

Scanfil

Laaja raportti

1.6.2022 8:47



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Orgaanista kasvua ja kannattavuuden normalisointia

Toistamme Scanfilin lisää-suosituksemme ja tarkastamme tavoitehintamme 7,60 euroon (aik. 8,00 €) lieviä ennustelaskuja ja pientä tuottovaatimuksen nousua peilaten. Scanfil on törmännyt koronahaasteiden onnistuneen selättämisen jälkeen materiaaliongelmiin, mutta pidemmällä tähtäimellä yhtiön kannattavan kasvun track-record on vakuuttava. Odotamme Scanfilin pelikirjan toimivan myös jatkossa ja hyvät lyhyen sekä keskipitkän ajan tuloskasvunäkymät nostavat maltillisesti arvostetun osakkeen tuotto-odotuksen selvästi yli tuottovaatimuksen.

Roolipeliä joustavasti ja kulutehokkaasti pelaava sopimusvalmistaja

Scanfil tarjoaa asiakkailleen mahdollisuuden ulkoistaa tuotteiden valmistus ja keskittyä omiin ydintoimintoihinsa, mikä luo asiakkaille joustoa kulurakenteisiin ja tehostaa pääomien käyttöä. Scanfil operoi pääosin teollisuuselektronikassa, jossa pienet tuotantoerät, lyhyet toimitusajat ja tuotesykli sekä osittainen tarve läsnäoloon asiakkaiden tuotekehityksen lähellä mahdollistavat pienemmille yhtiöille kannattavan toiminnan, vaikka kilpailu toimialalla on kovaa. Scanfilin vahvuuksia ovat mielestämme kattava ja selkeästi roolitettu tehdasverkko ja toimintamalli, kulutehokas kulttuuri, pitkä kokemus toimialasta sekä tuotannon nopeus, joustavuus ja laatu. Yhtiöllä on myös vahva taloudellinen historia, mikä kuvaa Scanfilin strategian toimivuutta pitkällä aikavälillä. H2'21:ltä alkaen materiaalien saatavuusongelmat alkoivat nakertaa Scanfilin marginaaleja ja tämä mielestämme väliaikainen ongelma on yhtiön lyhyen ajan pääriski. Keskipitkän ajan selkeimpänä riskinä näemme yhtiölle Scanfilin globaalien talouden kehityksen, johon yhtiön pääosin investointivetoinen kysyntä on linkissä.

Scanfil on orgaanisesti ja yrityskaupoilla laajentuva kasvuyhtiö

Scanfilin relevantti markkina kasvaa arviomme mukaan noin 3-6 % vuodessa pitkällä aikavälillä, mitä ajaa BKT:n kasvu, teollisuuden tuotannon ulkoistamisasteen nousu, energiamurros ja sähköistyminen. Yhtiön markkina on erittäin hajanainen, minkä ansiosta Scanfililla on hyvä epäorgaaninen kasvualusta. Yrityskaupat ovat arviomme mukaan olennainen osa historiallisesti menestyksekkäitä yritysjärjestelyjä toteuttaneen Scanfilin kasvustrategiaa myös jatkossa. Varastojen kasvu on rasittanut yhtiön normaalisti vahvaa tasetta viime aikoina, mutta arviomme mukaan yhtiöllä on taseessaan pelkkää velkakapasiteettia suurehkonkin (EV noin 100 MEUR) järjestelyyn toteuttamiseen, kun varasto saadaan vuodesta 2023 alkaen normalisoitua. Materiaalihaasteet värittävät vielä lähikvartaaleja, mutta talousindikaattorien heikentymisestä huolimatta kysyntäympäristö on pysynyt suotuisana. Odotammekin Scanfilin pysyvän lähivuosina hidastuvassa kasvussa ja pystyvän normalisoimaan marginaalinsa. Näitä ajureita heijastellen odotamme yhtiöltä selvää tuloskasvua (EPS CAGR 2021-2024 noin 10 %) lähivuosina.

Maltillisesti arvostetun osakkeen tuotto-odotus ylittää tuottovaatimuksen melko selvästi

Scanfilin ennusteidemme mukaiset P/E-luvut vuosille 2022 ja 2023 ovat 12x ja 11x ja EV/EBIT-kertoimet ovat 11x ja 9x. Arvostus on noussut hieman yhtiön matalien 5 vuoden mediaanien yläpuolelle ja marginaalisella preemiolla verrokkiryhmän nähden. Pidämme arvostuksen nousua ja preemioarvostusta perusteltuina, kun huomioidaan Scanfilin vahvistunut track-record ja asiakasriskien pienentyminen. Siten emme näe arvostusta esteenä kurssinousulle vaan kuluvalle vuodelle ennustamamme tuloskasvu ja noin 3 %:n osinkotuotto tarjoavat mielestämme piirun korottamaamme tuottovaatimusta korkeamman tuotto-odotuksen. Sitenn emme näe syytä muuttaa positiivista näkemystämme yhtiöstä, vaikka talouteen ja osakemarkkinoihin liittyvät riskit ovat koholla.

Suositus

Lisää

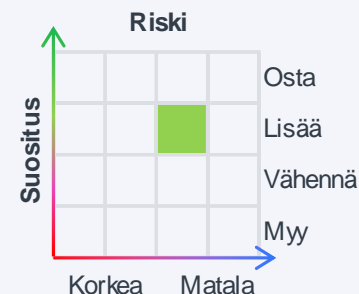
(aik. Lisää)

7,60 EUR

(aik. 8,00 EUR)

Osakekurssi:

6,66 EUR



Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	696	775	740	760
kasvu-%	17 %	11 %	-4 %	3 %
EBIT oik.	40,3	44,3	48,5	51,5
EBIT-% oik.	5,8 %	5,7 %	6,6 %	6,8 %
Nettotulos	29,8	34,4	37,5	40,0
EPS (oik.)	0,47	0,53	0,58	0,62

P/E (oik.)	15,8	12,5	11,5	10,7
P/B	2,3	1,9	1,7	1,5
Osinkotuotto-%	2,5 %	3,2 %	3,5 %	3,8 %
EV/EBIT (oik.)	13,4	10,8	8,8	7,5
EV/EBITDA	9,8	8,0	6,7	5,8
EV/Liikevaihto	0,8	0,6	0,6	0,5

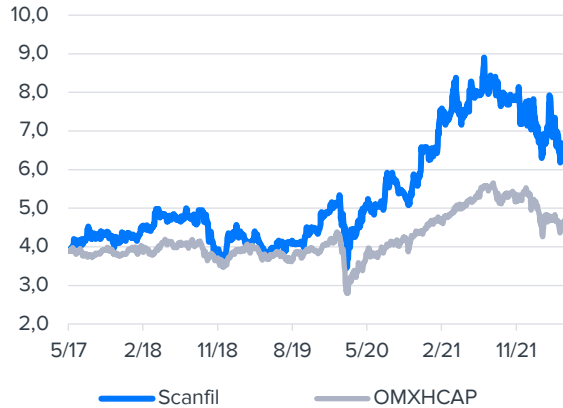
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

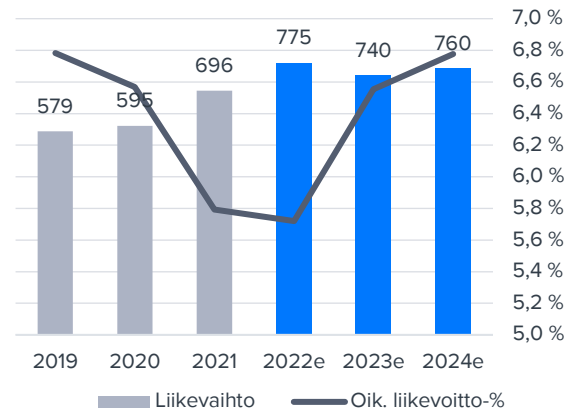
Scanfil arvioi vuoden 2022 liikevaihdon olevan 750–820 MEUR ja oikaistun liikevoiton 43–48 MEUR

Osakekurssi



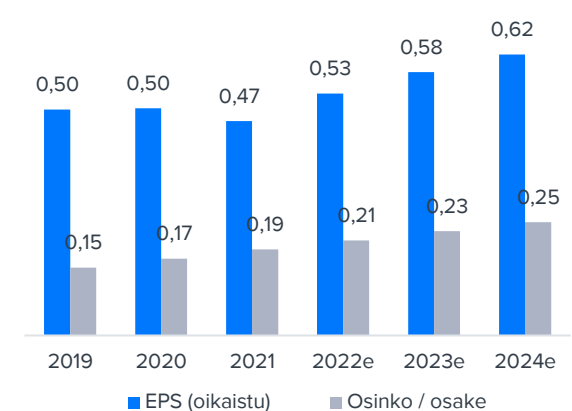
Lähde: Thomson Reuters

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
- Materiaalien saatavuusongelmat

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	6,66	6,66	6,66
Osakemäärä, milj. kpl	64,5	64,5	64,5
Markkina-arvo	429	429	429
Yritysarvo (EV)	479	427	387
P/E (oik.)	12,5	11,5	10,7
P/E	12,5	11,5	10,7
P/Kassavirta	18,2	6,5	7,8
P/B	1,9	1,7	1,5
P/S	0,6	0,6	0,6
EV/Liikevaihto	0,6	0,6	0,5
EV/EBITDA (oik.)	8,0	6,7	5,8
EV/EBIT (oik.)	10,8	8,8	7,5
Osinko/tulos (%)	39,4 %	39,6 %	40,3 %
Osinkotuotto-%	3,2 %	3,5 %	3,8 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6-10
Sijoitusprofiili	11-12
Toimiala ja kilpailukenttä	13-18
Strategia	19-21
Taloudellinen tilanne	22-23
Ennusteet	24-28
Arvonmääritys ja suositus	29-35
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	36

Scanfil lyhyesti

Scanfil on elektroniikkateollisuuden valmistuskumppani, joka toimii omilla alueillaan vahvojen laitevalmistajien strategisena kumppanina.

1976

Sopimusvalmistustoiminta alkaa

2002

Listautuminen

6,5 %

Liikevaihdon keskimääräinen kasvu (CAGR) 2016-2021

696 MEUR (+ 17 % vs. 2020)

Liikevaihto 2021

40,3 MEUR (5,8 % liikevaihdesta)

Oikaistu liikevoitto 2021

9 / 3

Tuotantolaitokset / mantereet

3 300

Henkilömäärä 2021 lopussa

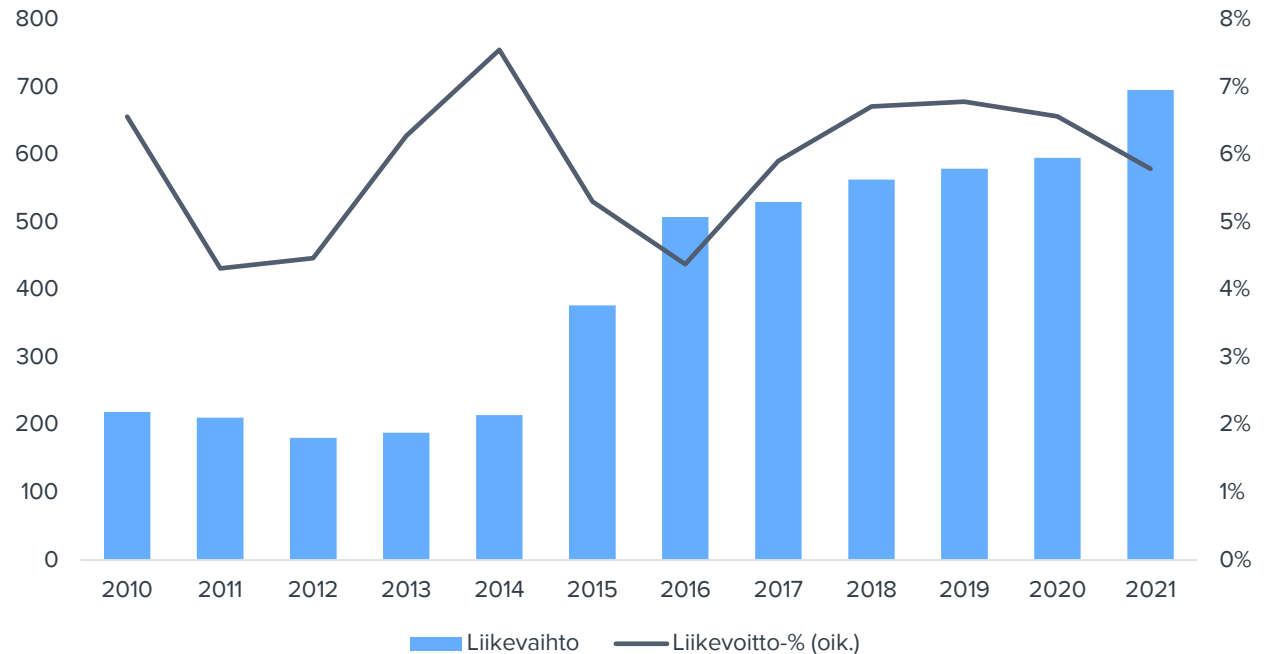
Vuodet 2010-2014

- Yhtiölle historiallisesti tärkeä telekommunikaatiosektori alkaa supistua rakenteellisesti jo ennen vuonna 2008 alkanutta finanssikriisiä
- Osittaisjakautuminen Sievi Capitalista vuoden 2012 alussa
- Teollisuuselektronikan hyvä orgaaninen kasvukausi 2012-2014
- Tuottavuuden parantaminen johtaa kohentuneeseen kannattavuustasoon
- Yritystosiin varautuminen (taseen vahvistaminen)

Vuodet 2015-2021

- Liikevaihtopohjaisesti halpa PartnerTech-kauppa vuonna 2015 nostaa yhtiön uuteen kokoluokkaan
- Vuosina 2015-2016 ostetuissa yksiköissä toteutetut voimakkaat saneeraustoimet laskevat kiinteitä kuluja
- Tehokkaaksi viritetty tuotantokoneisto näyttää iskukykynsä hyvässä markkinassa 2018-2019
- Strategisesti tärkeä HASEC-yritystosto 2019
- Koronakriisiin yhtiö sopeutui onnistuneesti 2020, mutta materiaalihaasteita tuli eteen vuonna 2021

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/4

Kokonaistoimitukset taitava sopimusvalmistaja

Scanfil on vertikaalisesti integroitu ja etenkin teollisuuden elektroniikkaan asemoitunut sopimusvalmistaja. Yhtiö on keskittynyt elektroniikan ja erilaisten järjestelmien muodostamien tuotekokonaisuuksien integrointiin. Päivittäisen tekemisen tasolla tämä tarkoittaa sitä, että Scanfilillä on kyky valmistaa asiakkaan (ts. OEM-yhtiön) koko tuote tai sen osakokonaisuus. Tämä mahdollistaa asiakkaalle resurssien tehokkaamman allokoinnin oman liiketoimintamallin ydintoimintoihin, kuten tuotekehitykseen, myyntiin ja markkinointiin. Luonnollisesti tuotannon ulkoistaminen tuo laitevalmistajille myös kapasiteettiin ja kustannusten hallintaan liittyviä joustopisteitä..

Eurooppa ohjaa liiketoimintaa

Vuonna 2021 Scanfilin liikevaihto oli 696 MEUR ja oikaistu liikevoitto 40 MEUR. Scanfilin liiketoiminta on vahvasti Euroopan talousalueen ohjaamaa, sillä vuonna 2021 lähes 75 % liikevaihdosta tuli tältä alueelta. Muista maantieteellisistä alueista yhtiölle tärkeimpiä ovat Aasia reilun 15 % liikevaihto-osuutta sekä Pohjois-Amerikka vajaan 10 % osuutta heijastellen. Liikevaihdon maantieteellisestä jakaumasta on hyvä huomata, että se pohjautuu loppuasiakkaan, eikä yhtiön oman tuotantolaitoksen sijaintiin.

Vuonna 2021 Scanfilin suurin yksittäinen asiakas toi liikevaihdosta noin 18 %, kun taas kymmenen suurinta asiakasta vastasivat yhteensä noin 55 % koko vuoden tulovirroista. Viimeisen vuoden aikana suurimman asiakkaan osuus on noussut

hieman ja 10 suurimman pienentynyt lievästi. Vaikka Scanfilin asiakasportfolio on kohtuullisen keskittynyt, ei asiakasriski mielestämme kuitenkaan ole erityisen korkea. Näkemystämme tästä tukevat keskeisimpien asiakkaiden kypsät kehitysvaiheet ja liiketoimintojen laadut, näiden asiakassuhteiden monivuotiset kestot, Scanfilin oma kilpailukyky ja arviomme mukaan vankat asiakaskohtaiset markkinaosuudet sekä suurimman asiakkaan kokonaisuudessaan maltillisella tasolla oleva liikevaihto-osuus. Vuonna 2015 toteutetun PartnerTech-kaupan sekä uusien asiakkuuksien myötä asiakasportfolio on myös kehittynyt selvästi 2010-luvun alkua tasapainoisemmaksi, mikä on osaltaan laskenut yhtiön kokonaisriskiprofilia.

Liiketoiminnan rakenne

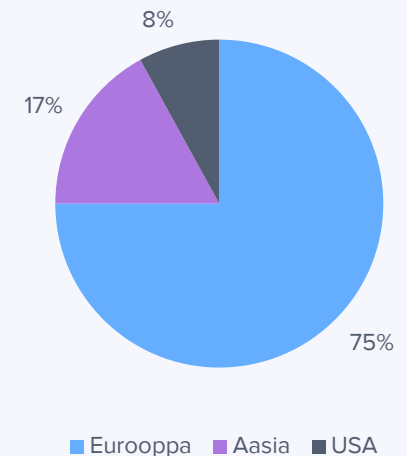
Scanfil raportoi taloudellisen tuloksensa vain konsernitason, mutta liikevaihdon viiden asiakassegmentin kautta. Nämä segmentit ovat:

- Connectivity** toi Scanfilin liikevaihdosta noin 5 % vuonna 2021. Liikevaihto-osuus pieni selvästi Hangzhoun mekaniikkatehtaan myynnin takia. Segmentin tyypillisiä tuotteita ovat langattomat yhteysmoduulit ja radiojärjestelmät. Tätä heijastellen segmentin suurimpia asiakkaita ovat arviomme mukaan Telesten ja Airtamen kaltaiset teknologiayhtiöt, kun taas perinteisten verkkolaittevalmistajien rooli on painunut jo hyvin pieneksi. Näin ollen myös segmentin syklisyys on laskenut ja myös krooninen hintapaine pienentynyt suhteessa takavuosiin.

