   | 2,3   | 2,1   | 1,8   | 1,6    | 1,4    |
| P/S                   | 1,0   | 2,7   | 1,9   | 1,0   | 1,3   | 1,4   | 1,2   | 1,1    | 1,0    |
| EV/Liikevaihto        | 1,1   | 2,7   | 1,9   | 1,0   | 1,1   | 1,1   | 1,0   | 0,8    | 0,7    |
| EV/EBITDA             | 7,1   | 15,8  | 12,0  | 6,7   | 7,5   | 7,7   | 6,5   | 5,4    | 4,6    |
| EV/EBIT (oik.)        | 7,7   | 17,2  | 12,8  | 7,2   | 8,6   | 9,0   | 7,5   | 6,2    | 5,2    |
| Osinko/tulos (%)      | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 20,0 % | 30,0 % |
| Osinkotuotto-%        | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 1,8 %  | 2,9 %  |

Lähde: Inderes



# Verrokkiryhmän arvostus

| Verrokkiryhmän arvostus | Markkina-arvo | Yritysarvo | EV/EBIT |       | EV/EBITDA |       | EV/Liikevaihto |       | P/E   |       | Osinkotuotto-% |        | P/B   |
|-------------------------|---------------|------------|---------|-------|-----------|-------|----------------|-------|-------|-------|----------------|--------|-------|
| Yhtiö                   | MEUR          | MEUR       | 2025e   | 2026e | 2025e     | 2026e | 2025e          | 2026e | 2025e | 2026e | 2025e          | 2026e  | 2025e |
| Cicor Technologies      | 705           | 757        | 16,4    | 14,0  | 10,6      | 9,1   | 1,3            | 1,1   | 21,8  | 18,2  |                |        | 3,8   |
| Data Modul              | 80            | 76         | 34,4    | 11,0  | 7,4       | 5,1   | 0,3            | 0,3   | 134,1 | 20,9  | 0,5            | 0,5    | 0,5   |
| Hanza                   | 329           | 474        | 6,5     | 5,3   | 5,8       | 4,9   | 0,6            | 0,6   | 10,8  | 9,7   | 1,4            | 2,2    | 1,9   |
| Kitron                  | 1014          | 1120       | 12,6    | 9,0   | 5,0       | 4,3   | 0,4            | 0,4   | 25,7  | 19,0  | 1,5            | 2,1    | 1,1   |
| Lacroix Group SA        | 38            | 145        | 19,6    | 5,7   | 5,8       | 3,6   | 0,3            | 0,3   | 4,6   | 3,0   |                | 6,8    |       |
| Jabil                   | 19156         | 20343      | 15,1    | 13,6  | 10,2      | 9,4   | 0,8            | 0,8   | 22,1  | 19,0  | 0,2            | 0,2    | 14,3  |
| Note AB                 | 439           | 448        | 12,8    | 11,4  | 9,6       | 8,6   | 1,3            | 1,2   | 17,4  | 14,9  | 2,8            | 1,1    | 2,8   |
| Scanfil                 | 591           | 607        | 10,8    | 10,0  | 7,6       | 7,0   | 0,7            | 0,7   | 14,0  | 12,8  | 2,7            | 2,9    | 1,9   |
| Fabrinet                | 8297          | 7457       | 24,4    | 21,2  | 20,9      | 18,2  | 2,5            | 2,2   | 26,2  | 22,9  |                |        | 4,9   |
| Hana Microelectronics   | 412           | 149        | 3,7     | 3,2   | 1,8       | 1,6   | 0,2            | 0,2   | 11,7  | 10,1  | 4,8            | 5,8    | 0,5   |
| SVI                     | 364           | 374        | 14,3    | 12,2  | 8,9       | 8,5   | 0,7            | 0,6   | 13,0  | 12,3  | 2,9            | 3,4    | 1,6   |
| TT Electronics          | 215           | 328        | 9,8     | 7,6   | 5,8       | 5,0   | 0,6            | 0,5   | 9,0   | 6,7   | 4,3            | 5,1    | 0,8   |
| Katek                   | 309           | 394        | 7,5     | 7,7   | 5,1       | 5,2   | 0,4            | 0,4   | 9,4   | 9,8   |                |        | 1,6   |
| AQ Group AB             | 1506          | 1485       | 19,4    | 17,4  | 14,0      | 12,3  | 1,8            | 1,7   | 25,1  | 22,1  | 1,0            | 1,1    | 3,6   |
| Celestica               | 13718         | 14300      | 21,0    | 17,6  | 17,7      | 15,0  | 1,5            | 1,3   | 26,9  | 22,2  |                |        | 8,0   |
| Incap (Inderes)         | 327           | 272        | 9,0     | 7,5   | 7,7       | 6,5   | 1,1            | 1,0   | 14,8  | 12,7  | 0,0            | 0,0    | 2,1   |
| Keskiarvo               |               |            | 15,2    | 11,1  | 9,1       | 7,9   | 0,9            | 0,8   | 24,8  | 14,9  | 2,2            | 2,8    | 3,4   |
| Mediaani                |               |            | 14,3    | 11,0  | 7,6       | 7,4   | 0,7            | 0,6   | 17,4  | 14,9  | 2,1            | 2,2    | 1,9   |
| Erutus-% vrt. mediaani  |               |            | -37 %   | -31 % | 2 %       | -11 % | 76 %           | 50 %  | -15 % | -15 % | -100 %         | -100 % | 12 %  |

