

Scanfil

Yhtiöraportti

3/2020

Luotamme yhtiön haponkestävyyteen

Leikkaamme Scanfilin tavoitehintamme nousseita riskipreemioita ja negatiivisia ennustetarkastuksia heijastellen 4,25 euroon (aik. 5,60 EUR) ja toistamme lisää-suosituksemme. Myös Scanfilin toimintaympäristö on heikentymässä nopeasti, kun koronaviruksen leviäminen on synkistänyt maailman talouden näkymiä ainakin vuodelle 2020. Olemme luottavaisia Scanfilin haponkestävyyden ja suhteellisen kilpailuaseman suhteen, joten mielestämme ajallisesti hajautettujen ostojen jatkaminen yhtiössä on yhä perusteltua lyhyen ajan suurista riskeistä huolimatta. Pitkällä tähtäimellä osake on lisäksi jo halpa.

Joustava ja kustannustehokas sopimusvalmistaja teollisuuselektroniikan nichessä

Sopimusvalmistaja Scanfilin liikevaihdosta 80 % tulee teollisuuselektroniikan puolelta ja 20 % tietoliikennesektorilta, kun taas liikevaihdosta 70 % tulee Euroopan ja 20 % Aasian tehtailta. Asiakkailleen Scanfil tarjoaa mahdollisuuden ulkoistaa tuotteiden valmistus ja keskittyä omiin ydintoimintoihinsa, mikä luo asiakkaille joustoa kulurakenteisiin ja tehostaa pääomien käyttöä. Mielestämme yhtiö on hyvin asemoitunut markkinoille, sillä Scanfil operoi pääosin teollisuuselektroniikassa, jossa pienet tuotantoerät ja lyhyet toimitusajat mahdollistavat pienemmille yhtiöille kannattavan toiminnan alan kroonisesti kireästä kilpailusta huolimatta. Scanfilin vahuuksia ovat mielestämme kattava ja kulutehokas toimintamalli, pitkä kokemus sopimusvalmistuksesta sekä tuotannon nopeus ja joustavuus. Yhtiöllä on vahva taloudellinen track-record, mikä kuvaa Scanfilin strategian toimivuutta pitkällä aikavälillä. Scanfilin merkittävimpinä riskeinä pidämme globaalia talouden kehitystä, riippuvuutta avainasiakkaista ja rajallista hinnoitteluvoimaa.

Scanfil on organisesti ja yrityskaupoilla laajentuva kasvuyhtiö, mutta korona iskee kohta lujaa

Scanfilin relevantti markkina kasvaa arviomme mukaan noin 3-6 % vuodessa pitkällä aikavälillä, mitä ajaa BKT:n kasvun myötä kasvava elektroniikkamarkkina ja yhä jatkuva teollisuuden tuotannon ulkoistamisasteen nousu. Sopimusvalmistusmarkkina on erittäin hajanainen, minkä ansiosta Scanfililla on hyvä epäorganinen kasvualusta ja yrityskaupat ovat arviomme mukaan olennainen osa historiallisesti menestyksekkäitä yritysjärjestelyjä toteuttaneen Scanfilin kasvustrategiaa myös jatkossa. Pidämme tätä järkevänä, sillä epäorganinen kasvu on usein organista kasvua nopeampi ja vähäriskisempi (esim. asiakasriskien taseus) kasvustrategia toimialalla. Koronapandemia ja synkkenevä taloustilanne ovat heikentäneet Scanfilin toimintaympäristöä dramaattisesti viime viikkoina ja olemme laskeneet yhtiön kulumisen vuoden ennusteitamme rajusti. Arvioimme nyt yhtiön liikevaihdon ja tuloksen putoavan tänä vuonna selvästi ja odotamme yhtiöltä käytännössä myös tulosvaroitusta lähiaikoina. Myös lähivuosille olemme tehneet selviä negatiivisia ennustemuutoksia talouskuvan heikentymistä heijastellen, vaikka odotamme yhtiön pääsevän kannattavaan kasvuun kiinni vuosina 2021-2022. Yhtiön suhteellisen aseman suhteen olemme luottavaisia ja uskomme vahvan taseen omaan Scanfilin tulevan kriisistä ulos voittajana.

Kohtuullinen arvostus ja kasvava osinko pitävät myös lyhyen ajan tuotto-odotuksen positiivisena

Scanfilin ennusteidemme mukaiset P/E-luvut vuosille 2020 ja 2021 ovat 12x ja 9x, kun vastaavat EV/EBIT-kertoimet ovat noin 10x ja 7x. Pidämme kertoimia maltillisina, kun huomioidaan tämän vuoden väliaikaisesti vaisu tulos. Kertoimien nousuvara ja 4-5 %:n kasvava osinkotuotto nostavat mielestämme osakkeen lyhyen ajan vuosituotto-odotuksen hyvälle ja yli kaksinumeroiselle tasolle. Pidemmällä perspektiivillä Scanfilin osake on tasepohjaisesti halpa suhteessa pääoman tuottokykyyn (ts. osakkeen hinta on alle sen käyvän arvon), mikä puoltaa yhä myös ajallisesti hajautettujen ostojen jatkamista yhtiössä.

Analytytikot



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



Joonas Korkiakoski
+358 40 182 8660
Joonas.korkiakoskit@inderes.fi

Suositus ja tavoitehinta

Lisää

(aik. Lisää)



4,25 EUR

(aik. 5,60 EUR)

Osakekurssi: 3,70 EUR

Potentiaali: 14,9 %

Ohjeistus

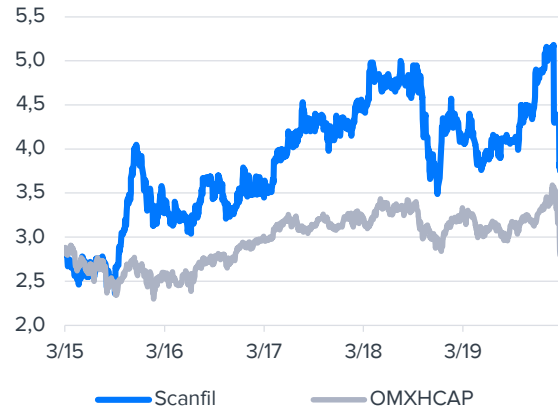
(Ennallaan)

Scanfil arvioi vuoden 2020 liikevaihdon olevan 590 –640 MEUR ja oikaistun liikevoiton 39 –43 MEUR. Arvio perustuu tämän hetkiseen (19.2.2020) käsitykseen koronaviruksen vaikutuksista. Vuoden 2020 ohjeistukseen liittyy kuitenkin poikkeuksellista epävarmuutta koronavirusepidemian takia.

Avainluvut

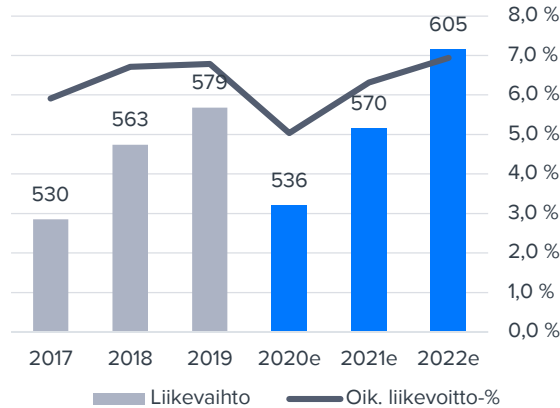
	2019	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	579	536	570	605
kasvu-%	3 %	-7 %	6 %	6 %
EBIT oik.	39,3	27,0	36,0	42,0
EBIT-% oik.	6,8 %	5,0 %	6,3 %	6,9 %
Nettotulos	28,1	19,9	26,8	32,0
EPS (oik.)	0,50	0,31	0,42	0,50
P/E (oik.)	9,8	12,0	8,9	7,5
P/B	1,9	1,3	1,2	1,1
Osinkotuotto-%	3,1 %	4,3 %	4,6 %	4,9 %
EV/EBIT (oik.)	9,1	9,7	6,9	5,4
EV/EBITDA	6,8	6,3	4,9	4,0
EV/Liikevaihto	0,6	0,5	0,4	0,4

Osakekurssi



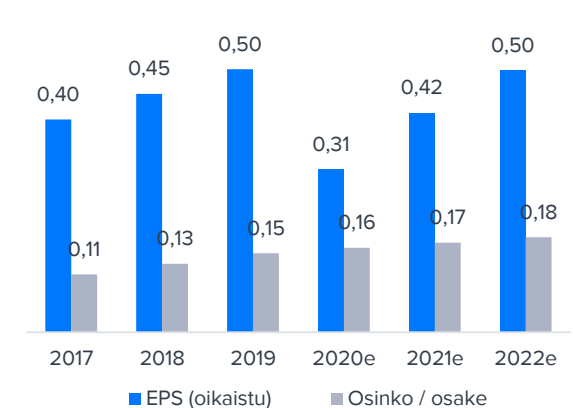
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Orgaaninen kasvu markkinoiden ja avainasiakkaiden mukana
- Kasvun vauhdittaminen yritysjärjestelyillä
- Vahva taloudellinen track-record
- Hyväksyttävän arvostuksen nousu

Riskitekijät

- Kysyntä tulee pääosin jossain määrin syklisiltä sektoreilta
- Kilpailun kiristyminen
- Rajallinen hinnoitteluvoima
- Koronaviruksen leviäminen ja sen negatiiviset vaikutukset maailmantalouteen (ml. tulosvaroitusriski 2020)

Arvostus

- Arvostus on lyhyellä tähtämellä absoluuttisesti maltillinen
- Vuoden 2019 toteutuneeseen tulokseen ja keskipitkän ajan potentiaaliin nähden arvostus on halpa ja nykykurssi on mielestämme selvästi alle yhtiön käyvän arvon
- Kertoimien nousuvarasta ja 4-5 %:n osinkotuotosta muodostuva tuotto-odotus on lyhyellä tähtämellä hyvällä kaksinumeroisella tasolla

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6-10
Sijoitusprofiili	11-14
Toimiala	15-17
Kilpailu	18-21
Strategia	22-25
Taloudellinen tilanne	26-28
Ennusteet	29-32
Arvonmääritys ja suositus	33-38
Taulukot	39-40
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	41

Scanfil lyhyesti

Scanfil on globaalisti toimiva sopimusvalmistaja, joka on keskittynyt teollisuuselektronikkaan ja tietoverkkotekniikkaan

1970-luku

Sopimusvalmistustoiminta alkaa

2002

Listautuminen

#29 suurin EMS-yhtiö

Maailman suurimmat sopimusvalmistajat
* Manufacturing Market Insider 2018

579 MEUR (+2,9 % vs. 2018)

Liikevaihto 2019

39,3 MEUR (6,8 % liikevaihdosta)

Oikaistu liikevoitto 2019

11 / 3

Tuotantolaitokset / eri mantereet

3 530

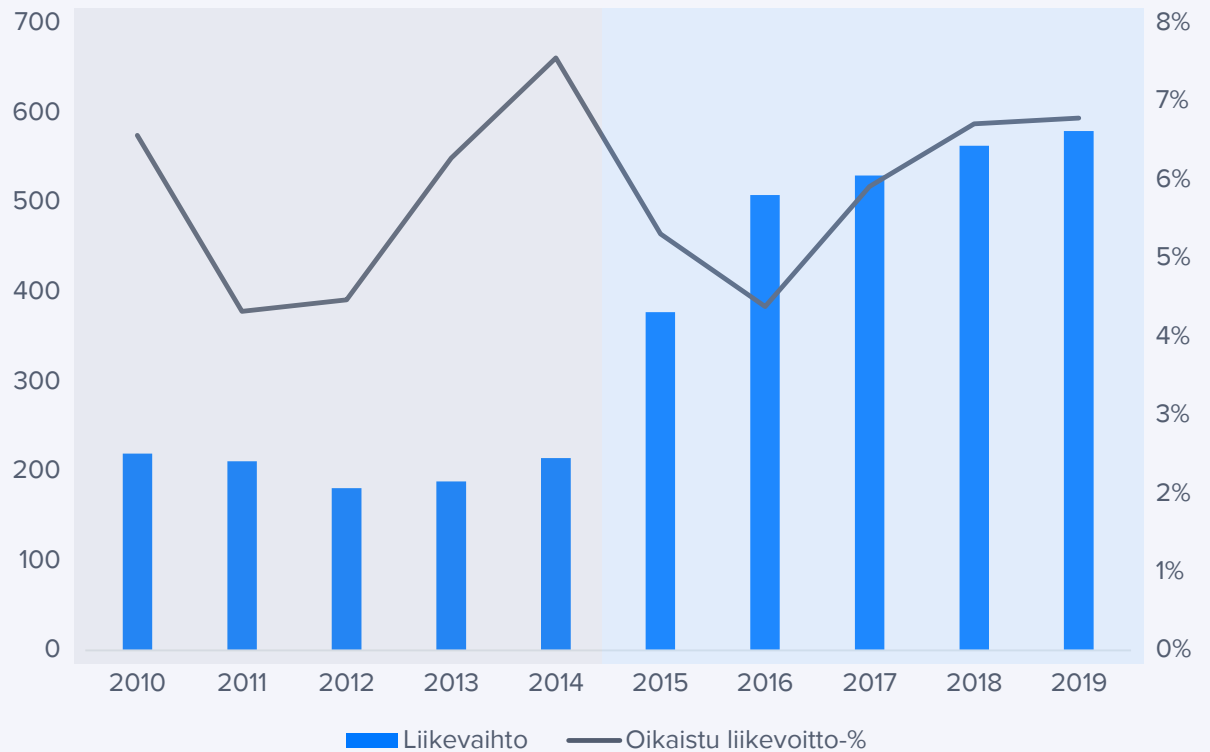
Henkilömäärä 2019 lopussa

Vuodet 2010-2014

- Osittaisjakautuminen Sievi Capitalista vuoden 2012 alussa
- Teollisuuselektronikan hyvä orgaaninen kasvukausi 2012-2014
- Tuottavuuden parantaminen johtaa kohentuneeseen kannattavuustasoon
- Yritystoihin varautuminen

Vuodet 2015-2019

- PartnerTech-kauppa vuonna 2015 nostaa yhtiön uuteen kokoluokkaan
- Vuosina 2015-2016 toteutetut voimakkaat saneeraustoimet laskevat kiinteitä kuluja
- Tehokkaaksi viritetty tuotantokoneisto näyttää iskukykyänsä hyvässä markkinassa
- Kasvua tukevien yritysostojen toteuttaminen (HASEC vuonna 2019)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/4

Yhtiökuvaus

Vertikaalisesti integroitunut sopimusvalmistaja

Scanfil on vertikaalisesti integroitunut ja pääosin teollisuuselektronikan asiakassegmentteihin asemoitunut sopimusvalmistaja ja järjestelmätoimittaja. Yhtiö on keskittynyt etenkin elektronikan, mekaniikan ja erilaisten järjestelmien muodostamien tuotekokonaisuuksien integrointiin. Operaatiotasolla tämä tarkoittaa sitä, että Scanfilillä on kyvykyys valmistaa asiakkaan koko tuote tai kyseisen tuotteen osakokonaisuus, mikä mahdollistaa asiakkaille resurssien tehokkaamman allokoinnin omiin ydinprosesseihin, kuten tuotekehitykseen, myyntiin ja markkinointiin. Yhtiöllä on yhteensä 11 tuotantolaitosta kolmella eri mantereella (Eurooppa, Pohjois-Amerikka ja Aasia) ja vuoden 2019 lopussa yhtiö työllisti yhteensä 3 530 henkilöä.

Liikevaihto vahvasti Euroopan vetämää

Vuonna 2019 Scanfilin liikevaihto oli 579 MEUR. Kokoluokkansa puolesta yhtiö on maailman 30. suurimman sopimusvalmistajan joukossa. Historiallisesti tarkasteltuna Scanfil on myös ollut sektorin keskimääräistä toimijaa kannattavampi yhtiö. Vuonna 2019 yhtiön oikaistu liikevoittomarginaali oli 6,8 %, mitä voidaan pitää sopimusvalmistajalle kiitettävänä tasona. Maantieteellisesti Scanfilille tärkeimpiä markkina-alueita ovat Eurooppa, joka muodosti yli 70 % yhtiön liikevaihdosta vuonna 2019 sekä Aasia, jonka osuus liikevaihdosta oli noin 20 %.

Scanfilin asiakasportfolio on suhteellisen keskittynyt, sillä vuonna 2019 kolmen suurimman asiakkaan osuus liikevaihdosta oli noin 30 % ja

kymmenen suurimman asiakkaan osuus noin 56 %. Suurimman yksittäisen asiakkaan osuus oli puolestaan noin 14 %. Kohtuullisen keskittyneestä asiakasportfoliosta huolimatta ei yhtiön asiakasriski näkemyksemme mukaan ole kuitenkaan poikkeuksellisen korkea, kun huomioidaan keskeisimpien asiakkaiden kypsät kehitysvaiheet, näiden asiakassuhteiden monivuotinen kesto, Scanfilin arviomme mukaan vankka tuote- ja asiakaskohtainen markkina-asema sekä suurimman asiakkaan kokonaisuudessaan siedettävällä riskitasolla oleva liikevaihto-osuus. Vuonna 2015 toteutetun PartnerTech-kaupan sekä edenneen uusasiakashankinnan myötä yhtiön asiakasportfolio on kehittynyt huomattavasti 2010-luvun alkuvuosia tasapainoisemmaksi, mikä on automaattisesti heijastunut myös yhtiön asteittain laskeneeseen kokonaisriskiprofiiliin.

Liiketoiminnan rakenne

Emoyhtiöstä ja 14 tytäryhtiöstä (tytäryhtiöissä ei vähemmistöomistajia) muodostuva Scanfil-konserni raportoi taloudellisen tuloksensa vain konsernitasolla. Liikevaihtonsa Scanfil raportoi viidessä eri asiakassegmentissä:

- 1. Communication** toi Scanfilin liikevaihdosta noin 14 % vuonna 2019. Segmentin tyypillisiä tuotteita ovat telekommunikaatiosektoriin toimitettavat mobiiliverkkojen laitteet ja järjestelmät, mitä heijastellen segmentin pääasiakkaita ovat arviomme mukaan Nokian ja Ericssonin kaltaiset globaalilla skaalalla operoivat verkkolaittevalmistajat. Segmentti on lopputuotekysynnän voimakkaasta investointivetoisuudesta johtuen



Teollisuuselektronikka

Esimerkkejä tuotesovelluksista

- Prosessien ohjausjärjestelmät
- Mobiiliverkkojen laitteet
- Hissien ohjausjärjestelmät
- Mittausinstrumentit

SCANFIL

- Yli 40 vuoden historia ja korkea teknologiaosaaminen
- Tehokas ja globaali tuotantolaitosverkosto
- Onnistunut asemoituminen teollisuuselektronikan asiakassegmentteihin
- Johtava markkina-asema Pohjoismaissa

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/4

hyvin syklinen ja pidemmän aikavälin liikevaihtotrendi on tietoverkkolaitteiden kroonisen hintaeroosion takia laskeva.

- 2. Consumer Application** toi viime vuonna Scanfilin liikevaihdosta noin 19 %. Tämän segmentin lopputuotekäyttö painottuu kuluttajasektoriin ja tyypillisiä tuotteita ovat esimerkiksi valokuvauskioskit, pullonpalautusautomaatit ja pelikoneet. Segmentin asiakkaita ovat esimerkiksi pohjoismaiset omilla markkinoillaan vahvat asemat omaavat Tomra ja Veikkaus.
- 3. Energy & Automation** toi Scanfilin liikevaihdosta noin 19 % vuonna 2019. Segmentin tyypillisiä tuotteita ovat esimerkiksi invertterit, taajuusmuuttajat, kytkimet ja erilaisten prosessien ohjausjärjestelmät. Tämän segmentin asiakkaita ovat esimerkiksi ABB:n, Danfossin ja Valmetin kaltaiset pohjoismaiset korkean teknologia-asteen tarjoamaan keskittyneet teollisuusyhtiöt. Energy & Automation on profiililtaan kasvava, mutta hyvin investointivetoinen.
- 4. Industrial** oli viime vuonna Scanfilin suurin asiakassegmentti ja se toi yhteensä noin 30 % liikevaihdosta. Arviomme mukaan tästä segmentistä tulee myös yhtiön suurin yksittäinen asiakas. Segmentin tyypillisiä tuotesovelluksia ovat esimerkiksi hissien ohjausjärjestelmät, älykkäät valaisimet sekä vedenpuhdistusjärjestelmät. Vastaavasti segmentin asiakkaita ovat muun muassa KONE, Assa Abloy ja Alfa Laval. Segmentin pidemmän aikavälin kasvua ajaa arviomme mukaan etenkin teollisuuden kasvava

automaatioaste sekä IoT. Huolimatta kysynnän investointivetoisuudesta näemme segmentin olevan kasvu- ja kannattavuusprofiililtaan Scanfilin liiketoimintayksiköiden kärkipäätä.

- 5. Medtech & Life Science** toi viime vuonna noin 19 % Scanfilin liikevaihdosta. Segmentin tyypillisiä tuotteita ovat esimerkiksi säähavaintolaitteet, erilaiset mittaus- ja analysointi-instrumentit sekä hammaslääkärituolit. Tyypillisiä asiakkaita ovat puolestaan Vaisalan, Planmegan ja ThermoFisher Scientificin kaltaiset vahvan markkina-aseman omaavat yhtiöt. Segmentin lopputuotteiden tuotesykli on arviomme mukaan varsin pitkä ja kysyntä luonteeltaan melko stabiilia, mikä tekee yksiköstä huomattavasti muita teollisuussegmenttejä defensiivisemmän. Myös segmentin kasvunäkymät ovat yleisesti ottaen hyvät ja arviomme mukaan segmentistä on myös löydettävissä kannattavuuspotentiaaliltaan hyvinkin houkuttelevia markkinataskuja.

Kokonaisuutena Scanfilin liiketoiminnan rakenne on mielestämme hyvin tasapainoinen, eikä yhtiö ole voimakkaan riippuvainen yksittäisen asiakassegmentin kehityskaaren suunnasta tai sen voimakkuudesta. Lisäksi yhtiön asiakassegmenteillä (pl. Communication) on yleisesti ottaen hyvät kasvunäkymät, mikä luo Scanfilille terveet lähtökohdat myös pidemmän aikavälin arvonluontia ajatellen. Luonteeltaan asiakassegmenttien kysyntä on kuitenkin kauttaaltaan varsin investointivetoista, mitä heijastellen myös Scanfilin tilaus- ja liikevaihtovirroissa on

automaattisesti tiettyä teollisuussektoreille ominaista epävakautta, vaikka segmentit eivät kuljekaakaan syklisesti aina juuri samaa linjaa pitkin.