SCANFIL

- Yli 45 vuoden operatiivinen historia ja korkea teknologiaosaaminen
- Tehokas ja globaalilla skaalalla toimiva tuotantolaitosverkosto
- Onnistunut asemoituminen teollisuuselektroniikan asiakassegmentteihin
- Pitkät asiakassuhteet omilla alueillaan vahvojen laitevalmistajien kanssa

Liikevaihdon maantieteellinen jakauma



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/4

- 2. Advanced Consumer Applications** toi viime vuonna Scanfilin liikevaihdosta noin 29 % ja oli siten suurin yksittäinen asiakassegmentti. Arviomme mukaan myös Scanfilin suurin yksittäinen asiakas löytyy tältä sektorilta. Loppukäytöt painottuvat kuluttajasektoriin ja tyypillisiä sovelluksia ovat esimerkiksi valokuvauskioskit, pullonpalautusautomaatit, jakeluautomaatit, pelikoneet ja hissit. Segmentin asiakkaita ovat muun muassa QleanAir ja TK Elevator.
- 3. Energy & Cleantech** muodosti Scanfilin liikevaihdosta vuonna 2021 noin 26 %. Segmentin tyypillisiä tuotteita ovat esimerkiksi invertterit, taajuusmuuttajat, kytkimet, energijärjestelmät ja automaattiset keräys- ja lajitteluratkaisut. Segmentin asiakkaita ovat puolestaan ABB:n ja Tomran kaltaiset korkean teknologia-asteen sovelluksiin keskittyneet toimijat. Energy & Cleantechin kasvukuva on hyvä, mutta kysynnän perusluonne investointivetoista. EU:n hiilidioksidipäästöjen alennustavoitteiden ja Ukrainan sodasta johtuva vihreä energiasiirtymä voivat parantaa segmentin kasvunäkymiä edelleen.
- 4. Automation & Safety** toi viime vuonna noin 21 Scanfilin liikevaihdosta. Tyypillisiä tuotesovelluksia ovat esimerkiksi automaatio- ja kuluvavalvontajärjestelmät. Vastaavasti segmentin asiakkaita ovat muun muassa Valmet ja Toyota Material Handling. Liiketoiminnan pidemmän aikavälin kasvua ajaa etenkin teollisuuden jatkuvasti kasvava automaatioaste sekä IoT. Vaikka kysyntä on

luonteeltaan investointiherkkää, näemme sen kasvu- ja kannattavuusprofiiliin olevan Scanfilin asiakassegmenttien kärkipäätä.

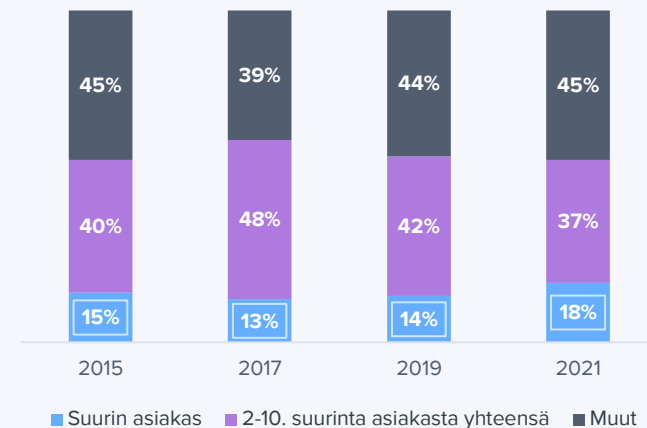
- 5. Medtech & Life Sciencen** osuus Scanfilin viime vuoden liikevaihdosta oli noin 17 %. Segmentin tyypillisiä sovelluksia ovat muun muassa säähavaintolaitteet ja erilaiset mittaus- ja analysointi-instrumentit sekä hammaslääkärituolit. Tätä tuotekoria peilaten tyypillisiä asiakkaita ovat puolestaan Vaisalan, Planmegan ja ThermoFisher Scientificin kaltaiset vahvan markkina-aseman ja kilpailukyvyn omaavat yhtiöt. Segmentin tuotesykli on arviomme mukaan pitkä ja kysyntä luonteeltaan vakaata, mikä tekee tästä liiketoiminnasta selvästi muita teollisuussegmenttejä defensiivisemmän. Myös kasvukuva on yleisesti ottaen hyvä ja arviomme mukaan segmentin sisältä on löydettävissä hyvin houkuttelevan kannattavuuspotentiaalin markkinataskuja.

Mielestämme Scanfilin liiketoiminnan rakenne on kokonaisuudessaan tasapainoinen, eikä yhtiö ole liian riippuvainen yksittäisen asiakassegmentin kehityssuunnasta tai sen voimakkuudesta. Lisäksi alla olevien segmenttien kasvukuvat ovat yleisesti ottaen terveet, mikä luo Scanfilille itselleen hyvän lähtötilanteen pidemmän aikavälin arvonluontia ajatellen. Asiakassegmenttien kysyntöjen perusluonteet ovat kuitenkin investointivetoisia, mitä mukaillen Scanfilin omiin tilaus- ja toimitusvirtoihin liittyy teollisuussektorille tyypillistä vaihtelua. Osittain tätä kuitenkin tasaa segmenttien kysyntäajureiden erilaisuus ja eriaikaisuus.



*Asiakkaita yhteensä yli 100 useilta eri teollisuudenaloilta

Asiakasrakenne



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/4

Vertikaalisesti integroituneen toimintamallin ytimessä tuotevalmistus

Sopimusvalmistajana Scanfililla ei käytännössä ole lainkaan asiakkaasta riippumatonta ja laitevalmistajille tyypillisiä omia tuotekehitys- ja suunnittelufunktioita. Näin ollen Scanfilin konsernitason liiketoimintamallin keskiössä on elektroniikkavalmistus, vaikka kokonaisuudessaan toimintamalli koostuu useista prosesseista, joilla yhtiö täyttää osan asiakkaidensa arvoketjuista. Scanfilin toimintamalli on vertikaalisesti integroitunut, minkä myötä yhtiö kykenee pelkän valmistuksen lisäksi tarjoamaan asiakkailleen myös laajoja tuotanto- ja palvelukokonaisuuksia (ml. toimitusketjun hallinta koko tuotteen elinkaaren ajaksi).

Sopimusvalmistajien tuotantolinjat ovat tyypillisesti standardoituja, joten suhteellisen etumatkan hankkiminen kovan teknologiaosaamisen tai pääomainvestointien turvin on varsin vaikeaa. Sen sijaan Scanfilin kokonaistoimitusmallissa on yhä verrattain paljon henkilöintensiivisiä prosesseja ja etenkin näitä prosesseja hallitsevat henkilöt ovat muuttuvia osia. Korkeahko henkilöintensiiteetti ja kitkattomasti etenevän prosessivirran tärkeys asettavatkin vaatimustason henkilöstön osaamisen suhteen varsin korkealle. Toimintamalli itsessään ei kuitenkaan näkemyksemme mukaan luo Scanfilille varsinaisia kilpailuetuja, vaan yhtiön vahvuudet tulevat erityisesti toiminnan mittakaavan, globaalin ja tehokkaasti suorittavan tuotantolaitosverkoston sekä kustannustehokkaan ja -tietoisin yritys-kulttuurin kautta.

Pitkät asiakassuhteet ovat tärkeitä

Sopimusvalmistajien ansaintalogiikasta johtuen pitkäkestoiset asiakassuhteet ovat erittäin tärkeitä. Arviomme mukaan Scanfilin kokonaistoimituksiin taipuvan toimintamallin vahvuudet nousevat esiin juuri pitkissä asiakassuhteissa laitevalmistajien asteittain kasvavia volyymimääriä ja niiden myötä syntyviä lisäpalvelutarpeita mukaillen. Tätä taustaa vasten on järkeenkäypää, että pitkien asiakassuhteiden tavoittelu on myös yksi yhtiön strategisista tavoitteista.

Tässä Scanfil on myös historiallisesti tarkasteltuna onnistunut erittäin hyvin, eikä avainasiakkaita ole menetetty käytännössä koskaan. Tämä kuvastaa mielestämme hyvin sekä Scanfilin keskeisimpien vahvuuksien pitävyyttä että onnistunutta asemoitumista hyvien mahdollisuuksien teollisuuselektroniikkaan ja sen sisällä hyvät kilpailukyvyt omaaviin asiakkuuksiin. Erityisesti viimeinen komponentti ja siten asiakkaiden menestyminen omissa liiketoiminnoissaan on alan dynamiikasta johtuen kriittistä Scanfilin kasvulle ja omistaja-arvon luomiselle. Toisaalta Scanfilin avainasiakasportfoliossa vakaat ja suuret yhtiöt ovat isolla painolla ja niiden siivellä räjähtävän nopea kasvu on myös epätodennäköistä.

Tilaukanta on rakenteellisesti kevyt

Sopimusvalmistajien kysynnän vaihtelut voivat olla voimakkaita, sillä asiakkaat käyttävät sopimusvalmistajia tyypillisesti puskureina omien loppukysyntöjensä vaihteluille. Avainasiakkaidensa kanssa Scanfililla on pitkän aikavälin puitteet määrittävät runkosopimukset,

joita tarkentuvat ei-sitoviksi vuosi- ja kuukausitason ennusteiksi. Koviksi tilauksiksi nämä ennusteet muuttuvat tyypillisesti vasta 4-6 viikkoa ennen toimitusta, mikä tekee tilaukannan rakenteesta lyhyen. Vallitsevassa globaalien toimitusketjujen epävakaaassa tilanteessa tilaukannat ja ennusteet voivat yltää selvästi normaalia pidemmälle (jopa 1-2 v päähän), mutta odotamme tilanteen palautuvan entiselleen toimitusketjujen normalisoituessa aikanaan.

Tilaukannan rakenteesta huolimatta komponentit hankitaan selvästi ennen ennusteiden kääntymistä tilauksiksi. Tämä asettaa paineita yhtiön käyttöpääoman hallintaan, sillä komponenttien saatavuustilanteesta riippuen niiden markkinahinnat voivat vaihdella selvästikin. Asiakkaiden kanssa tehdyt runkosopimukset mahdollistavat kuitenkin sen, että Scanfil ei itse kanna täyttä riskiä etupainotteisista materiaaliostoista. Lyhyt tilaukanta voi vaikeuttaa myös yhtiön tilaus/toimitus-ketjun hallittavuutta ja aiheuttaa yllätyksiä tarve-ennusteiden pettäessä, sillä lyhyellä aikavälillä kapasiteetin jousto ei ole täysimääräinen. Toimialan ansaintalogiikka huomioiden emme usko tämän lainalaisuuden muuttuvan, minkä takia yhtiön on tärkeä säilyttää operatiivista joustovaraa ja työkaluja tähän (mm. vuokratyövoiman käyttö) myös jatkossa.

Kulurakenne on kevyt

Arviomme mukaan Scanfilin kokonaiskuluista noin 85-90 % on muuttuvia ja 10-15 % kiinteitä, minkä myötä yhtiön kulurakenne on hyvin kevyt. Ohuita kiinteitä kustannuksia selittää etenkin se, että

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/4

yhtiöllä ei ole omaa tuotekehitystarvetta ja sen sitomia kiinteitä resursseja ja myös tehtaisiin liittyvät kiinteät kulut ovat kohtuullisia. Lisäksi yhtiön organisaatorakenne on kokoluokkaan nähden kevyt ja kulttuuri kuluorientoitunut. Kevyen kulurakenteen johdosta Scanfilin realisoitavissa olevat skaalaedut ovat melko rajalliset, eikä liikevaihdon kasvu skaalautu erityisen isolla vivulla kannattavuuteen tietyn perustason saavuttamisen jälkeen. Toisaalta kevyt kulurakenne mahdollistaa kohtuullisen operatiivisten kulujen joustovaran, vaikka lyhyellä tähtämellä hankinnan ja valmistuksen kustannuksissa on myös kiinteitä osia. Tästä hyvä esimerkki oli koronavuosi 2020, jolloin Scanfil onnistui puolustamaan suhteellista kannattavuuttaan hyvin. Isossa kuvassa kevyt kulurakenne ja kohtuullinen lyhyenkin aikavälin jousto tuo normaaleissa olosuhteissa Scanfilille hyvät työkalut tyydyttävän marginaalitason (ja terveen kassavirran) saavuttamiselle myös laskevan liikevaihtotason ympäristössä. Tästä syystä yhtiö ei ole koskaan tehnyt liiketappiota ja marginaalit ovat pysyneet tyydyttävän kannattavuusrajan yläpuolella heikoissakin markkinaolosuhteissa.

Toiminta ei ole pääomaintensiivistä

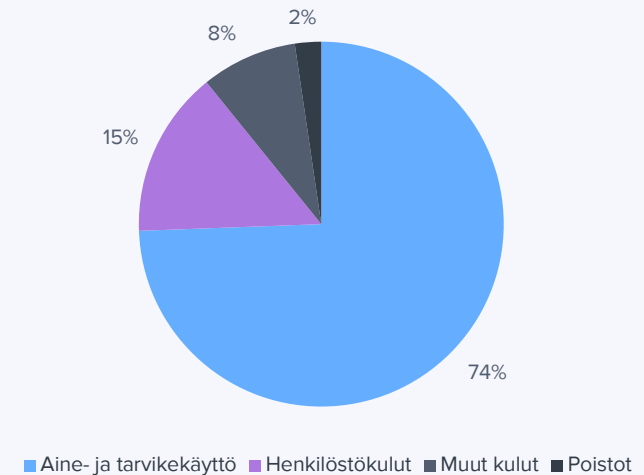
Yhtiön liiketoiminta ei sido suuria määriä pääomia, vaikka yhtiö valmistavassa teollisuudessa toimiikin. Vuonna 2021 kiinteän pääoman osuus liikevaihdosta oli noin 10 % (ml. IFRS 16), mikä on maltillinen taso. Taseen loppusummaan suhteutettuna kiinteän pääoman osuus oli puolestaan reilut 15 % ja sen indikoima viesti on samansuuntainen. Tätä selittää etenkin toiminnan luonne, joka on henkilöintensiivisempää ja

laitekannaltaan prosessiteollisuutta kevyempää. Toimialalla laiteinvestoinnit voidaan toteuttaa varsin lineaarisessa suhteessa kysynnän kasvun kanssa, mikäli seinä- ja lattiatilaa sen sallii. Tämä tuo toimijoiden investointeihin tiettyä liikkumatilaa suhteessa kulloiseenkin kysyntäikkunaan (vrt. prosessiteollisuus) ja sopimusvalmistajat ovatkin tyypillisesti vältäneet katetasoille tuhoisat ylikapasiteettitilanteet. Scanfil on tyypillisesti investoinut tasaisesti 2-3 % liikevaihdostaan, mikä on arviomme mukaan riittävä taso yhtiölle.

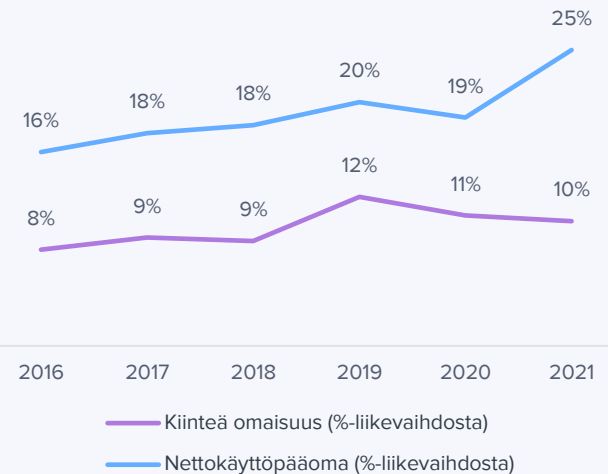
Nettokäyttöpääomaa Scanfilin toimintaan on tyypillisesti sitoutunut noin 20 %, mutta viime vuoden lopussa taso oli komponenttien saatavuushaasteen takia selvästi korkeampi ja tämän vuoden alussa negatiivinen kehitys on jatkunut yhä. Vuoden 2021 lopussa myyntisaamisten ja ostovelkojen kiertoajat olivat optimaalisella puolella (ts. myyntisaamiset > ostovelat), mikä on sopimusvalmistajien kroonisesti haastava arvoketjuasemaan peilattuna hyvä suoritus. Nykyiset haasteet liittyvät etenkin varastotason, mutta pidämme ongelmaa toistaiseksi väliaikaisena. Kauttaaltaan sopimusvalmistus on normaaleissakin olosuhteissa melko käyttöpääomaintensiivistä ja sen sitoutuminen rasittaa Scanfilin vapaata kassavirtaa erityisesti volyymikasvun aikana.

Kokonaisuutena tarkastellen pääoman maltillinen sitoutuminen on positiivinen asia, sillä pääoman tehokas käyttö luo hyvät lähtökohdat korkeiden pääoman tuottolukujen saavuttamiselle ja siten omistaja-arvon luomiselle. Maltillinen pääoman sitoutuminen parantaa lisäksi yhtiön osingonjakopotentialia ja kykyä yritysjärjestelyille.

Kustannusrakenne 2021*



Pääoman sitoutuminen



Sijoitusprofiili 1/2

Scanfil on kasvuyhtiö

Scanfilin viime vuosien näytöt kannattavasta kasvusta ovat pääosin hyvät ja mielestämme yhtiö profiloituu kannattavaksi kasvajaksi.

Näkemystämme tästä tukevat sekä terveet orgaaniset kasvunäkymät että toimialan hajanaisen rakenteen tarjoamat ja Scanfilin omien ambitioiden mahdollistamat epäorgaaniset kasvulähdöt. Scanfilin kassavirtaprofiili on terve ja historiallisesti osinkoa on myös pyritty kasvattamaan hitaasti ja yhtiö on enää yhden osingon noston päässä eurooppalaisen osinkoaristokraatin asemasta. Ensijaisesti näemme Scanfilin kuitenkin kasvuyhtiönä, ja mielestämme osingon rooli tuotto-odotuksessa on rajallinen. Kasvuun panostaminen on pidemmän ajan arvonluonnin kannalta järkevää, sillä marginaaleissa parannusvara on lopulta melko rajallinen etenkin yhtiön ennen komponentti-haasteita saavuttamaan tasoon peilattuna.

Vahvuudet ja arvoajurit

Mielestämme Scanfilin keskeisimmät arvoajurit ja vahvuudet ovat:

- **Kustannustehokas kulttuuri ja toimintamalli:** Scanfil on historiallisesti kasvanut vahvasti, mutta samaan aikaan myös kannattavasti. Näin ollen kasvua ei ole haettu kannattavuustasoa uhraamalla. Toimialan viitekehikkoon linjattuna Scanfilin pitkän ajan keskimääräinen kannattavuus on ollut hyvä ja mielestämme tämän taustalla on etenkin yhtiön kustannustehokas toimintamalli ja -kulttuuri. Toimintamallin tehokkuuden ja kulukuria painottavan ajattelutavan säilyttäminen on

tärkeää myös jatkossa toimialan rakenteelliset ominaisuudet (mm. akuutti hintapaine) huomioiden ja uskommekin tämän olevan keskeisessä osassa päivittäistä tekemistä.