Lähde: Refinitiv / Inderes

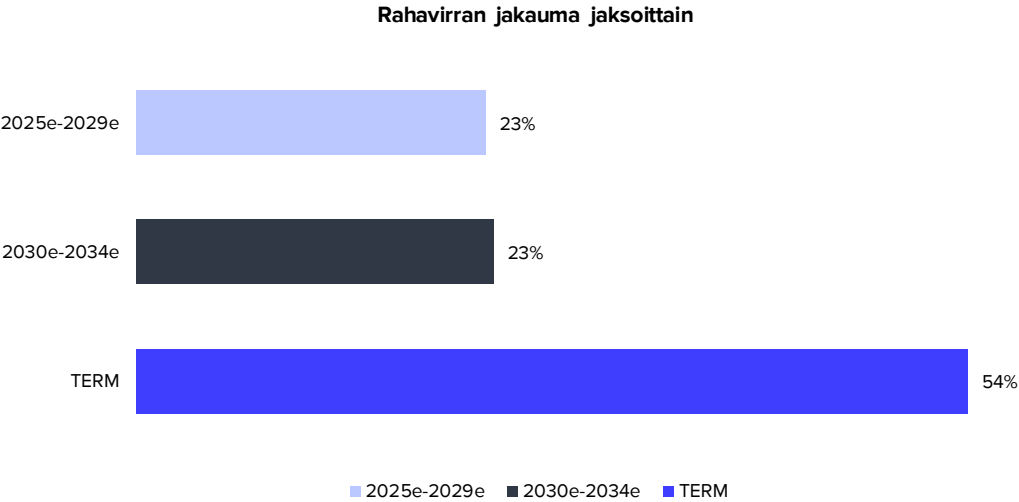
# DCF-laskelma

| DCF-laskelma                            | 2024        | 2025e       | 2026e       | 2027e       | 2028e       | 2029e       | 2030e       | 2031e       | 2032e       | 2033e       | 2034e       | TERM       |
|-----------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|
| Liikevaihdon kasvu-%                    | 3,8 %       | 3,1 %       | 12,0 %      | 10,0 %      | 8,0 %       | 5,0 %       | 4,0 %       | 4,0 %       | 3,0 %       | 3,0 %       | 2,0 %       | 2,0 %      |
| Liikevoitto-% (oik.)                    | 12,7 %      | 12,5 %      | 12,5 %      | 12,8 %      | 13,2 %      | 13,0 %      | 13,0 %      | 12,7 %      | 12,5 %      | 12,5 %      | 12,5 %      | 12,5 %     |
| <b>Liikevoitto</b>                      | <b>29,2</b> | <b>29,6</b> | <b>33,3</b> | <b>37,5</b> | <b>41,5</b> | <b>43,1</b> | <b>44,8</b> | <b>45,5</b> | <b>46,2</b> | <b>47,5</b> | <b>48,5</b> |            |
| + Kokonaispoistot                       | 5,6         | 5,7         | 5,7         | 5,8         | 6,1         | 6,4         | 6,5         | 6,5         | 6,6         | 6,6         | 6,7         |            |
| - Maksetut verot                        | -6,9        | -7,0        | -8,2        | -9,3        | -10,4       | -10,8       | -11,3       | -11,5       | -11,7       | -12,1       | -12,4       |            |
| - verot rahoituskuluista                | 0,0         | -0,5        | -0,2        | -0,2        | -0,2        | -0,2        | -0,2        | -0,2        | -0,2        | -0,2        | -0,2        |            |
| + verot rahoitustuotoista               | 0,2         | 0,3         | 0,3         | 0,4         | 0,4         | 0,5         | 0,6         | 0,6         | 0,7         | 0,7         | 0,8         |            |
| - Käyttöpääoman muutos                  | 6,5         | -7,4        | -8,3        | -8,1        | -9,1        | -4,2        | -3,5        | -3,7        | -2,8        | -2,9        | -2,0        |            |
| <b>Operatiivinen kassavirta</b>         | <b>34,6</b> | <b>20,6</b> | <b>22,5</b> | <b>26,0</b> | <b>28,3</b> | <b>34,7</b> | <b>36,8</b> | <b>37,3</b> | <b>38,6</b> | <b>39,6</b> | <b>41,3</b> |            |
| + Korottomien pitkä aik. velk. lis.     | 1,3         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |            |
| - Bruttoinvestoinnit                    | -7,2        | -6,0        | -6,0        | -7,0        | -7,0        | -7,0        | -7,0        | -7,0        | -7,0        | -7,0        | -6,8        |            |
| <b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>   | <b>28,6</b> | <b>14,6</b> | <b>16,5</b> | <b>19,0</b> | <b>21,3</b> | <b>27,7</b> | <b>29,8</b> | <b>30,2</b> | <b>31,6</b> | <b>32,6</b> | <b>34,5</b> |            |
| +/- 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                        | 28,6        | 14,6        | 16,5        | 19,0        | 21,3        | 27,7        | 29,8        | 30,2        | 31,6        | 32,6        | 34,5        | 447        |
| <b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>     |             | <b>13,9</b> | <b>14,3</b> | <b>15,0</b> | <b>15,3</b> | <b>18,1</b> | <b>17,7</b> | <b>16,4</b> | <b>15,5</b> | <b>14,6</b> | <b>14,1</b> | <b>182</b> |
| Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta |             | 337         | 323         | 309         | 294         | 279         | 260         | 243         | 226         | 211         | 196         | 182        |