Liiketoimintamalli

Tuotteiden valmistaminen liiketoimintamallin kova ydin

Vaikka Scanfilin liiketoiminnan ydin on mekaniikka- ja elektroniikkavalmistus, koostuu yhtiön toimintamalli kokonaisuudessaan kuitenkin useista avainprosesseista, joilla yhtiö täyttää osan asiakkaidensa arvoketjuista. Scanfilin liiketoimintamalli on vertikaalisesti integroitunut, mikä tarkoittaa sitä, että yhtiö kykenee tarjoamaan asiakkailleen kokonaisvaltaisia tuotanto- ja palvelukokonaisuuksia sekä toimitusketjun hallintaa tuotteen koko elinkaaren ajaksi.

Yhtiön kokonaistoimitusmalli koostuu seuraavista toiminnoista, joista asiakas voi tarpeensa mukaan valita joko koko tarjoaman tai vain tietyn osan.

- 1) Suunnittelu- ja kehitystyö, jossa Scanfil tuo oman valmistusosaamisensa asiakkaan tuotekehitykseen (IPR-säilyy asiakkaalla)
- 2) Komponenttien valinta spesifioituihin tuotteisiin, komponenttivalmistajien kilpailutus ja valvonta
- 3) Prototyypisarjojen valmistus ja testaus
- 4) Komponenttien hankinta ja logistiikka
- 5) Teollinen tuotanto lähellä asiakasta ja valmiiden tuotteiden toimitus
- 6) Jälkikarppinapalvelut (ml. varaosat, korjaukset ja tuotetietojen hallinta)

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/4

Sopimusvalmistajien tuotantolinjat ovat tyypillisesti standardoituja, joten etumatkan hankkiminen suhteessa kilpailijoihin pääomainvestoinneilla on hyvin vaikeaa. Sen sijaan kokonaistoimitusmallissa on yhä verrattain paljon henkilöintensiivisiä prosesseja ja etenkin näitä prosesseja hallitsevat henkilöt ovat muuttuvia osia. Korkea henkilöintensiiteetti ja saumattomasti etenevän prosessivirran tärkeys asettavatkin vaatimustason henkilöstön osaamisen suhteen varsin korkealle. Toimintamalli itsessään ei kuitenkaan arviomme mukaan luo Scanfilille kestäväää kilpailuetua, vaan yhtiön vahvuudet ovat erityisesti tehokkaan ja globaalilla skaalalla toimivan tehdasverkoston mahdollistamassa laadukkaassa, joustavassa ja toimitusvarmassa tuotannossa sekä kustannustehokkaassa yrityskulttuurissa.

Asiakassuhteet suurimpien asiakkaiden kanssa ovat pitkäkestoisia

Arviomme mukaan Scanfil pyrkii liiketoiminnassaan pitkiin asiakassuhteisiin, joissa yhtiön liiketoimintamallin vahvuudet nousevat keskeisimmin esiin, koska kokonaistoimituksiin yhtiö pääsee asiakkaidensa kanssa tyypillisesti asteittain. Tässä yhtiö on historiallisesti tarkasteltuna onnistunut erittäin hyvin, sillä avainasiakastason asiakkuuksia Scanfil ei ole menettänyt käytännössä koskaan. Tämä on mielestämme oiva osoitus Scanfilin keskeisimmistä vahvuuksista sekä yhtiön onnistuneesta asemoitumisesta terveiden liiketoimintamahdollisuuksien teollisuuselektronikkaan ja segmentin sisällä asiakkaisiin, joiden operatiivinen kehitys on ollut suotuisaa. Erityisesti asiakkaiden omista liiketoiminnoista menestyminen on

sopimusvalmistuksen dynamiikasta johtuen kriittistä myös Scanfilin asiakaspysyvyyden ja pidemmän aikavälin arvonnun kannalta, mistä johtuen myös sijoittajien on syytä tarkkailla yhtiön asiakasportfolion laatua ja avainasiakkaiden määrää.

Vaikka Scanfilin asiakasportfolio on mielestämme yksi yhtiön vahvuuksista, on se yhä varsin keskittynyt. Huolimatta yhtiön laadukkaasta maineesta ja arviomme mukaan pääosin vankoista tuotekohtaisista markkinaosuuksista avainasiakkuuksissa, näemme yhden keskeisen asiakkaan menettämisen tai sen merkittävän supistumisen yhtiölle edelleen konkreettisena uhkakuvana. Yhtiö on kuitenkin pyrkinyt järjestelmällisesti laajentamaan asiakaspohjaansa sekä orgaanisilla toimenpiteillä että viime vuosien yritysjärjestelyjen kautta. Nämä toimet ovat tuottaneet myös tulosta, sillä vielä vuonna 2014 yhtiön kolmen suurimman asiakkaan osuus liikevaihdosta oli 45 %, kun se viime vuonna oli huomattavasti tasapainoisemmalla 31 % tasolla.

Tilaukanta on kroonisesti hyvin lyhyt

Sopimusvalmistussektorilla kysynnän vaihtelut voivat olla hyvin voimakkaita, sillä asiakkaat käyttävät sopimusvalmistajia tyypillisesti puskurina oman lopputuotekysyntänsä vaihtelulle. Avainasiakkaidensa kanssa Scanfililla on pitkän aikavälin puitteet määrittävät runkosopimukset, jotka tarkentuvat ei-sitoviksi vuosi- ja kuukausitason ennusteiksi. Varsinaisiksi koviksi tilauksiksi nämä ennusteet muuttuvat tyypillisesti vasta 4-6 viikkoa ennen toimitusta. Komponentit yhtiö joutuu kuitenkin hankkimaan jo selvästi ennen ennusteiden kääntymistä tilauksiksi. Näin

ollen yhtiö joutuu varautumaan tilauksiin etupainotteisilla raaka-aineistoilla.

Komponenttien ajoittaisista saatavuushaasteista johtuen niiden markkinahinnat voivat heilahdella voimakkaastikin ja luoda siten tiettyä painetta yhtiön käyttöpääoman hallintaan. Asiakkaiden kanssa solmitut runkosopimukset mahdollistavat sen, että asiakkaat kantavat osan etupainotteisten raaka-aineostojen riskistä, mikäli ennusteet eivät konkreettisiksi tilauksiksi realisoidu. Omien resurssiensa osalta Scanfilin on kuitenkin vastattava kysyntähaasteisiin itse, mitä heijastellen yhtiö hyödyntää esimerkiksi vuokratyövoimaa.

Liiketoiminnan logiikan takia Scanfilin kova tilaukanta on varsin lyhyt ja arviomme mukaan vain muutaman viikon mittainen. Tämä voi vaikeuttaa etenkin yhtiön tilaus/toimitus-ketjua ja aiheuttaa yllätyksiä etenkin tarve-ennusteiden pettäessä, sillä lyhyellä aikavälillä yhtiön kapasiteetin jousto on rajallinen. Viime vuosina yhtiön sisäinen ennustettavuus on kuitenkin ollut varsin hyvä ja yhtiö on kyennyt ohjeistamaan tuloskehitystään melko tarkasti myös ulkopuolisille sidosryhmille. Toimialan ansaintalogiikka huomioiden emme kuitenkaan usko näkyvyyden pidentyvän myöskään jatkossa, minkä takia yhtiön on tärkeä säilyttää operatiivista joustovaraa.

Kulurakenne rajoittaa skaalaetuja

Scanfilin kustannusrakenteesta kiinteiden kustannusten osuus on varsin pieni, sillä suurin osa yhtiön kokonaiskustannuksista on materiaalikustannuksia. Arviomme mukaan yhtiön kokonaiskustannuksista noin 85-90 % on muuttuvia, kun taas kiinteiden kustannusten osuus on noin 10-15 %.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/4

Kiinteiden kustannusten matala osuus selittyy arviomme mukaan sillä, että yhtiöllä ei ole itsenäistä tuotekehitystarvetta ja sen sitomaa kiinteäpalkkaista henkilöstömassaa. Lisäksi yhtiön organisaatorakenne on kokoluokkaan nähden kevyt ja toimintamalli kustannusorientoitunut.

Keuyen kustannusrakenteen johdosta Scanfilin realisoitavissa olevat skaalaedut ovat melko rajalliset eikä yhtiön kasvu skaalautu isolla vivulla kannattavuuteen ainakaan hyvä perustason saavuttamisen jälkeen. Toisaalta yhtiön kulurakenteella joustovara alaspäin on arviomme mukaan kohtuullinen, vaikka etenkin lyhyellä tähtäimellä osa hankinnan ja valmistuksen kustannuksista eivät juuri joustakaan. Kauttaaltaan kevyt kustannusrakenne ja kohtuullinen lyhyenkin aikavälin joustovara luovat Scanfilille kuitenkin erinomaiset työkalut tyydyttävän marginaalitason saavuttamiselle myös laskevan liikevaihtotason ympäristössä. Tästä syystä yhtiö ei myöskään ole tehnyt koskaan liiketappiota ja pääosin marginaalit ovat pysyneet tyydyttävän kannattavuusrajan yläpuolella heikossakin markkinassa.

Liiketoiminta sitoo pääomaa maltillisesti

Scanfilin liiketoiminta ei sido merkittäviä määriä pääomia, vaikka yhtiö toimiikin valmistavassa teollisuudessa. Yhtiön kiinteän omaisuuden osuus liikevaihdosta vuonna 2019 oli noin 12 %, mitä voidaan pitää varsin maltillisena tasona. Taseen loppusummaan suhteutettuna kiinteän omaisuuden osuus oli noin 20 %, mikä myös indikoi sitä, että toimialan pääomaintensiteetti ei ole erityisen korkea. Kiinteän omaisuuden maltillinen sitoutuminen selittyy pitkälti sopimusvalmistuksen luonteella, joka on huomattavasti henkilöintensiivisempää ja

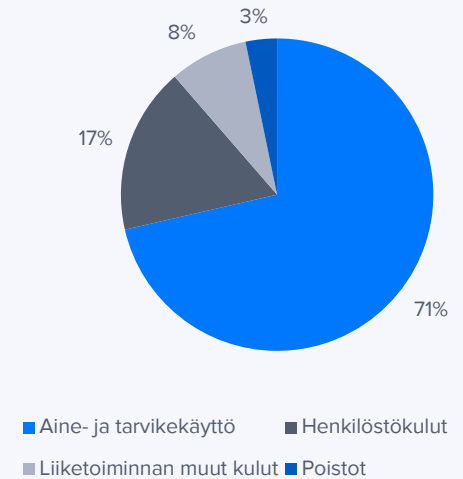
laitekannaltaan kevyempää esimerkiksi perinteiseen konepaja- tai varsinkin prosessiteollisuuteen verrattuna.

Sopimusvalmistuksessa kiinteät laiteinvestoinnit on tyypillisesti pystytty toteuttamaan varsin joustavasti ja lineaarisesti suhteessa kysynnän kasvun kanssa, mikäli tuotantolaitoksen seinä- ja lattiatila on uuden tuotantolinjan lisäämisen mahdollistanut. Tämä on mahdollistanut toimijoille kapasiteetin optimaalisemman lisäämisen suhteessa kulloiseenkin kysyntäkuvaan kuin esimerkiksi prosessiteollisuudessa, jossa kapasiteetin lisääminen on selkeästi etupainotteisempaa. Tästä johtuen sopimusvalmistajat ovatkin tyypillisesti vältäneet katetasoille tuhoisat ylikapasiteetti-tilanteet.

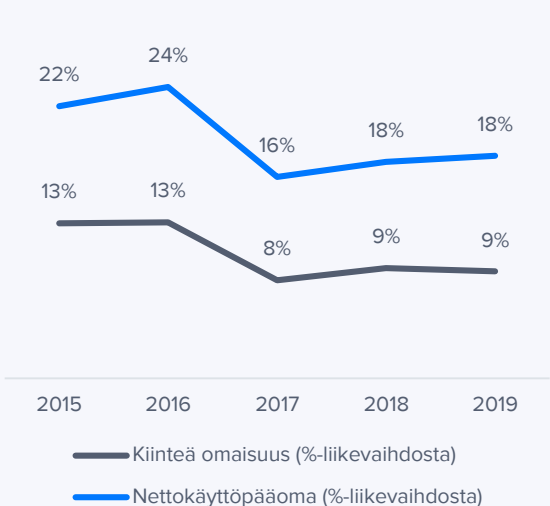
Nettokäyttöpääomaa Scanfilin liiketoimintaan on tyypillisesti sitoutunut noin 20 %. Vuonna 2019 myyntisaamisten ja ostovelkojen kiertoajat olivat optimaaliset (ts. myyntisaamiset < ostovelat), mikä on sopimusvalmistajien haastava arvoketjuasema huomioiden melko harvinaista. Sopimusvalmistustoiminta on kauttaaltaan melko käyttöpääomaintensiivistä ja sen sitoutuminen rasittaaakin Scanfilin vapaata kassavirtaa erityisesti volyymikasvun ympäristössä.

Kokonaisuutena tarkastellen pääoman maltillinen sitoutuminen on positiivinen asia, sillä pääoman tehokas käyttö luo hyvät lähtökohdat niin oman kuin sijoitetunkin pääoman korkean tuottotason saavuttamiselle ja sitä kautta myös omistaja-arvon luomiselle. Maltillinen pääoman sitoutuminen parantaa lisäksi yhtiön osingonjakopotentiaalia. Yhtiölle ei ole myöskään näkemysmme mukaan syntynyt merkittävää investointivelkaa, mikä nakertaisi lähivuosien vapaata kassavirtaa.

Kustannusrakenne 2019



Pääoman sitoutuminen



Asiakkaat



ASSA ABLOY



Asiakkaina mm. kymmeniä johtavia yhtiötä teollisuuden eri aloilta.

Toiminnot



Suunnittelu ja prototyypvalmistus



Elektroniikka- ja mekaniikkavalmistus



Integraatiopalvelut



Lisäarvopalvelut

Liiketoimintaidea

Scanfil on kansainvälinen elektroniikkateollisuuden sopimusvalmistaja ja järjestelmätoimittaja

SCANFIL

Liiketoimintasegmentit



Communication
(14 % liikevaihdosta)



Energy & Automation
(19 %)



Industrial
(30 %)



Medtec & Life Science
(19 %)

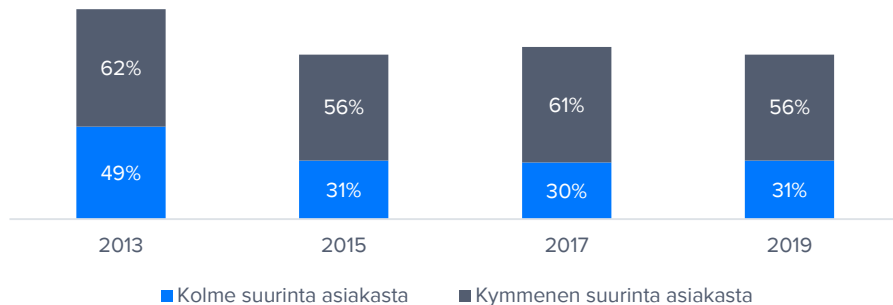


Consumer Applications
(19 %)

Kilpailijat



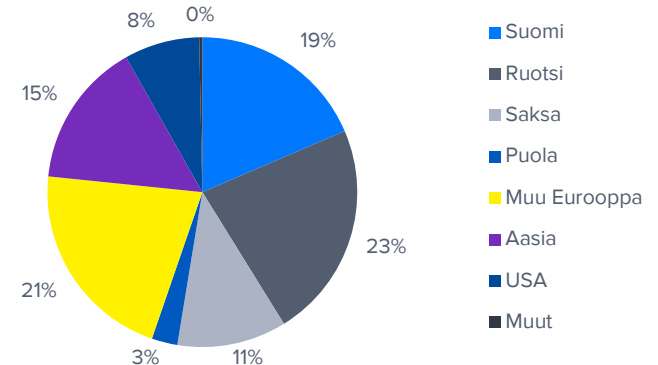
Asiakasrakenteen kehitys



Lähde: Scanfil, Inderes

Tulovirrat maantieteellisesti

Liikevaihto 579 MEUR (2019)



Sijoitusprofiili 1/2

Scanfil on kasvuyhtiö

Kuten myös Scanfilin viime vuosien liikevaihdon vahva kasvuhistoria osoittaa, profiloituu Scanfil mielestämme kasvuyhtiöksi ja tarkemmin kannattavaksi kasvujaksi. Profiilia tukevat sopimusvalmistusmarkkinan terveet orgaaniset kasvunäkymät sekä hyvät mahdollisuudet tehostaa kasvua epäorgaanisesti. Toimialalla kasvu sitoo jossain määrin pääomia ja historiallisesti Scanfil on ollut maltilliseen osingon kasvattamiseen pyrkivä osingonmaksaja. Näin ollen osingolla on Scanfilin tapauksessa vain rajallinen rooli tuotto-odotuksen muodostumisessa, mikä on kasvuyhtiölle tyypillistä. Pidämme Scanfilin strategista painotusta kasvuun järkevänä valintana yhtiön pitkän aikavälin arvonluonnin kannalta.

Vahvuudet ja arvoajurit

Näkemyksemme mukaan Scanfilin keskeiset vahvuudet ja arvoajurit ovat:

- **Kustannustehokas kulttuuri ja toimintamalli:** Scanfilin on kasvanut historiallisesti vahvasti, mutta samalla yhtiö on tehnyt hyvää kannattavuutta eikä kasvua ole haettu kannattavuutta uhraamalla. Arviomme mukaan toimialan logiikkaan suhteutettuna Scanfilin vahvan kannattavuuden taustalla on etenkin yhtiön kustannustehokas toimintamalli ja tehokkuutta sekä kulukuria vaativa toimintakulttuuri, jota yhtiössä on myös vaalittu. Tämä on mielestämme tärkeä tekijä toimialan osin raadollinen kilpailulogiikka huomioiden.

- **Orgaaninen kasvu:** Scanfilin pääasiakkaiden ja potentiaalisten asiakkaiden tuotteiden kysyntä kasvaa tyypillisesti noin BKT:n kasvun vauhtia ja teollisuussektoreilla ulkoistamisaste ei ole vielä saavuttanut lakipistettään. Tätä taustaa vasten Scanfilin pitäisi arviomme mukaan pystyä kasvattamaan liikevaihtoaan orgaanisesti muutaman prosentin vuosivauhtia, minkä pitäisi tukea myös pitkän ajan tuloskasvua. Lisäksi näemme, että yhtiö pystyy tehokkuutensa ja kilpailukykyisen tarjoamansa turvin voittamaan myös maltillisesti markkina-osuuksia lähivuosina.
- **Omistaja-arvon luonti yrityskaupoilla:** Sopimusvalmistusmarkkina on rakenteeltaan hajanainen ja arviomme konsolidaation etenevän alalla, kun kroonisesti kireä kilpailupaine pakottaa pelureita tehostamaan rakenteita. Tämä tarjoaa Scanfilin kaltaisille yhtiöille hyvän mahdollisuuden liiketoiminnan kokoluokan kasvattamiseen ja toisaalta riskiprofiilin tasoittamiseen yritysostoilla. Scanfililla on hyvä track-record viime vuosien yritysjärjestelyistä, joten pidämme yritysostokorttia positiivisena sijoittajille.
- **Kannattavuuden parantaminen:** Ennen PartnerTech-kauppaa Scanfil ylsi parhaimmillaan 7-8 %:n EBIT-%:iin. Arviomme mukaan PartnerTechistä tullut portfolio ei ole rakenteellisesti vanhaa Scanfilia heikompi, joten mielestämme yhtiöllä pitäisi olla edellytyksiä parantaa liikevoittomarginaaliaan lievästi suhteessa vuoden 2019 noin 6,8 %:n

tasoon verrattuna. Arviomme mukaan kannattavuuden parantaminen vaatii etenkin kasvua. 7 %:n kannattavuustason saavuttaminen on kuitenkin mielestämme toimialalla jo hyvä suoritus ja valtaosa yhtiön lähivuosien arvonluontipotentialista nojaa näkemyksemme mukaan orgaaniseen ja epäorgaaniseen kasvuun.

Heikkoudet ja riskit

Sijoittajan kannalta Scanfilin keskeisimmät heikkoudet ja riskit ovat näkemyksemme mukaan seuraavat:

- **Kysynnän vaihtelu ja syklisyys:** Scanfilin liikevaihdosta pääosa tulee investointihyödykkeistä, joiden kysyntä on altista useille ulkoisille maailmantalouteen ja -politiikkaan liittyville tekijöille. Siten kysynnän äkilliset muutokset voivat rokottaa yhtiön liikevaihtoa ja tulosta. Tätä korostaa vielä se, että yhtiön kova tilauskanta on toimialan logiikkaa noudatellen tyypillisesti lyhyt. Pidemmällä tähtäimellä yhtiöllä on kulurakenteen joustoja takia hyvät edellytykset sopeuttaa kuluja vastaamaan liikevaihtotasoa. Lyhyellä tähtäimellä riskejä nostaa kauppasodan uhka, sillä kauppajajoitteilla olisi selvä negatiivinen vaikutus Scanfilin asiakkaiden kysyntään. Hyvä puoli tosin on, että portfolioissa on useita sektoreita, jotka kulkevat eri sykleissä.

Sijoitusprofiili 2/2

- **Keskeisen asiakkaan menettäminen:** Scanfilin asiakasportfolio on yhä keskittynyt, vaikka yhtiö on viime vuosina pyrkinyt systemaattisesti laajentamaan asiakaskuntaansa ja PartnerTech-kauppa oli huomattava edistysaskel tässä suhteessa. Vuonna 2019 Scanfilin suurin asiakas toi yhtiön liikevaihdosta 14 % ja toiseksi suurin 10 %. Vastaavasti 10 suurinta asiakasta toivat liikevaihdosta noin 56 %. Siten Scanfilin asiakaskunta on yhä suhteellisen keskittynyt, mikä pitää asiakasriskin korkeana. Suuren asiakkaan äkillinen menettäminen aiheuttaisi selvän loven Scanfilin liikevaihtoon ja tätä kautta myös tulokseen. Asiakkaiden suoranaisen menettämisen lisäksi on riski, että Scanfilin merkittävät asiakkaat kohtaavat vaikeuksia omissa liiketoiminnoissaan, mikä myös heijastuisi negatiivisesti Scanfilin.
- **Hinnoitteluvoima:** Scanfilil sijaitsee arvoketjussa haastavassa paikassa suurten komponenttitoimittajien ja teknologiayhtiöiden välissä. Siten yhtiön hinnoitteluvoima on molempiin suuntiin arvoketjua kinkkinen, minkä myötä yhtiöllä voi olla vaikeuksia puolustaa myyntikatteitaan, jos lopputuotteiden myyntihinnat kohtaavat lasku- ja/tai komponenttien hinnat nousupaineita. Historiallisesti Scanfilin myyntikate on kuitenkin ollut varsin vakaa, mitä heijastellen yhtiö on aikaisemmin onnistunut marginaalitasonsa puolustamisessa varsin hyvin. Myös henkilökulujen osin krooninen inflaatio (tuotantoa kehittyvissä maissa) asettaa paineita tuottavuuden jatkuvalle

parantamiselle, sillä näitä kuluja on vaikea siirtää asiakkaille.