- **Orgaaninen kasvu:** Scanfilin asiakaskentässä loppukysyntä kasvaa tyypillisesti noin BKT:n kasvuvauhtia, minkä lisäksi kasvua tukevat teollisuussektoreiden melko matalat ulkoistamisasteet. Näiden lähtökohtien tulisi mahdollistaa vuositasolla edellytykset vähintään muutamien prosenttien orgaaniseen kasvuun, minkä tulisi kustannuslogiikka huomioiden näkyä myös tulosriveillä. Lisäksi näemme, että yhtiöllä on tehokkuutensa ja laajan kokonaistarjoamansa puitteissa edellytykset myös maltillisiin asiakaskohtaisiin markkinaosuusvoittoihin.
- **Yritysjärjestelyt:** Sopimusvalmistusmarkkina on rakenteeltaan hyvin hajanainen ja uskomme konsolidaation jatkuvan myös tulevaisuudessa kroonisesti kireän kilpailun pakottaessa toimijoita tehostamaan operaatioitaan ja hakemaan hankinnan mittakaavaetuja. Tämän tulisi tarjota Scanfilin kaltaisille yhtiöille hyviä yritysostovetoisia mahdollisuuksia niin kokoluokan kasvattamiseen kuin riskiprofiilin laskemiseenkin (ts. asiakasportfolion laajeneminen). Scanfilin aiemmat näytöt omistaja-arvoa luoneista yritysjärjestelyistä ovat hyvät ja mielestämme yritysjärjestelykortin odotusarvo on sijoittajille positiivinen.
- **Kannattavuuden pieni nosto:** Ennen PartnerTech-kauppaa Scanfil ylsi parhaimmillaan 7-8 % liikevoittomarginaaliin.

Arviomme mukaan kaupasta saatu portfolio ei ole rakenteellisesti vanhaa Scanfilia heikompi, joten mielestämme yhtiöllä pitäisi olla edellytyksiä parantaa liikevoittomarginaaliaan vuoden 2021 vajaan 6 % tasosta.

Kannattavuustason pieni nosto vaatii arviomme mukaan etenkin kasvua ja 7 %:n paremmalle puolelle kestävästi kiritetty marginaali olisi toimialan ansaintalogiikkaan suhteutettuna vahva taso. Kokonaisuudessaan melko pieneksi jäävä kannattavuuden petrausvara korostaa näkemystämme siitä, että suurin osa Scanfilin pitkän ajan arvonluonnista on tultava orgaanisten ja epäorgaanisten onnistumisten mukana.

Heikkoudet ja riskit

Näkemyksemme mukaan Scanfilin keskeisimmät heikkoudet ja riskit ovat:

- **Kysynnän vaihtelu ja sykliisyys:** Scanfilin liikevaihdosta pääosa tulee investointi-hyödykkeistä, joiden kysynät ovat alttiita useille maailmantalouteen ja -politiikkaan sidonnaisille tekijöille. Näin ollen kysyntäkuvan muutokset voivat rokottaa yhtiön liikevaihtoa ja sitä kautta tulosta. Tätä korostaa vielä se, että toimialan dynamiikasta johtuen kova tilauskanta on lyhyt. Pidemmällä tähtäimellä yhtiöllä on kulurakenteen joustojen takia hyvät edellytykset sopeuttaa toimintaansa volyyminmuutoksiin ja käytännössä myös liiketoiminnan ennustettavuus on ollut melko hyvä. Puskuria kysyntämuutoksille tuovat myös useat teollisuudenalat ja siten eriaikaiset syklivaiheet peittävä asiakasportfolio.

Sijoitusprofiili 2/2

- **Keskeisen asiakkaan menettäminen:** Scanfilin asiakasportfolio on yhä keskittynyt, sillä vuonna 2021 suurin asiakas toi 18 % liikevaihdosta ja kymmenen suurinta yhteensä 55 % Suuren asiakkaan menettäminen aiheuttaisi selvän loven Scanfilin liikevaihtoon ja tätä kautta myös tulokseen. Asiakkaan varsinaisen menettämisen lisäksi Scanfil kantaa riskiä myös siitä, että asiakkaiden omien liiketoimintojen tilat heikkenevät. Arviomme mukaan Scanfilin keskeisimmät asiakkaat ovat kuitenkin omilla alueillaan vahvoja ja vakiintuneita toimijoita, minkä lisäksi myös yhtiön oma asema näiden asiakkuuksien sisällä on käsityksemme mukaan hyvä. Tämä laskee yksittäisen avainasiakkaan menettämiseen liittyvää riskiä.
- **Hinnoitteluvoima:** Scanfilin arvoketjuasema on hinnoitteluvoiman näkökulmasta haastava, sillä yhtiö kohtaa hintapaineita sekä komponenttitoimittajien että loppuasiakkaiden suunnalta. Tämän seurauksena yhtiöllä voi olla vaikeuksia puolustaa myyntikatteitaan tai estää käyttöpääoman kasvaminen, jos asiakkaan lopputuotteiden hinnat kohtaavat lasku- ja / tai komponenttien hinnat nousupaineita. Historiallisesti tarkasteltuna Scanfilin myyntikatteet ja käyttöpääomasot ovat kuitenkin olleet vakaita. Mielestämme yhtiöllä on tähän myös jatkossa hyvät edellytykset teollisuuselektronikan terveempää kilpailudynamiikkaa sekä keskeisimpien asiakkuuksien kanssa syntyneitä strategisia kumppanuuksia (ts. kynnyks sopimusvalmistajan vaihtamiselle korkeahko) heijastellen, mutta lyhyellä tähtämellä heilahtelut ovat mahdollisia.

- **Kilpailukentän muutokset:** Kilpailu Scanfilille tärkeimmässä teollisuuslohkoissa voi lisääntyä ja tämä voi jossain määrin lisätä marginaalipaineita. Kilpailukentän muutosvoimana voi arviomme mukaan olla useiden sopimusvalmistajien matala pohjakannattavuus, mikä voi ajaa toimijoiden rakennemuutoksia ja sitä kautta uusiin liiketoimintoihin asemoitumista. Mahdolliset rakennemuutokset voivat arviomme mukaan realisoitua sekä orgaanisten että epäorgaanisten liikkeiden kautta. Toimialan ansaintalogiikasta johtuen kilpailukentän orgaaniset muutokset tulevat tyypillisesti läpi hyvin hitaasti, kun taas yritysjärjestelyin voimasuhteet voivat muuttua nopeastikin.

Toisaalta kilpailukentän muutokset voivat olla myös globaalissa mittakaavassa jättiläisten ajamia, mikäli nämä pyrkivät murtautumaan Scanfilille relevanteille teollisuuslohkoille tai takaa pienemmistä yhtiöistä kasvaa haastamaan Scanfilia. Näistä viime aikoina merkkejä on nähty enemmän jälkimmäisestä kehityksestä, sillä moni pohjoismainen yhtiö (esim. Kitron, Incap ja Note) on parantanut juoksuaan viime vuosina hurjasti. Toiminnallisia esteitä tällaiselle kehityskaarelle ei arviomme mukaan sen sijaan ole olemassa. Kilpailukentän rakenteelliset muutokset näkyvät selvemmin vasta keskipitkällä aikavälillä, mitä peilaten lyhyellä tähtämellä kilpailutilanteeseen sidonnaiset riskit liittyvät vahvasti sopimusvalmistajien suhteellisiin kilpailukykyihin, kuten hintaan ja toimitusvarmuuteen, liitännäisiin tekijöihin.



SWOT-analyysi

Vahvuudet

- Globaali, tehokas ja joustokykyinen tehdasverkosto
- Laadukkaat asiakkaat ja hyvä asema näiden sisällä
- Pitkä operatiivinen historia ja hyvä maine
- Ei riippuvuutta yksittäisestä teollisuudenalasta

Heikkoudet

- Tilauskanta ja näkyvyys rakenteellisesti lyhyitä normaalioloissa
- Asiakasportfolio on kohtuullisen keskittynyt sisällä
- Hinnoitteluvoima on rajallinen molempiin suuntiin arvoketjua
- Nykykoossa asiakashankinnan orgaaniset onnistumiset näkyvät hitaasti

Mahdollisuudet

- Asiakassegmenttien pitkän aikavälin kasvuajurit ovat terveitä
- Teollisuuselektronikan ulkoistamisaste on matala
- Toimialan rakenne tarjoaa hyviä tilanteita yritysjärjestelyille
- Kannattavuudessa on parantamisen varaa etenkin nykyhetken peilattuna

Uhat

- Avainasiakkaan menettäminen / asiakkaan omat haasteet
- Kulutehokkaasta toimintatavasta lipsuminen
- Yritysjärjestelyissä epäonnistuminen
- Pidemmällä aikavälillä kilpailukentän rakennemuutokset
- Komponenttiongelmien kroonistuminen

Toimiala ja kilpailukenttä 1/6

Kokonaismarkkina on valtava

Eri tutkimusyhtiöiden arvioiden mukaan globaalien elektroniikkamarkkinan arvo oli vuonna 2021 noin 2 700 miljardia dollaria. Koko markkina voidaan jakaa siinä toimivien yhtiöiden liiketoimintamallien perusteella neljään osaan: laitevalmistajiin (OEM-yhtiöt), ulkoistetun suunnittelun ja valmistuksen tarjoajiin (ODM-yhtiöt), sopimusvalmistajiin (EMS-yhtiöt) sekä komponenttien jakelijoihin (tekniset tukkurit ja jälleenmyyjät). Nämä toimintamallit eroavat toisistaan sen suhteen, minkälaiset alla olevat arvoketjut ovat ja kuka lopputuotteen immateriaalioikeudet omistaa. Koska Scanfil on sopimusvalmistaja, ei yhtiöllä ole itsenäistä ja täysin asiakkaasta riippumatonta tuotekehitystä. Täten yhtiö ei myöskään omista valmistamiensa sovellusten oikeuksia. Eri toimintamallit, jakelijoita lukuun ottamatta, kilpailevat kuitenkin jossain määrin toistensa kanssa (mm. valmista / osta -päätöksenteko), minkä takia Scanfilille relevantin kohdemarkkinan alkupisteenä on mielestämme järkevä katsoa koko elektroniikkamarkkinaa.

Varsinaisen sopimusvalmistusmarkkinan on puolestaan eri tutkimusyhtiöiden toimesta arvioitu olevan noin 500 miljardin dollarin suuruinen. Näin ollen pelikenttä on Scanfilin omaan kokoluokkaan suhteutettuna valtava, emmekä näe markkinakoon sinänsä rajaavan yhtiön kasvumahdollisuuksia nähtävissä olevan tulevaisuuden aikana.

Aasia kokoluokaltaan suvereeni

Maantieteellisesti tarkasteltuna Aasia on markkinan ylivoimainen ykkönen, sillä siellä valmistetaan noin 55 % maailman elektroniikasta, kun taas Eurooppa ja Pohjois-Amerikka kattavat

yhteensä noin 40 %. Aasian hallitsevan osuuden taustalla on alueen historiallisesti kehittyneitä talouksia matalampi kustannustaso, joka on omien hintakilpailukykyjen säilyttämiseksi houkutellut alueelle laitevalmistajia ja niiden alihankintaketjuja. Aasian sisällä kuludynamiikka on kuitenkin viimeisen vuosikymmenen aikana elänyt, sillä etenkin Kiinassa voimakkaasti kohonneet kustannukset ovat ohjanneet uutta ja siirtäneet vanhaa tuotantoa edullisimmille alueille, kuten Intiaan ja Vietnamiin. Toki nousseen kulutason ohella tätä siirtymää on edesauttanut myös Kiinan kauppapoliittiset jännitteet, koronapandemia, kasvanut maariskien painoarvo sekä laitevalmistajien kohonnut tietoisuus toimitusketjujen kokonaiskustannuksiin liittyen. Itä-Euroopassa työvoima puolestaan maksaa karkeasti noin 30-40 % läntisiä alueita vähemmän, joskin myös siellä palkkainflaatio on ollut kovaa.

Toiminnan henkilöintensiivisyyden ja vallalla pysyvän hintapaineen myötä uskomme varsinaisen volyymituotannon painottuvan myös jatkossa matalien kustannustasojen alueille. Tätä mukailien länsimaisten tuotantolaitosten ensisijaisena roolina onkin arviomme mukaan keskittyä kapeampien ja korkeampien vaatimustasojen niche-segmentteihin, nopeisiin toimituksiin sekä tuotekehityssarjoihin. Toisaalta asteittain lähemmäs laitevalmistajien tuotekehityksiä ja loppumarkkinoita siirtyvien tuotantoketjujen sekä tuotantoteknologioiden jatkuvan kehityksen (mm. automatisaatio) tulisi tukea länsimaisten yksiköiden strategisia rooleja ja kilpailukykyä volyymituotantoakin silmällä pitäen.



Toimialan ansaintamallit

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

Toimiala ja kilpailukenttä 2/6

Markkinassa neljä lohkoa

Markkina voidaan jakaa neljään segmenttiin, jotka ovat kuluttaja- ja teollisuuselektronikka, elektroniset komponentit sekä julkisen sektorin elektronikka (esim. maanpuolustus). Varsinkaan kuluttajaelektronikassa sovellusten tekninen vaatimustaso ei ole tavattoman korkea, mutta toimituserät ovat hyvin suuria (low mix / high volume). Tässä lohossa menestyvät sopimusvalmistajat ovatkin kokoluokiltaan valtavia ja siten mittavat tuotantoresurssit omaavia toimijoita. Kuluttajaelektronikassa tuotesykliit ovat lisäksi lyhyitä noin 2-3 vuoden mittaisia Kilpailu luonteeltaan hintavetoista ja raastavaa, mikä pitää katteet ohuina. Alan jättiyhtiöllä käyttöpääoman hallinta on suurten volyymien ansiosta kuitenkin suhteessa helpompaa.

Scanfil on asemoitunut etenkin teollisuuselektronikkaan, jossa tuotetekninen vaatimustaso on yleisesti ottaen korkea ja toimituserät selvästi kuluttajaelektronikkaa pienempiä (high mix / low volume). Teollisuuselektronikassa tuotesykliit voivat olla jopa 20-30 vuoden mittaisia, mikä tekee sopimusvalmistajasta OEM-yhtiölle strategisesti tärkeän kumppanin ja korostaa osin myös oman tuotekehitysoasaamisen ja myynnin jälkeisen asiakaspalvelun roolia. Tämä puolestaan tekee teollisuuselektronikan kilpailutilanteesta terveemmän luoden pienemmillekin toimijoille houkuttelevia liiketoimintamahdollisuuksia. Haasteena pienempiin kokonaisuuksiin hajoavassa liiketoiminnassa voi kuitenkin olla voimakkaampi alttius sitoa käyttöpääomaa.

Kasvukuva on oiva

Markkinan kasvua ajaa etenkin maailman sähköistyminen, jota ohjaa elintason nousu, digitalisaatio sekä väestön ikääntyminen. Näiden tekijöiden tukemana kokonaismarkkina on eri tutkimusyhtiöiden mukaan kasvanut noin 4-5 % vuodessa. Myös lähivuosina kasvuvauhdin odotetaan pysyvän taustalla vaikuttavien vahvojen ajureiden myötä terveenä, vaikka lyhyellä aikavälillä yhä päällä oleva komponenttien globaali allokaatiotilanne (ml. Ukrainan sodan vaikutukset) ja hidastumaan päin olevat talouskasvuodotukset voivat hetkellisiä hidasteita aiheuttaakin. Maantieteellisesti kasvun on arvioitu olevan vauhdikkainta Aasiassa, jonka uskotaan yltävän 4-6 % vuotuiseseen kasvuun. Euroopassa ja Pohjois-Amerikassa markkinatason kasvun on sen sijaan arvioitu jäävän 2-3 % tasolle yleistalouden hitaampaa kehitystä mukaillen.

Globaalien ajureiden ohella toinen markkinaa viime vuosina ohjannut voima on ollut laitevalmistajien ulkoistamisasteen nousu. Tämän teollinen logiikka on hyvin selkeä, sillä tuotannon ulkoistaminen vapauttaa laitevalmistajien resursseja omiin ydintoimintoihin tuoden samalla suoraa kulusäästöjä. Ulkoistettu tuotanto mahdollistaa OEM-yhtiöille myös paremman kapasiteetin- ja kassavirranhallinnan, kun investointeja voidaan siirtää ja kasvavaan kysyntään vastata sopimusvalmistajien resursseja hyödyntämällä. Tätä dynamiikka heijastellen OEM-yhtiöt voivat lisäksi saavuttaa tiettyjä kulupuolen joustoja tyypillisesti melko kiinteisiin kustannusrakenteisiinsa. Näistä tekijöistä johtuen

sopimusvalmistajien aggregaattitason kasvu on ollut viime vuosina koko elektroniikkamarkkinaa vauhdikkaampaa. Uskomme tilanteen pysyvän jatkossakin samanlaisena juuri edellä mainittuja kokonaishyötyjä heijastellen.

Teollisuuselektronikassa ulkoistamisaste on tyypillisesti ollut selvästi kuluttajaelektronikkaa matalampi, sillä pienemmät ja vaativammat toimituserät nostavat kynnystä tuotannon ison mittakaavan ulkoistamiselle. Arvioimme kuitenkin, että sopimusvalmistajien tarjoamien hyötyjen myötä omien valmistusresurssien pienentäminen kasvattaa suosiotaan myös teollisuuselektronikan laitevalmistajien ja erityisesti markkinoille tulevien uusien yhtiöiden keskuudessa (ts. ei ison kokoluokan tuotantoinvestointeja). Tätä peilaten uskomme, että kasvavaa kysyntää tullaan enenevässä määrin ohjaamaan sekä laatutasonsa että toimitusvarmuutensa osoittaneille sopimusvalmistajille. Teollisuuselektronikan ulkoistamisaste on käsityksemme mukaan nyt vain noin 35 %, mitä heijastellen ulkoistamisasteen pienikin nousu tarjoaisi sopimusvalmistajille absoluuttisesti suuressa markkinassa mittavan määrän lisämyyntiä

Scanfilin asema on hyvä

Kun huomioidaan teollisuuselektronikan pitkän aikavälin hyvä kasvu- ja kannattavuuspotentiaali, on Scanfilin asemoituminen toimialaan mielestämme järkevä. Scanfil ei kokonaismarkkinaan suhteutettuna kohtuullisen pienenä toimijana ole ensisijaisesti riippuvainen markkinakasvusta, mutta yhtiö ei toki myöskään

Toimiala ja kilpailukenttä 3/6

operoi tyhjiössä. Siten markkinakasvu on Scanfilille positiivinen ajuri, sillä markkinan kasvaessa voi yhtiötä itseään isompien toimijoiden katveeseen jäädä hyvinkin houkuttelevia niche-segmenttejä. Toisaalta markkinakasvun hyötyminen olisi mitä todennäköisimmin seurasta yleistalouden nikottelusta ja se vaikuttaisi väistämättä jollain voimalla myös Scanfilin asiakkaiden liiketoimintoihin ja sitä kautta Scanfiliiin.

Scanfilin toimintamalli on vertikaalisesti integroitunut, mikä tekee yhtiön tarjoamasta pelkkään elektroniikkavalmistukseen keskittyntä toimijaa laajemman ja tuo siten tiettyä erottautuvuutta. Arviomme mukaan tämä korostuu juuri teollisuuselektronikassa, jossa tuotesykliit ovat pitkiä ja tuotekehitystarve on luonteeltaan jatkuva. Mielestämme Scanfililla on hyvät kyvykkyydet vastata myös lähivuosina sekä tuotantoprosesseja että asiakkaiden tuotesovelluksia trendinomaisesti muokkaavien voimien (mm. automatisaatio ja IoT) asettamiin haasteisiin ja samalla hyötyä mahdollisuuksista.