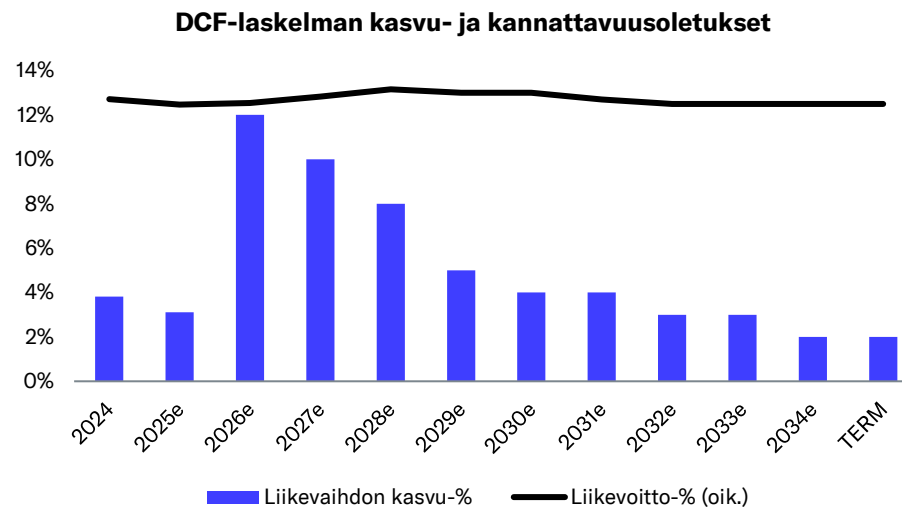
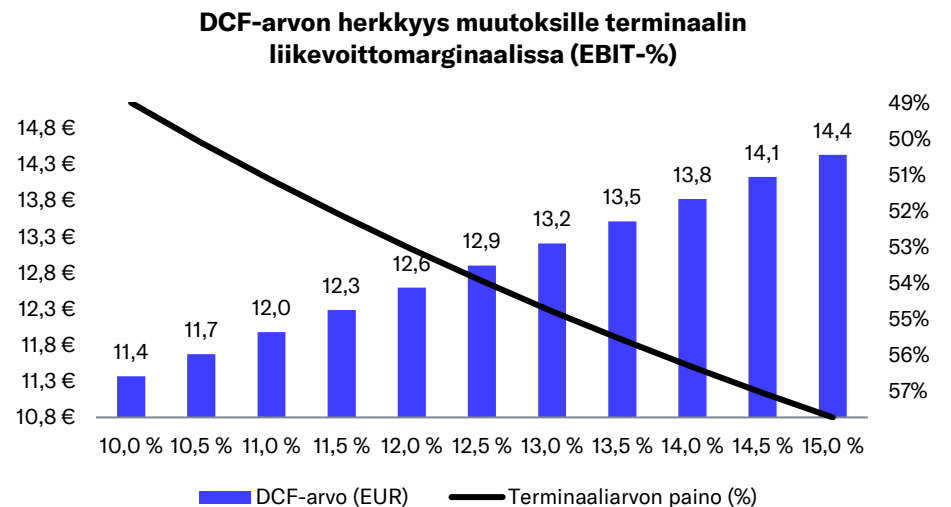
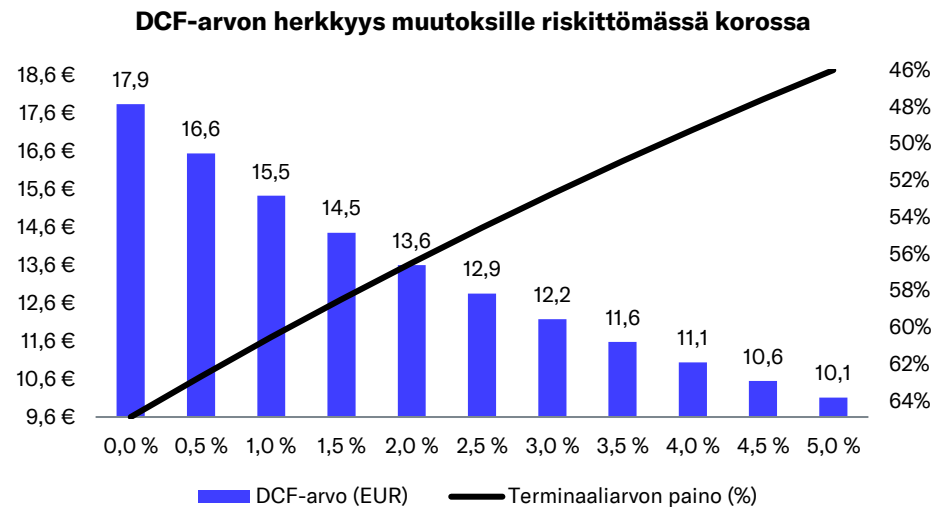
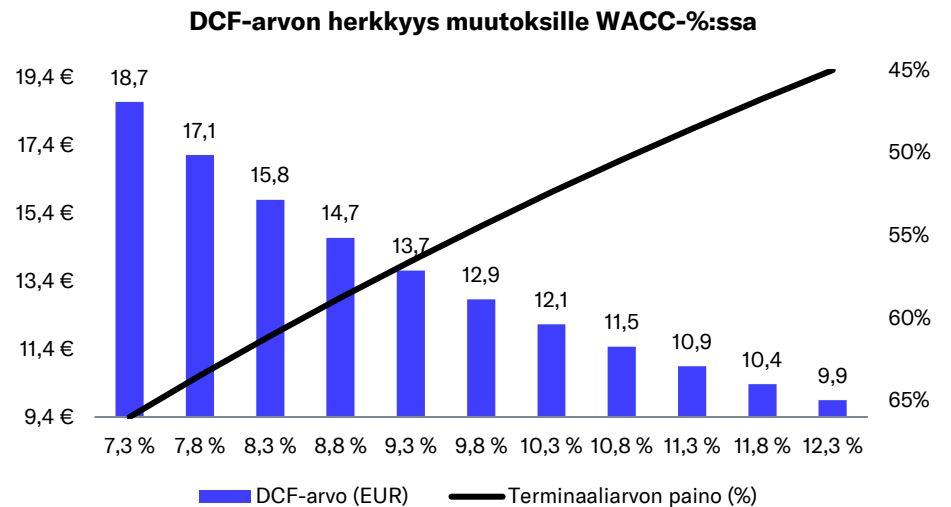
|                                        |             |
|----------------------------------------|-------------|
| <b>Velaton arvo DCF</b>                | <b>337</b>  |
| - Korolliset velat                     | -30,9       |
| + Rahavarat                            | 72,2        |
| -Vähemmistöosuus                       | 0,0         |
| -Osinko/pääomapalautus                 | 0,0         |
| <b>Oman pääoman arvo DCF</b>           | <b>378</b>  |
| <b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b> | <b>12,9</b> |

|                                         |               |
|-----------------------------------------|---------------|
| <b>Pääoman kustannus (WACC)</b>         |               |
| Vero-% (WACC)                           | 25,0 %        |
| Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)     | 10,0 %        |
| Vieraan pääoman kustannus               | 5,0 %         |
| Yrityksen Beta                          | 1,69          |
| Markkinoiden riski-preemio              | 4,75 %        |
| Likviditeettipreemio                    | 0,00 %        |
| Riskitön korko                          | 2,5 %         |
| <b>Oman pääoman kustannus</b>           | <b>10,5 %</b> |
| <b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b> | <b>9,9 %</b>  |