- **Muutokset kilpailukentässä:** Scanfilille houkuttelevimmissa asiakassegmenteissä kilpailu voi lisääntyä ja tämä voi siten kasvattaa marginaalipaineita. Tähän ajurina voisi olla esimerkiksi monien sopimusvalmistajien kroonisesti heikko kannattavuus, mikä voi ajaa heikompia pelureita asemoitumaan uusiin liiketoimintoihin. Toisaalta kilpailupaineen kasvua voi tulla sektorin globaaleilta jäteiltä, jotka voisivat pyrkiä tulevaisuudessa halutessaan yhä voimakkaammin Scanfilin ydinsegmenttiin teollisuuselektronikkaan.
- **Koronavirus:** Scanfilin alkuperäisen myyntiennusteen mukaan 20 % yhtiön liikevaihdosta piti tulla Kiinasta, joka on kärsinyt toistaiseksi pahiten maassa puhjenneesta koronavirusepidemiasta. Epidemian takia Scanfil pääsi aloittamaan kahden Kiinan tehtaansa tuotannon myöhässä ja vajaakäynnillä helmikuussa, minkä lisäksi logistiikkaongelmat ovat voineet nostaa kulutasoa tuotannon aloittamisenkin jälkeen. Lisäksi koronavirus on levinnyt jo merkittävässä mittakaavassa Eurooppaan, vaikka arvioimme yhtiön Euroopan operaatioiden pyöriin toistaiseksi normaalisti.

Pandemia vaikuttaa arvioimme mukaan erittäin negatiivisesti maailmantalouden kasvuun ainakin lähikvartaaleilla ja sitä kautta se rokottaa todennäköisesti myös Scanfilin kysyntää. Tilanne viruksen leviämisen suhteen

on myös helmikuun lopulla pahentunut ja arvioimme mukaan Scanfilin vuodelle 2019 antama liikevaihto- ja tulosoheistus ei huomioinut merkittäviä ja usealle kvartaalille ulottuvia rasitteita viruksesta. Näin ollen virustilanteen pahentuminen voi syödä Scanfilin liikevaihtoa ja tulosta tänä vuonna ja odotamme sen johtavan myös tulosvaroitukseen. Lähtökohtaisesti pidämme kuitenkin virusta lyhyen aikavälin riskinä Scanfilille emmekä usko sen vaikuttavan rakenteellisesti yhtiön liiketoimintaan. Talouden toipumisaiakataulu on vielä epäselvä, vaikka valtiot ja keskuspankit ovat aloittaneet jo massiiviset elvytystoimet talouden tukemiseksi, mikä kohottaa myös Scanfilin riskitasoa lyhyellä tähtäimellä.

Scanfil pääsee koronaviruksen heikentämään markkinatilanteeseen myös maksuvalmiuden näkökulmasta hyvistä asemista, sillä yhtiöllä oli vuoden 2019 lopussa 20 MEUR:n kassavarat ja lisäksi käyttämätöntä luottolimiittia 37 MEUR. Mielestämme tasot ovat riittäviä suhteessa liiketoiminnan skaalaan ja kassavirtaprofiiliin emmekä usko koronaviruksen mahdollisesti liiketoimintaan aiheuttaman heilunnan aiheuttavan Scanfilille haasteita maksuvalmiuden kanssa.

Sijoitusprofiili

1. Kasvu nykyisten asiakkaiden mukana

2. Uusasiakashankinta ja HASEC:n asiakkaiden vienti volyymituotantoon

3. Kasvu ja riskien alentaminen yritysostojen kautta

4. Kannattavuus alkaa olla lähellä kestävää potentiaaliaan

5. Kustannustehokas toimintamalli ja -kulttuuri

Potentiaali



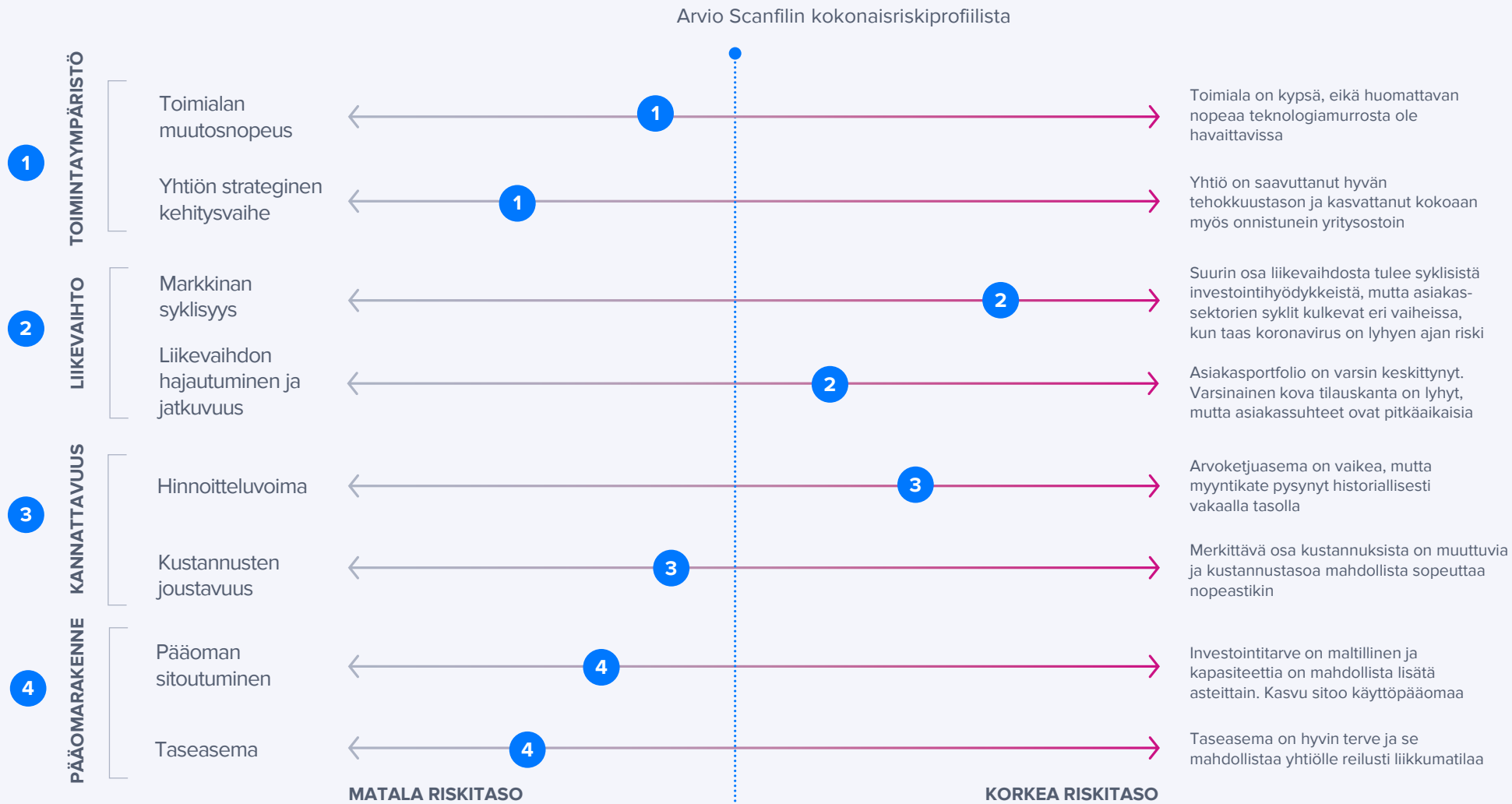
- Orgaaninen kasvu nykyasiakkaiden mukana, asiakaskohtaisia markkinaosuuksia nostamalla ja uusia asiakkaita hankkimalla
- Maantieteellisen peiton laajentaminen
- Kannattavuudessa vielä marginaalista parantamisen varaa
- Yrityskaupoilla vauhtia kasvuun ja/tai riskiprofiilin tasoittamista ja/tai kulusynergioita

Riskit



- Kysyntä on jossain määrin syklistä, vaikka portfolioissa on toisiaan tasapainottavia asiakassegmenttejä
- Keskittynyt asiakasrakenne
- Rajallinen hinnoitteluvoima ja toimialan ankara kilpailu
- Muutokset kilpailukentässä
- Yrityskauppoihin liittyvät riskit
- Koronavirus luo epävarmuutta lyhyen ajan kysynnän ylle eikä kuluvan vuoden ohjeistuksen saavuttaminen ole varmaa

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Toimiala 1/2

Markkina on massiivinen ja painottuu Aasiaan

Markkinatutkimusyhtiö Custer Consulting Groupin mukaan globaalien elektroniikkamarkkinan koko vuonna 2018 oli noin 2 500 miljardia dollaria. Näin ollen kokonaismarkkina on Scanfilin mittakaavaan suhteutettuna massiivinen, eikä se aseta yhtiön kasvulle rakenteellisia rajoitteita nähtävissä olevan tulevaisuuden aikana.

Elektroniikkamarkkina jakautuu kokonaisuudessaan omamerkkivalmistajiin (OEM-yhtiöt), ulkoistettua suunnittelua ja valmistusta tarjoaviin yhtiöihin (ODM) sekä sopimusvalmistajiin (EMS). Toimintamallit eroavat toisistaan sen suhteen, miten suuri osa tuotteen arvoketjusta on ulkoistettu ja kuka omistaa lopputuotteen immateriaalioikeudet. Scanfil on sopimusvalmistaja, eikä yhtiöllä siksi ole itsenäistä asiakkaasta riippumatonta tuotekehitystä. Näin ollen yhtiö ei myöskään omista valmistamiensa tuotteiden immateriaalioikeuksia. Erilaiset toimintamallit kilpailevat globaalilla elektroniikkamarkkinalla kuitenkin keskenään, minkä takia tarkastelemme koko elektroniikkamarkkinaa myös Scanfilille relevanttina kohdemarkkinana.

Maantieteellisesti tarkasteltuna markkina painottuu Kiinaan, missä valmistetaan yli 40 % kaikesta maailman elektroniikasta. Euroopan ja Pohjois-Amerikan osuus on noin 20 %, kun taas loppuosaa hallitsevat muut Aasian maat Japanin ja Etelä-Korean johtamana. Edellisen kahden vuosikymmenen aikana tuotannon siirtäminen matalan kustannustason maihin ja lähelle loppuasiakasta on ollut selkeä toimialaa ohjaava trendi. Kustannuskilpailukyvyyn näkökulmasta tämä

on ollut perusteltua, sillä Aasiassa työvoimakulut ovat tyypillisesti noin 20-30 % (ilman sivukuluja) länsimaiden vastaavista tasoista. Aasian sisällä kustannusdynamiikka on kuitenkin viime vuosina hieman elänyt, sillä Kiinan korkeana säilynyt palkkainflaatio on ohjannut uutta tuotantoa ja osin myös siirtänyt vanhaa edullisemman kustannustason alueille, kuten Intiaan ja Vietnamiin. Itä-Euroopassa työvoimakustannukset ovat noin 30-40 % länsimaisen tason alapuolella, joskin myös siellä palkkainflaatio on viime vuosina ollut varsin voimakasta.

Liiketoiminnan henkilöintensiivisyyden ja toimialan kroonisen hintapaineen vuoksi uskomme varsinaisen volyymituotannon painottuvan myös jatkossa matalan kustannustason alueille. Länsimaisten tuotantolaitosten rooli on arviomme mukaan erikoistua ensisijaisesti kapeampiin, korkeamman osaamistason niche-segmentteihin, nopeisiin toimituksiin sekä tuotekehityssarjoihin. Pidemmällä aikavälillä tuotantoteknologioiden kehittyminen (ml. automatisaatio ja robotiikka) voi kuitenkin lisätä volyymituotannon määrää myös korkeamman kustannustason maissa.

Markkinassa neljä päälohkoa

Markkina jakautuu neljään päälohkoon, jotka ovat kuluttaja- ja teollisuuselektroniikka, elektroniset komponentit sekä julkisen sektorin elektroniikka (esim. maanpuolustus). Varsinkin kuluttajaelektroniikassa (mm. matkapuhelimet ja tietokoneet) toimituserät ovat tyypillisesti hyvin suuria ja tuotetekninen vaatimustaso ei ole korkea (low mix / high volume). Tästä johtuen kuluttajaelektroniikan sopimusvalmistusmarkkinaa hallitsevat mittavat ja kustannustehokkaat

tuotantoresurssit omaavat toimijat. Lisäksi kuluttajaelektroniikan tuotesykliä ovat luonteeltaan hyvin lyhyitä eli noin 2-3 vuoden mittaisia.

Scanfil on asemoitunut pääosin teollisuuselektroniikkaan, jossa toimituserät ovat selvästi pienempiä ja tuotetekninen vaatimustaso korkeampi (high mix / low volume), minkä lisäksi myös toimitusajat ovat nopeampia. Teollisuuselektroniikassa tuotesykliä voivat olla jopa 20-30 vuoden mittaisia ja myynnin jälkeisen asiakaspalvelun ja tuotekehityksen rooli on huomattavasti kuluttajaelektroniikkaa korostuneempi. Tämä mahdollistaa muun muassa sen, että teollisuuselektroniikka tarjoaa myös pienemmille toimijoille terveitä liiketoimintamahdollisuuksia.

Kasvuvauhti linjassa BKT:n kanssa

Globaalia elektroniikkamarkkinaa ajaa etenkin sähkölaitteiden kysynnän kasvu. Sähkölaitteiden kysyntää puolestaan ohjaa elintason nousu, digitalisaatio sekä väestön ikääntyminen. Näiden tekijöiden tukemana globaali elektroniikkamarkkina on eri markkinalähteiden mukaan kasvanut noin 3-5 % vuodessa. Markkinakasvu on näin ollen ollut varsin tervettä ja tarjonnut toimijoille kelvollisia kasvupolkuja. Myös lähivuosina markkinakasvun on arvioitu säilyvän historiallisen tason tuntumassa, mitä peilaten tulevien vuosien kysyntäkuva vaikuttaakin kokonaisuudessaan varsin suotuisalta, vaikka koronaviruksen aiheuttamat heijasteet luovatkin lyhyellä aikavälillä epävarmuutta toimitus- ja arvoketjuihin sekä myös loppukysyntään. Maantieteellisesti kasvun on arvioitu olevan vauhdikkainta Aasiassa, jonka

Toimiala 2/2

uskotaan yltävän 3-6 % vuotuisen kasvuun, kun taas Pohjois-Amerikassa ja Euroopassa kasvun on arvioitu jäävän 1-3 % tasolle heikompaa BKT:n kasvupotentiaalia mukailen.

Ulkoistusasteen nousu tukee kasvua

Elektroniikkateollisuudessa toinen viime vuosina vallinnut voimakas trendi on ollut tuotannon ulkoistamisasteen nousu, sillä se vapauttaa laitevalmistajien resursseja omiin ydintoimintoihin kuten myyntiin, markkinointiin ja tuotekehitykseen. Lisäksi tuotannon ulkoistaminen sopimusvalmistajille mahdollistaa laitevalmistajille tiettyjen kapasiteettijoustojen saavuttamisen, kun tuotantoinvestointeja voidaan viivyttää hyödyntämällä sopimusvalmistajan kapasiteettia. Tätä heijastellen laitevalmistajat voivat sopimusvalmistajia hyödyntämällä saavuttaa myös asteittaisia kulupuolen joustoja tyypillisesti melko kiinteisiin kustannusrakenteisiinsa.

Näistä tekijöistä johtuen sopimusvalmistajien ja ODM-yhtiöiden markkinakasvu on viime vuosina ollut piirun verran yleisen elektroniikkamarkkinan kasvua vauhdikkaampaa. Ottaen huomioon sopimusvalmistajien laitevalmistajille tarjoamat hyödyt odotamme samankaltaisen kehityksen jatkuvan myös lähivuosina.

Teollisuuselektroniikassa ulkoistamisaste on tyypillisesti ollut kuluttajaelektroniikan ulkoistamisastetta matalampi, sillä teollisuuselektroniikan toimituserät ovat pienempiä ja vaativampia kuin kuluttajaelektroniikassa, mikä nostaa kynnyistä valmistuksen ulkoistamiselle. Arvioimme kuitenkin, että ulkoistamisen hyötyjen myötä omasta valmistuksesta asteittain luopuminen kasvattaa

suosiotaan myös historiallisesti matalamman ulkoistusasteen teollisuuselektroniikassa.

Arviomme mukaan teollisuuselektroniikassa sopimusvalmistajien asema on ulkoistetun suunnittelun ja valmistuksen toimittajia parempi, sillä kokonaisvaltainen suunnittelun ulkoistaminen on lopputuotteiden haastavuudesta johtuen vaikeampaa kuin merkittävässä osassa kuluttajaelektroniikkaa. Teollisuuselektroniikassa tuotekehitys kuulukin mielestämme lopputuotteen valmistajan ydintoimintoihin, kun taas kypsän elinkaaren ja matalan teknologiatason kuluttajatuotteissa lopputuotteen myyjä voi optimoida oman tuotto/panos-suhteensa vain liimaamalla tavaramerkkejä muiden suunnittelemiin ja valmistamiin tuotteisiin.

Scanfilin asemoituminen toimialaan on hyvää

Scanfi on mielestämme asemoitunut toimialalle järkevästi, sillä näkemyksemme mukaan teollisuuselektroniikan lähivuosien kasvu- ja kannattavuuspotentiaalini tulisi säilyä lähivuosina selvästi muita elektroniikkamarkkinan segmenttejä houkuttelevampana. Lisäksi Scanfil on relevanttien markkinoiden kokoon suhteutettuna pienehkö toimija, mitä heijastellen yhtiön kasvupotentiaali ei ole ensisijaisesti riippuvainen markkinatason kasvusta. Globaalin elektroniikkamarkkinan kasvu olisi luonnollisesti kuitenkin positiivinen ajuri myös Scanfilille, sillä kokonaiskakan kasvaessa voi Scanfilia suurempien toimijoiden katveeseen jäädä pienempiä ja sekä kasvu- että kannattavuusprofiililtaan hyvin mielenkiintoisia niche-segmenttejä, joissa Scanfilin kaltaisilla toimijoilla on mahdollista operoida. Toisaalta markkinakasvun hyötyminen olisi mitä

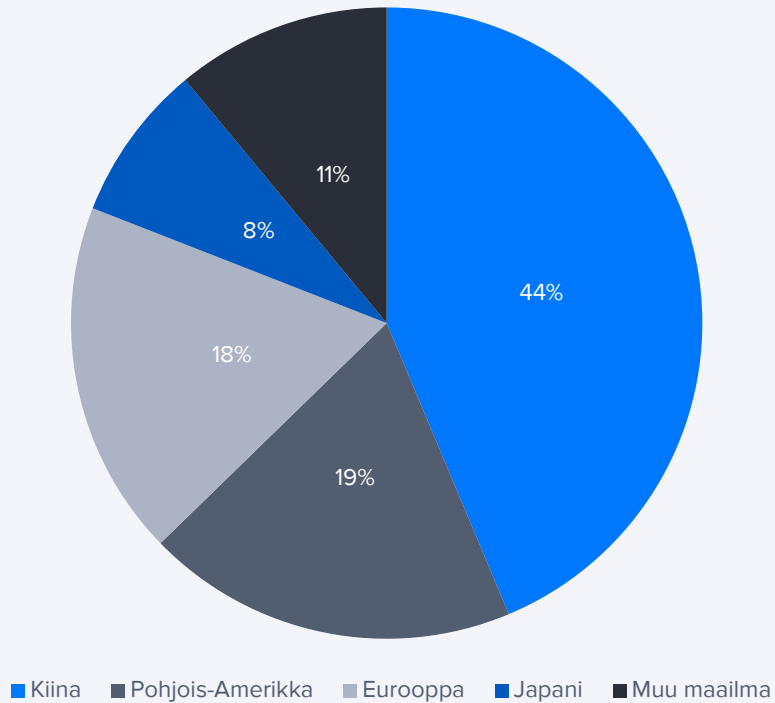
todennäköisimmin seurausta yleisestä maailmantalouden kangertelusta (tähän koronavirus voi myös johtaa) ja se vaikuttaisi väistämättä negatiivisesti myös yhtiön asiakkaiden ja siten myös Scanfilin liiketoimintaan.

Mielestämme Scanfilin tuotteen koko elinkaaren hallinnan kattava toimintamalli kasvattaa suosiotaan, sillä verrattuna pelkän kokoonpanon ulkoistamiseen, luo Scanfilin tarjoama asiakkaille huomattavasti merkittävimpiä mahdollisuuksia omien ydintoimintojen ja sitä kautta kilpailukyvyyn kehittämiseen sekä vahvistamiseen. Arviomme mukaan nämä edut korostuvat etenkin teollisuuselektroniikassa, jossa tuotesykli ovat tyypillisesti kuluttajasektoria pidempiä ja tuotekehitystarve on luonteeltaan jatkuvampaa. Näemme Scanfililla olevan lisäksi riittävät kyvykkyydet vastata arviomme mukaan lähivuosina sekä tuotantoprosesseja että asiakkaiden tuotesovelluksia trendinomaisesti muokkaavien voimien (digitalisaatio, automatisaatio, robotiikka sekä IoT) asettamiin haasteisiin ja mahdollisuuksiin.