Näin ollen näemme Scanfilin aseman suhteessa elektroniikkamarkkinaan ja sen vallitseviin trendeihin (ml. esim. energiatehokkuus, vihreä energia ja sähköistyminen) hyvänä. Kiinalaisen teknologian mahdolliseen nousuun yhtiö voi kuitenkin joutua tulevaisuudessa vastaamaan yhä voimakkaammin, sillä tällä hetkellä Scanfilin asiakaskunta koostuu hyvin pitkälti länsimaisista toimijoista.

Kilpailua piisaa

Toimialan ansaintalogiikasta, sopimusvalmistajien arvoketjuasemista ja siten rajallisista

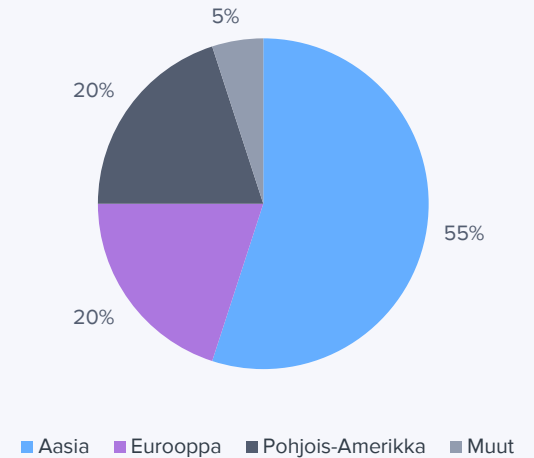
hinnoitteluvoimista johtuen kilpailuympäristön perusluonne on kova. Tästä huolimatta toimialan asiakaspysyvyys on tyypillisesti ollut hyvä. Tätä tukee arviomme mukaan etenkin se, että sopimusvalmistajan vaihtamisesta koituvat kustannukset voivat nousta korkeiksi, minkä vuoksi asiakkaat pyrkivät pitäytymään samoissa toimittajissa pitkään. Tätä mukaillen laitevalmistajat vaihtavatkin sopimusvalmistajiaan vain painavien syiden, kuten esimerkiksi jatkuvasti venyvien toimitusaikojen perusteella. Vaihdon kustannukset ovat kuitenkin eräänlaisia kaksiteräisiä miekkoja, sillä vaikka ne vahvistavat asiakassuhteita vaikeuttavat ne samaan logiikkaan nojaten uusasiakashankintaa.

Toiminnan globaalista rakenteesta huolimatta asiakassuhteiden paikallisuus on säilynyt hyvin vahvana. Tästä syystä Scanfililla on asiakkainaan paljon ruotsalaisia ja suomalaisia teollisuus- ja teknologiayhtiöitä, kun taas yhtiön keskieuropalaisten kilpailijoiden painopisteet ovat paikallisten markkinoiden asiakkuuksissa. Näin ollen Scanfilin kilpailukenttä vaihtelee alueellisesti ja yhtiö kilpaileekin osittain eri yhtiöiden kanssa Pohjoismaissa, Keski-Euroopassa ja Aasiassa. Alueellisten tekijöiden lisäksi todelliseen kilpailijakoriin vaikuttaa luonnollisesti myös alla oleva teollisuudenala (ts. kilpailijoiden asemoitumiset) sekä asiakkaan kokoluokka.

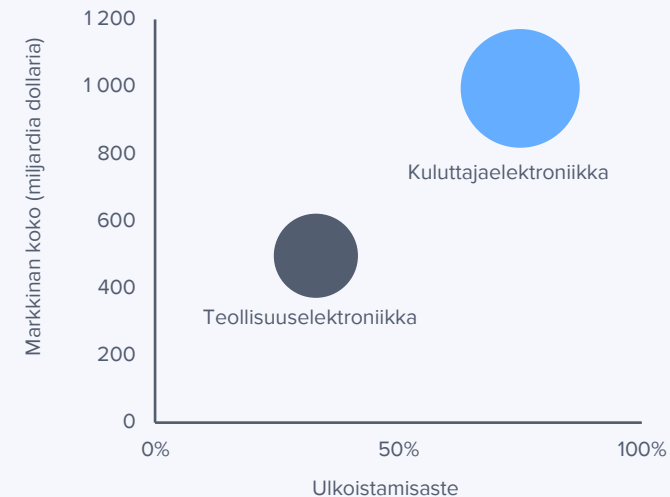
Kolmen kerroksen kisailu

Sopimusvalmistajat on tyypillisesti jaettu liikevaihtoperusteisesti kolmeen ryhmään. Suurimmat yhtiöt (liikevaihto > 1 000 MEUR)

Markkinan maantieteellinen jakautuminen



Markkinan ulkoistamisasteet



Toimiala ja kilpailukenttä 4/6

toimivat laajasti läpi elektroniikkateollisuuden segmenttien, minkä lisäksi yhteinen nimittäjä näille toimijoille on etenkin matalan kulutason alueilla sijaitsevat massiiviset tuotantoresurssit. Suuresta koostaan johtuen nämä toimijat ovat tyypillisesti operoineet pääosin low mix / high volume -segmenteissä, eivätkä ne siten ole Scanfilille kovinkaan relevantteja kilpailijoita. Täysin tämän kategorian yhtiöitä ei kuitenkaan voida sivuuttaa, sillä toimijoiden laajat operaatiot ulottuvat väistämättä myös Scanfilille tärkeille asiakasaloille. Taloudellisten resurssiensa puitteissa suuryhtiöillä on lisäksi väkevää investointikykyä ja siten sekä edellytyksiä kilpailukentän vallitsevan dynamiikan muuttamiselle että Scanfilin kannalta merkittäville alueille murtautumiselle. Vaikka tällainen kehityskaari on paperilla mahdollista, emme pidä sitä kuitenkaan akuuttina uhkana, sillä uskomme sen toteuttamisen vaativan näiltä jäteiltä myös ajattelu- ja toimintamalleihin liittyviä muutoksia.

Toisessa kategoriassa olevien yhtiöiden liikevaihto on vuositasolla 200 - 1 000 MEUR. Nämä yhtiöt operoivat tyypillisesti globaaleilla toimintamalleilla, mutta ovat keskittyneet yhteen tai useampaan markkinasegmenttiin. Kuluttajaelektronikan massatuotannot ovat pääosin näiden toimijoiden kyvykkyyksien ulkopuolella, mutta joustavuudet ja ketteryydet ovat kuitenkin vielä riittäviä tuomaan kilpailukykyä pienempien valmistuserien ja räätälöidyn asiakaspalvelun suunnalla. Koska Scanfil kuuluu itse tähän kategoriaan, mielestämme myös yhtiölle relevanteimmat kilpailijat löytyvät tästä korista. Pääkilpailijat keskisuurten yhtiöiden

joukosta ovatkin arviomme mukaan sveitsiläiset Enics ja Cicor, norjalainen Kitron, saksalainen BMK Electronics, hollantilainen Neways ja puolalainen Fideltronik.

Keskisuurten yhtiöiden lisäksi Scanfil kilpailee myös kolmannen kategorian eli vuositasolla alle 200 MEUR vaihtavien toimijoiden kanssa. Tämän kokoluokan yhtiöiden resurssit ovat keskisuuria toimijoita kapeammat, mitä peilaten myös niiden palvelutarjoamat ovat suppeampia (ts. harvoin täysin vertikaalisesti integroituneita). Lisäksi näiden yhtiöiden asiakaskannat voivat olla hyvinkin keskittyneitä. Pienten yhtiöiden keskeisimpiä kilpailuetuja ovat puolestaan ketteruus ja joustavuus, erikoistuotteet sekä nopeat läpimenoajat. Toimialan viime vuosien nopeimmat kasvajat ja parhaat kannattavuudet ovat löytyneet tältä rintamalta, joten segmentistä voi löytyä kasvavaa kilpailupainetta myös Scanfilille. Scanfilin tämän korin pääkilpailijat ovat mielestämme ruotsalaiset Hanza ja Note, ranskalainen Lacroix sekä suomalainen Incap.

Konsolidaatio muokkaa kilpailukenttää

Kokonaisuudessaan toimialan ja kilpailukentän rakenne on hyvin hajanainen, sillä pelkästään Euroopassa on satoja sopimusvalmistajia. Aasiassa lukumäärä on vielä reilusti suurempi ja globaalissa mittakaavassa toimijoita on tuhansia. Toimijoiden runsas lukumäärä ja pyrkimykset arvoketjuasemien kohentamiseksi ovatkin viime vuosina ohjanneet toimialan konsolidoitumista voimakkaasti. Arviomme mukaan tämä tulee myös jatkossa olemaan kilpailukentän rakenteeseen

vaikuttava ominaisuus taustalla vaikuttavien ajureiden teollisia logiikkoja (mm. hankinnan mittakaavaetujen tavoittelu) heijastellen. Scanfilin kannalta toimialan rakenne on suotuisa asia, sillä se tarjoaa runsaasti mahdollisuuksia strategian epäorgaaniselle toteuttamiselle.

Scanfil on toimialan vahvoja pelureita

Scanfilin kannattavuus on viime vuosina ollut relevantin kilpailukentän parempaa päätä, mikä kertoo mielestämme sekä yhtiön pääosin hyvin edenneestä strategian toteutuksesta sekä päävahvuuksien hyvästä purevuudesta. Yleisesti ottaen toimialan eurooppalaisten yhtiöiden kannattavuuksissa on varsin voimakasta hajontaa. Tämä korostaa erityisesti oikean asemoitumisen ja operatiivisen tehokkuuden merkitystä, sillä toimialan kilpailutilanne on ankara muun muassa kroonisen hintapaineen takia. Tätä vasten ei mielestämme ole perusteltua odottaa, että Scanfil kykenisi lähivuosina merkittävään parannukseen marginaaleissa yhtiön hyvästä iskukyvyystä ja laatutoimittajan maineesta huolimatta.

Toimialan matalan pääomaintensiteetin vuoksi kohtuullisen ohuillakin voittomarginaaleilla (ts. EBIT-% 6-8 %) on mahdollista yltää korkeisiin pääoman tuottolukuihin, kunhan käyttöpääoma (ts. taseen koko) pysyy jokseenkin normaalilla tasollaan. Scanfilin pääoman tuottoluvut ovat hyvän peruskannattavuuden ja normaaleissa olosuhteissa tehokkaan pääoman käytön seurauksena olleet kilpailukentän yläosassa. Tämä tukee näkemystämme siitä, että Scanfil on laadultaan toimialan kärkipään yhtiöitä.

Toimiala ja kilpailukenttä 5/6

Scanfilin valikoituja kilpailijoita



Suurilla tuotannollisilla ja taloudellisilla resursseilla toimivat kilpailijat, joilla vahva läsnäolo kuluttajaelektronikassa

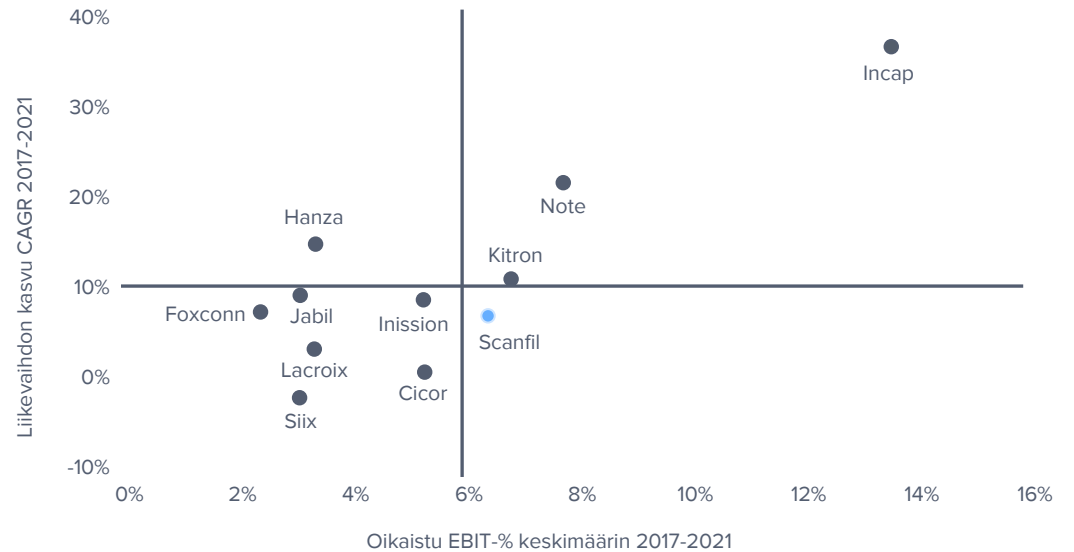


Pääkilpailijat, joilla resurssit laajoihin palvelukokonaisuuksiin ja fokus lähes täysin teollisuuselektronikassa

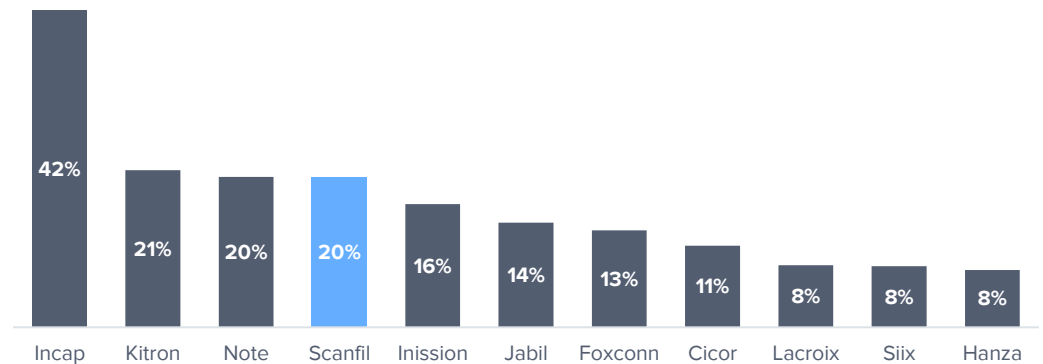


Palvelutarjoamiltaan hieman suppeammat, mutta joustokykyiset ja ketterät yhtiöt

Listattujen toimijoiden taloudellinen kehitys



Keskimääräinen operatiivinen ROIC 2017-2021



Toimiala ja kilpailukenttä 6/6

Nykyinen kilpailutilanne (merkittävä*)

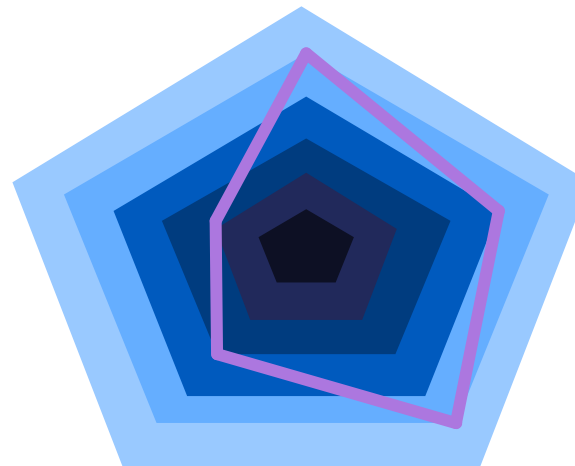
- Valmistajien lukumäärä on globaalisti hyvin suuri ja arvoketjuasemat ovat kroonisesti haastavia
- OEM-yhtiöiden kustannusrakenteet kohtuullisen jäykkiä, mikä lisää niiden hintaherkkyttä ja kiristää osaltaan kilpailua
- Pitkän aikavälin terve kasvukuva kilpailun kireyttä laskeva tekijä

Korvaavien tuotteiden uhka (vähäinen*)

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

Uusien kilpailijoiden uhka (matala*)

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



Tavarantoimittajien neuvotteluvoima (kohtuullinen*)

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

Ostajien neuvotteluvoima (merkittävä*)

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

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

Strategia 1/3

Kärkihankkeena kannattava kasvu

Scanfilin strateginen päämäärä on kasvaa kannattavasti. Päämäärän saavuttamisen kannalta keskeiset tekijät ovat arviomme mukaan pitkäkestoisen asiakassuhteiden vahvistaminen, kasvu näiden mukana, kokonaistoimituksiin kykenevän tarjoaman hyödyntäminen uusasiakashankinnassa, yritysostot sekä kulutehokkuus. Mielestämme Scanfilin nykytekemisessä ei ole merkittäviä heikkoja lenkkejä tai kokoluokaltaan mittavia kehityshankkeita, kunhan globaalien komponenttihaasteiden yhtiön marginaaleille ja käyttöpääomalle asettamat rasitteet poistuvat ja tilanne tältä osin normalisoituu. Tämä mahdollistaa sen, että yhtiö kykenee suuntaamaan fokuksensa täysin strategian toteuttamiseen ja siten pitkän aikavälin omistaja-arvon luomiseen.

Tehdasverkoston roolit tukevat strategiaa

Asiakkaiden osalta yhtiön strategiassa on mielestämme kaksi polkua, joita mukaillen yhtiö on myös tehdasverkostonsa roolittanut toimimaan kahdella eri liiketoimintamallilla. Yhtiön yhdeksän yksikön tehdasverkostosta Suomen, Ruotsin (2 kpl) ja Saksan (1 kpl) tuotantolaitokset sijaitsevat lähellä asiakkaan tuotekehitystä. Nämä yksiköt ovat korkeiden kustannustasojen alueilla ja hyvän kannattavuustason saavuttamiseksi tehtaat ovat keskittyneet varsinaisen valmistavan tuotannon ohella vahvasti myös arvoketjun alkupään (ts. kateprofiililtaan hieman korkeampiin) toimintoihin, kuten tuote- ja tuotantosuunnittelun tukitoimiin sekä prototyyppitestauksiin. Sijainteja sekä operatiivisia fokuksia heijastellen näillä yksiköillä on hyvin merkittävä rooli yhtiön

uusasiakashankinnassa sekä asiakkaiden etenemisessä kohti varsinaista volyymituotantoa. Kiinan, Puolan (2 kpl), Viron ja USA:n tuotantolaitokset sijaitsevat puolestaan lähellä asiakkaiden loppumarkkinoita. Yksiköt sijaitsevat myös yleisesti ottaen varsin matalan kustannustason alueilla (pl. USA), mistä johtuen tuotantolaitokset ovat kilpailukykyisten rakenteidensa tukemina keskittyneet ensisijaisesti tehokkaaseen volyymituotantoon.

Tehdasverkoston roolitukset ovat mielestämme hyvin loogisia ja tämän rakenteen myötä Scanfil kykenee mahdollistamaan kasvuhakuisille ja kansainvälistyville asiakkaille selkeän polun aina tuotekehityssarjoista volyyminvalmistukseen. Tämän näemme lisäävän entisestään yhtiön kokonaistarjoaman houkuttelevuutta sekä nostavan asteittain myös vaihdon kustannuksia. Täten pidämme tehdasverkostoa ja sen järkevää roolitusta Scanfilin kilpailukykyyn kannalta olennaisena elementtinä.