Lähde: Inderes



# DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina



# Ilmastotavoite- ja taksonomia-analyysi

## Incapin toiminnan taksonomiakelpoisuutta arvioidaan lopputuotteen mukaan

Incapin asiakastoimitus voi olla myös osa asiakkaan suurempaa tuotekokonaisuutta. Incap arvioi toimintansa taksonomiakelpoisuutta lopputuotteen perusteella, johon Incap on toimittanut tietyn ratkaisun. Näin ollen Incapin toiminnot ovat suurelta osin niin kutsuttuja mahdollistavia toimintoja. Niitä ovat uusiutuvan sähkö- ja elektroniikkalaitteiden valmistus, energian teknologioiden valmistus, liikenteen vähähiilisten teknologioiden valmistus, auto- ja liikennealan komponenttien valmistus, sähkönsiirto ja jakelu, jäteveden keräys- ja käsittelyjärjestelmien rakentaminen, laajentaminen ja toiminta, energiatehokkuuslaitteiden asennus, huolto ja korjaus, rakennusten energiatehokkuuden mittaamisessa, säätelyssä ja valvonnassa käytettävien välineiden asennus, huolto ja korjaus, tietojenkäsittely, palvelintilan vuokraus ja niihin liittyvä toiminta. Incapilla ei siten ole taksonomian mukaisia aktiviteetteja.

Raportointikäytännöt Incapin toimintaan liittyen voivat vielä myös muuttua. Emme usko, että vallitseva taksonomiaproosenttien taso aiheuttaa välittömiä nousupaineita esimerkiksi Incapin rahoituksen kustannuksiin tai sen saatavuuteen tai johtaa muihin liiketoiminnallisiin haasteisiin. Incapilla on myös yksi erittäin merkittävä asiakas, jonka kokoluokka on vaihdellut vuosina 2023-2024 ja vaihtelua voi olla myös jatkossa. Tästä syystä kyseisen asiakkaan liikevaihto-osuuden muutos voi heilauttaa koko konsernin taksonomiaproosentteja etenkin liikevaihdon ja kulojen osalta.

## Incapiin ei liity merkittäviä ympäristöpoliittisia kysymyksiä

Mielestämme Incapin liiketoimintaan liittyvät suorat ympäristöpolitiikkaan liittyvät elementit ovat suhteellisen vähäisiä, sillä yhtiön liiketoiminta on energiaintensiteetiltään hyvin kevyttä kokoonpanoteollisuutta, jossa ei käytetä

myöskään vaarallisia aineita. Incap myös valmistaa asiakkailleen ilmastomuutosta hillitseviä tuotteita, kuten vihreää energiateknologiaa. Näin ollen emme näe regulaation aiheuttavan suurempia riskejä tai uhkia Incapille nähtävissä olevassa tulevaisuudessa.

## Emme odota merkittäviä investointitarpeita ilmastopäästöjen alentamisesta

Incapilla ei toistaiseksi ole virallisia ilmastotavoitteita, vaikka yhtiö raportoi tekemistään ja strategiaansa sisällyttämistä ympäristötoimista melko laajasti etenkin vuosikertomuksessaan. Suurin osa Incapin kuluttamasta energiasta kuluu tuotantotilojen lämmitykseen, jäähdytykseen, tuotantokoneiden toimintaan. Hiilidioksidipäästöjä Incapilta syntyy tuotantolaitosten energiankulutuksen lisäksi myös logistiikasta, liikematkoihin sekä ostetuista laitteista ja palveluista. Yhtiön energiankulutuksen vähentämiseen tähtääviin pyrkimyksiin kuuluu nykyaikaisen teknologian ja energiatehokkaiden laitteiden, LED-valaistuksen, älykkäiden materiaalivirtojen ja logistiikan käyttö. Yhtiö on asentanut esimerkiksi vuoden 2024 aikana aurinkopaneeleja tehtaalleen.