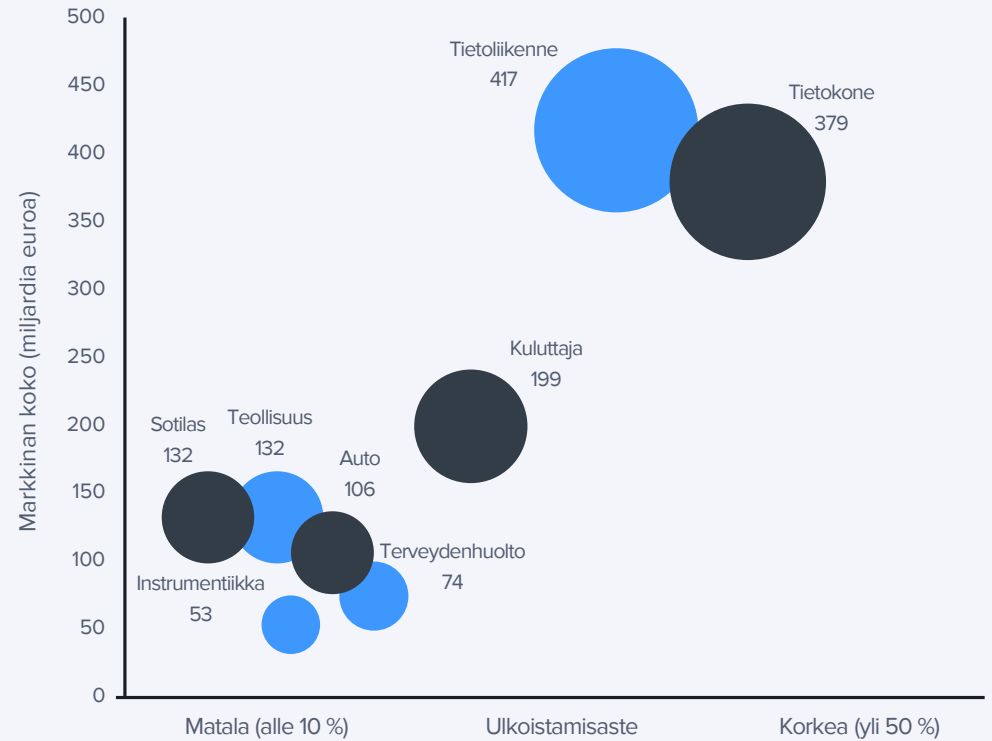
Siten näemme Scanfilin aseman suhteessa elektroniikkamarkkinaan ja sen vallitseviin trendeihin varsin hyvänä. Kiinalaisen teknologian mahdolliseen nousuun yhtiö voi kuitenkin joutua tulevaisuudessa vastaamaan yhä voimakkaammin, sillä tällä hetkellä Scanfilin asiakaskunta koostuu lähes täysin länsimaisista toimijoista huolimatta siitä, että yhtiö on ollut läsnä Kiinassa jo pitkään. Kiinalaisten toimijoiden asettamiin pidemmän aikavälin haasteisiin vastaamiseen yhtiön työkalupakissa on arviomme mukaan kuitenkin useita vaihtoehtoja (mm. orgaaniset investoinnit ja yritysostot).

Toimiala

Elektroniikkamarkkinan jakautuminen alueittain



Elektroniikkamarkkinan jakautuminen segmenteittäin



Kilpailu 1/2

Kilpailutilanne on hyvin ankara

Toimialan ansaintalogiikan sekä yhtiöiden kokoonpanovaiheeseen painottuvien ydintoimintojen johdosta sopimusvalmistajien lopputuotteeseen luoma lisäarvo jää varsin maltilliseksi. Tämä puolestaan rajaa sopimusvalmistajien neuvottelu- ja hinnoitteluvoimaa asiakkaiden suuntaan, mitä peilaten sopimusvalmistajien arvoketjuasema on kroonisesti haastava ja kilpailuympäristö luonteeltaan ankara. Nämä tekijät ovat heijastuneet myös toimijoiden keskimääräisiin voittomarginaaleihin, jotka ovat tyypillisesti olleet verrattain ohuita. Näkemyksemme mukaan toimialan dynamiikka tulee säilymään nykyisenlaisena, emmekä odota kilpailutilanteen muuttuvan merkittävästi.

Toimialalla ei rakenteellista ylikapasiteettia

Sopimusvalmistuksessa pääomainvestoinnit on tyypillisesti kyetty seinä- ja lattiatilan mahdollistamisissa puitteissa toteuttamaan varsin nopeasti. Tästä johtuen sopimusvalmistajat ovat kyenneet investoimaan lähes lineaarisessa suhteessa kasvaneeseen kysyntään eikä toimialalle ole syntynyt katetasoille tuhoisia ylikapasiteettitilanteita (vrt. perusteollisuus). Myös yksittäisen tuotantolaitoksen sulkeminen on verrattain yksinkertaista ja edullista, sillä toimialan pääomakeveästä luonteesta johtuen tuotantolinjat ja -koneet ovat arviomme mukaan melko helposti liikuteltavia osia. Lisäksi matalan kustannustason maissa myös työvoimasta irtaantuminen on hyvin joustavaa ja kustannustehokasta.

Nämä tekijät huomioon ottaen kokonaiskuva viittaa mielestämme siihen, että toimialan

vallitseva kysyntä/tarjonta-kehikko on varsin tasapainoisessa tilassa. Markkinadynamiikkaa ja -näkyviä mukailten pidämme nykyisen tasapainon säilymistä myös pidemmällä aikavälillä todennäköisimpänä lopputulemana, vaikka lyhyellä aikavälillä asiakastoimialojen eriaikaiset kysyntävaihtelut voivatkin hetkittäisiä ali- ja ylikapasiteettitilanteita aiheuttaa.

Alueellinen kilpailutilanne vaihtelee

Liiketoiminnan globaalista luonteesta huolimatta paikallisuus on säilynyt erityisesti asiakassuhteissa hyvin vahvana. Tästä syystä Scanfililla onkin asiakkainaan paljon ruotsalaisia ja suomalaisia teollisuus- ja teknologiayhtiöitä, kun taas yhtiön keskieuropalaisilla kilpailijoilla painopiste on omien lähimarkkinoidensa asiakkuuksissa. Näin ollen Scanfilin kilpailukenttä ei ole täysin universaali, vaan yhtiö kilpailee eri yhtiöiden kanssa Pohjoismaissa, Keski-Euroopassa ja Aasiassa. Alueellisen tekijöiden lisäksi vallitsevaan kilpailukenttään vaikuttaa luonnollisesti myös asiakkaan kokoluokka.

Raadollisesta kilpailutilanteesta huolimatta toimialan asiakaspysyvyys on tyypillisesti ollut hyvä. Asiakaspysyvyyttä tukee etenkin se, että sopimusvalmistajan vaihtamisesta koituvat kustannukset voivat nousta korkeiksi, minkä vuoksi asiakkaat pyrkivät pitäytymään samassa toimittajassa mahdollisimman kauan ja vaihtamaan toimittajaa vain vakavien perusteiden ajamana (mm. heikko laatu tai jatkuvasti venyvät toimitusajat). Korkeat vaihdon kustannukset luovatkin sopimusvalmistajille asteittaista jatkuvuutta, mutta toisaalta vaikeuttavat uusasiakashankintaa.

Suuret yhtiöt hallitsevat kilpailukenttää

Globaalit sopimusvalmistajat on liikevaihtoperusteisesti jaettu tyypillisesti kolmeen kategoriaan. Ensimmäisessä kategoriassa ovat suurimmat toimijat, joiden vuotuinen liikevaihto on vähintään 1 000 MEUR. Tähän ryhmään kuului Market Manufacturing Insidersin mukaan vuonna 2018 noin 15 yhtiötä. Nämä yhtiöt ja muut globaalit jättiläiset toimivat lähes kaikilla elektroniikkateollisuuden segmenteillä. Yhteistä näille toimijoille on lisäksi se, että ne ovat saavuttaneet matalan kustannustason maissa sijaitsevan tuotantokapasiteettinsa ajamina huomattavia mittakaavaetuja. Lisäksi suuryhtiöiden laajat taloudelliset ja organisatoriset resurssit mahdollistavat mittavat ja jatkuvat panostukset korkean teknologisen kyvykkyyden takaamisen kannalta kriittisiin tuotantoprosesseihin. Kolikon kääntöpuolella on kuitenkin ison koon mukanaan tuoma kankeus niin tuotantoon kuin rakenteisiinkin, mistä johtuen suuryhtiöiden kilpailukyky menettää purevuuttaan tuotannon siirtyessä kohti pienempiä eräkokoja.

Suuryhtiöt eivät ole yhtiölle kaikkein relevantteimpia kilpailijoita Scanfilin keskeisimpien asiakkaiden toimitusmäärät huomioiden ja Scanfil kilpaileekin suuryhtiöistä suoraan käytännössä vain lähellä kategorian alarajaa olevan Zollnerin kanssa. Suuryhtiöitä ei kuitenkaan mielestämme täysin voida sulkea pois Scanfilin kilpailukentästä, sillä näiden laajat operaatiot ulottuvat myös Scanfilille tärkeille asiakasaloille. Tällainen tilanne on esimerkiksi tietoliikennesektorilla, jossa yhtiö kilpailee muun muassa maailman suurimman sopimusvalmistaja Foxconnin kanssa. Suuryhtiöiden ilmaantuminen

Kilpailu 2/2

osittain myös muille Scanfilille relevanteille lohkoille on mielestämme periaatteessa mahdollista, joskin se edellyttää yhtiöiltä sekä ajatus- että toimintamallin muutoksia. Teknisiä rajoitteita tälle murtautumiselle ei mielestämme kuitenkaan ole olemassa.

Suurien takana paljon pienempiä toimijoita

Toisessa kategoriassa olevien yhtiöiden liikevaihto on vuositasolla 200 - 1 000 MEUR. Tämän kategorian yhtiöt operoivat tyypillisesti globaalilla toimintamallilla, mutta ovat keskittyneet yhteen tai useampaan markkinasegmenttiin. Kuluttajaelektronikan massatuotteet ovat pääosin näiden yhtiöiden toimitus- ja tuotantokyvyn ulkopuolella. Keskisuurten yhtiöiden joustavuus ja ketteryys on kuitenkin vielä sellaisella tasolla, että yhtiöt kykenevät toimittamaan pienempiä valmistuseriä ja räätälöityä asiakaspalvelua. Resurssien näkökulmasta näillä yhtiöillä on puolestaan riittävät muskelit niin globaalien asiakaskannan palvelemiseen kuin kokonaistoimituksiin nojaavan toimintamallin toteuttamiseenkin. Scanfil, joka on 30. suurimman sopimusvalmistajan joukossa, kuuluu tähän kategoriaan. Myös Scanfilille relevanteimmat kilpailijat löytyvät tästä segmentistä. Yhtiön pääkilpailijat keskisuurten yhtiöiden joukosta ovat näkemyksemme mukaan sveitsiläiset Enics ja Cicor, norjalainen Kitron, saksalainen BMK Electronics, hollantilainen Neways ja puolalainen Fideltronik.

Kolmannessa kategoriassa ovat alle 200 MEUR:n liikevaihtoa tekevät paikalliset tai alueellisesti levittäytyneet toimijat, jotka ovat keskittyneet yhteen tai muutamaan markkinasegmenttiin.

Tämän kategorian yhtiöiden resurssit ovat keskisuuria yhtiöitä kapeammat, mitä heijastellen myös palvelutarjoama on suppeampi (ts. harvoin täysin vertikaalisesti integroituineita). Suppeampaa palvelutarjoamaa peilaten näiden yhtiöiden asiakaskannat voivatkin olla hyvin keskittyneitä. Tämän kategorian yhtiöiden keskeisimpiä kilpailuetuja ovat ketteryyden ja joustavuuden tuomat tuotantohyödyt, erikoistuotteet sekä verrattain nopeat läpimenoajat. Scanfil kilpailee mielestämme myös tämän kategorian yhtiöiden kanssa etenkin Euroopassa. Pienyhtiöistä Scanfilin keskeisimpiä kilpailijoita ovat näkemyksemme mukaan ruotsalaiset Hanza ja Note, ranskalainen Lacroix sekä suomalainen Incap.

Konsolidaatio muokkaa kilpailukenttää

Kokonaisuudessaan sopimusvalmistusmarkkina on hyvin hajanainen, sillä pelkästään Euroopassa on kymmeniä sopimusvalmistajia. Aasiassa lukumäärä on vielä selvästi suurempi ja globaalissa mittakaavassa toimijoiden lukumäärä mitataankin sadoissa kappaleissa. Hajanaisuus ja toimijoiden pyrkimys kohentaa haastavaa arvoketjuasemaa ovatkin arviomme mukaan olleet toimialan konsolidaatiota viime vuosina kaikkein voimakkaimmin ajaneita tekijöitä. Arviomme mukaan konsolidaatio tulee myös jatkossa muokkaamaan kilpailukenttää toimialan ravintoketjussa korkeammalla olevien yhtiöiden ostaessa pienempiä toimijoita. Näin ollen näemme markkinan rakenteen tukevan Scanfilin yritysostovetoista strategiaa mainiosti.

Oma tuotanto on näkymätön kilpailija

Varsinaisten kilpailevien yhtiöiden lisäksi Scanfil

kilpailee myös laitevalmistajien oman tuotannon kanssa. Mielestämme tämän huomioiminen on perusteltua, sillä tietyissä elektroniikkateollisuuden asiakassegmenteissä ulkoistamisaste on vielä hyvin matala ja laitevalmistajien oman tuotannon osuus siten merkittävä. Laitevalmistajien oma tuotanto on muuta kilpailua näkymättömämpi ja kilpailutilanteen muutokset tulevat näkyviin etenkin ulkoistamisasteen muutosten kautta.

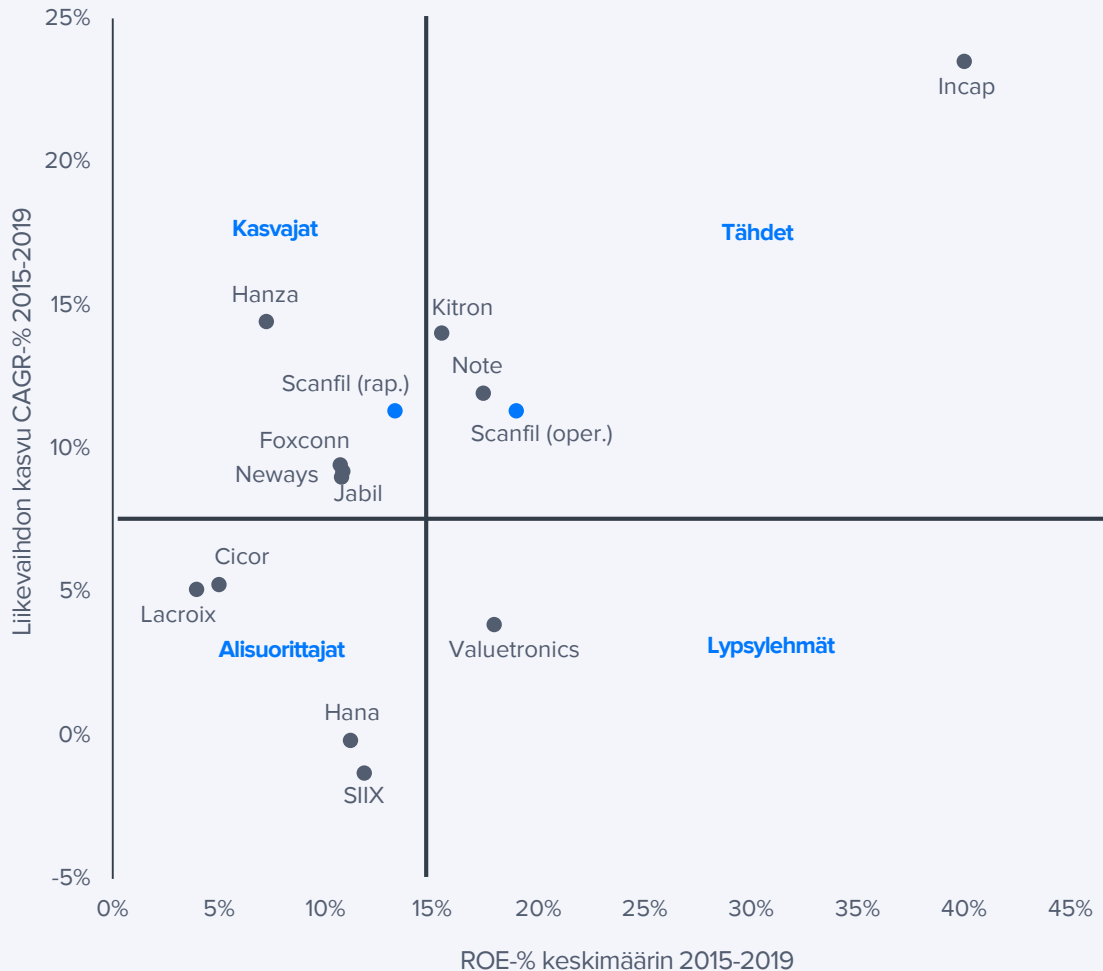
Scanfil on toimialan tähtipelaaja

Scanfilin kannattavuustaso on viime vuosina ollut relevantin kilpailukentän kärkipäätä, mikä kertoo mielestämme sekä yhtiön onnistuneesti toteutetusta strategiasta että keskeisimpien kilpailuetujen hyvästä purevuudesta. Yleisesti ottaen alan eurooppalaisten toimijoiden kannattavuuksissa on varsin voimakasta hajontaa, mikä korostaa erityisesti oikean asemoitumisen ja operatiivisen tehokkuuden merkitystä, sillä toimialan kilpailutilanne on jatkuvan hintapaineen ajamana raju. Tätä taustaa vasten ei ole mielestämme perusteltua olettaa, että Scanfil kykenisi lähivuosina merkittävään marginaali-parannukseen yhtiön hyvästä iskukyvyystä ja laatutoimittajan maineesta huolimatta.

Toimialan matalan pääomaintensiteetin vuoksi kohtuullisen ohuillakin marginaaleilla on kuitenkin mahdollista yltää kaksinumeroisiin sijoitetun pääoman tuottoihin. Scanfilin hyvän marginaalitason sekä tehokkaan pääoman käytön tukemana pääoman tuottoluvut ovatkin kohonneet kilpailijoihin suhteutettuna korkealle tasolle, minkä myötä yhtiön asema yhtenä toimialan tähtipelaajista on vahvistunut.

Kilpailukenttä

Sopimusvalmistajien kasvu CAGR-% vs. ROE-%



Scanfilin kilpailutekijät

- + Asemoituminen teollisuuselektronikkaan
- + Pitkäkestoiset asiakassuhteet avainasiakkaiden kanssa ja vahva referenssiportfolio
- + Globaali tehdasverkosto mahdollistaa asiakkaiden palvelemisen usealla mantereella
- + Ketterä ja joustava kapasiteetti
- + Kustannustehokas toimintamalli ja -kulttuuri
- Rajoittunut hinnoitteluvoima arvoketjun molempiin suuntiin
- Asiakasriskit
- Asiakastoimialat ovat investointivetoisia, minkä myötä kysynnässä syklisiä piirteitä
- Kevyt kustannusrakenne rajoittaa realisoitavissa olevia skaalaetuja

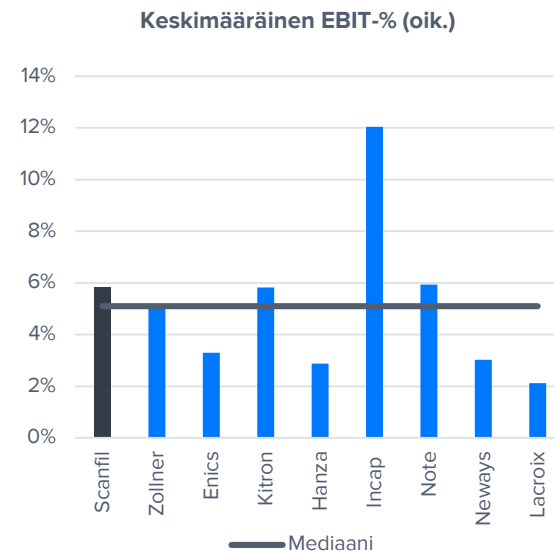
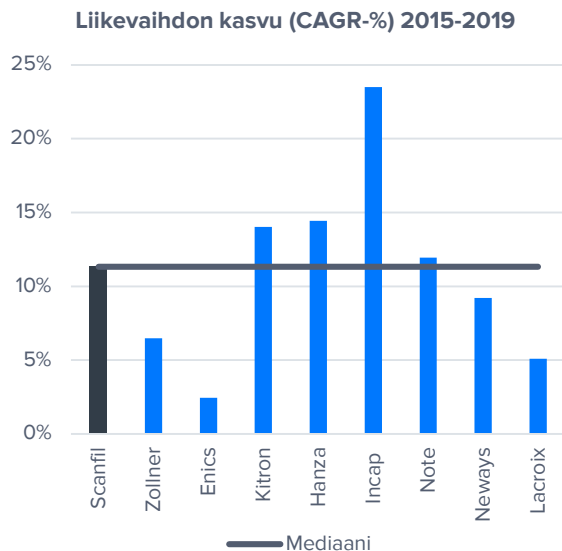
Katsaus kilpailukenttään

Scanfilin kanssa osittain kilpailevia yhtiöitä



Scanfilin kilpailijoita ovat tyypillisesti sellaiset sopimusvalmistajat, jotka kykenevät tarjoamaan asiakkaille laajoja palvelukokonaisuuksia. Kilpailijat kuitenkin vaihtelevat maantieteellisten alueiden, asiakassegmenttien sekä loppuasiakkaiden kokoluokan välillä.