Kyky myös lisäpalveluiden tarjoamiselle

Scanfilin liikevaihdosta yli 90 % kertyy tavaratoimituksista, mutta varsinkin PartnerTech-kaupan jälkeen yhtiö on kyennyt tarjoamaan enenevässä määrin myös lisäarvopalveluita (mm. logistiikka- ja pienet korjaustyöt). Vuonna 2021 palvelumyynti kasvoi 10 % 40 MEUR:oon. Näemme palvelut tärkeänä osana Scanfilin kokonaisuutta, sillä niiden avulla yhtiö pystyy palvelemaan etenkin pieniä ja elinkaariensa alussa olevia teknologiayhtiöitä. Suurasiakkaiden emme kuitenkaan usko näitä palveluita kovinkaan relevantteina pitävän, sillä on niillä on usein omia resursseja tätä tarjoamaa vastaavilla alueilla.

Mielestämme sopimusvalmistajien tarjoamalla lisäpalveluilla ei myöskään ole mahdollista saavuttaa poikkeuksellisia ja selvästi tuotevalmistusta korkeampia katteita (vrt. konepajojen huolto liiketoiminnat), mikä korostaa niiden rooleja ydintoimintoja täydentävinä osina.

Operatiivisesti ja strategisesti Scanfil on sitoutunut globaalisti toimijaksi. Mielestämme maantieteellisen jalansijan laajentaminen nykyisen kolmen mantereen ulkopuolelle ei kuitenkaan ole yhtiölle ensisijainen maali, vaan kyseessä on enemmän mahdollisuus. Tämä todennäköisesti vaatisi nykyasiakkaiden laajentamista uusille alueille ja yhtiöltä potentiaalisen yritysostokohteen identifioimista.

Kasvua orgaanisin...

Orgaanista kasvua Scanfil tavoittelee sekä vakiintuneilta että uusilta asiakkailta. Tämä on luonnollinen lähestymistapa, sillä yhtiön asiakkaat ovat omilla toimialoillaan hyvin asemoituneita ja vähintäänkin keskivahvaa kilpailukykyä omaavia yhtiöitä, mikä tekee niiden kanssa kasvamisen houkuttelevaksi. Yhtiön avainasiakkaat ovat kuitenkin riippuvaisia maailmantalouden kulloisestakin tilasta ja kehityssuunnasta, mikä rajaa niiden ja siten jossain määrin myös Scanfilin kasvupotentiaalia. Lisäksi Scanfilin markkinaosuudet ovat joissain asiakkuuksissa arviomme mukaan jo kohtuullisen korkeat, kun huomioidaan asiakkaiden toimittajaportfoliot ja näihin liittyvät dynamiikat (suurien yhtiöiden toimittajarekisteri on laaja). Tätä mukaillen merkittävien markkinaosuusvoittojen raapiminen nykyasiakkailta voi olla haastavaa ja näemmekin kooltaan pienemmät asiakkuudet lähtökohtaisesti

Strategia 2/3

houkuttelevampana kasvualueena. Pienemmissä yhtiöissä myös uusasiakashankinta on hieman helpompaa ja tämä korostaa entisestään Scanfilin tehdasverkoston rooleja ja kasvustrategian toteuttamisen välistä yhteyttä.

Uusasiakashankinnassa yhtiölle olisi arviomme mukaan myös tiettyä parantamiseen varaa, sillä jotkut kilpailijat ovat olleet viime vuosina Scanfilia edellä orgaanisessa kasvunopeudessa, vaikka vuonna 2021 yhtiö paransikin tältä osin.

Arviomme mukaan yhtiö on myös painottamassa orgaanista kasvua lähiaikoina, sillä Scanfil on kasvattamassa tehdaspinta-alaa USA:ssa ja Saksassa noin 50 %:lla ja lattiapinta-alan tuplaaminen Kiinassa on suunnitteilla. Näiden pinta-alojen täyttäminen laitteissa antaa arviomme mukaan yhtiölle merkittävän useamman kymmenen miljoonan euron liikevaihdon kasvuvaran muutaman vuoden tähtäimellä. Näkemyksemme mukaan orgaanisen kasvun edellytysten vahvistaminen kielii vahvasta kysynnästä ja orgaanisten kasvuinvestointien hyvästä tuotto-odotuksesta tai tuotto/riski-suhteesta esimerkiksi yritysostoihin peilattuna.

Uusien asiakkaiden hankkiminen ja / tai markkinaosuuksien kasvattaminen nykyportfolion pienemmässä päässä olisi myös riskienhallinnan kannalta tärkeää, sillä asiakasportfolio on tällä hetkellä yhä melko keskittynyt. Alan ansainnan logiikasta johtuen uudet asiakkuudet käynnistyvät kuitenkin tyypillisesti varsin hitaasti ja Scanfilin kannalta eteneminen merkittäviin volyymeihin saattaa vaatia useidenkin vuosien yhteistyön. Täten etenkin lyhyellä aikavälillä liikevaihdon suuntaa määrittää hyvin vahvasti vakiintuneen

asiakaskannan liiketoiminnat ja tilaukset.

...ja pitkässä juoksussa myös epäorgaanisin keinoin

Strategiansa mukaisesti Scanfil hakee kasvua myös yritysostojen kautta. Vuonna 2015 Scanfil toteutti suuren ja erittäin onnistuneen PartnerTech-järjestelyn, kun taas vuosina 2014 ja 2019 yhtiö teki kaksi pienempää järjestelyä hankkimalla saksalaiset Schaltex Systemsin ja HASEC:n. Pienet liiketoimintaportfoliota laajentaneet kaupat ovat mielestämme olleet strategisesti hyviä, sillä näiden kautta Scanfil on onnistunut vahvistamaan asemaansa strategiaan painopistealueisiin kuuluvassa Keski-Euroopassa. Schaltexin mukana tulleen Hampurin tehtaan Scanfil kuitenkin joutui sulkemaan viime vuonna kannattavuushaasteiden takia, joten nappiostuminen kauppa ei ollut, vaikka yhtiö pääsikin sen avulla Keski-Eurooppaan ja Medtech-segmenttiin sekä säilytti sulkemisesta huolimatta myös tehtaan asiakkaat.

Vaikka yritysostojen järjestyminen on aina tapauskohtaista (mm. hinta ja liiketoimintaprofiili), suhtaudumme Scanfilin yritysostosuunnitelmiin positiivisesti seuraavien syiden takia:

- 1. Yritystoston kassavirtaprofiili on heti positiivinen**, ja se tuo orgaanista kasvua nopeampia tuloksia.
- 2. Yritystostot laajentavat yhtiön asiakaskuntaa** automaattisesti ja avaavat sekä uusia markkina-alueita että teollisuudenaloja
- 3. Edulliset yritysostot** (ts. ostettavan yhtiön kertoimet omia kertoimia matalammat) luovat

jo lyhyellä aikavälillä omistaja-arvoa, mitä kautta myös pidemmän aikavälin arvonluonnin lähtökohta on suotuisa

- 4. Toimialan rakenne on hajanainen**, mikä tarjoaa riittävästi potentiaalista massaa yritysostovetoisen strategian toteuttamiselle

Tätä kokonaiskuvaa peilaten pidämme varmana, että yhtiö tulee myös jatkossa vauhdittamaan kasvuaan yritysostoin. Ostokohteiden kartoittamisessa uskomme Scanfilin noudattavan hyvin kurinalaista ja konservatiivista lähestymistapaa niin ostettavan liiketoiminnan laadun kuin hinnankin suhteen. Mielestämme tämä on hyvin perusteltu toimintamalli, kun huomioidaan tavalliset yritysostoihin liittyvät riskit.

Potentiaalisten ostokohteiden sijainnin suhteen yhtiö arviomme mukaan suosii USA:ta ja Aasiaa, kun taas aiemmin painopisteenä olleessa Keski-Euroopassa painopiste vaikuttaa siirtyneen orgaanisen kasvun puolelle. Kaukomarkkinoiden painottamista tukee mielestämme Scanfilin nyt vähäisempi läsnäolo alueilla. Yritystostostrategian etenemisen aikataulua on sen sijaan vaikeampi arvioida, mutta vallitsevan käyttöpääomahaasteen ja käynnistettyjen orgaanisten investointien takia emme yllätyisi, jos yhtiö ei tee lyhyellä tähtäimellä järjestelyjä.

Greenfield-investointeja emme usko yhtiön tekevän tulevaisuudessakaan, vaikka uuden tehtaan noin 10-20 MEUR:n kustannus ei Scanfilin mittakaavassa erityisen suuri olisikaan. Tällaisissa investoinneissa riskitaso on mielestämme saman kokoluokan yritysostoa suurempi muun muassa kassavirtaprofiiliin sidonnaisia eroja heijastellen.

Strategia 3/3

Taloudellisia tavoitteita päivitettiin hiljattain

Scanfil muutti taloudellisia tavoitteitaan vuoden 2022 alussa, kun vuodelle 2023 asetettu 700 MEUR:n liikevaihtotavoite täyttyi käytännössä viime vuonna. Yhtiö tavoittelee nyt 5-7 % vuotuista orgaanista kasvua ja 7 % liikevoittomarginaalia. Liikevaihdon osalta yhtiön pitäisi onnistua kasvun kiihdyttämisessä ja luonnollisesti yleistolouden pitäisi pysyä vedossa, jotta markkinaa hieman nopeamman kasvutavoitteen saavuttaminen olisi mahdollista. Yhtiö asiakasrakenteen ja liiketoiminnan maantieteellinen joko huomioiden tavoite ei mielestämme kuitenkaan ole helppo saavuttaa. Lisäksi arvioimme yhtiön tavoittelevan suurin piirtein vastaavalle tasolle yli ajan kohoavaa epäorgaanista kasvua, joskin yritysostojen kautta tulevat kasvupyrähdykset ovat aina portaittaisia.

Kannattavuustavoite on realistinen

Kannattavuustavoitteeseen yhtiö on puolestaan jo yksittäisillä kvartaaleilla yltänyt ennen komponenttihaasteita. Arviomme mukaan yhtiön volyymit ovat riittäviä, mutta marginaalitavoitteen saavuttaminen vaatii myös vanhaan malliin pelaavat toimitusketjut. Yleisesti ottaen 7 % liikevoittomarginaali on sopimusvalmistajien kontekstiin linjattuna varsin hyvä ja tällä tasolla sekä Scanfilin tyypillisellä taserakenteella oman pääoman tuotto nouseekin kiistatta laatuyhtiön kriteerit ylittävälle tasolle (ts. ROE > 20 %). Kokonaisuutena taloudelliset tavoitteet ovat realistisia, kun huomioidaan yhtiön aiemmat näytöt.

Kun huomioidaan Scanfilin vertikaalisesti integroitunut toimintamalli, kasvun myötä tuleva

kulutason pieni skaalautuminen sekä jatkuvat tehokkuusnostot, tulisi yhtiöllä näkemysmme mukaan olla edellytykset tehdä kestävästi noin 9-10 % käyttökatemarginaalia ja 7-8 % liikevoittomarginaalia. Siten näemmekin, että marginaalien kautta tuleva arvonluontipotentiaali on maltillinen etenkin pidemmän ajan keskimääräisestä toteumasta laskettuna, mikä korostaa entisestään kasvua pitkän aikavälin tärkeimpänä arvoajurina.

Liiketoiminta kestää hyvin pientä vipua

Taseen osalta arvioimme yhtiön pyrkivän säilyttämään tukevan aseman, mikä on perusteltua toimialan liiketoimintalogiikka (ml. toimitusvarmuuden varmistaminen) ja yritysostot sisältävä strategia huomioiden. Näkemysmme mukaan mukavuusalueella oleva omavaraisuusaste on noin 40-50 % ja nettovelkaantumisaste 30-50 %. Tällöin taseessa olisi vipua pääoman tuottojen tehostamiseksi, mutta myös riittävästi liikkumatilaa epäorgaanisten tilaisuuksien hyödyntämiseksi. Scanfililla olisi varaa nämä luvut huomioidenkin noin 100 MEUR:n (EV) velkavetoiseen yritysostoon sitten, kun taseen ylisuuri varasto on saatu palautettua ennalleen.

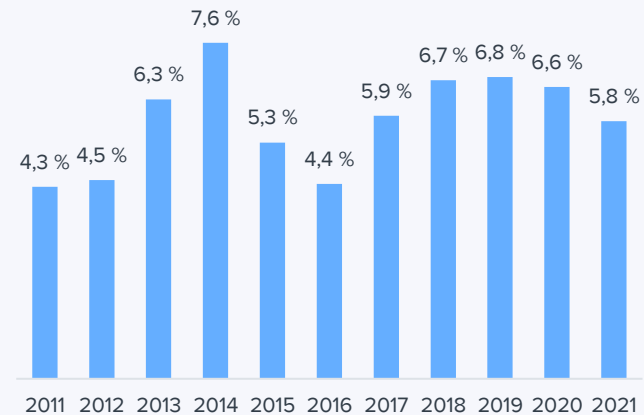
Osinkojen puolesta Scanfilin virallinen politiikka on pitää jakosuhte noin kolmasosassa, joskin uskomme yhtiön pyrkivän samaan aikaan myös tasaisesti kasvavaan voitonjakoon. Tähän Scanfililla on mielestämme hyvät edellytykset matala pääomatarve huomioiden. Yhtiön pääoman tuottopotentiali huomioiden pidemmekin kassavirran allokoimista takaisin liiketoimintaan omistajille houkuttelevimpana vaihtoehtona.



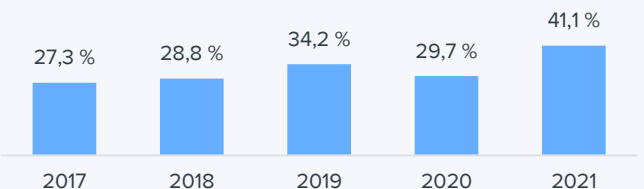
Taloudelliset tavoitteet

- **Kasvu:** 5-7 %:n orgaaninen kasvu
- **Kannattavuus:** oikaistu liikevoittomarginaali 7 %
- **Osingonjakopolitiikka:** pyritään maksamaan vähintään 1/3 nettotuloksesta

Scanfilin oikaistu liikevoitto-%



Osingonjakosuhte (%)



Taloudellinen tilanne 1/2

Tase on käyttöpääomapainotteinen ja tämä on korostunut edelleen viime aikoina

Scanfilin tase on sopimusvalmistajalle hyvin tyypillinen ja se heijasteleekin sekä toimialan matalaa kiinteän pääoman tarvetta että korkeampaa käyttöpääoman sitoutumista. Q1'22:n lopussa yhtiöllä oli kiinteää omaisuutta 74 MEUR ja aineettomia omaisuuseriä 21 MEUR (liikearvon osuus 8 MEUR). Mielestämme yhtiön pitkäaikaiset omaisuuserät ovat kurantteja, sillä yhtiö on sulkenut kannattamattomia tehtaitaan viime vuosina useampaan eri otteeseen ja luonnollisesti myös alaskirjannut niihin liittynyttä liikearvoa.

Scanfilin taseen varoissa suurimmat omaisuuserät tulevat käyttöpääoman puolelta, sillä Q1'22:n lopussa yhtiöllä oli taseessaan vaihto-omaisuutta 210 MEUR:n ja myyntisaamisista 161 MEUR:n edestä. Myyntisaamisiin ei arviomme mukaan liity merkittäviä luottotappioriskejä. Varasto on arviomme mukaan kurantti, mutta varaston arvo on noussut vuodessa 90 MEUR:lla johtuen vaikean materiaali- ja toimitusketjutilanteen vaatimista lisävarastoista (ja inflaatiosta). Mielestämme yhtiön pitäisikin saada pikkuhiljaa pysäytettyä varaston kasvu, sillä pääoman sitoutumisen lisäksi liiketoimintaparadigman pysyvämpään muutokseen (ts. kuka tavaraa varastoi ja minkä verran) ja varaston kuranttiuteen liittyvät riskit kasvavat, jos varaston arvon nousua ei saada ensin katkaistua ja 1-2 vuoden aikajänteellä normalisoitua. Tyypillisesti Scanfilin varasto on ollut noin 17-18 % vuotuisesta myynnistä, kun taas nykytaso on lähes 10 %-yksikköä ylempänä.

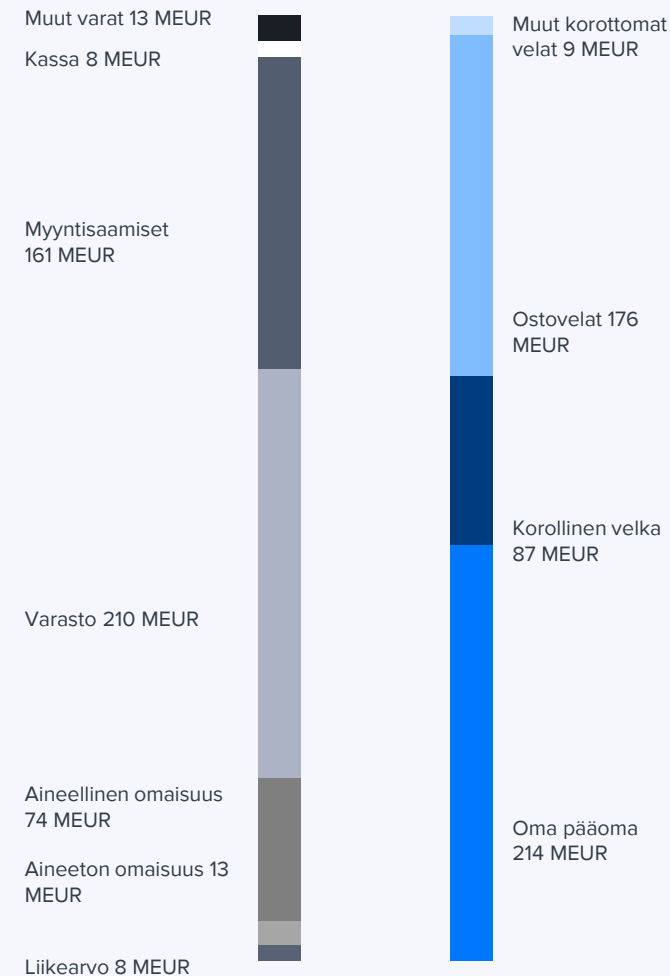
Kassassa Scanfililla oli Q1'22:n lopussa 8 MEUR, mikä on liiketoiminnan kokoluokkaan ja yhtiön normaaliin kassaan verrattuna alhainen taso. Alhaisen kassan taustalla on viimeisen vuoden käyttöpääoman sitoutumisesta johtunut heikko kassavirta. Muut likviditeettireservit huomioiden yhtiöllä ei ole maksuvalmiuden kanssa ongelmia ja arviomme mukaan likviditeettitilanne mahdollistaa Scanfilille yhä joustavien ja kannattavuustasonsa näkökulmasta järkevien maksuaikojen solmimisen niin asiakkaiden kuin tavarantoimittajien kanssa.