Arviomme mukaan Incapin kokonaispäästöjen osalta kannalta keskeisessä roolissa ovat etenkin scope3:n päästöt, joihin yhtiön suorat vaikutusmahdollisuudet ovat rajalliset. Arviomme mukaan ilmastopäästöjen alentaminen ei tule aiheuttamaan Incapille nykytiedon valossa merkittäviä ja yllättäviä lyhyen aikavälin kustannuksia, mutta jäämme odottamaan asiasta vielä lisätietoa. Myöskään tulevaisuuden investointitarpeiden emme lähtökohtaisesti oleta nousevan toimenpiteiden pohjalta merkittävästi.

| Taksonomiakelpoisuus | 2023 | 2024  |
|----------------------|------|-------|
| Liikevaihto          | 67 % | 100 % |
| OPEX                 | 61 % | 91 %  |
| CAPEX                | 65 % | 56 %  |

| Taksonomian mukaisuus | 2023 | 2024 |
|-----------------------|------|------|
| Liikevaihto           | 0 %  | 0 %  |
| OPEX                  | 0 %  | 0 %  |
| CAPEX                 | 0 %  | 0 %  |

| Ilmasto                                                     |    |    |
|-------------------------------------------------------------|----|----|
| Ilmastotavoite                                              | Ei | Ei |
| Pariisin sopimuksen mukainen (1,5 °C:n lämpenemisskenaario) | Ei | Ei |

Aloitamme kestävyysarviointien näkyvyyden lisäämisen ilmastotavoitteen ja taksonomiavaikutusten arvioinnista, koska näkemyksemme mukaan niiden merkitys yhtiön arvon muodostumiseen on tällä hetkellä keskimäärin selkein. Näkyvyyttä muihin tekijöihin pyritään lisäämään vaiheittain. Analytiikka huomioi kaikkien kestävyysseikkojen vaikutuksen yhtiön kasvu- ja kannattavuuspotentiaaliin sekä riskiin (ts. tuottovaatimukseen) osana sijoitusnäkökuvan muodostumista.

Huom. Taksonomiakelpoisuus-% on esitetty taulukossa ilman taksonomian mukaisia toimintoja



# 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 tulevast. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöstensä 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 suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät 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 yhtiössä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatiin analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n mallisalkussa.

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.

## Suositus historia (>12 kk)

| Pvm        | Suositus | Tavoite | Osakekurssi |
|------------|----------|---------|-------------|
| 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 €      |
| 04/07/2023 | Lisää    | 12,00 € | 10,76 €     |
| 31/07/2023 | Lisää    | 12,00 € | 10,72 €     |
| 09/10/2023 | Lisää    | 8,00 €  | 6,40 €      |
| 26/10/2023 | Lisää    | 8,00 €  | 6,19 €      |
| 23/02/2024 | Lisää    | 9,00 €  | 7,94 €      |
| 10/05/2024 | Lisää    | 12,50 € | 10,92 €     |
| 24/06/2024 | Lisää    | 13,50 € | 12,12 €     |
| 29/07/2024 | Lisää    | 13,50 € | 11,29 €     |
| 25/10/2024 | Osta     | 13,00 € | 10,85 €     |
| 03/03/2025 | Osta     | 13,00 € | 11,14 €     |
| 28/04/2025 | Lisää    | 12,00 € | 9,95 €      |
| 22/06/2025 | Vähennä  | 12,00 € | 11,12 €     |



# TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderesin yhdistää sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyhtiötä, jotka haluavat palvella omistajiaan ja sijoittajayhteisöä tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Sijoittajayhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista osakesijoittamisesta kiinnostunutta jäsentä.

Inderesin yhteiskunnallisena tavoitteena on demokratisoida sijoittajatieta. Uskomme sijoittajien yhtäläisiin mahdollisuuksiin saada tietoa, jonka avulla säästää ja sijoittaa tulevaisuuteensa.

Pörssiyhtiöille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyhtiön sijoittajaviestinnän tarvitsemat ratkaisut. Päätuotteitamme ovat osakeanalyysi, IR-tapahtumat, IR-ohjelmistot ja yhtiökokoukset.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla yhteisön jäsenet voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi, verkostoitua muiden sijoittajien kanssa sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North -markkinapaikalle ja se toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

## **Inderes Oyj**

Porkkalankatu 5  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

## **Inderes Ab**

Vattugatan 17, 5tr  
Stockholm  
+46 8 411 43 80

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

**inderes.se**

**inde  
res.**