Valittujen kilpailijoiden taloudellinen kehitys



Valikoituja yhtiöitä toimialalta

Yhtiö	Lyhyt kuvaus	Liikevaihto (MEUR)	Oik. EBIT (MEUR)	Oik. EBIT-%	Henkilöstö
Scanfil	Suomalainen sopimusvalmistaja ja järjestelmätoimittaja.	579	39,3	6,8 %	3 530
Zollner	Maailman 15. suurimman toimijan joukossa oleva saksalainen sopimusvalmistaja.	1 745	99,4	5,7 %	11 308
Enics	Suuri vertikaalisesti integroitunut sopimusvalmistaja. Pääkonttori Sveitsissä.	543	18,9	3,5 %	3 783
Kitron	Teollisuuselektronikkaan keskittynyt norjalainen sopimusvalmistaja.	335	20,5	6,1 %	1 664
Hanza	Korkean teknologian lopputuotteisiin erikoistunut ruotsalainen sopimusvalmistaja.	196	5,5	2,8 %	1 582
Incap	Suomalainen teollisuuselektronikkaan asemoitunut sopimusvalmistaja.	71	10,1	14,2 %	830
Note	Ruotsalainen sopimusvalmistaja, joka on erikoistunut PCB-ladontaan ja kokoonpanoihin.	166	11,9	7,2 %	1 092
Neways	Teollisuuselektronikkaan asemoitunut hollantilainen sopimusvalmistaja.	532	15,9	3,0 %	2 511
Lacroix	Ranskalainen sopimusvalmistaja ja järjestelmätoimittaja. Tuotanto neljällä mantereella.	482	22,5	4,7 %	4 133

Lähde: Thomson Reuters ja yhtiöt, kuvaukset Inderes. Luvut vuoden 2019 lukuja (pl. Zollner ja Enics)

Strategia 1/3

Tähtäimessä kannattava kasvu

Strategiseksi päämääräkseen Scanfil on asettanut kannattavan kasvun. Päämäärän saavuttamisen kannalta yhtiön keskeisimmät kulmakivet ovat arviomme mukaan pitkäkestoisten asiakassuhteiden vaaliminen ja kasvu näiden asiakkuuksien mukana, laajan palvelutarjoaman tuomat edellytykset tehokkaaseen uusasiakashankintaan yritysostot ja toiminnan korkea kulutehokkuus. Yhtiö on viime vuosina nostonut operatiivisen iskukykynsä erittäin hyvälle tasolle, mistä osoituksena on myös viime vuosina selvästi noussut toimitusvarmuus ja laatu. Yhtiön portfolioissa näkemyksemme mukaan ole tällä hetkellä juuri heikkoja lenkkejä tai konsernin skaalaan suhteutettuna mittavia kehityshankkeita. Tämä mahdollistaa yhtiön fokuksen suuntaamisen ja resurssien kohdentamisen puhtaasti strategian toteuttamiseen ja siten pidemmän aikavälin arvonluonnin tavoitteluun.

Tehdasverkoston roolitus tukee strategiaa

Asiakkaiden osalta yhtiön strategiassa on kaksi haaraa, joiden mukaan yhtiö on myös roolittanut tehdasverkostonsa. Yhtiön 11 yksikön muodostamasta tehdasverkostosta Suomen, Ruotsin (2 kpl) ja Saksan (2 kpl) tuotantolaitokset sijaitsevat lähellä asiakkaan tuotekehitystä. Nämä yksiköt sijaitsevat korkean kustannustason alueilla, mitä heijastellen yksiköt ovat hyvän kannattavuustason saavuttamiseksi keskittyneet varsinaisen valmistavan tuotannon ohella vahvasti myös tuotteen arvoketjun alkupään (ts. kateprofiililtaan hieman parempiin) toimintoihin, kuten tuote- ja tuotantosuunnittelun tukitoimiin sekä prototyyppitestauksiin. Sijaintia sekä operatiivista fokusta heijastellen näillä yksiköillä on

hyvin merkittävä rooli myös yhtiön uusasiakashankinnassa sekä asiakkaiden etenemisessä kohti varsinaista volyymituotantoa. Yhtiön Kiinan (2 kpl), Puolan (2 kpl), Viron ja USA:n tuotantolaitokset sijaitsevat puolestaan lähellä asiakkaan globaaleita markkinoita. Nämä yksiköt sijaitsevat myös yleisesti ottaen varsin matalan kustannustason (pl. Yhdysvallat) alueilla, mistä johtuen yksiköt ovat kilpailukykyisen rakenteensa tukemana keskittyneet erityisesti tehokkaaseen volyymituotantoon.

Mielestämme yhtiön tehdasverkoston rakenne on kokonaisuudessaan hyvin looginen, sillä se mahdollistaa kasvuhakuisille ja kansainvälistyville asiakkaille selkeän polun tuotekehityssarjoista volyyminvalmistukseen. Tämän näemme puolestaan lisäävän yhtiön kokonaistarjoaman houkuttelevuutta sekä nostavan asteittain myös asiakkaiden kohtaamia vaihdon kustannuksia. Näin ollen näemmekin yhtiön tehdasverkoston ja sen järkevän roolituksen yhtenä Scanfilin kilpailukyvyyn peruspilareista.

Scanfil ei pyri olemaan halvin

Kokonaistoimitusmalliaan ja operatiivisia kyvykkyyksiään heijastellen Scanfil pyrkii asemoitumaan hieman kauemmaksi suoraviivaisesta kokoonpanotoiminnasta, missä hinta on mielestämme kriittisin kilpailutekijä. Hinnan osalta yhtiö pyrkii kuitenkin olemaan riittävän kilpailukykyinen, mutta arviomme mukaan ei kuitenkaan ensisijaisesti halvin vaihtoehto asiakkailleen. Kauttaaltaan hintasensitiivisessä toimintaympäristössä riittävän hintakilpailukyvyyn säilyttäminen ja tehokkuuden jatkuva parantaminen on kuitenkin elintärkeää ja uskomme näiden olevan Scanfilin

prioriteettillisella korkealla myös tulevaisuudessa.

Yhtiöllä kyky tarjota myös lisäpalveluita

Scanfilin liikevaihdosta yli 90 % kertyy tavaratoimituksista, mutta varsinkin PartnerTech-kaupan jälkeen yhtiö on kyennyt tarjoamaan enenevässä määrin myös lisäarvopalveluita (mm. logistiikka- ja korjauspalvelut). Vuonna 2019 palvelumyynti kasvoi 13 % 41 MEUR:oon. Mielestämme palvelut ovat tärkeä osa Scanfilin kokonaisuutta, sillä niiden avulla yhtiö pystyy palvelemaan etenkin pieniä ja kehittyviä teknologiayhtiöitä niiden elinkaarten alussa. Suurasiakkaille palvelut eivät kuitenkaan ole aina relevantteja, sillä niillä on usein omia resursseja Scanfilin lisäpalveluita vastaavilla sektoreilla ja niiden halu maksaa lisäpalveluista on usein rajallinen. Mielestämme sopimusvalmistuksen palvelumyynnillä ei myöskään ole mahdollistava saavuttaa poikkeuksellisia ja selvästi tuotteita korkeampia katteita (vrt. konepajat), mikä korostaa niiden kokonaistarjoamaa tukevaa roolia asiakkaan arvoketjun osan täyttämässä.

Maantieteellinen peitto kasvuoptiona

Scanfil on strategiassaan sitoutunut globaalisti toimijaksi. Mielestämme maantieteellisen peiton laajentaminen nykyisen 3 mantereen ulkopuolelle ei ole kuitenkaan yhtiölle ensisijainen tavoite, vaan mahdollisuus, jos nykyasiakkaat laajentavat operaatioitaan. Tämä loisi myös Scanfilille kannustimen ja kasvualustan toimintansa maantieteelliselle laajentamiselle. Asiakkaiden mukana uusille alueille laajentuminen olisi mielestämme perusteltua, sillä uusille alueille greenfield-vetoisesti eteneminen on tyypillisesti hidas ja riskitasoltaan korkea strateginen valinta.

Strategia 2/3

Orgaaninen kasvu ensimmäisessä aallossa

Orgaanista kasvua Scanfil tavoittelee sekä vakiintuneilta asiakkailtaan että uusilta asiakkailta. Tämä on toimialalla tyypillinen lähestymistapa ja myös Scanfilille hyvin perusteltua, sillä yhtiön asiakkaat edustavat terävintä kärkeä, mikä tekee yhdessä näiden asiakkaiden kanssa kasvamisen houkuttelevaksi. Yhtiön avainasiakkaat ovat kuitenkin varsin riippuvaisia maailmantalouden kehityskaaresta, mikä rajaa niiden ja siten myös Scanfilin kasvupotentiaalia. Lisäksi Scanfilin markkinaosuudet avainasiakkaissa ovat arviomme mukaan jo verrattain korkeat ottaen huomioon asiakkaiden toimittajaportfoliot ja tähän liittyvä dynamiikka (suuret yhtiöt käyttävät poikkeuksetta useita toimittajia). Siten emme odota yhtiön voittavan jatkossa merkittäviä osuuksia nykyisiltä avainasiakkailta ja näemme pienemmät asiakkuudet hedelmällisempänä kasvukenttänä. Pienempien yhtiöiden keskuudessa myös asiakashankinta on piirun verran helpompaa, mikä korostaa kehittyneiden maiden tuotantolaitosten roolia kasvustrategian etenemisessä.

Uusasiakashankinta ja markkinaosuuden kasvattaminen nykyisissä pienissä ja keskisuurissa asiakkuuksissa olisi mielestämme myös riskienhallinnan kannalta tärkeää, sillä yhtiön nykyinen asiakasportfolio on yhä varsin keskittynyt. Huomattavaa kuitenkin on, että uudet asiakkuudet käynnistyvät tyypillisesti varsin hitaasti pienistä volyymeistä ja Scanfilin mittakaavassa merkittävään asiakkuuteen yltäminen saattaa vaatia useampien vuosien yhteistyön. Siten lyhyen ajan liikevaihdon suunnan määrää vakiintuneiden asiakkaiden tilaukset.

Yritysosot olennainen osa työkalupakkia

Keskeinen osa Scanfilin kasvustrategiaa on epäorgaaninen kasvu yritystojen kautta. Viime vuosina Scanfil on tehnyt vuoden 2015 suuren PartnerTech-kaupan lisäksi kaksi pienempää yritystoa, kun yhtiö osti vuonna 2014 Life Science & Medtec -sektoriin erikoistuneen saksalaisen Schaltex Systems GmbH:n ja vuonna 2019 teollisuussegmentin pieniin ja vaativiin tuotantarjoihin keskittyneen saksalaisen HASEC:n (arvioitu EV/S noin 0,3x-0,4x).

Pienet liiketoimintaportfoliota laajentaneet kaupat ovat arviomme mukaan olleet strategiselta sopivuudeltaan hyviä, sillä näiden kautta Scanfil on onnistunut vahvistamaan asemaansa strategiaan painopistealueisiin kuuluvassa saksankielisessä Keski-Euroopassa. Pienessä Schaltexissa (Hampurin tehdas) on tosin ilmennyt myöhemmin haasteita, mutta HASEC-kaupan myötä yhtiö kykenee tarjoamaan yksikön nykyisille ja potentiaalisille uusille saksalaisasiakkaille laajemman kokonaistarjoaman (ml. globaali volyymituotanto ja lisäarvopalvelut), mikä luo hyvän pohjan myös HASEC:n viime vuosien vaisuhkon kannattavuuden nostolle).

Vaikka yritystojen järjestyminen on tapauskohtaista (mm. hinta ja liiketoiminta-profiili), suhtaudumme lähtökohtaisesti Scanfilin epäorgaaniseen kasvuun positiivisesti. Näkemysemme mukaan epäorgaaninen kasvu on yhtiölle orgaanista strategiaa sopivampi valinta seuraavista syistä:

- 1. Yritystojen kassavirtaprofiili on heti positiivinen**, ja se tuo orgaanista kasvua nopeampia tuloksia
- 2. Yritystoa laajentaa automaattisesti yhtiön asiakaskuntaa** ja avaa uusia markkinoita

3. Edullisen yritystojen integrointi preemiohinnoiteltuun Scanfilin pitää sisällään hyvän arvontuontipotentiaalin

4. Markkinan hajanainen rakenne luo suotuisat lähtökohdat yritystojen

Näitä tekijöitä sekä Scanfilin viime vuosien suhteellisen hyviä yritystojenäyttöjä heijastellen arvioimme, että yhtiö tulee jatkamaan epäorgaanista kasvua myös jatkossa. Uskommekin yhtiön olevan valppaana uusien ostokohteiden varalta jo nyt ja koronaviruksen reaalityn ja finanssimarkkinoille luoma turbulenssi voi avata lähiaikoina houkuttelevia mahdollisuuksia tälle saralla. Uskomme silti yhtiön suhtautumisen olevan varsin kurinalainen niin kohteen laadun kuin arvostuksenkin suhteen (ml. viimeiset ostot selvästi alle oman arvostuksen). Konservatiivisuus on mielestämme kuitenkin perusteltua yritystojen liittyvät riskit huomioiden ja suhtaudumme tähän toimintatapaan positiivisesti.

Potentiaalisten ostokohteiden sijainnin suhteen uskomme yhtiön painottavan aikaisempien ostojen tapaan saksankielistä Keski-Eurooppaa. Keski-Euroopan markkina on absoluuttiselta kooltaan suuri ja käsityksemme mukaan sen sisällä olevien ja Scanfilille relevanttien lohkojen ulkoistamisaste on vielä verrattain matala. Lisäksi markkinoilla on arviomme mukaan useita noin 50 MEUR:n liikevaihtotasolla operoivia toimijoita, mikä luo Scanfilille terveet mahdollisuudet HASEC-kaupan taustalla olleen logiikan ja konseptin monistamiseen. Näin ollen pidämme Keski-Euroopan markkinaa Scanfilin kaltaiselle monipuolisen palvelutarjoaman ja riittävät taloudelliset resurssit omaavalle yhtiölle

Strategia 3/3

houkuttelevana. Keski-Euroopan ohella uskomme yhtiön olevan kiinnostunut konsolidoimaan myös Pohjoismaiden hajanaista EMS-markkinaa erityisesti sellaisten yhtiöiden kautta, jotka laajentaisivat Scanfilin asiakastoimialojen kirjoa.

Greenfield-investointeja emme puolestaan usko yhtiön tekevän tulevaisuudessakaan, vaikka uuden tehtaan noin 10-20 MEUR:n investointikustannus ei olisikaan Scanfilin mittakaavassa merkittävä. Tällaisessa investoinnissa yhtiö olisi kuitenkin nykyasiakkaidensa varassa, minkä lisäksi kuilu investointikustannuksen ja positiivisen kassavirran välissä venyisi arviomme mukaan varsin pitkäksi. Nämä tekijät kääntävät greenfield-investoinnin riskiprofiiliin pientä yritysostoa korkeammaksi.

Tavoitteena 700 MEUR:n liikevaihto ja 7 %:n liikevoittomarginaali vuonna 2023.

Scanfil on kertonut tavoittelevansa vuonna 2023 700 MEUR:n liikevaihtoa ja 7 %:n liikevoittomarginaalia. Tavoitteet Scanfil pyrkii arviomme mukaan saavuttamaan nykyisen portfolionsa orgaanisen kasvun, tehokkuustasoa ylläpitävien ja asteittain kohentavien toimenpiteiden sekä pienten kasvua tukevien yritysostojen kautta. Yhtiön omien toimenpiteiden lisäksi taloudellisten tavoitteiden saavuttaminen vaatii taakseen myös kohtuulliseen vakaan suhdannetilanteen. Kokonaisuutena pidämme tavoitteita hyvin realistisina yhtiön kilpailukykyinen ja vahva perustaso sekä viime vuosien suhteellisen hyvät yritysostonäytöt huomioiden.

Pitkällä aikavälillä edellytykset markkinaosuuksien voittamiseen

Pitkällä aikavälillä uskomme yhtiön pyrkivän markkinaa nopeampaan orgaaniseen kasvuun. Scanfilin liiketoimintaportfolion maantieteellinen allokaatio sekä asiakasrakenne huomioiden tämä voisi arviomme mukaan tarkoittaa noin 3-6 % vuotuista orgaanista kasvua. Lisäksi uskomme yhtiön tavoittelevan ajan yli myös vastaavalle tasolle yltävää epäorgaanista kasvua, joskin yritysostojen kautta tuleva kasvu tulee luonnollisesti olemaan portaittaista. Näin ollen pidämme yhtiön kasvunäkymiä hyvinä ja näemmekin kasvun yhtiön keskeisimpänä arvonluonnin ajurina myös lyhyellä aikavälillä.

Kannattavuuden osalta arviomme, että Scanfilin pitäisi tavoitella paikkaa verrokkiryhmän (TOP EMS -yhtiöt) kannattavimpana toimijana niche-segmentteihin painottunutta asemointia ja tehokasta toimintamallia heijastellen.

Näkemyksemme mukaan tämä voisi tarkoittaa noin 9-10 %:n käyttökatemarginaalia ja vastaavasti noin 7-8 %:n liikevoittomarginaalia, kun huomioidaan sopimusvalmistajien kroonisesti haastava arvoketjuasema ja siten molemminpuolisesti rajoittunut hinnoitteluvoima. Näin ollen näemmekin yhtiön kannattavuusparannukseen nojaavan arvonluonnin olevan hyvälle tasolle nousseen peruspelin myötä jo varsin rajallinen, mikä luonnollisesti korostaa kasvua arvonluonnin tärkeimpänä komponenttina.

Taseen osalta arviomme yhtiön pyrkivän säilyttämään tukevan aseman, mikä on perusteltua toimialan liiketoimintalogiikka (ml. riittävän toimitusvarmuuden takaaminen) ja yrityskauppoihin nojaava kasvustrategia

huomioiden. Näkemyksemme mukaan yhtiön mukavuusalueella oleva omavaraisuusaste on noin 40-50 %. Tällä tasolla yhtiöllä olisi vielä maltillisesti velkavipua tehostamassa oman pääoman tuottoa, mutta toisaalta taloudellinen asema säilyisi vielä vakaana, mikä mahdollistaisi yhtiölle vielä riittävästi liikkumatilaa myös yritysostokentällä. Yrityskauppojen yhteydessä näemme hieman aggressiivisemmankin taseaseman perusteltuna, kunhan paluu takaisin mukavuusalueelle on realistinen nähtävissä olevan tulevaisuuden aikana. Toisaalta yhtiön pitkäjänteiset pääomistajat sietävät arviomme mukaan myös ylikapitalisoitunutta tasetta ja ovat valmiita odottamaan otollisia tilaisuuksia pääoman omistaja-arvoa luovaan allokointiin. Näin ollen Scanfil saattaa tulevaisuudessa operoida hyvinkin erilaisilla taserakenteilla.

Osinkojen osalta Scanfilin virallisena tavoitteena on jakaa noin kolmasosa vuosituloksesta ulos osinkoina. Poliitiikka on kuitenkin varsin väljä ja arviomme lisäksi yhtiön pyrkivän maltillisesti kasvavaan osinkoon. Mielestämme Scanfililla on erittäin hyvät edellytykset yltää politiikkansa mukaiseen osinkoon kasvun edellyttämät pääomavaateet huomioiden. Yhtiö on historiallisesti yltänyt politiikkansa mukaiseen voitonjakoon ja kasvanutta tulostasoa heijastellen osinko on myös noussut seitsemän vuotta peräjälkeen. Kasvuyhtiöksi profiloituvan Scanfilin kohdalla osingon rooli ei kuitenkaan ole merkittävä ja yhtiön pääoman tuottopotentiaali huomioiden pidämme sen allokoimista takaisin operatiiviseen toimintaan omistajien kannalta houkuttelevimpana vaihtoehtona.

Strategia

- 2017

2018
-
2019

2020 -

Voimakkaan kasvun ja tehostamisen aikakausi

- PartnerTechin hankinta 2015 ja nousu uuteen kokoluokkaan
- Kiinteiden kulujen merkittävä karsiminen ja hyvän operatiivisen tehokkuustason saavuttaminen
- Asiakasriskin lasku
- Kasvu yritysostojen ja vahvan avainasiakasportfolion tukemana

Operatiivisen tehokkuustason säilyttäminen

- Aseman vankistaminen teollisuussektoreiden niche-segmenteissä
- HASEC-kauppa vahvistaa markkina-asemaa Keski-Euroopassa ja tuo portfolioon potentiaalisia volyymiasiakkaita
- Hyvän operatiivisen tehokkuustason ylläpitäminen ja teknologisen kyvykkyyden asteittainen lisääminen
- Riippuvuus keskeisimmistä asiakkaista yhä suuri

Vankka lähtökohta seuraaviin kasvuaskeliin

- Orgaaninen kasvu avainasiakkaiden ja asteittain volyymituotantoon etenevien uusien asiakkaiden tukemana (ml. HASEC-kaupan tavoitteiden kapitalisointi)
- Strategisesti sopivien yritysostojen toteuttaminen ja niiden integroiminen
- Jatkuvat panostukset tehokkuustason ja siten kilpailukyvyyn ylläpitämiseen
- Taloudellisten tavoitteiden (2023: liikevaihto 700 MEUR ja liikevoittomarginaali 7 %) lähestyminen ja saavuttaminen

Strategian Must Win Battles

Toteutunut

- Asiakasriskiä onnistuttu tasapainottaminen toteutettujen yritysostojen kautta (etunenässä PartnerTech)
- Mittavassa PartnerTech-integraatiossa ja kustannusrakenteen tehostamisessa onnistuminen
- Onnistunut asemoituminen kasvu- ja kannattavuuspotentiaaliltaan houkutteleviin niche-segmentteihin
- Globaalin tuotantoverkoston rakentaminen ja sen tehokkaaksi virittäminen

Lähitulevaisuus 1-2v

- Yritysostoissa onnistuminen
- Markkina-aseman orgaaninen vahvistaminen
- Tehokkaan tuotantokoneiston iskukyvyyn ylläpitäminen ja joustavuuden parantaminen
- Teknologisen osaamistason vahvistaminen
- Asiakasportfolion vahvistaminen ja tasapainottaminen

Seuraavat 5 vuotta

- Jatkuvat panostukset kilpailukyvyyn ja tehokkuustason ylläpitämiseen sekä kulurakenteen joustoon
- Pitkäkestoisten asiakassuhteiden vahvistaminen ja uusiin avainasiakkuuksiin eteneminen
- Maantieteellisen laajentumisen asteittainen eteneminen
- Yritysostoissa onnistuminen

Taloudellinen tilanne 1/2

Myyntikate ollut historiallisesti hyvin vakaa

Scanfilin kustannusrakenteen ylivoimaisesti suurin yksittäinen kuluerä on aine- ja tarvikekäyttö, joka on historiallisesti muodostanut 68-73 % kokonaiskustannuksista. Aine- ja tarvikekäytön kustannukset ovat täysin muuttuvia kustannuksia ja siten ei-skaalautuvia.

Scanfilin liikevaihtoon suhteutettuna aine- ja tarvikekäyttö on viime vuosina liikkunut noin 67-70 % välillä. Näin ollen yhtiön myyntikate on ollut noin 30-33 % tasolla, mitä voidaan toimialan ankara kustannuspaine huomioiden pitää hyvänä tasona. Huomionarvoista on myös se, että sopimusvalmistajien haastavasta arvoketjuasemasta ja rajallisesta hinnoitteluvoimasta huolimatta Scanfilin myyntikate on ollut varsin vakaa, mikä luo yhtiölle terveen lähtökohdan myös tulevaisuutta ajatellen.