Taseessa on hieman vipua viime aikojen käyttöpääomahaasteen takia

Taseen vastuissa Scanfililla oli Q1'22:n lopussa 214 MEUR omaa pääomaa. Q1'22:n lopun taseessa yhtiöllä oli velkaa yhteensä 272 MEUR. Tästä velkapotista korollisen vieraan pääoman osuus oli 87 MEUR, kun taas inflaation ja ostovolyymien viime aikoina kohottaman korottoman velan osuus oli MEUR 185 MEUR. Korottomista veloista yli 90 % koostui toimialan logiikalle tyypillisesti ostovelosta, jotka ovat pitkässä juoksussa olleet noin myyntisaamisten tasolla. Siten yhtiön käyttöpääomatarve koostuu pääosin varastosta ja toiminnan pyörittämisen vaatimista kassavarastoista. Taseen viimeisin loppusumma oli 485 MEUR.

Scanfilin normaaleissa olosuhteissa vakaata tulos- ja kassavirtatasoa heijastellen arvioimme yhtiön kaikkien rahoituskulujen (sis. korot ja muut rahoituskulut) olevan maltillisella 1,5-2,0 % tasolla suhteessa bruttovelkaan. Lisäksi Scanfilin rahoituskuluja tuloslaskelmassa voivat heiluttaa molempiin suuntiin kurssierot.

Scanfilin tase Q1'22:n lopussa



Taloudellinen tilanne 2/2

Nämä erät eivät kuitenkaan tyypillisesti ole kassavaikutteisia.

Taloudellisen aseman suhteen hätää ei ole, vaikka tunnusluvut ovat heikentyneet

Q1'22:n lopussa Scanfilin omavaraisuusaste oli 45 % ja nettovelkaantumisaste 37 %. Vuodessa omavaraisuusaste on heikentynyt 7 %-yksikköä ja nettovelkaantuminen noin 30 %-yksikköä. Tuoreimmat luvut ovat viimeisen vuoden velan kasvusta huolimatta Scanfilille vielä hyvin kohtuullisia (vrt. yhtiön vuosikertomuksessa mainittu tavoite on pitää velkaantumisaste 50 %:n alapuolella), kun huomioidaan, että velka sisältää nykyään myös vuokravastuut (IFRS 16). Yhtiön nettovelan ja käyttökatteen suhde on noin 1x, joten myös velanhoitokyky on hyvä ja taloudellinen asema kokonaisuutena vakaa.

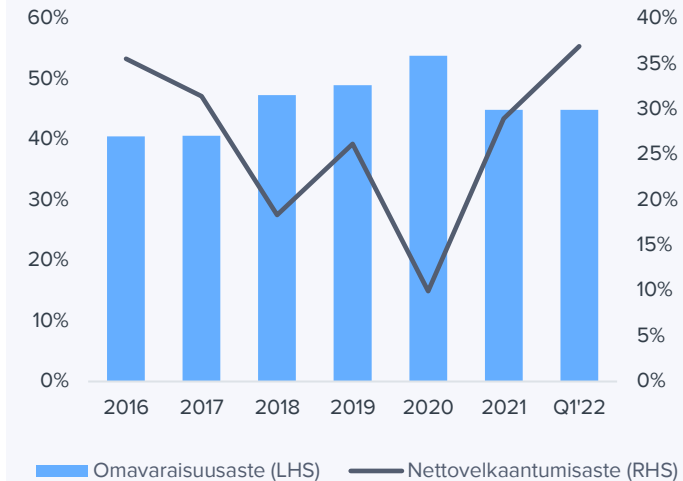
Isoimmat yritysjärjestelyt vaativat silti rahojen vapauttamisen varastosta

Näin ollen Scanfil on arviomme mukaan taseasemansa suhteen vielä mukavuusalueellaan viimeisen vuoden käyttöpääoman hyvin negatiivisesta kehityksestä huolimatta. Näin ollen yhtiö pystyy jatkamaan strategiansa ja orgaanisten investointien toteuttamista ilman ongelmia, mutta suurempiin yrityskauppoihin rahkeet ovat rajallisemmat ennen kuin varastoon nyt sitoutuneet rahat on saatu kierrätettyä kassan puolelle. Käyttöpääoman hallinta on kuitenkin ainakin osin yhtiön omista käsissä ja Scanfilin taloudellisella asemalla on edellytyksiä vahvistua vauhdilla, jos yhtiö saisi palautettua varastotasonsa historiallisiin

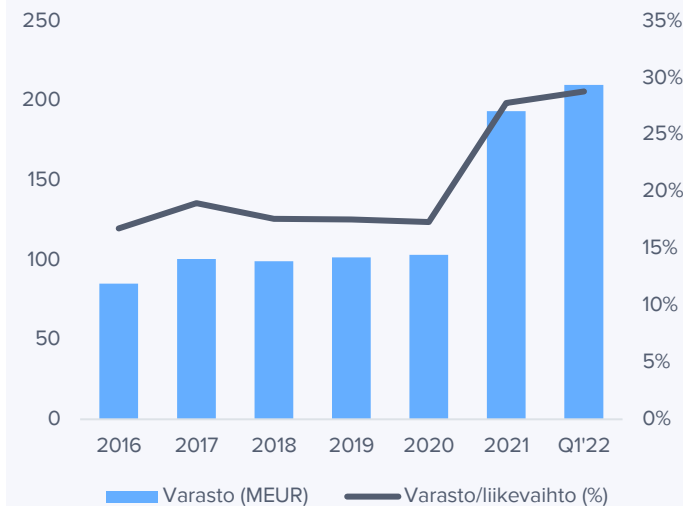
toteumiin. Tässä arviomme mukaan parin vuoden tähtäimellä realistisessa skenaariossa Scanfil olisi lähellä nettovelattomuutta, jolloin taloudellinen asema olisi erittäin vahva.

Varaston normalisoinnin kautta suurin piirtein nettovelattomuuden saavuttamalla Scanfil pystyisi taseensa puolesta halutessaan tekemään mielestämme useampia pienempiä (EV 10-20 MEUR) tai muutamia keskisuuria (EV 20-40 MEUR) yritysostoja vuosina 2024-2025. Toisaalta tästä taseasemasta yhtiöllä on mielestämme edellytykset toteuttaa myös kokoluokaltaan suuri yksittäinen järjestely (ts. EV noin 100 MEUR) ilman uuden oman pääoman keräämistä. Tällä tulivoimalla yhtiö voisi kasvattaa kokoluokkaansa merkittävästikin listaamattomien sopimusvalmistajien tyypilliset arvostukset huomioiden. Arviomme mukaan oman pääoman kerääminen on kuitenkin myös olemassa oleva vaihtoehto, mikäli potentiaalisen ostokohteen strateginen sopivuus nähdään oikeana, investoinnin tuottopotentiaali riittävän houkuttelevana ja Scanfilin osakkeen arvostus tarpeeksi hyvänä. Odotamme kuitenkin Scanfilin käyttävän yhtiölle sopivia järjestelyjä vanhaan malliin hyvin kärsivällisesti myös sen jälkeen, kun varasto-ongelma on ratkottu.

Taseaseman kehitys



Varaston kehitys



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 kulurakenteen 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 on ohjeistanut tälle vuodelle tuloskasvua

Scanfil ohjeisti huhtikuun liikevaihtoa koskeneessa positiivisessa tulosvaroituksessaan liikevaihdon olevan vuonna 2022 750-820 MEUR ja oikaistun liikevoittonsa 43-48 MEUR. Lisäksi yhtiö luputti yhä etenkin vallitsevan materiaalien huonon saatavuustilanteen (erityisesti puolijohteissa) sekä myös Ukrainan sodan ja Kiinan pandemiatilanteen aiheuttavan epävarmuutta ohjeistuksen suhteen.

Näin ollen markkinatilanteen kokonaiskuva on Scanfilin osalta positiivinen nyt hyvän taloustilanteen ja avainasiakkaiden korkeiden tilauskantojen mahdollistaman vahvan kysynnän ansiosta. Riskit liittyvät arviomme mukaan tänä vuonna materiaalien saatavuuteen, mutta aivan loppuvuoden osalta myös investointivetoisen kysynnän pitävyyttä saadaan jännittää, kun huomioidaan inflaatiosta, kiristyvistä rahapolitiikasta sekä toimitusketjun ongelmista

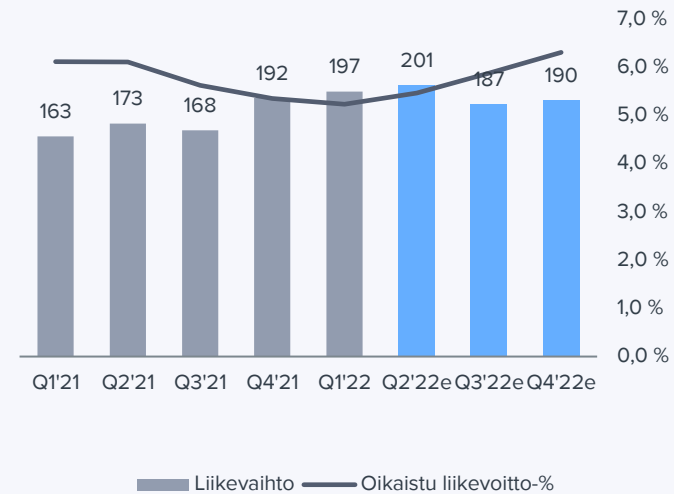
talouskasvun ylle kasautuneet voittopuoleisesti negatiiviset riskit.

Q1:llä yhtiön kehitys oli ohjeistuksen mukaista, sillä Scanfil teki alkuvuodesta 197 MEUR:n liikevaihdoilla 10,3 MEUR:n oikaistun liikevoiton. Vahvaa 20 %:n kasvua tuki orgaanisen volyymikasvun ja hintojen noston lisäksi toimitusketjun pyörittämisen takia jatkettu läpilaskutuksen kaltainen myynti. Sen sijaan 5,2 %:iin yltänyt kannattavuus (oik. EBIT-%) pysyi vaisuna yhtiön perustasoon peilattuna, mikä johtui mainitusta läpilaskutusmyynnistä ja materiaalien saatavuushaasteiden tuottavuudelle aiheuttamista rasitteista. Kannattavuuden Scanfil arvioi nousevan vuoden loppua kohti, kun materiaalilanteen hallitsemiseen ja hankintoihin allokoituista lisäresursseista aletaan saada hyötyjä.

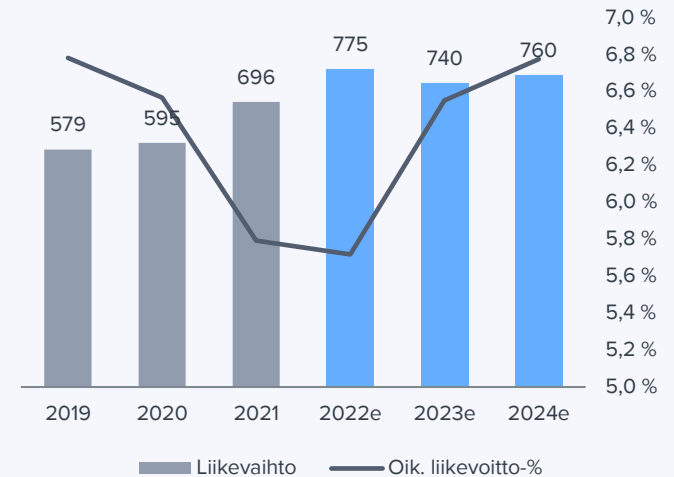
Odotamme tulosparannusta tänä vuonna, vaikka marginaalien osalta haastava tilanne jatkuu

Odotamme Scanfilin liikevaihdon kasvavan tänä vuonna 11 % 775 MEUR:oon. Kasvu painottuu alkuvuoteen, jolloin arviomme tilapäismyynnin, kysynnän (ja hintojen) olevan korkeimmillaan. Loppuvuotta kohti taas odotamme vaikeutuvan taloustilanteen rauhoittavan nyt kuumana käyvää kysyntää. Hidastumaan päin olevassa taloustilanteessa vastaavasti hintojen nousupaine rauhoittuu ja aivan loppuvuodesta (Q4) arviomme Scanfilin pystyvän myös pienentämään tilapäistä läpilaskutusmyyntiä. Yhtiön markkinaosuuksissa emme odota tapahtuvan suurempia muutoksia ja arviomme Scanfilin pystyvän pitämään myös Kiinan tehtaansa pääosin käynnissä koronahaasteista ja Kiinan tiukasta koronapolitiikasta huolimatta.

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Ennusteet 2/3

Scanfilin oikaistun liikevoiton ennustamme kasvavan tänä vuonna 10 % 44,3 MEUR:oon. Tuloskasvu taas arvioimme mukaan painottuu loppuvuoteen vertailulukujen helpottaessa ja myös pahimpien materiaaliongelmien väistyessä. Tulokuntoa tukevat myös Hampurin tehtaan sulkemisen hyödyt vielä Q2:n ja Q3:n osalta. Kannattavuuden (oik. EBIT-%) odotamme koko jäävän Scanfilille edelleen vaisuksi 5,7 %:iin johtuen välitysmynnistä ja materiaalitilanteen takia epäoptimaalisesti toimivasta toimitusketjusta.

Rahoituskulujen arvioimme pysyvän tänä vuonna melko vakaalla tasolla 1,6 MEUR:ssa, joskin raportoituja rahoituskuluja heiluttavat ei-kassavaikutteiset kurssierot, mitä heijastellen rahoituskuluihin liittyvä epävarmuus on kroonisesti korkea. Käytännön merkitystä osakkeen kannalta ei-kassavaikutteisilla kurssieroilla ei kuitenkaan näkemysksemme mukaan ole. Veroasteen arvioimme asettuvan piirun normalisoitua tasoa alemmas 20 %:iin. Siten kuluvan vuoden EPS-ennusteemme on 0,53 euroa, mistä arvioimme yhtiön maksavan osinkoa noin politiikkaansa heijastellen 0,21 euroa osakkeelta ja nousevan kymmenennellä peräkkäisellä korotuksella eurooppalaiseksi osinkoaristokraatiksi.

Vapaan rahavirran arvioimme jäävän tulosta heikommaksi, sillä vallitsevassa materiaalitilanteessa suurempi käyttöpääoman vapauttaminen voi tänä vuonna olla vaikeaa, vaikka uskommekin yhtiön saavan jo rajoitettua käyttöpääoman kasvua. Investoinnit ovat arvioimme mukaan noin poistojen tasolla mainituista organisaation investointihankkeista

huolimatta. Nettovoitto ja tänä vuonna positiiviseksi palautuva rahavirta vahvistavat tasetta. Vuoden 2022 lopussa arvioimme yhtiön omavaraisuusasteen olevan 46 % ja nettovelkaantumisasteen 18 %.

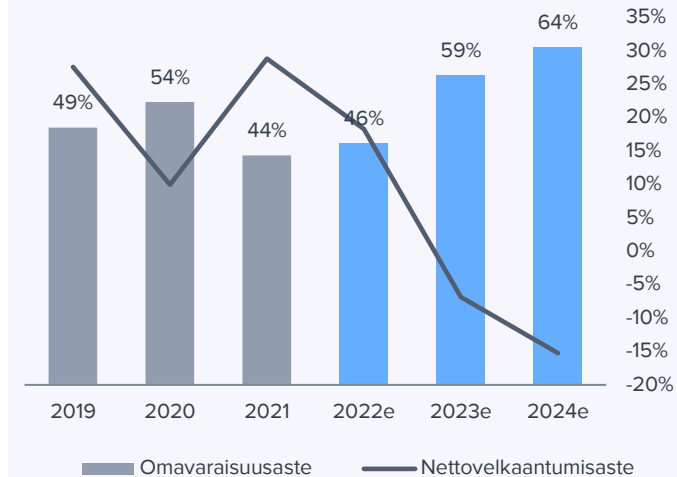
Olemme tehneet Scanfilin kuluvan vuoden ennusteisiimme pientä negatiivista hienosäätöä, mutta odotamme yhtiön yltävän ohjeistukseensa.

Ensi vuoden näkyminen on hyvin epävarma

Vuonna 2023 emme odota koronaviruksen enää häiritsevän suoraan Scanfilin liiketoimintaa ja materiaalien osaltakin arvioimme saatavuuden parantuvan tiettyjä puolijohteita lukuun ottamatta. Maailmantalouden osalta tilanne on taas hyvin epävarma, sillä keskuspankit taistelevat inflaatiota vastaan kiristämällä rahapolitiikkaa, mikä voi heikossa skenaariossa sekä yhdessä kuluttajien varovaisuuden ja laskeneen kuluttajaluottamuksen kanssa johtaa lopulta reippaaseenkin talouskasvun hidastumiseen. Siten myös Scanfilin asetelmat ensi vuoteen ovat makroperspektiivistä mielestämme heikentymään päin nykyisen uutisvirran valossa, vaikka periaatteessa ekonomistit ennustavatkin vielä globaalin talouden kehittyvän kohtuullisesti myös ensi vuonna.

Vuonna 2023 odotamme Scanfilin liikevaihdon laskevan 5 % 740 MEUR:oon. Laskun pääajuri on vuonna materiaalitilanteen parantumisen myötä tuntuvasti supistuva tilapäismyynti. Volyymien arvioimme kehittyvän epävarmuuksista huolimatta ja siedettävänä pysyvää taloustilannetta peilaten lievästi nousujohteisesti, mitä tukee toimialan pitkän ajan trendit ja Scanfilin pienet

Taseen avainlukujen kehitys



Osakekohtainen tulos ja osinko



Ennusteet 3/3

markkinaosuuksien voitot. Yhtiön orgaaniseen kasvun 5-7 %:n tavoitteeseen yltämistä emme usko taloustilanteen silti tukevan tarpeeksi.

Vuoden 2023 liiketuloksen ennustamme nousevan volyymikasvun ja materiaalitilanteen myötä normalisoituvan tuottavuuden ansiosta 9 % 48,5 MEUR:oon. Tämä vastaa jo Scanfilille tavanomaisempaa 6,6 % liikevoittomarginaalia. Keskeisimmät epävarmuustekijät ensi vuoden ennusteisiimme peilattuna liittyvät arviomme mukaan kysyntään ja materiaalitilanteeseen. Rahoituskulut laskevat arviomme mukaan 0,6 MEUR:oon, kun palautuva käyttöpääoma painaa bruttovelkaa alaspäin. Veroasteen arviomme nousevan normalisoidulle tasolle noin 23 %:iin. Siten vuoden 2023 EPS-ennusteemme kohoaa 0,58 euroon, josta arvioimme yhtiön maksavan politiikkansa mukaisesti osinkoa 0,23 euroa/osake.

Vapaan rahavirran osalta vuosi 2023 on arviomme mukaan vahvempi, kun investoinnit pysyvät noin poistojen tasolla ja käyttöpääomaa alkaa vapautua varastoista materiaaliongelmien höllääntyessä. Siten arviomme yhtiön taseen jatkavan vahvistumisestaan (2023e: omavaraisuusaste 59 %, nettovelkaantumistaso -7 %). Näin ollen vuoden 2023 lopulla yhtiön taloudellinen liikkumavara yrityskauppoihin olisi huomattava. Olemme laskeneet hieman Scanfilin vuoden 2023 ennusteitamme makroriskien kasvusta johtuen.