Tuottavuus on yhtiölle olennainen mittari

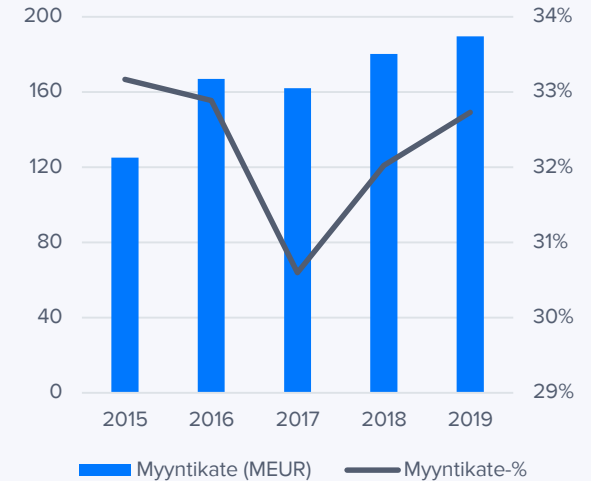
Scanfilin toiseksi suurin kuluerä on henkilöstökulut, sillä kasvaneesta ja asteittain etenevästä automaatiosta huolimatta toiminta sitoo edelleen huomattavan paljon työvoimaa ja on siksi hyvin henkilöintensiivistä. Henkilöstökulut myös skaalautuvat varsin huonosti, minkä vuoksi orgaaninen kasvu vaatii käytännössä aina lisätyövoiman palkkaamista tuotantoon. Henkilöstökulut joustavat kuitenkin tietyn aikaviiveen jälkeen kohtuudella alaspäin ja ne tarjoavatkin yhtiölle joustoa kustannusten sopeuttamiseen kysynnän laskiessa.

Vuonna 2019 henkilöstökulut olivat 17 % kokonaiskustannuksista ja liikevaihtoon suhteutettuna niiden osuus oli 16 %. Scanfilin henkilöstön tuottavuutta hyvin kuvaava työntekijäkohtainen myyntikate on historiallisesti ollut noin 50 TEUR, kun vuonna 2019 myyntikate / työntekijä oli 54 TEUR. Korkeasta henkilöintensiteetistä johtuen uskommekin tuottavuustason ylläpidon ja optimoinnin olevan yksi yhtiön keskeisimmistä operatiivisista prioriteeteista. Arviomme mukaan tuottavuuden parantamisen on kuitenkin nojattava toiminnan tehostamiseen (ml. automaatio ja henkilöstön osaaminen), sillä tuotannon arvon kestävä kasvattaminen on hintasensitiivisessä toimintakehikossa äärimmäisen haastavaa.

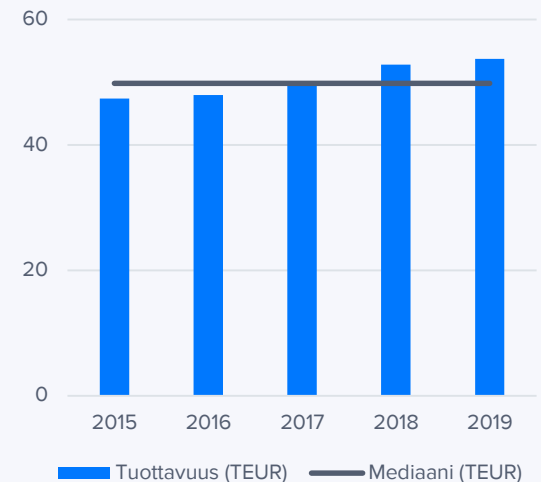
Muissa kuluissa pientä skaalausvaraa

Yhtiön kolmas merkittävä kustannuserä on liiketoiminnan muut kulut. Nämä kulut koostuvat useista pienistä eristä ja ovat arviomme mukaan pääosin kiinteitä. PartnerTechin oston ja sitä seuranneiden tehostamistoimien myötä muiden kulujen osuus liikevaihdosta on viime vuosina vakiintunut 8-9 % tasolle. Historiallisesti Scanfilin kulukuri on ollut varsin tiukka, mikä on arviomme mukaan seurausta yhtiön yrittäjätaustaisesta toimintakulttuurista. Tätä heijastellen emme usko muiden kulujen kasvavan samassa suhteessa liikevaihdon orgaanisen kasvun kanssa. Näin ollen näemmekin muiden kulujen suhteellisessa osuudessa vielä lievää laskuvaraa tämän kulumassan maltillisesti skaalautuvia elementtejä peilaten.

Myyntikatteen kehitys



Tuottavuuden kehitys



Taloudellinen tilanne 2/2

Tase on käyttöpääomapainotteinen

Scanfilin tase on toimialalle hyvin tyypillinen ja se heijastelee sekä toimialan matalaa kiinteän pääoman tarvetta että korkeampaa käyttöpääoman sitoutumista. Vuoden 2019 lopussa yhtiöllä oli kiinteää omaisuutta 72 MEUR ja aineettomia omaisuuseriä 25 MEUR (liikearvon osuus 8 MEUR). Mielestämme yhtiön pitkäaikaiset omaisuuserät ovat kurantteja, sillä yhtiö sulki PartnerTechin saneerauksen yhteydessä heikoimmin kannattavat tehtaansa ja alaskirjasi Q2'19:llä myös Hampurin tehtaan liikearvon kokonaisuudessaan. Muut tehtaot ovat käsityksemme mukaan ylittäneet toteutetut arvonalentumistestaukset kirkkaasti.

Scanfilin taseen varoissa suurimmat omaisuuserät tulevat käyttöpääoman puolelta, sillä vuoden 2019 lopussa yhtiöllä oli taseessaan vaihto-omaisuutta 102 MEUR:n ja myyntisaamia 112 MEUR:n edestä. Myyntisaamiin ei arviomme mukaan liity merkittäviä luottotappioriskejä ja myös varasto on arviomme mukaan kurantti. Kassassa Scanfililla oli vuoden 2019 lopussa 23 MEUR, mikä on mielestämme riittävä taso liiketoiminnan kokoluokka huomioiden. Näin ollen yhtiön maksuvalmius on erittäin hyvä, mikä mahdollistaa yhtiölle joustavien ja kannattavuustasonsa näkökulmasta järkevien maksuaikojen solmimisen niin asiakkaiden kuin tavarantoimittajien kanssa.

Taseessa on hieman vipua

Taseen vastuissa Scanfililla oli vuoden 2019 lopussa 167 MEUR omaa pääomaa. Vuoden 2019 lopun taseessa yhtiöllä oli velkaa yhteensä 173 MEUR. Tästä velkapotista korollisen vieraan

pääoman osuus oli 67 MEUR, kun taas korottoman velan osuus oli 106 MEUR. Yhtiön vakaata tulos- ja kassavirtatasoa heijastellen arvioimme yhtiön rahoituslainan koron olevan maltillisella 1,5-2,0 % tasolla. Varsinaisten korkokulujen lisäksi rahoituskuluja kertyy muun muassa kurssieroista, mutta nämä erät eivät tyypillisesti ole kassavirtavaikutteisia.

Vuoden 2019 lopussa yhtiön vastuiden suurin yksittäinen tase-erä oli sopimusvalmistuksen logiikkaa mukailleen ostovelat, joita oli yhteensä 92 MEUR:n verran, mikä oli selvästi myyntisaamia matalampi taso. Kokonaisuudessaan yhtiön käyttöpääomatarve koostuu kuitenkin pääosin varastosta ja toiminnan pyörittämisen vaatimista kassavaroista. Scanfilin taseen loppusumma vuoden 2019 lopussa oli 340 MEUR:

Liikkumavaraa on jo jonkun verran

Vuoden 2019 lopussa Scanfilin omavaraisuusaste oli 49 % ja nettovelkaantumisaste 28 %. Nämä luvut ovat Scanfilille vielä hyvin kohtuullisia (vrt. yhtiön tavoite on pitää velkaantumisaste 50 %:n alapuolella, kun huomioidaan, että velka sisältää nykyään myös vuokratavut (IFRS 16)). Yhtiön nettovelan ja käyttökatteen suhde on alle 1x, joten myös velanhoidokyky on erittäin hyvä. Näin ollen yhtiö on arviomme mukaan taseasemansa suhteen vielä mukavuuksalueellaan, joskin arvioimme yhtiön pyrkivän jatkamaan velkojensa lyhentämistä, jotta taseeseen syntyisi vielä selkeämpää liikkumavaraa yrityskauppavetoisen kasvustrategian toteuttamiselle.

Yhtiön näkymät ja vallitseva taseasema huomioiden arviomme, että Scanfililla on

verrattain hyvät valmiudet tehdä useampia pieniä tai muutamia keskisuuria yritysostoja vuosina 2020-2021. Selvästi suurempien hankintojen tekeminen lähivuosina vaatisi todennäköisesti yhtiöltä uuden oman pääoman keräämistä. Arviomme mukaan tämä ei kuitenkaan ole täysin poissuljettu vaihtoehto, mikäli investoinnin tuottopotentialia olisi riittävän houkutteleva. Lähtökohtaisesti uskomme yhtiön kuitenkin keskittyvän mieluummin pienempiin ja portfoliota keskitetymmisiin täydentäviin yritysostoihin.

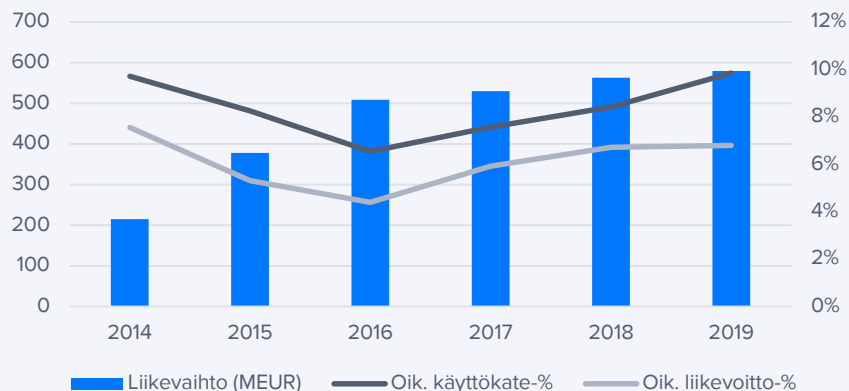
Kassavirta jää tulosta pienemmäksi

Kun huomioidaan yhtiön orgaaninen kasvukuva ja sen vaatimat investointi- ja käyttöpääomatarpeet, jää Scanfilin kassavirtasuhde (vapaan kassavirran suhde käyttökatteeseen) selvästi alle 100 %:iin. Tämä on kuitenkin sopimusvalmistajille hyvin tyypillinen taso, eikä Scanfilin kassavirtaprofiili ole siten millään muotoa poikkeuksellinen toimialan kontekstiin suhteutettuna.

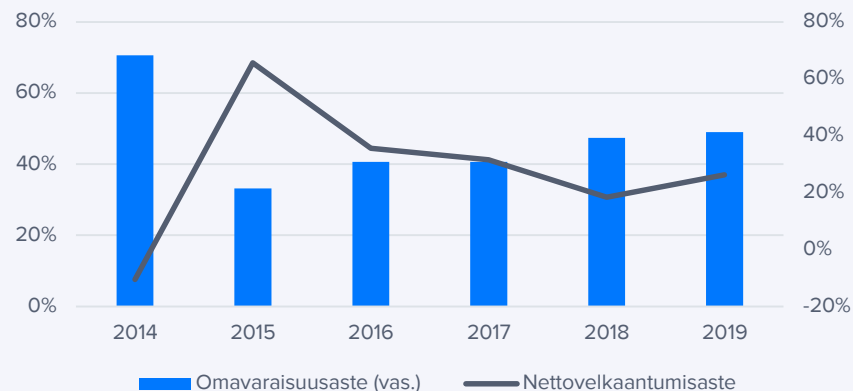
Operatiiviseen tulokseen nähden jossain määrin vaisuksi jäävän rahavirran takia yhtiö ei arviomme mukaan kykene kasvattamaan liiketoimintaansa ja samalla ylläpitämään erityisen korkeaa osingonjakosuhdetta. Yhtiön osingonjakopolitiikkana on kuitenkin noin kolmasosan jakosuhte, mikä on kassavirran näkökulmasta hyvin realistinen tavoite ja odotammekin yhtiön saavuttavan sen ongelmitta. Maltillinen jakosuhte ja taseen liikkumavara mahdollistavat lisäksi sen, että osinko on mahdollista pitää yksittäisen heikomman tulosvuoden ympäristössä vakaana tai nousevana, mikäli yhtiö sen tarvittavaksi toimenpiteeksi näkee.

Taloudellinen tilanne

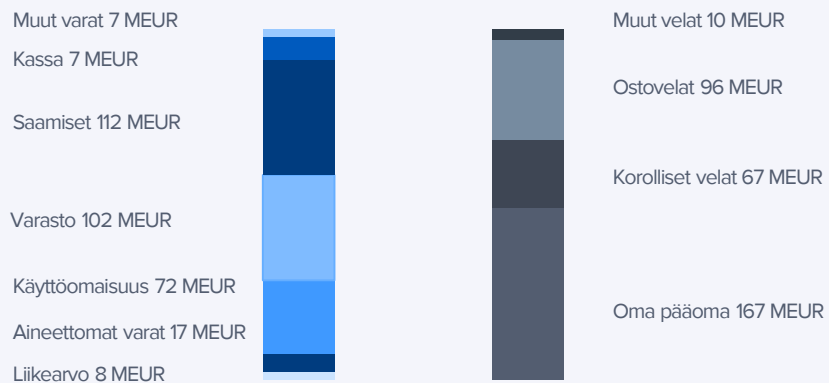
Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



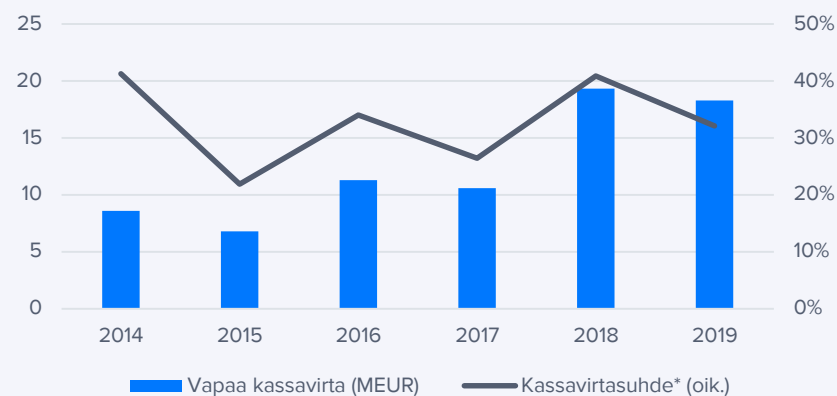
Taseaseman kehitys



Taserakenne 2019 lopussa



Kassavirran kehitys



* Vapaan kassavirran suhde oikaistuihin käyttökatteeseen

Ennusteet 1/3

Ennustemalli

Ennustamme Scanfilin liikevaihdon kehitystä lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä pääasiassa arvioidun markkina- ja markkinaosuuden kasvun perusteella. Lyhyen ja keskipitkän aikavälin kannattavuuskehityksen arvioinnissa mallinamme yhtiön myyntikatteen ja kiinteän kulumakenteen kehitystä vuositasolla. Pitkän aikavälin ennusteemme pohjana käytämme arvioitua markkinakasvua ja Scanfilin historiallista kannattavuustasoa sekä yhtiölle arvioimaamme kannattavuuspotentiaalia. Ennusteissamme ei oteta huomioon vähintään keskipitkällä aikavälillä todennäköisten yrityskauppojen vaikutuksia, sillä kauppajen ajoituksia on mahdotonta ennakoita.

Yhtiö pääsi vuoteen 2020 hyvistä lähtökohdista...

Scanfil pääsi lähtemään kuluvaan vuoteen hyvistä asemista. Vuonna 2019 yhtiön myynnin kehitys oli kaksijakoista, sillä yksittäiseen asiakkaan vaikeudet omassa liiketoiminnassaan nakersivat kasvua H1:llä, mutta H2:lla orgaaninen kasvu elpyi yleisen talouden hidastumisesta huolimatta. Lisäksi H2:lla kasvua tuki HASEC:n selvästi positiivinen kontribuutio epäorgaaniseen myyntiin. Kannattavuuden osalta yhtiö ylsi hyvään 6,8 %:n liikevoittomarginaaliin, vaikka H1:n alhainen liikevaihtotaso ja HASEC:n toistaiseksi muuta Scanfilia alempi kannattavuus (sis. alempi lähtötaso ja tietyt haltuunoton kulut) rokotivatkin arviomme mukaan kannattavuutta jonkin verran. Kokonaisuutena yhtiö kuitenkin osoitti viime vuonna, että tehdasportfolio on operatiivisesti hyvässä iskussa ja kasvu skaalautuu sopimusvalmistusliiketoiminnan logiikka

huomioiden hyvin.

...mutta koronaviruksen takia vuodesta on kuitenkin tulossa vaikea

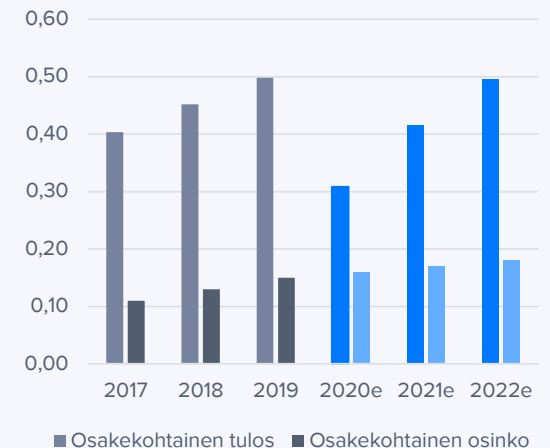
Scanfil on ohjeistanut vuodelle 2020 liikevaihtonsa olevan 580-640 MEUR ja oikaistun liikevoittonsa 39-43 MEUR. Lisäksi yhtiö kommentoi tammikuun olleen hyvä ja ohjeistuksessa on huomioitu Kiinasta levinneen koronaviruksen ohjeistuksen antamisen (19.2.2020) aikaan tiedossa olleet rasitteet. Ohjeistuksen antamisen jälkeen koronavirus on kuitenkin levinnyt merkittävässä mittakaavassa Kiinan ulkopuolelle ja viruksen kaikkia vaikutuksia maailmantalouteen ja Scanfilin tuotteiden kysyntään ja/tai komponenttien saatavuuteen on vielä erittäin vaikea arvioida. Mielestämme tilanne viruksen suhteen on isossa kuvassa pahentunut dramaattisesti ohjeistuksen antamisen jälkeen, vaikka odotammekin yhtiön saaneen ajettua noin viikon kiinalaisen uuden vuoden jälkeen myöhässä käyneitä Kiinan kahta tehdastaan ylös helmikuun lopulla. Kokonaiskuvaan suhteutettuna ohjeistuksen saavuttaminen alkaa mielestämme näyttää jo hyvin epätodennäköiseltä, kun huomioidaan, että globaali talous on ajautumassa pandemian takia taantumaan.

Uskomme Scanfilin saavan vietyä joidenkin HASEC:n asiakkaiden volyymituotantoa Puolan ja Kiinan tehtaille tämän vuoden aikana (ts. yhtiö voittaa markkinaosuutta) ja pidämme yhtiön tarjoamaa sekä nykyisille että uusille asiakkaille kilpailukykyisenä (ts. hyvät mahdollisuudet saada suurempi osuus toimituksista nykyasiakkaissa sekä uusia asiakkaita portfolioon).

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Osakekohtaisen tuloksen ja osingon kehitys



Ennusteet 2/3

Nämä yhtiön omalla työllään saavuttamat mahdollisuudet hautautuvat kuitenkin nopeasti makrotason ajureiden alle, kun koronavirus heikentää maailmantalouden kasvua ja investointeja etenkin H1:llä sekä Q3:lla.

Odotamme nyt Scanfilin liikevaihdon laskevan tänä vuonna 8 % 536 MEUR:oon. Lasku syntyy asteittain heikkenevästä markkinasta, mitä HASEC-kaupan H1:lle tuoma epäorgaaninen tuki (arviolta 15 MEUR) ja yhtiön kehityshankkeiden orgaaninen edistymisen kompensoi vain osin. Scanfilin oikaistun liikevoiton ennustamme putoavan tänä vuonna 31 % 27 MEUR:oon etenkin liikevaihdon laskun takia. HASEC:n todennäköisen myynnin laskun takia emme odota yrityskaupan tukevan tulosta H1:llä epäorgaanisesti. Liikevaihdon laskun lisäksi kannattavuutta painavat arviomme mukaan mm. logistiikka- ja komponenttihaasteista ja tehtaiden epätasaisesta käytöstä aiheutuvat ylimääräiset kulut. Ennusteemme ovat reilusti yhtiön ohjeistushaarukoiden alapuolella ja odotamme käytännössä yhtiöltä varsin rajua tulosvaroitusta nopeasti ja yllättäen heikentyneen markkinan takia. Negatiiviset ennusteriskit ovat lisäksi yhä korkeita osin tuntemattomien virusriskien takia. Olemme laskeneet kuluvan vuoden liikevaihdon ennusteitamme 10 %:lla ja oikaistun liikevoiton ennusteitamme yli 30 %:lla koronaviruspandemia ja sen negatiivisten talousvaikutusten takia.

Rahoituskulujen arvioimme olevan tänä vuonna normaalilla tasollaan noin 1,8 MEUR:ssa, joskin raportoituja rahoituskuluja heiluttavat eikassavaikutteiset kurssierot, mitä heijastellen rahoituskuluihin liittyvä epävarmuus on kroonisesti korkea. Käytännön merkitystä eikassavaikutteisilla

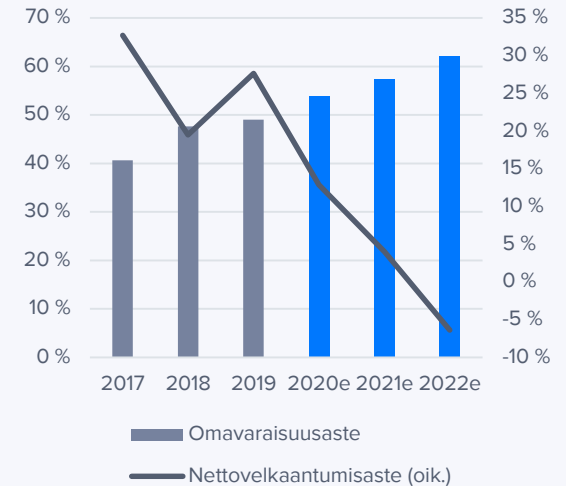
kurssieroilla ei kuitenkaan näkemyksemme mukaan ole. Veroasteen arvioimme olevan hieman normalisoitua tasoa alempi 21 %. Siten kuluvan vuoden EPS-ennusteemme on 0,31 euroa, mistä arvioimme yhtiön maksavan osinkoa noin osinkopolitiikkaansa heijastellen 0,16 euroa osakkeelta. Myös vapaan rahavirran osalta odotamme yhtiölle toistaiseksi siedettävää vuotta, sillä kasvun hidastuessa käyttöpääoman sitoutumisen pitäisi olla rajallista ja myös investoinnit ovat arviomme mukaan noin poistojen tasolla. Nettovoitto ja positiivinen rahavirta vahvistavat tasetta, joka pysyy hyvässä kunnossa (2020e: omavaraisuusaste 54 %, nettovelkaantumisaste 13%).

Vuosi 2021 on lähtökohtaisesti parempi

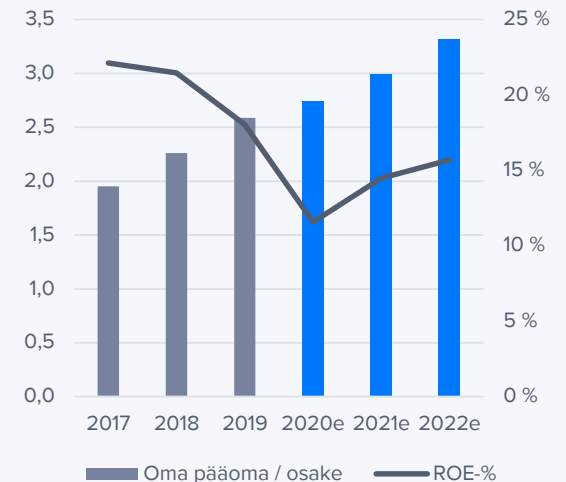
Vuonna 2021 emme odota koronaviruksen häiritsevän suoraan Scanfilin liiketoimintaa. Maailmantalouden elpymisvauhti on sen sijaan epävarma, mutta toistaiseksi arvioimme sen kohoavan selvästi positiiviseksi, kun valtioiden ja keskuspankkien elvytys alkaa purra ja vertailuluvut ovat heikot. Riskinä kuitenkin on, että globaali talouskasvu sakkaa viruksen takia vuonna 2020 pahasti ja talouteen jää pysyviä vaurioita, jotka eivät lähde korjautumaan elvytyksellä.

Vuonna 2021 odotamme Scanfilin liikevaihdon kasvavan 6 % 570 MEUR:oon. Kasvu on puhtaasti orgaanista ja se syntyy arviomme mukaan etenkin nykyasiakkaiden pääosin kasvavista tilausvirroista, HASEC-kaupan strategisten hyötyjen realisoitumisesta (ts. volyyimivalmistukset siirtyminen muilta sopimusvalmistajilta Scanfilin Puolan ja Kiinan tehtaille) sekä uusasiakashankinnasta.

Taseaseman kehitys



Oma pääoma / osake ja ROE-%



Ennusteet 3/3

Yleisen taloustilanteen epävarmuuden takia pysymme maltillisina kasvuennusteidemme suhteen ja periaatteessa yhtiöllä voi olla aineksia parempaan, jos taloustilanne on palautuu riipeästi normaalille tasolle.

Vuoden 2021 liiketuloksen ennustamme nousevan liikevaihdon kasvun ja koronaviruksen aiheuttamien tiettyjen kulurasitteiden poistumisen ansiosta 33 % 36 MEUR:oon. Tämä vastaa jo Scanfilille melko hyvää 6,3 %:n liikevoittomarginaalia. Rahoituskulut pysyvät arviomme mukaan maltillisina 1,6 MEUR:ssa myös ensi vuonna ja veroaste noin normalisoidulla tasollaan 22 %:ssa. Näin ollen vuoden 2021 EPS-ennusteemme kohoaa 0,42 euroon, josta arvioimme yhtiön maksavan noin politiikkansa mukaisen 0,17 euron osakekohtaisen osingon.

Vapaan rahavirran osalta vuoden 2021 pitäisi olla hyvä, kun investoinnit pysyvät noin poistojen tasolla ja käyttö pääomaa sitoutuu maltillisesti. Siten arvioimme yhtiön taseen jatkavan vahvistumistaan (2021e: omavaraisuusaste 57 %, nettovelkaantumisaste 4 %). Näin ollen vuoden 2021 lopulla Scanfililla olisi jo selvää liikkumavaraa tehdä yrityskauppoja, joita emme kuitenkaan ole huomioineet ennusteissamme. Olemme laskeneet vuoden 2021 ennusteitamme selvästi, sillä lähtökohdat vuoteen 2021 ovat heikentyneet oleellisesti vuoden 2020 näkymien rajun pudotuksen takia.

Vuonna 2022 odotamme toipumisen jatkuvan

Vuonna 2022 odotamme Scanfilin orgaanisen kasvun jatkuvan 6 %:n vauhtia ja nostavan liikevaihdon 605 MEUR:oon. Kasvua ajaa edelleen

BKT:n hitaahkon kasvun ajama markkinakasvu, ulkoistamisasteen nousu ja maltilliset onnistumiset uusasiakashankinnassa sekä asiakaskohtaisissa markkinaosuuksissa. Vuoden 2022 liikevoiton ennustamme olevan 42 MEUR ja marginaalin lähes yhtiön tavoitteen mukaisesti 6,9 % kasvun tukiessa kannattavuutta maltillisesti.

Rahoituskuluihin ja veroihin emme odota merkittäviä muutoksia, joten ennustamme Scanfilin tekevän 0,50 euron osakekohtaisen tuloksen vuonna 2022 ja maksavan tästä osinkoa 0,18 euroa osakkeelta. Nettovoiton ja terveen rahavirran ansiosta arvioimme omavaraisuusasteen nousevan 62 %:iin ja nettovelkaantumisasteen painuvan -6 %:iin. Näillä tasoilla yhtiöllä olisi jo erittäin hyvää liikkumavaraa keskikokoisiin yritysostoihin ja käytännössä pidämmekin melko todennäköisenä, että yhtiö tekee yrityskauppoja ennen vuoden 2022 loppua eikä tase tule siten painumaan nettovelattomaksi.

Odotamme kasvun jatkuvan pitkällä aikavälillä

Odotamme Scanfilin jatkavan kannattavan kasvun strategiansa määrätietoista toteuttamista pääpiirteittäin entisillä linjoillaan myös vuoden 2022 jälkeen. Pitkän aikavälin ennusteissamme odotamme Scanfilin jatkavan kasvuaan yhtiön asiakkaita ja koko elektroniikkamarkkinaa tukevien megatrendien ja toisaalta sopimusvalmistajia vauhdittavien ajureiden myötä. Ennustamme Scanfilin liikevaihdon kasvavan pitkällä aikavälillä noin 2-3 % vuodessa, mikä heijastelee Scanfilin päämarkkina-alueiden BKT:n ja elektroniikkamarkkinan kasvuennusteita ja -näkyviä. Pidämme tätä verrattain konservatiivisena arviona ja pitkällä tähtäimellä

yritysmaat tulevat tehostamaan kasvua erittäin suurella todennäköisyydellä, mutta niiden ajoitusten ennakoiminen on mahdotonta.

Yhtiön liikevoittomarginaalien odotamme liikkuvan pitkällä aikavälillä 5,0-7,0 %:n haarukassa ankarana pysyvän kilpailupaineen ja toisaalta kehittyvien markkinoiden kustannusinflaation myötä. Korostamme kuitenkin, että mielestämme PartnerTech- tai HASEC-kaupat eivät varsinaisesti laimentaneet Scanfilin pitkän aikavälin marginaalipotentialiaa, joten emme näe esteitä, miksi nykytuotoinen Scanfil ei pitkällä aikavälillä kykenisi yltämään ainakin 7 %:n marginaalitasolle. Scanfilin 10 vuoden liikevaihtomarginaalin keskiarvo on 5,8 % ja aikasarjan heikoin marginaali 4,3 %, joten pidämme myös terminaaliennusteitamme kohtuullisina.

Pitkällä tähtäimellä näkyvyys Scanfilin liike-toimintaan on kuitenkin rajallinen ja näin ollen ennusteisiin liittyy merkittävää epävarmuutta. Siten pitkän tähtäimen ennusteiden merkitys osakkeen arvonmuodostuksen kannalta on mielestämme rajallinen ja olemmekin käyttäneet niitä lähinnä lyhyen aikavälin ennusteidemme tueksi laatimassamme DCF-laskelmassa. Yhtiöllä on kuitenkin vahva track-record 2010-luvulta ja uskottavat taloudelliset tavoitteet vuodelle 2023 (olettaen, että talousympäristö on kohtuullinen). Siten markkinoiden pohjaluottamus pitkän ajan ennusteita kohtaan pitäisi mielestämme olla nousussa, vaikka lyhyen tähtäimen riskit dominoivatkin täysin sijoittajaluottamusta ja markkinasentimenttiä tällä hetkellä.

Tuloslaskelma ja ennustemuutokset

Tuloslaskelma	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20e	Q2'20e	Q3'20e	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	563	130	143	152	155	579	138	123	133	142	536	570	605	625
Konserni	563	130	143	152	155	579	138	123	133	142	536	570	605	625
Käyttökate	47,3	10,0	13,4	15,8	13,9	53,0	12,7	7,7	9,7	11,7	41,8	50,5	56,6	57,8
Poistot ja arvonalennukset	-9,5	-3,2	-6,9	-3,7	-3,9	-17,7	-3,7	-3,7	-3,7	-3,7	-14,8	-14,5	-14,6	-13,8
Liikevoitto ilman kertaeriä	37,8	7,0	10,3	12,1	10,0	39,3	9,0	4,0	6,0	8,0	27,0	36,0	42,0	44,0
Liikevoitto	37,8	6,8	6,5	12,1	10,0	35,3	9,0	4,0	6,0	8,0	27,0	36,0	42,0	44,0
Konserni	37,8	7,0	10,3	12,1	10,1	39,4	9,0	4,0	6,0	8,0	27,0	36,0	42,0	44,0
Nettorahoituskulut	-1,7	-0,8	0,4	-0,9	0,0	-1,3	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-1,8	-1,6	-1,0	-0,2
Tulos ennen veroja	36,1	6,0	6,8	11,2	10,0	34,0	8,6	3,6	5,6	7,6	25,2	34,4	41,0	43,8
Verot	-7,1	-1,2	-2,2	-2,3	-0,2	-5,9	-1,8	-0,7	-1,2	-1,6	-5,3	-7,6	-9,0	-9,6
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	29,0	4,8	4,6	8,9	9,8	28,1	6,8	2,8	4,4	6,0	19,9	26,8	32,0	34,2
EPS (oikaistu)	0,45	0,08	0,13	0,14	0,15	0,50	0,10	0,04	0,07	0,09	0,31	0,42	0,50	0,53
EPS (raportoitu)	0,45	0,07	0,07	0,14	0,15	0,44	0,10	0,04	0,07	0,09	0,31	0,42	0,50	0,53

Tunnusluvut	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20e	Q2'20e	Q3'20e	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihdon kasvu-%	6,2 %	-6,9 %	-6,0 %	15,8 %	10,3 %	2,9 %	6,2 %	-13,7 %	-12,7 %	-8,2 %	-7,5 %	6,3 %	6,1 %	3,3 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	20,8 %	-32,0 %	-8,5 %	36,9 %	33,5 %	4,0 %	28,6 %	-61,0 %	-50,2 %	-20,1 %	-31,3 %	33,3 %	16,7 %	4,8 %
Käyttökate-%	8,4 %	7,7 %	9,4 %	10,3 %	9,0 %	9,1 %	9,2 %	6,3 %	7,3 %	8,2 %	7,8 %	8,9 %	9,4 %	9,2 %
Oikaistu liikevoitto-%	6,7 %	5,4 %	7,2 %	7,9 %	6,5 %	6,8 %	6,5 %	3,3 %	4,5 %	5,6 %	5,0 %	6,3 %	6,9 %	7,0 %
Nettotulos-%	5,1 %	3,7 %	3,2 %	5,8 %	6,3 %	4,9 %	4,9 %	2,3 %	3,3 %	4,2 %	3,7 %	4,7 %	5,3 %	5,5 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset	2020e	2020e	Muutos	2021e	2021e	Muutos	2022e	2022e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	603	536	-11 %	620	570	-8 %	640	605	-5 %
Käyttökate	55,8	41,8	-25 %	57,3	50,5	-12 %	58,8	56,6	-4 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	41,0	27,0	-34 %	43,0	36,0	-16 %	44,5	42,0	-6 %
Liikevoitto	41,0	27,0	-34 %	43,0	36,0	-16 %	44,5	42,0	-6 %
Tulos ennen veroja	39,2	25,2	-36 %	41,4	34,4	-17 %	43,1	41,0	-5 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,48	0,31	-36 %	0,50	0,42	-17 %	0,52	0,50	-5 %
Osakekohtainen osinko	0,17	0,16	-6 %	0,19	0,17	-11 %	0,20	0,18	-10 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys ja suositus 1/4

Scanfil hinnoitellaan markkinoilla etenkin tulos pohjaisesti

Mielestämme Scanfil tulee hinnoitella muiden kannattavien kasvuyhtiöiden tavoin ensisijaisesti tulos pohjaisesti. Tärkein arvostuskerroin on mielestämme P/E-luku, minkä lisäksi sijoittajien kannattaa mielestämme käyttää yritys arvo pohjaisia EV/EBITDA- ja EV/EBIT-kertoimia, jotka huomioivat yhtiöiden taserakenteet P/E-lukua paremmin. Tarkastelemme Scanfilia ensisijaisesti kuluvan vuoden ja seuraavan vuoden arvostuskertoimilla, sillä yhtiön hyvä historiallinen track-record ja vakaa taloudellinen asema kompensoivat mielestämme riittävästi lyhyen tähtäimen näkyvyyteen liittyviä rajoitteita.

Mielestämme seuraavat tekijät painavat ja tukevat Scanfilin arvostusta:

- **Vahva track-record** kasvusta ja kannattavuuden parantamisesta lisäävät luottamusta yhtiön tulevaisuuden kilpailukykyyn.
- **M&A-optio** on mielestämme positiivinen, sillä Scanfil on osoittanut kykynsä luoda omistaja-arvoa yritys järjestelyillä.
- **Lähivuosien tuloskasvuodotukset** ovat maltilliset, sillä liikevaihdon kasvu vaikeutuu hitaan talouskasvun ympäristössä ja marginaaleissa on vain lievää parantamisen varaa.
- **Investointivetoisuus ja alituinen riski suurten asiakkaiden menettämisestä** pitävät näkyvyyden lyhyenä ja nostavat riskiprofiilia.
- **Haastava arvoketjuasema** suurten

komponenttitoimittajien ja asiakkaiden välissä pitää kannattavuuden kroonisessa paineessa ja yleensä myös kassavirran tulosta heikompana.

- **Omistajarakenne ja osakkeen rajallinen vapaasti vaihdettavien osakkeiden määrä** rajaavat tietyn tyyppisten sijoittajien (esim. instituutiot) kiinnostusta yhtiöön eikä yritysostokortti nouse kunnolla arvostusta tukevaksi tekijäksi nykyrakenteella.

Mielestämme Scanfilin osakkeelle hyväksyttävä arvostustaso on P/E-kertoimella mitattuna noin 10x-13x sekä vastaavasti EV/EBITDA-kertoimella mitattuna 6x-8x. Nämä tasot pohjautuvat markkinoiden viimeisen viiden vuoden aikana Scanfilille hyväksymiin arvostustasoihin (P/E noin 11x, EV/EBITDA noin 7x). Hyväksytyt tasot ovat melko selvästi Helsingin pörssin yleistä pidemmän ajan keskiarvoa alempana (mediaani P/E 14x-15x, mediaani EV/EBITDA 9x-10x), mikä heijastelee sektorin toimialadynamiikkaan liittyviä haasteita.

Scanfil on viimeisen vajaan viiden vuoden aikana edennyt sekä strategisesti että operatiivisesti erittäin hyvään suuntaan. Tätä heijastelleen yhtiö on yltänyt aikavälillä 2015-2019 keskimäärin 22 %:n liikevaihdon vuosikasvuun (CAGR) ja kertaeristä oikaistuna 18 %:n oman pääoman tuottoon. Arviomme mukaan Scanfililla on hyvät edellytykset jatkaa positiivista kehitystä myös lähivuosina, jos koronavirus ei aiheuta pysyvää sakkautta talouteen. Kasvun sekä pääoman tuoton ylläpito 2020-luvulla veisivät yhtiötä mielestämme kohti pörssin laatu yhtiökategoriaa. Osakkeen arvostusta ovat mielestämme viimeisen viiden vuoden aikana dominoineet yhtiön vahvan kehityksen sijaan toimialan tietyiltä osin haastava luonne, sykliset

Arvostustaso	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	3,70	3,70	3,70
Osakemäärä, milj. kpl	64,6	64,6	64,6
Markkina-arvo	239	239	239
Yritys arvo (EV)	262	247	225
P/E (oik.)	12,0	8,9	7,5
P/E	12,0	8,9	7,5
P/Kassavirta	7,0	9,0	7,2
P/B	1,3	1,2	1,1
P/S	0,4	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA (oik.)	6,3	4,9	4,0
EV/EBIT (oik.)	9,7	6,9	5,4
Osinko/tulos (%)	51,9 %	40,9 %	36,3 %
Osinkotuotto-%	4,3 %	4,6 %	4,9 %

Lähde: Inderes



Lähde: Scanfil, Inderes

Arvonmääritys ja suositus 2/4

riskit ja epävarmuus tulospotentiaalin saavuttamisesta. Siten näemme keskipitkällä aikavälillä arvostuskertoimissa maltillista nousuvaraa (ts. arvostuksen ajautumista nykyhaarukoiden ylälaidoille). Lyhyellä tähtämellä hyväksyttävä arvostus on kuitenkin paineessa, kun maailmantalouden ajautuminen taantumaan eri maissa riehuvan koronaviruksen takia alkaa olla jo todennäköinen skenaario eikä elpymisvauhtiin toistaiseksi ole juurikaan näkyvyyttä.

Kertoimet ovat kohtuulliset

Scanfilin ennusteidemme mukaiset P/E-luvut vuosille 2020 ja 2021 ovat 12x ja 9x, kun taas vastaavat EV/EBIT-kertoimet ovat noin 10x ja 7x. Lähivuosien osinkotuottojen odotamme olevan noin 4-5 %:n tasolla. Kertoimet ovat siis hyväksyviemme haarukoiden sisällä tai alapuolella. Pidämme yhtiön arvostusta absoluuttisesti edelleen houkuttelevana toimintaympäristöön liittyvistä riskeistä huolimatta. Hinnoittelu ei myöskään heijastele lainkaan PartnerTech-kaupan myötä laskenutta riskiprofiilia (ml. asiakasriskien tasoittuminen), vaan arvostusta dominoi yleisen riskisegmentin nousu.

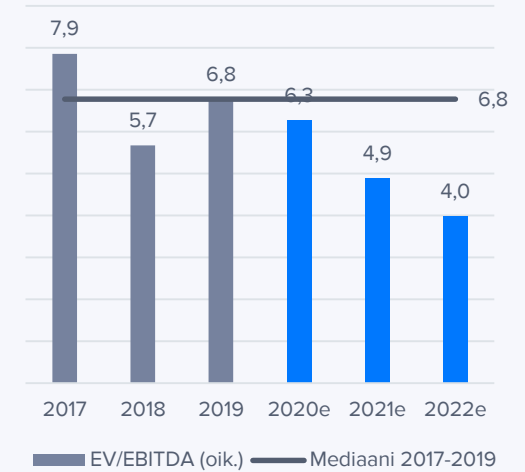
Esimerkiksi Scanfilin 2000-luvun suurimmalla vuosittaisella liikevaihto-pudotuksella (-25 % vuonna 2006 Belgian tehtaan sulkemisen takia) ja 2000-luvun heikoimmalla liikevoittomarginaalilla (4,3 % vuonna 2011) laskettuna Scanfilin P/E-luku olisi 17x nykykurssille. Vastaavasti finanssikriisin aikaan vuonna 2009 yhtiön liikevaihto laski 11 % ja vuonna 2012 eurokriisin aikaan 14 % ja näillä liikevaihtopudotuksilla ja vuoden 2011 kannattavuudella laskettuna P/E-luvut nykyhinnalle

olisivat 14x-15x. Tasot ovat mielestämme siedettäviä negatiiviselle skenaariolle, jonka toteutuminen tosin näyttää jatkuvasti todennäköisemmältä. Siten Scanfilin arvostus antaakin mielestämme sijoittajille jo melko hyvää turvamarginaalia myös odotuksiamme voimakkaampiakin riskejä vastaan. Kohtuullista riskipuskuria kuvaa myös kuluvan vuoden 0,5x EV/S-kerroin, sillä tälle tasolle yhtiö on arvostettu viimeksi normaalissa tilanteessa vuonna 2013 (2016 PartnerTech-kauppa sekoitti tilannetta), jolloin Scanfil oli rakennemuutoksesta toipuva käänneyhtiö (vrt. nykyinen vankka kannattavan kasvajan sijoitusprofiili). Myös P/B-luku 1,4x on hyvin matala verrattuna yhtiön viimeisen 5 vuoden oikaistuun 18 %:n oman pääoman tuottoon Scanfilin staattinen taaksepäin katsova tulostuotto näillä luvuilla olisi erittäin korkea 13 % (vrt. arvioitu oman pääoman kustannus normaaleissa olosuhteissa 9-11 %). Näin ollen lyhyen ajan kasvaneita riskejä on mielestämme hinnoiteltu jo osakkeeseen sisään, kun taas hyvä keskipitkän ja pitkän ajan näkymä ei juurikaan saa osakkeen arvostuksessa tällä hetkellä mitään painoarvoa.