Vuonna 2024 odotamme hitaan kasvun jatkuvan

Vuonna 2024 odotamme Scanfilin orgaanisen kasvun jatkuvan yhä vaisuhkossa mutta pahimmat karikat väistävässä taloustilanteessa 3 % vauhtia ja

nostavan liikevaihdon 760 MEUR:oon. Kasvua ajaa edelleen BKT:n lievän kasvun ajama markkinakasvu, ulkoistamisasteen nousu ja maltilliset onnistumiset uusasiakashankinnassa sekä asiakaskohtaisissa markkinaosuuksissa. Kasvun osalta ennusteemme on edelleen lähinnä makrosyistä yhtiön tavoitteen alapuolella.

Vuoden 2024 liikevoiton ennustamme olevan 51,5 MEUR ja marginaalin 6,8 % kasvun tukiessa kannattavuutta maltillisesti. Rahoituskuluihin ja veroihin emme odota merkittäviä muutoksia, joten ennustamme Scanfilin tekevän 0,62 euron osakekohtaisen tuloksen vuonna 2023 ja maksavan tästä osinkoa 0,25 euroa osakkeelta. Nettovoiton ja terveen rahavirran ansiosta arviomme omavaraisuusasteen nousevan 64 %:iin ja nettovelkaantumistaso painuvan -15 %:iin vuoden lopussa. Näillä tasoilla yhtiöllä olisi jo erittäin hyvää liikkumavaraa yritysostoihin ja pidämme jopa melko todennäköisenä, että yhtiö tekee yrityskauppoja ennen vuoden 2024 loppua eikä tase painu selvästi nettokassan puolelle. Olemme laskeneet marginaalisesti myös vuoden 2024 ennusteitamme.

Odotamme kasvun jatkuvan pitkällä aikavälillä

Odotamme Scanfilin jatkavan kannattavan kasvun strategiansa määrätietoista toteuttamista pääpiirteittäin entisillä linjoillaan myös vuoden 2024 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. Pitkällä tähtäimellä yrityskaupat tulevat tehostamaan kasvua erittäin suurella todennäköisyydellä ja orgaanisen kasvun osaltakin ennusteisiimme jää positiivisen yllätyksen vara Scanfilin tavoitetasot huomioiden.

Yhtiön liikevoittomarginaalien odotamme liikkuvan pitkällä aikavälillä 6-7 % haarukassa ankarana pysyvän kilpailupaineen ja toisaalta kehittyvien markkinoiden kustannusinflaation myötä. Mielestämme viime aikojen marginaalihaasteet ja PartnerTech- tai HASEC-kaupat eivät ole laimentaneet Scanfilin pitkän aikavälin marginaalipotentialia rakenteellisesti, joten emme näe esteitä, miksi nykymuotoinen Scanfil ei pitkällä aikavälillä kykenisi yltämään noin 7-8 % marginaalitasolle, kun koko tuotantokone saadaan toimimaan optimaalisesti. Scanfilin 10 vuoden EBIT-%:n keskiarvo on 5,9 % (5 v ka. 6,4 %) ja 20 vuoden aikasarjan heikoin marginaali 4,3 %, joten pidämme myös terminaalien ennusteitamme kohtuullisina. Emme ole tehneet muutoksia pitkän aikavälin ennusteisiimme.

Pitkällä tähtäimellä ennuste-epävarmuus kasvaa, vaikka emme pidäkään Scanfilin liiketoiminnan ison kuvan ennustettavuutta heikkona suhteessa moniin muihin pörssiyrityksiin. Pitkän ajan ennusteiden merkitys osakkeen hinnoittelun kannalta ei kuitenkaan ole ratkaiseva ja olemmekin käyttäneet niitä lähinnä lyhyen aikavälin ennusteidemme tueksi laatimassamme DCF-laskelmassa.

Tuloslaskelma ja ennustemuutokset

Tuloslaskelma	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	595	163	173	168	192	696	197	201	187	190	775	740	760	790
Konserni	595	163	173	168	192	696	197	201	187	190	775	740	760	790
Käyttökate	60,5	13,8	14,4	13,3	13,6	55,0	14,3	14,9	15,0	16,0	60,2	63,6	66,4	69,5
Poistot ja arvonalennukset	-16,1	-3,8	-3,8	-3,8	-4,0	-15,4	-4,0	-3,9	-4,0	-4,0	-15,9	-15,1	-14,9	-15,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	39,1	10,0	10,6	9,5	10,3	40,3	10,3	11,0	11,0	12,0	44,3	48,5	51,5	54,5
Liikevoitto	44,4	10,0	10,6	9,5	9,6	39,6	10,3	11,0	11,0	12,0	44,3	48,5	51,5	54,5
Konserni	44,4	10,0	10,6	9,5	10,3	40,3	10,3	11,0	11,0	12,0	44,3	48,5	51,5	54,5
Nettorahoituskulut	-2,6	-0,7	-0,1	-0,9	-0,2	-1,9	-1,0	-0,2	-0,2	-0,2	-1,6	-0,5	-0,3	0,0
Tulos ennen veroja	41,8	9,3	10,4	8,6	9,4	37,7	9,3	10,8	10,8	11,8	42,7	48,0	51,2	54,5
Verot	-4,9	-1,7	-1,8	-3,4	-0,9	-7,9	-1,3	-2,3	-2,3	-2,5	-8,3	-10,6	-11,3	-12,0
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	36,9	7,6	8,6	5,1	8,4	29,8	8,0	8,5	8,5	9,3	34,4	37,5	40,0	42,5
EPS (oikaistu)	0,50	0,12	0,13	0,08	0,14	0,47	0,12	0,13	0,13	0,14	0,53	0,58	0,62	0,66
EPS (raportoitu)	0,57	0,12	0,13	0,08	0,13	0,46	0,12	0,13	0,13	0,14	0,53	0,58	0,62	0,66

Tunnusluvut	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%	2,7 %	13,3 %	11,2 %	18,4 %	24,5 %	16,9 %	20,4 %	16,3 %	11,4 %	-0,9 %	11,3 %	-4,5 %	2,7 %	3,9 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-0,5 %	16,3 %	3,7 %	-4,5 %	-1,3 %	3,1 %	3,0 %	4,0 %	16,4 %	16,8 %	9,9 %	9,5 %	6,2 %	5,8 %
Käyttökate-%	10,2 %	8,5 %	8,3 %	7,9 %	7,1 %	7,9 %	7,3 %	7,4 %	8,0 %	8,4 %	7,8 %	8,6 %	8,7 %	8,8 %
Oikaistu liikevoitto-%	6,6 %	6,1 %	6,1 %	5,6 %	5,4 %	5,8 %	5,2 %	5,5 %	5,9 %	6,3 %	5,7 %	6,6 %	6,8 %	6,9 %
Nettotulos-%	6,2 %	4,7 %	5,0 %	3,1 %	4,4 %	4,3 %	4,1 %	4,2 %	4,6 %	4,9 %	4,4 %	5,1 %	5,3 %	5,4 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	770	775	1 %	750	740	-1 %	760	760	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	44,6	44,3	-1 %	49,5	48,5	-2 %	52,0	51,5	-1 %
Liikevoitto	44,6	44,3	-1 %	49,5	48,5	-2 %	52,0	51,5	-1 %
Tulos ennen veroja	43,8	42,7	-3 %	49,0	48,0	-2 %	51,7	51,2	-1 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,54	0,53	-1 %	0,59	0,58	-2 %	0,63	0,62	-1 %
Osakekohtainen osinko	0,21	0,21	0 %	0,23	0,23	0 %	0,25	0,25	0 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Pysyvät vastaavat	94,5	102	102	104	104
Liikearvo	8,3	8,2	8,2	8,2	8,2
Aineettomat hyödykkeet	14,3	12,9	13,0	13,1	13,2
Käyttöomaisuus	64,5	72,0	72,1	74,0	74,0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	6,9	8,5	8,5	8,5	8,5
Vaihtuvat vastaavat	245	372	395	326	328
Vaihto-omaisuus	103	193	194	148	137
Muut lyhytaikaiset varat	2,4	3,9	3,9	3,9	3,9
Myyntisaamiset	113	149	167	144	144
Likvidit varat	25,8	25,3	31,0	29,6	42,8
Taseen loppusumma	339	474	497	430	432

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Oma pääoma	183	207	230	253	279
Osakepääoma	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Kertyneet voittovarot	153	172	194	218	243
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	27,9	33,4	33,4	33,4	33,4
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	40,4	68,0	52,2	13,9	6,5
Laskennalliset verovelat	5,7	5,3	5,3	5,3	5,3
Varaukset	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7
Lainat rahoituslaitoksilta	34,1	62,0	46,2	8,0	0,5
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	116	198	216	163	147
Lainat rahoituslaitoksilta	9,9	23,2	26,9	4,4	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	100	172	186	155	144
Muut lyhytaikaiset velat	5,9	3,0	3,0	3,0	3,0
Taseen loppusumma	339	474	497	430	432

Arvostus 1/4

Scanfil hinnoitellaan markkinoilla 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-lukuja paremmin. Tarkastelemme Scanfilia ensisijaisesti kulu van vuoden ja seuraavan vuoden arvostuskertoimilla, sillä yhtiön hyvä historiallinen track-record ja kohtuullinen ennustettavuus sekä vakaa taloudellinen asema kompensoivat mielestämme riittävästi liiketoimintamallin ja tämän hetken taloustilanteeseen liittyvän lyhyen ajan näkyvyyteen liittyviä rajoitteita. Pääpaino on kuitenkin vallitsevat korkeat epävarmuudet huomioiden vielä toistaiseksi kulu vassa vuodessa.

Mielestämme seuraavat tekijät painavat ja tukevat Scanfilin arvostusta:

- **Vahva track-record** kannattavasta kasvusta lisäävät luottamusta yhtiön tulevaisuuden kilpailukykyyn myös jatkossa.
- **Lähivuosien tulos kasvudotukset** ovat yleiseen talouteen liittyvistä epävarmuuksista huolimatta kohtuullisen hyvät, sillä kannattavuudessa on parantamisen varaa viime vuosien haasteiden jäljiltä
- **M&A-optio** on mielestämme positiivinen, sillä Scanfil on osoittanut kykynsä luoda omistaja-arvoa yritys järjestelyillä ja varaston

normalisoitumisen jälkeen yhtiöllä on tulivoimaa melko suureen (EV noin 100 MEUR) järjestelyyn

- **Investointivetoisuus ja alituinen (pieni) riski suurten asiakkaiden menettämisestä** pitävät näkyvyyden lyhyenä ja aiheuttavat volatiliiteettia, mikä nostaa yhtiön 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 yritys ostokortti nouse kunnolla arvostusta tukevaksi tekijäksi nykyrakenteella.

Mielestämme Scanfilin osakkeelle hyväksyttävä arvostustaso on P/E-kertoimella mitattuna noin 12x-15x sekä vastaavasti EV/EBIT-kertoimella mitattuna 10x-12x. Nämä tasot ovat markkinoiden viimeisen viiden vuoden aikana markkinoiden Scanfilille keskimäärin hyväksymiä tasoja (P/E noin 11x, EV/EBIT noin 10x) ylempänä, mutta mielestämme kannattavasti kasvanut ja riskitasoa alentanut Scanfil ansaitsee lähihistoriaa korkeammat kertoimet. Hyväksymämme tasot ovat karkeasti linjassa Helsingin pörssin pidemmän aikavälin arvostuksen kanssa (mediaani P/E 14x-15x, EV/EBIT 11x-14x), mikä heijastelee yhä konservatiivista arvostushaarukkaa, vaikka rahapolitiikan kiristyminen lyö toki nyt painetta hyväksyttäviin arvostuksiin laaja-alaisesti.

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	6,66	6,66	6,66
Osakemäärä, milj. kpl	64,5	64,5	64,5
Markkina-arvo	429	429	429
Yritys arvo (EV)	479	427	387
P/E (oik.)	12,5	11,5	10,7
P/E	12,5	11,5	10,7
P/Kassavirta	18,2	6,5	7,8
P/B	1,9	1,7	1,5
P/S	0,6	0,6	0,6
EV/Liikevaihto	0,6	0,6	0,5
EV/EBITDA (oik.)	8,0	6,7	5,8
EV/EBIT (oik.)	10,8	8,8	7,5
Osinko/tulos (%)	39,4 %	39,6 %	40,3 %
Osinkotuotto-%	3,2 %	3,5 %	3,8 %

Lähde: Inderes

Arvostus 2/4

Scanfil on viimeisen vajaan viiden vuoden aikana edennyt sekä strategisesti että operatiivisesti hyvään suuntaan. Tätä heijastelleen yhtiö on yltänyt aikavälillä 2016-2021 keskimäärin vajaan 7 %:n liikevaihdon vuosikasvuun (CAGR) ja kertaeristä oikaistuna noin 19 %:n oman pääoman tuottoon

Arviomme mukaan Scanfililla on edellytykset jatkaa positiivista kehitystä myös lähivuosina. Kasvun sekä etenkin pääoman tuoton ylläpito veisivät yhtiötä mielestämme yhä selvemmin kohti pörssin laatuyliluokkaa. Scanfilin arvostusta ovat mielestämme historiassa dominoineet yhtiön vahvan kehityksen sijaan toimialan tietyiltä osin haastava luonne, sykliset riskit ja epävarmuus tulospotentiaalin saavuttamisesta. Siten näemme Scanfilin hyväksyttävässä arvostustasossa yhä mieluummin maltillista nousuvaraa kuin paluuta historialliselle arvostustasolle. Tämä sisältää toki oletuksen, että esimerkiksi korkoympäristö sekä rahapolitiikka ja siten yleinen osakemarkkinatilanne eivät muutu dramaattisesti. Lyhyellä tähtämellä arvostuksen nousuvaran varaan laskeminen voi kuitenkin olla haastavaa johtuen yleisesti paineessa olevista arvostustasoista ja kohollaan olevasta sykliriskistä sekä vallitsevista materiaaliuongelmista.

Kertoimet ovat kohtuulliset

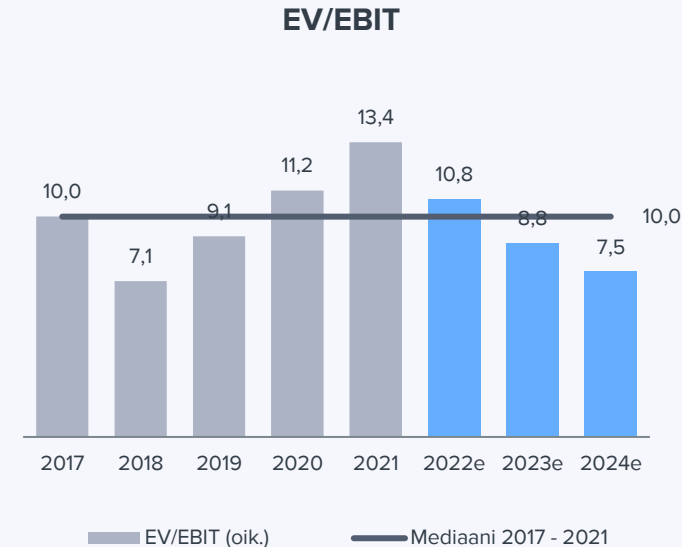
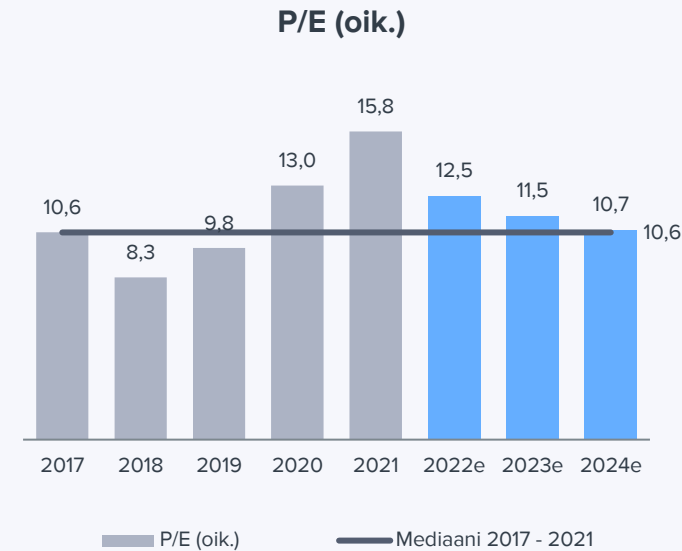
Scanfilin ennusteidemme mukaiset P/E-luvut vuosille 2022 ja 2023 ovat noin 12x ja 11x, kun taas vastaavat EV/EBIT-kertoimet ovat noin 11x ja 9x. Lähivuosien osinkotuottojen odotamme olevan noin 3-4 %:n tasolla. Näin ollen pidämme yhtiön

arvostusta absoluuttisesti edelleen houkuttelevana 12 kuukauden tähtämellä, sillä kertoimet asettuvat yhtiölle hyväksyimme haarukoiden alalaitoihin kuluvaan vuoden osalta. Ensi vuodelle arvostus on hyvinkin houkutteleva, mutta vallitsevat riskit huomioiden tähän on vielä vaikea täysimääräisesti nojata.

Scanfilin P/B-luku (2021 TOT) 2,0x on järkevä verrattuna yhtiön viimeisen 5 vuoden oikaistuun 19 %:n oman pääoman tuottoon ja vallitseviin tuloskasvuodotuksiin. Scanfilin staattinen taaksepäin katsova tulostuotto on näillä luvuilla hyvällä 10 %:n tasolla. Siten tulevaisuuden kasvulle ja tulosparannukselle jää katettavaa vain rajallinen osa (vrt. arvioimamme oman pääoman kustannus nykyolosuhteissa noin 9 %) ja historian ansiosta luottamus parannuspotentiaaliin on hyvä etenkin keskipitkän tähtäimen osalta. Siten tämäkin näkökulma tukee osakkeen edullista arvostusta.

Vertailuryhmäarvostus on niin ikään siedettävä

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 verrokkiryhmässä on hyvin vaihtelevaa kannattavuutta tekeviä yhtiöitä. Lisäksi keskisuurten sopimusvalmistajien kentässä on myös listaamattomia yrityksiä, joten Scanfilin kaikkia relevantteja kilpailijoita ei ole mahdollista saada vertailuun (esim. Zollner, Enics ja



Arvostus 3/4

Fideltronik). Näin ollen painotamme Scanfilin arvonnäilytyksessämme etenkin absoluuttisia kertoimia, joita verrokkiryhmäarvostus tukee.

Vertailuryhmään olemme sisällyttäneet maailman 50 suurimmasta sopimusvalmistajasta osan (ml. kaikki länsimaiset pelurit) ja lisäksi joitakin pienempiä pelureita Scanfilin suorista kilpailijoista ja verrokeista. Yleisenä huomiona voidaankin mielestämme todeta, että sopimusvalmistajien tulosohjaiset kertoimet ovat nousseet laajemminkin viime vuosina, mutta arvostukset eivät ole edelleenkään erityisen korkeita pörssien yleisiin arvostuksiin peilattuna. Tämä heijastelee näkemystämme toimialan liiketoimintadynamiikan arvostuskertoimia rasittavaa luonnetta sekä toisaalta monen sopimusvalmistajan viime vuosina saavuttamaa suorituskyvyn nousua. Samoista syistä myös volyympohjaiset kertoimet ovat varsin matalia, kun taas taseohjaiset kertoimet ovat hyvin riippuvaisia pääoman tuottokyvystä.

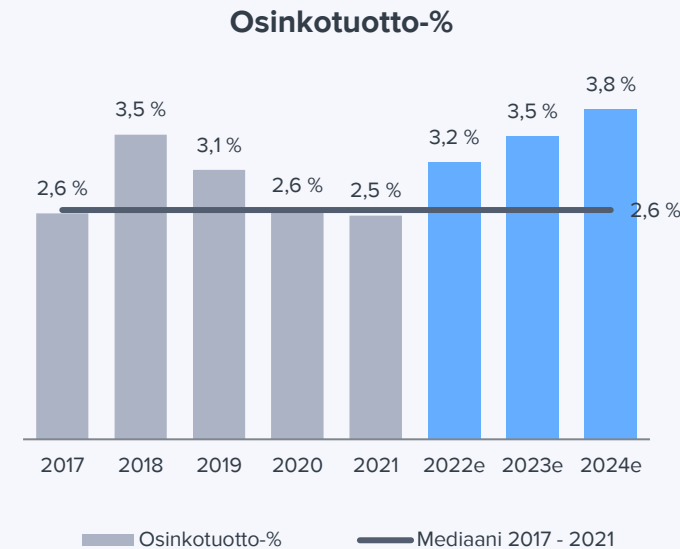
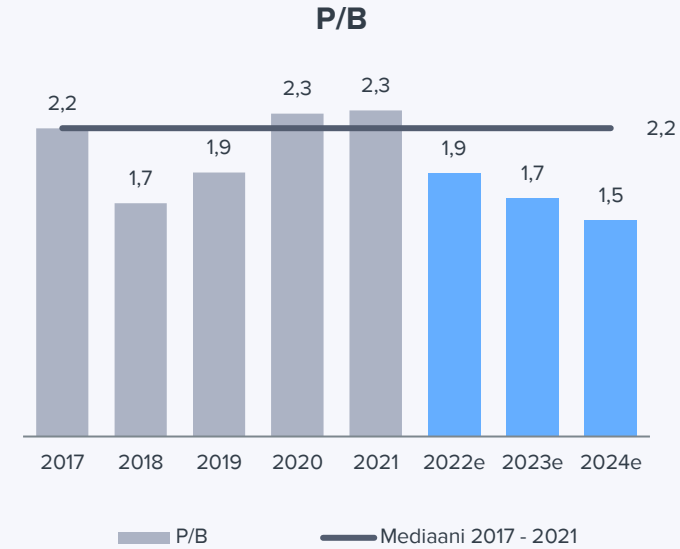
Vertailuryhmään nähden Scanfil on arvostettu tulosohjaisilla kertoimilla marginaalisella noin 5 %:n preemiolla suhteessa verrokkiryhmään. Mielestämme preemio on täysin ansaittu Scanfilin viime vuosien suorituskyky ja aseoituminen paremmin kannattavaan teollisuuselektroniikan segmenttiin huomioiden. Volyympohjainen EV/S-kerroin ovat selvemmin preemiolla, mutta tämä on mielestämme täysin perusteltua Scanfilin keskimääräistä parempi kannattavuus ja pääoman tuotto huomioiden. Osakkeen suhteellinen arvostus ei ole mielestämme kuitenkaan ole erityisen halpa eikä kallis vaan melko neutraali. Toisaalta koko verrokkiryhmä ei ole erityisen haastavasti hinnoiteltu ja esimerkiksi yksi

suurimmista verrokeista eli norjalainen Kitron on hinnoiteltu Scanflia ylempäs. Siten emme näe verrokkiarvostuksen estävän Scanfilin kurssinousuvaraa 12 kuukauden tähtäimellä.

DCF-arvonnäilytyks

Annamme arvonnäilytyksessä myös rahavirtamallille (DCF) suhteellisen arvostuksen tavoin absoluuttisia kertoimia maltillisemmän painoarvon, koska DCF-malli on herkkä erityisesti terminaaliarvon muuttujiin nähden. DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on noin 8 euroa, mikä tukee muiden menetelmien indikoimaa kuvaa Scanfilin osakkeen yhä hyvästä potentiaalista ja mielestämme DCF-malli antaa kuitenkin melko hyvän kuvan Scanfilin osakkeen käyvästä arvosta.

Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu pitkällä aikavälillä 2-3 %:iin ja EBIT-marginaali asettuu 6-7 %:iin liikevaihdosta, jotka ovat linjassa yhtiön viime vuosien suorituskyvyn kanssa eikä malliin ole siten ladattu huomattavaa parannusta suhteessa yhtiön todistamaan suorituskykyyn. Mallissa terminaaliarvon painoarvo kassavirtojen arvosta on hyvinkin siedettävällä 50 %:n tasolla. Näin ollen parametrit ovat mielestämme hyvin perustellut yhtiön historiallisilla näytöillä eikä ennusteiden ylittäminenkään ole pitkässä juoksussa mahdotonta. Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 8,3 % ja oman pääoman kustannus 8,9 %. Riskitön korko on 2,0 %, ja markkinan riskipreemio puolestaan 4,75 %. Olemme nostaneet mallissamme tuottovaatimusta marginaalisesti johtuen viime aikoina yhä



Arvostus 4/4

noususuunnassa olleista tuottovaatimuksista, joiden taustalla on rahapolitiikan kiristysmisodotukset.

Osake on hinnoiteltu järkevästi

Näkemyksemme mukaan Scanfilin osakkeen käypä arvo on noin 6,50-8,50 euroa osakkeelta perustuen normalisoituun 0,55-0,60 euron EPS-potentiaaliin ja 12x-15x tuloskerrotimeen sekä myös DCF-malliin. Pidemmällä aikavälillä arvioimme osakkeen käyvän arvon nousevan asteittain, kunhan yhtiö jatkaa kannattavaa orgaanista tai epäorgaanista kasvuaan. Näin ollen Scanfil on hinnoiteltu käyvän arvon haarukkamme alalaidan tienoille, kun taas haemme osakemarkkinoiden kiristyneestä tilanteesta huolimatta tavoitehintamme haarukan puolivälin tasolta. Mielestämme tämä on perusteltua yhtiön pidemmän ajan vahvan track-recordin ja taseessa edelleen piilevän (joskin eteenpäin siirtyneen) M&A-option takia.

Eri arvostusmittarien muodostama kokonaisuus huomioiden pidämme osakkeen tuotto-odotusta myös seuraavan vuoden tähtäimellä tuottovaatimusta melko selvästi korkeampana seuraavalle 12 kuukaudelle. Tuotto-odotus muodostuu etenkin tuloskasvusta ja osingosta, kun taas arvostuskertoimissa emme näe oleellista liikkumavaraa viime vuosien maltillisen kertoimien vahvistumisen jälkeen kumpaankaan suuntaan seuraavan vuoden tähtäimellä. Myös keskipitkällä tähtäimellä osakkeen tuotto-odotus tulee arviomme mukaan pääosin samoista

komponenteista, vaikka pidemmällä perspektiivillä kertoimien maltillinen nousu vielä piirun ylemmäs kohti haarukoidemme ylälaitoja ei mielestämme olisi lainkaan kohtuutonta, jos Scanfil onnistuu strategiansa toteutuksessa eikä korkotasot keskipitkällä tähtäimellä nouse selvästi lähistoriaa ylemmäs.

Yrityskauppaoptio tulee kaupan päälle

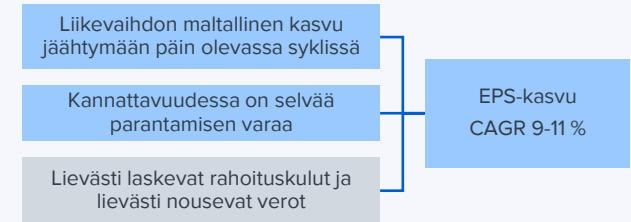
Kaupan päälle sijoittajat saavat Scanfilin positiivisen yritysosto-option, joka voi realisoitua keskipitkällä aikavälillä, kun varastoon nyt sitoutuneet rahat on saatu kotiutettua kassaan ja sopiva kohde ja/tai sopivia kohteita on löytynyt. Varaston normalisoinnin jälkeen taseessa mielestämme piilevä noin 100 MEUR:n tulivoima huomioiden yrityskaupat voivat vahvistaa yhtiön kasvua selvästikin ja strategisesti yhtiön hyvin sopivat ja kohtuuhintaiset yrityskaupat (arvostus omien preemiokertoimien alapuolella) tukisivat lähtökohtaisesti näkemystämme Scanfilin osakkeen käyvästä arvosta.

Pidemmällä tähtäimellä Scanfilin osakkeen kehityksen kannalta keskeistä on yhtiön onnistuminen epäorgaanisiin ja orgaanisiin komponentteihin nojaavan 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.

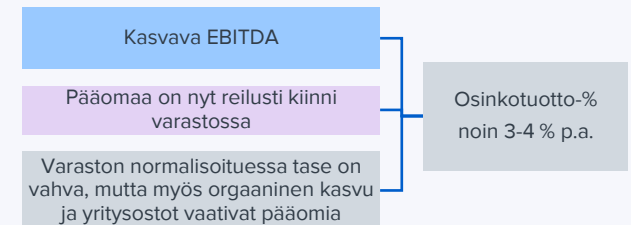
Osaketuoton ajurit 2022e-2024e

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

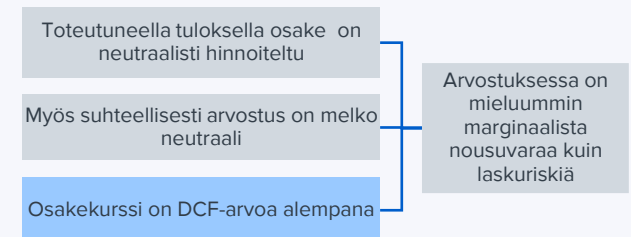
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Osakkeen kokonaistuotto-odotus on noin 10-15 % p.a.

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	4,28	3,75	4,89	6,52	7,46	6,66	6,66	6,66	6,66
Osakemäärä, milj. kpl	63,9	64,0	64,4	64,5	64,5	64,5	64,5	64,5	64,5
Markkina-arvo	273	240	313	420	481	429	429	429	429
Yritysarvo (EV)	314	268	359	439	541	479	427	387	363
P/E (oik.)	10,6	8,3	9,8	13,0	15,8	12,5	11,5	10,7	10,1
P/E	10,6	8,3	11,2	11,4	16,2	12,5	11,5	10,7	10,1
P/Kassavirta	36,4	10,5	77,0	8,3	neg.	18,2	6,5	7,8	10,6
P/B	2,2	1,7	1,9	2,3	2,3	1,9	1,7	1,5	1,4
P/S	0,5	0,4	1,9	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,5
EV/Liikevaihto	0,6	0,5	0,5	0,7	0,8	0,6	0,6	0,5	0,5
EV/EBITDA (oik.)	7,9	5,7	6,8	7,2	9,8	8,0	6,7	5,8	5,2
EV/EBIT (oik.)	10,0	7,1	9,1	11,2	13,4	10,8	8,8	7,5	6,7
Osinko/tulos (%)	27,3 %	28,8 %	34,2 %	29,7 %	41,1 %	39,4 %	39,6 %	40,3 %	45,0 %
Osinkotuotto-%	2,6 %	3,5 %	3,1 %	2,6 %	2,5 %	3,2 %	3,5 %	3,8 %	4,5 %

Lähde: Inderes

Verrokkitaulukko

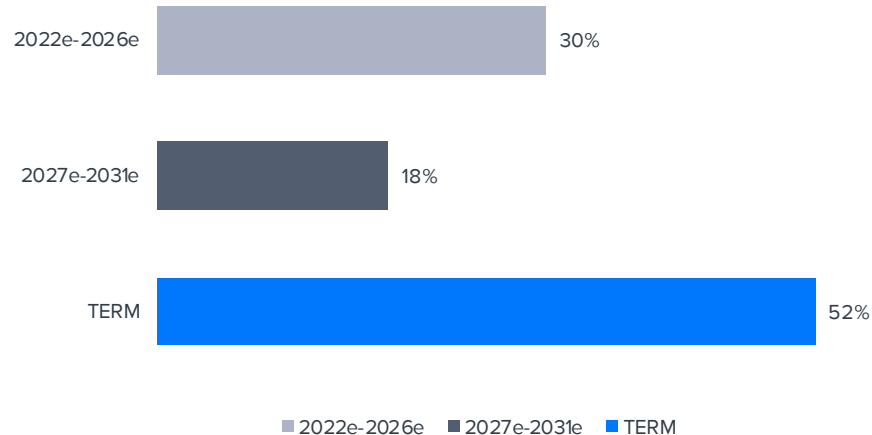
Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2022e
				2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	
Plexus	83,96	2195	2289	14,7	11,1	10,3	8,2	0,6	0,6	20,7	15,5			2,2
Venture Corporation	17,92	3549	3012	9,9	8,7	8,9	7,9	1,1	1,0	15,0	13,9	4,3	4,3	1,8
Universal Scientific	12,54	3862	3952	9,8	8,4	7,2	6,2	0,4	0,3	13,1	10,8	2,5	3,6	1,8
Siix	1069,00	392	742							8,6	7,4	2,9	2,9	0,7
Fabrinet	86,49	3006	2555	14,0	12,8	12,0	11,1	1,4	1,3	14,6	13,4			2,5
TT Electronics	194,40	413	535	10,3	8,2	7,5	6,2	0,8	0,8	11,6	9,7	3,1	3,6	1,1
Hana Microelectronics	47,00	1030	882	20,3	17,0	10,4	8,9	1,3	1,2	20,5	17,7	3,9	4,3	1,6
Lacroix		172	316	11,5	8,9	6,6	5,4	0,5	0,4	9,0	8,6	2,8	3,5	1,0
Jabil	61,19	8159	9827	6,7	6,5	4,1	4,0	0,3	0,3	8,5	8,0	0,5	0,5	3,7
Foxconn	113,00	50166	48981	6,1	5,0	4,2	3,5	0,2	0,1	10,8	9,5	4,7	5,2	1,1
Flextronics	16,95	7317	8539	8,7	7,5	6,2	5,5	0,4	0,4	9,1	8,0			2,3
Celestica	13,79	1282	1689	6,1	5,2	4,4	3,7	0,3	0,2	6,7	6,1			0,9
Pegatron	69,60	5948	6738	8,3	8,1	4,5	4,5	0,1	0,1	11,8	10,0	5,6	6,4	1,0
Kitron		367	426	12,6	9,7	9,2	7,4	0,9	0,7	14,3	11,0	3,5	4,5	2,6
Hanza	41,80	140	199	8,8		5,4		0,5		14,2	11,1	1,1	1,8	2,3
Incap	13,40	398	402	12,9	10,7	11,5	9,6	1,9	1,6	15,2	13,4	1,3	1,5	4,8
Scanfil (Inderes)	6,66	429	479	10,8	8,8	8,0	6,7	0,6	0,6	12,5	11,5	3,2	3,5	1,9
Keskiarvo				10,7	9,1	7,5	6,6	0,7	0,6	12,7	10,9	3,0	3,5	2,0
Mediaani				9,9	8,5	7,2	6,2	0,5	0,5	12,5	10,4	3,0	3,6	1,8
Erotus-% vrt. mediaani				10 %	3 %	11 %	8 %	27 %	17 %	0 %	10 %	5 %	-4 %	3 %

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

DCF-malli

DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevoitto	39,6	44,3	48,5	51,5	54,5	55,3	56,2	55,2	54,2	54,9	56,0	
+ Kokonaispoistot	15,4	15,9	15,1	14,9	15,0	15,1	15,2	15,4	15,2	15,1	15,0	
- Maksetut verot	-9,9	-8,3	-10,6	-11,3	-12,0	-12,2	-12,4	-12,2	-12,0	-12,1	-12,4	
- verot rahoituskuluista	-0,4	-0,3	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitusuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutokset	-58,1	-11,9	30,3	14,9	-5,4	-4,3	-4,4	-4,5	-4,7	-4,8	-3,3	
Operatiivinen kassavirta	-13,4	39,6	83,3	70,0	52,1	54,0	54,6	54,0	52,9	53,1	55,4	
+ 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	
- Bruttoinvestoinnit	-21,4	-16,1	-17,1	-15,1	-15,6	-15,6	-16,6	-14,6	-14,6	-14,6	-15,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-34,8	23,6	66,2	54,9	36,5	38,4	38,0	39,4	38,3	38,5	40,2	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-34,8	23,6	66,2	54,9	36,5	38,4	38,0	39,4	38,3	38,5	40,2	653
Diskontattu vapaa kassavirta		22,5	58,4	44,7	27,4	26,6	24,3	23,3	20,9	19,5	18,8	304
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		591	568	510	465	438	411	387	364	343	323	304
Velaton arvo DCF		591										
- Korolliset velat		-85,2										
+ Rahavarat		25,3										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-12,2										
Oman pääoman arvo DCF		519										
Oman pääoman arvo DCF per osake		8,0										

Rahavirranjakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen Beta	1,25
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,00 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	8,9 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,3 %

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Suosituksien historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
29/10/2018	Lisää	4,80 €	4,34 €
21/12/2018	Osta	4,50 €	3,52 €
18/02/2019	Lisää	4,50 €	4,24 €
26/04/2019	Lisää	4,50 €	4,20 €
12/08/2019	Lisää	4,50 €	4,04 €
28/10/2019	Lisää	4,75 €	4,35 €
17/01/2020	Lisää	5,25 €	4,94 €
20/02/2020	Lisää	5,60 €	5,20 €
23/03/2020	Lisää	4,25 €	3,73 €
25/04/2020	Lisää	5,00 €	4,48 €
05/08/2020	Lisää	5,50 €	5,18 €
10/08/2020	Lisää	6,00 €	5,56 €
28/10/2020	Osta	6,00 €	5,14 €
15/12/2020	Lisää	6,30 €	5,96 €
19/03/2021	Lisää	7,30 €	6,90 €
09/04/2021	Lisää	8,00 €	7,56 €
26/04/2021	Lisää	8,60 €	8,08 €
14/06/2021	Lisää	8,60 €	8,06 €
08/08/2021	Lisää	8,75 €	8,30 €
14/10/2021	Lisää	8,75 €	7,94 €
27/10/2021	Lisää	8,75 €	7,78 €
13/12/2021	Vähennä	8,30 €	7,96 €
16/02/2022	Lisää	8,00 €	7,08 €
23/02/2022	Lisää	8,00 €	6,84 €
19/04/2022	Lisää	8,00 €	7,04 €
01/06/2022	Lisää	7,60 €	6,66 €

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

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

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

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

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**