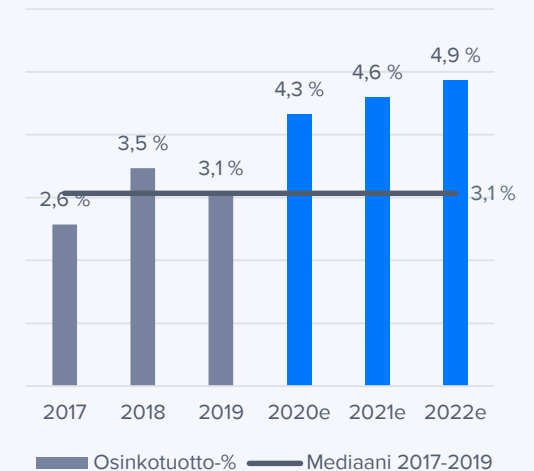
Vertailuryhmäarvostus on nyt käyttökelvoton

Sopimusvalmistussektorilla toimii paljon listattuja yhtiöitä, joten Scanfilille voidaan kerätä varsin suuri verrokkiryhmä arvostustason suhteellista tarkastelua varten. Huomioitavaa kuitenkin on, että verrokkiyhtiöiden vertailtavuus Scanfilin verrokkien suuresta määrästä huolimatta ei ole täydellinen, sillä skaalaerot globaaleihin jätteihin ovat valtavia ja toisaalta monien pienempien pelurien heikko kannattavuus vaikeuttaa vertailua tulos pohjaisiin kertoiimiin.

EV/EBITDA (oik.)



Osinkotuotto-%



Arvonmääritys ja suositus 3/4

Lisäksi keskisuurten sopimusvalmistajien kentässä on myös listaamattomia yrityksiä, joten Scanfilin kaikkia relevantteja kilpailijoita ei ole mahdollista saada vertailuun (esim. Zollner, Enics ja Fideltronik). Näin ollen painotamme Scanfilin arvonmäärityksessämme etenkin absoluuttisia kertoimia, joita verrokkiryhmäarvostus tukee.

Vertailuryhmään olemme sisällyttäneet maailman 50. suurimmasta sopimusvalmistajasta valtaosan (ml. kaikki länsimaiset pelurit) ja lisäksi joitakin pienempiä pelureita Scanfilin suorista kilpailijoista ja verrokeista. Yleisenä huomiona voidaankin mielestämme todeta, että sopimusvalmistajien tulos pohjaiset kertoimet ovat kroonisesti kohtuullisen matalia, mikä heijastelee näkemystämme toimialan liiketoimintadynamiikan negatiivisista heijasteista arvostuskertoimiin. Tämän takia myös volyympohjaiset kertoimet ovat varsin matalia, kun taas tasepohjaiset kertoimet ovat hyvin riippuvaisia pääoman tuottokyvystä.

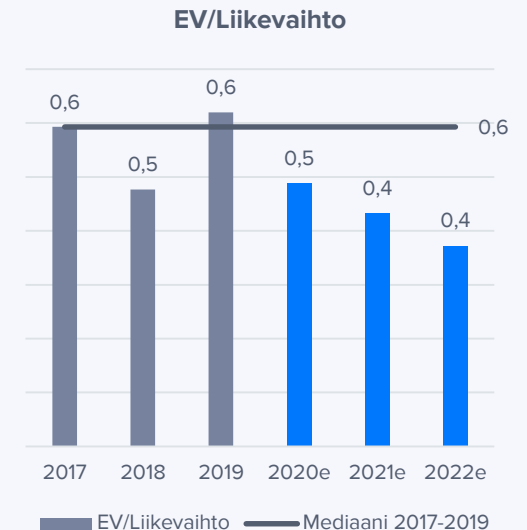
Vertailuryhmään nähden Scanfil on arvostettu tulos pohjaisilla kertoimilla noin 2-30 %:n alennuksella. Tämä ei kuitenkaan anna todellista kuvaa yhtiön suhteellisesta arvostuksesta, sillä rajusti muuttuneessa tilanteessa verrokkien ennusteisiin ei ole luottamista (ts. ennusteet ovat todennäköisesti liian korkealla). Näin ollen emme anna suhteelliselle tulosarvostukselle toistaiseksi lainkaan painoarvoa. Tasepohjainen P/B-luku ja volyympohjainen EV/S-kerroin ovat preemiolla, mutta tämä on mielestämme täysin perusteltua Scanfilin keskimääräistä parempi kannattavuus ja pääoman tuotto huomioiden. Mielestämme normaalissa tilanteessa tulos pohjaisesti Scanfil

ansaitsisi lievän preemion johtuen asemoitumisesta keskimääräistä sopimusvalmistusta kannattavampaan teollisuus-elektroniikkasegmenttiin ja vahvasta historiallisesta track-recordista.

DCF-arvonmääritys

Annamme arvonmäärityksessä myös rahavirtamallille (DCF) suhteellisen maltillisen painoarvon, koska DCF-malli on herkkä erityisesti terminaali jakson muuttujiin nähden. DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on noin 5,50 euroa, mikä tukee muiden menetelmien indikoimaa arvoa Scanfilin osakkeen potentiaalista. Lyhyen tähtäimen toimintaympäristöön liittyvien riskien takia emme kuitenkaan usko markkinan antavan pitkän ajan potentiaalille täyttä painoarvoa seuraavan 12 kuukauden tähtäimellä emmekä pidä DCF-arvon saavuttamista lyhyellä tähtäimellä todennäköisenä (markkinoiden riskiparametrit ovat todennäköisesti merkittävästi normaaleja tasoja korkeammalla nyt). Mielestämme DCF-malli antaa kuitenkin melko hyvän kuvan Scanfilin osakkeen käyvästä arvosta normaalissa tilanteessa.

Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu pitkällä aikavälillä 2-3 %:iin ja EBIT-marginaali asettuu 5-7 %:iin liikevaihdosta. Mallissa terminaali jakson painoarvo kassavirtojen arvosta on melko neutraali 50 %. Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 8,0 % ja oman pääoman kustannus 9,0 %. Riskitön korko on 3,0 %, ja markkinan riskipremio puolestaan 4,75 %.



Arvonmääritys ja suositus 4/4

Osake on hinnoiteltu alle käyvän arvonsa

Tarkistamme Scanfilin tavoitehintamme 4,25 euroon (aik. 5,60 euroa) selvästi laskeneita ennusteitamme ja yleistä tuottovaatimuksen nousua heijastellen. Toistamme osakkeen lisää-suosituksemme. Scanfilin osakekurssi on painunut mielestämme selvästi yhtiön käyvän arvon alapuolelle ja siten ajallisesti hajautetut lisäostot yhtiössä ovat edelleen perusteltuja, vaikka myös Scanfilin lyhyen ajan riskitaso on korkealla koronaviruksen takia rajusti heikentyneen ja erittäin epävarman toimintaympäristön takia. Näkemyksemme mukaan Scanfilin osakkeen käypä arvo on noin 5-6 euroa osakkeelta perustuen normalisoituun 0,40-0,50 euron EPS-potentiaaliin ja 11x-13x tuloskertoimeen sekä myös DCF-malliin. Pidemmällä aikavälillä arvioimme osakkeen käyvän arvon nousevan, kunhan yhtiö kasvaa kannattavasti.

Eri arvostusmittarien muodostama kokonaisuus huomioiden pidämme osakkeen tuotto-odotusta myös seuraavan vuoden tähtäimellä selvästi positiivisena kaksinumeroisena lukemana ja arvostuksessa on melko selvää nousuvaraa, kunhan koronaviruksen maailmantaloudelle (ts. Scanfilin asiakkaiden kysynnälle) luomat rasitteet jäävät väliaikaisiksi. Lyhyen tähtäimen tuotto-odotus muodostuu etenkin arvostuskertoimen nousuvarasta sekä osingosta. Arvioimme vuoden 2020 kuopan jälkeen kasvuun kääntyvän tuloksen tukevan tuotto-odotusta, joten myös keskipitkällä tähtäimellä osakkeen tuotto-odotus on mielestämme hyvä ja pidämme käyvän arvon

saavuttamista realistisena mahdollisuutena keskipitkällä tähtäimellä, kunhan yleinen talouden ja pääomamarkkinoiden pidempi kaamos vältetään. Keskipitkällä tähtäimellä tuotto-odotus jakautuu tasaisemmin tuloskasvun, osingon ja arvostuskertoimien nousuvaran kesken.

Yrityskauppaoptio tulee kaupan päälle

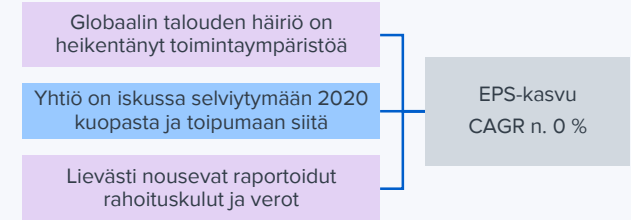
Kaupan päälle sijoittajat saavat Scanfilin positiivisen yritysosto-option, joka voi realisoitua myös lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä. Yritysosto-option realisoitumisen todennäköisyys on jopa kasvanut, kun talousnäköymien heikentyminen ja arvostustasojen lasku ovat painaneet yhtäaikaaisesti potentiaalisten ostokohteiden hintoja. Strategisesti yhtiöön hyvin sopivat ja kohtuuhintaiset yrityskaupat tukisivat lähtökohtaisesti näkemystämme Scanfilin osakkeen käyvästä arvosta.

Pidemmällä tähtäimellä Scanfilin osakkeen kehityksen kannalta keskeistä on yhtiön onnistuminen yrityskauppavetoisen kasvustrategian toteuttamisessa, minkä pitäisi pitää yhtiön liikevaihto ja tulos tasaisella nousukäyrällä. Scanfililla on strategian toteuttamisesta vahvat historialliset näytöt, minkä takia suhtaudumme myös yhtiön pitkän aikavälin sijoitustarinaa positiivisesti toimialan tietyiltä osin haastavasta luonteesta huolimatta.

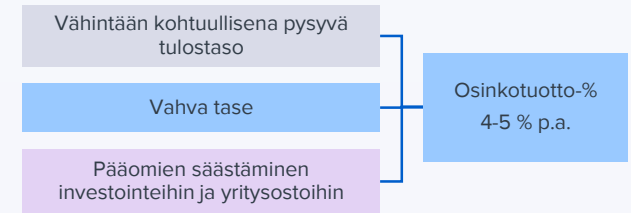
Osaketuoton ajurit 2020-2022

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

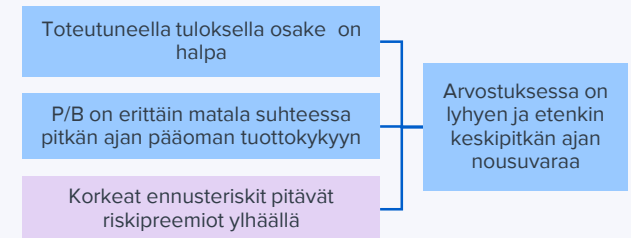
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Osakkeen kokonaistuotto-odotus
(n. 10-15 % p.a.)

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e
Benchmark Electronic	17,23	594	407							15,9	10,4			
Plexus	43,73	1180	1182	19,3	14,1	12,9	10,3	0,7	0,6	12,5	9,7			1,3
Venture Corporation	12,52	2342	1901	9,0	8,3	8,3	7,6	1,0	0,9	10,0	9,4	5,9	6,2	1,4
Universal Scientific	16,74	4808	4558	19,4	13,9	13,9	10,7	0,8	0,7	21,6	15,8	1,4	2,2	3,3
Siix	691,00	294	532									4,2	4,2	0,5
Integrated Microelectronics	3,31	134	320							18,2	6,2			0,4
Fabrinet	48,52	1655	1296	13,0	11,2	10,8	9,4	1,2	1,1	12,5	11,2			1,8
TT Electronics	157,50	279	357	10,5	8,7	6,5	5,7	0,8	0,7	8,8	7,4	4,8	5,2	0,9
Hana Microelectronics	19,90	458	227	17,6	14,4	9,4	8,3	1,3	1,2	9,8	7,7	6,0	7,7	0,7
Lacroix	18,40	69	130	6,2	6,2	4,1	4,1	0,3	0,3	4,7	4,5	5,2	6,3	0,6
Sanmina	21,23	1393	1347							8,3	7,0			
Jabil	18,59	2630	4537	9,3	7,5	4,8	4,2	0,3	0,3	6,3	5,0	1,9	1,9	1,5
Foxconn	67,50	28912	29474	7,4	5,9	4,9	4,0	0,2	0,2	8,5	7,2	5,6	6,4	0,7
Flextronics	6,51	3166	4101	8,4	7,4	5,2	4,7	0,3	0,3	5,5	4,9			1,2
Celestica	3,93	351	556	3,9	3,1	2,3	2,0	0,1	0,1	4,2	4,2			
Pegatron	48,20	3888	4193	9,3	7,5	4,4	3,8	0,1	0,1	9,3	8,1	8,0	9,1	0,7
Kitron	7,60	121	178	10,1	8,2	7,2	6,2	0,7	0,6	8,4	7,0	6,5	7,9	1,8
Hanza	10,85	37	75	11,9	10,1	5,5	4,9	0,4	0,4	7,3	6,2	3,7	5,4	0,7
Incap	11,25	53	54	7,5	6,2	5,9	5,3	0,7	0,7	6,1	5,5	3,3	3,7	1,8
Scanfil (Inderes)	3,70	239	262	9,7	6,9	6,3	4,9	0,5	0,4	12,0	8,9	4,3	4,6	1,3
Keskiarvo				10,2	8,3	6,7	5,7	0,6	0,5	9,7	7,5	5,1	5,9	1,2
Mediaani				9,3	7,9	5,7	5,1	0,6	0,5	8,5	7,0	5,2	6,2	0,9
Erutus-% vrt. mediaani				3 %	-15 %	7 %	-6 %	-14 %	-14 %	39 %	24 %	-14 %	-24 %	42 %

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

DCF-laskelma

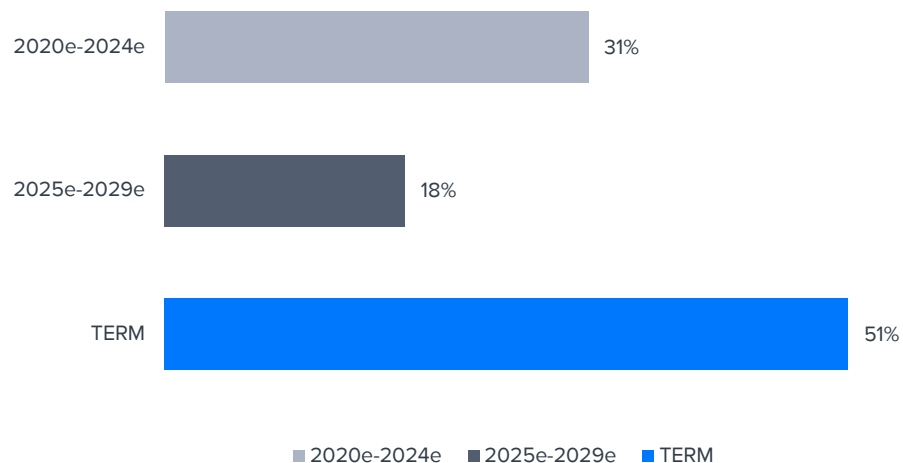
DCF-laskelma	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TERM
Liikevoitto	35,3	27,0	36,0	42,0	44,0	45,1	43,1	41,0	38,7	36,2	37,0	
+ Kokonaispoistot	17,7	14,8	14,5	14,6	13,8	13,9	14,1	14,4	14,6	15,0	15,3	
- Maksetut verot	-6,2	-5,3	-7,6	-9,0	-9,6	-9,9	-9,5	-9,0	-8,5	-8,0	-8,1	
- verot rahoituskuluista	-0,2	-0,4	-0,4	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-14,1	13,3	-0,9	-3,5	-3,6	-3,4	-3,5	-3,6	-3,7	-3,8	-2,6	
Operatiivinen kassavirta	32,4	49,4	41,7	43,9	44,5	45,7	44,3	42,8	41,1	39,5	41,5	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-43,3	-15,1	-15,1	-10,7	-14,3	-15,1	-15,6	-15,6	-16,6	-16,6	-15,4	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-10,7	34,3	26,6	33,2	30,2	30,6	28,7	27,2	24,5	22,9	26,1	
+/- Muut	14,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	4,1	34,3	26,6	33,2	30,2	30,6	28,7	27,2	24,5	22,9	26,1	435
Diskontattu vapaa kassavirta		32,3	23,1	26,8	22,5	21,1	18,3	16,0	13,4	11,5	12,2	203
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		400	368	344	318	295	274	256	240	226	215	203
Velaton arvo DCF		400										
- Korolliset velat		-66,5										
+ Rahavarat		20,4										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		354										
Oman pääoman arvo DCF per osake		5,5										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	15,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,05
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	9,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,1 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Tuloslaskelma ja avainlukuja

Lyhennetty tuloslaskelma	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	377,3	508	530	563	579	536	570	605	625
Käyttökate (EBITDA)	26,9	18,2	40,0	47,3	53,0	41,8	50,5	56,6	57,8
Oikaistu liikevoitto (EBIT)	19,4	22,4	31,3	37,8	39,3	27,0	36,0	42,0	44,0
Liikevoitto (EBIT)	14,0	7,2	31,3	37,8	35,3	27,0	36,0	42,0	44,0
Tulos ennen veroja	13,8	6,1	32,6	36,1	34,0	25,2	34,4	41,0	43,8
Nettotulos	8,4	0,0	25,8	29,0	28,1	19,9	26,8	32,0	34,2
Osakekohtainen tulos	0,24	0,26	0,40	0,45	0,50	0,31	0,42	0,50	0,53
Vapaa kassavirta	-69,3	15,2	7,5	22,9	4,1	34,3	26,6	33,2	30,2
Avainluvut	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihdon kasvu-%	75,9 %	34,6 %	4,3 %	6,2 %	2,9 %	-7,5 %	6,3 %	6,1 %	3,3 %
Käyttökate-%	7,1 %	3,6 %	7,5 %	8,4 %	9,1 %	7,8 %	8,9 %	9,4 %	9,2 %
Oik. liikevoitto-%	5,1 %	4,4 %	5,9 %	6,7 %	6,8 %	5,0 %	6,3 %	6,9 %	7,0 %
Liikevoitto-%	3,7 %	1,4 %	5,9 %	6,7 %	6,1 %	5,0 %	6,3 %	6,9 %	7,0 %
ROE-%	8,5 %	0,0 %	22,1 %	21,5 %	18,1 %	11,6 %	14,5 %	15,7 %	15,1 %
ROI-%	9,7 %	4,1 %	17,7 %	20,0 %	16,6 %	11,9 %	16,2 %	18,7 %	19,0 %
Omavaraisuusaste	34,0 %	40,6 %	40,7 %	47,6 %	49,0 %	53,9 %	57,4 %	62,3 %	65,7 %
Nettovelkaantumisaste	60,3 %	36,8 %	32,7 %	19,5 %	27,7 %	12,9 %	4,0 %	-6,4 %	-13,6 %
Osakelukuja	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
EPS (oikaistu)	0,24	0,26	0,40	0,45	0,50	0,31	0,42	0,50	0,53
Kassavirta / osake	-1,20	0,25	0,12	0,36	0,06	0,53	0,41	0,51	0,47
Osinko / osake	0,08	0,09	0,11	0,13	0,15	0,16	0,17	0,18	0,20
Omapääoma / osake	1,76	1,79	1,95	2,26	2,59	2,74	3,00	3,32	3,67

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Pysyvät vastaavat	75,8	103	103	104	99,7
Liikearvo	10,1	8,0	8,0	8,0	8,0
Aineettomat hyödykkeet	12,2	16,8	16,9	17,0	17,1
Käyttöomaisuus	49,1	71,7	71,9	72,4	68,4
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,5	0,5	0,5	0,5
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	4,4	5,7	5,7	5,7	5,7
Vaihtuvat vastaavat	228	237	225	234	245
Vaihto-omaisuus	99,2	102	99,2	103	106
Muut lyhytaikaiset varat	1,9	2,9	2,9	2,9	2,9
Myyntisaamiset	108	112	102	105	112
Likvidit varat	19,2	20,4	21,4	22,8	24,2
Taseen loppusumma	304	340	328	337	345

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Oma pääoma	145	167	177	194	215
Osakepääoma	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Kertyneet voittovarot	104	122	132	149	170
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	39,1	42,7	42,7	42,7	42,7
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	22,9	50,9	35,5	26,9	14,2
Laskennalliset verovelat	6,0	7,0	7,0	7,0	7,0
Varaukset	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
Lainat rahoituslaitoksilta	16,6	43,5	28,1	19,5	6,8
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	136	122	116	117	116
Lainat rahoituslaitoksilta	30,8	23,0	16,2	11,1	3,7
Lyhytaikaiset korottomat velat	104	96,1	96,5	103	109
Muut lyhytaikaiset velat	1,9	3,2	3,2	3,2	3,2
Taseen loppusumma	304	340	328	337	345

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti.

Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), 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 jakaamaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

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

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

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
27.2.2017	Lisää	3,80 €	3,49 €
28.4.2017	Osta	4,25 €	3,67 €
28.6.2017	Lisää	4,50 €	4,15 €
9.8.2017	Vähennä	4,50 €	4,44 €
30.10.2017	Lisää	4,50 €	4,22 €
14.11.2017	Lisää	4,50 €	4,18 €
13.12.2017	Lisää	4,70 €	4,26 €
19.2.2018	Lisää	4,85 €	4,30 €
16.4.2018	Lisää	5,25 €	4,88 €
27.4.2018	Lisää	5,40 €	4,98 €
13.8.2018	Lisää	5,40 €	4,81 €
29.10.2018	Lisää	4,80 €	4,34 €
21.12.2018	Osta	4,50 €	3,52 €
18.2.2019	Lisää	4,50 €	4,24 €
26.4.2019	Lisää	4,50 €	4,20 €
12.8.2019	Lisää	4,50 €	4,04 €
28.10.2019	Lisää	4,75 €	4,35 €
17.1.2020	Lisää	5,25 €	4,94 €
20.2.2020	Lisää	5,60 €	5,20 €
23.3.2020	Lisää	4,25 €	3,70 €

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

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS
WINNER



2012, 2016, 2017, 2018,
2019

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017, 2019

Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018,
2019

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018, 2019

Suositustarkkuus



2015, 2018

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017, 2019

Suositustarkkuus



2017

Suositustarkkuus



2018

Ennustetarkkuus



2019

Suositustarkkuus

**Analyysi kuuluu
kaikille.**