

Scanfil

Laaja raportti

9.4.2021



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



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Toisen kasvuvuosikymmenen eväät ovat kasassa

Korotamme Scanfilin tavoitehintamme 8,00 euroon (aik. 7,30 EUR) piirun kohonnutta hyväksymäämme arvostusta ja yrityskauppaoptiolle antamaamme pientä arvonn lisää peilaten. Toistamme Scanfilin lisää-suosituksemme. Scanfililla on takanaan vakuuttava kannattavan kasvun vuosikymmen (10 V CAGR: myynnin kasvu 11 % ja liikevoiton kasvu 16 %) ja mielestämme hyvässä asemassa olevalla yhtiöllä on eväät kasassa kannattavan kasvun jatkamiseen. Vaikka yhtiön arvostus on viime aikoina ansaitusti noussut, näemme tuloskasvun ja osingon tarjoavan Scanfilissa yhä riittävän tuotto-odotuksen seuraavalle 12 kk:lle ja siten potentiaalisen pitkän ajan menestyjän osakkeista kannattaa pitää kiinni.

Roolipeliä joustavasti ja kulutehokkaasti pelaava sopimusvalmistaja teollisuuselektronikan nichessä

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 sekä osittainen tarve läsnäoloon asiakkaiden tuotekehityksen lähellä mahdollistavat pienemmille yhtiöille kannattavan toiminnan, vaikka kilpailu toimialalla on kova. 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. Scanfilin pääriskinä pidämme globaalin talouden kehitystä, johon yhtiön pääosin investointivetoinen kysyntä on selvässä 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 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. Arviomme mukaan yhtiöllä on taseessaan pelkkää velkakapasiteettia suurehkonkin (EV noin 100 MEUR) järjestelyn toteuttamiseen, joten lähivuosina järjestelyillä on edellytyksiä puskea yhtiön kannattavaan kasvuun lisävauhtia. Scanfil näyttää selvinneen koronapandemiasta vähin vaurioin ja talouden toipumisodotuksia peilaten yhtiön näkymät ovat nyt myös syklisesti hyvät. Odotammekin Scanfilin jatkavan lähivuosina kannattavaa kasvuun. Tuloskasvun painopiste siirtyy asteittain liikevaihdon kasvuun (ml. yritysjärjestelyt) harteille, sillä yhtiön kannattavuus on jo lähellä vuoden 2023 tavoitetasoa (2020 oik. EBIT-% 6,6 % vs. 2023 tavoite 7 %).

Arvostus on noussut ansaitusti, mutta tuotto-odotus ylittää yhä tuottovaatimuksen

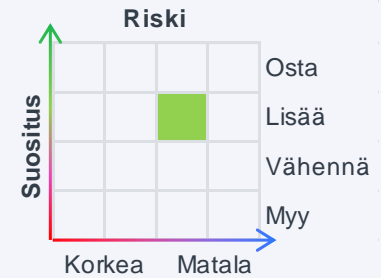
Scanfilin ennusteidemme mukaiset P/E-luvut vuosille 2021 ja 2022 ovat 15x ja 14x ja EV/EBIT-kertoimet ovat 12x ja 11x. Arvostus on noussut selvästi yhtiön matalien 5 vuoden mediaanien yläpuolelle ja noin 15-30 %:n suhteelliselle preemiolle. Pidämme arvostuksen nousua perusteltuina, kun huomioidaan Scanfilin viime vuosien toistuvat hyvät suoritus ja asiakasriskien pienentyminen. Siten emme näe arvostusta esteenä kurssinousulle vaan kuluvalle vuodelle ennustamamme noin 8 %:n oikaistun liikevoiton kasvu ja vajaan 3 %:n osinkotuotto tarjoavat mielestämme yhä piirun tuottovaatimusta korkeamman tuotto-odotuksen. Näin ollen suosittelimme sijoittajia pitämään osakkeista kiinni ja odottamaan viimeistään keskipitkällä tähtäimellä todennäköisesti kypsyviä hedelmiä taseen lisäyöllistämistä yritysjärjestelyillä.

Suositus

Lisää
(aik. Lisää)

8,00 EUR
(aik. 7,30 EUR)

Osakekurssi:
7,56



Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	595	622	640	658
kasvu-%	3 %	4 %	3 %	3 %
EBIT oik.	39,1	42,3	44,5	46,0
EBIT-% oik.	6,6 %	6,8 %	7,0 %	7,0 %
Nettotulos	36,9	33,0	34,7	35,5
EPS (oik.)	0,50	0,51	0,54	0,55
P/E (oik.)	13,0	14,8	14,0	13,7
P/B	2,3	2,4	2,1	2,0
Osinkotuotto-%	2,6 %	2,5 %	2,8 %	3,0 %
EV/EBIT (oik.)	11,2	11,6	10,6	9,8
EV/EBITDA	7,2	8,8	8,2	7,6
EV/Liikevaihto	0,7	0,8	0,7	0,7

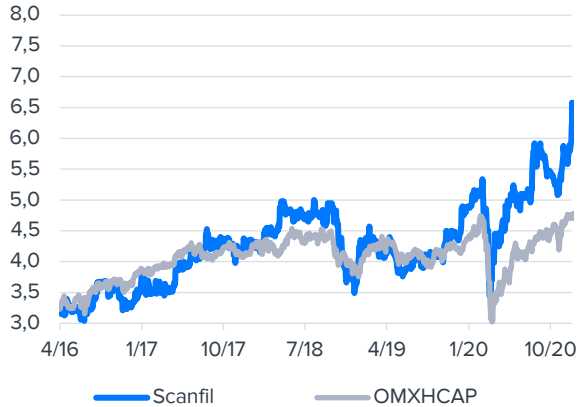
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

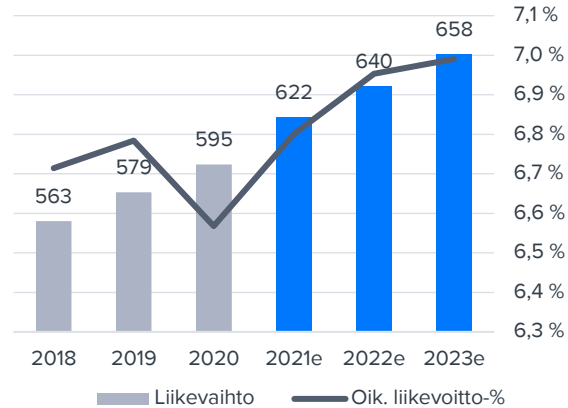
Scanfil arvioi vuoden 2021 liikevaihdon olevan 600-640 MEUR ja oikaistun liikevoiton 40-44 MEUR.

Osakekurssi



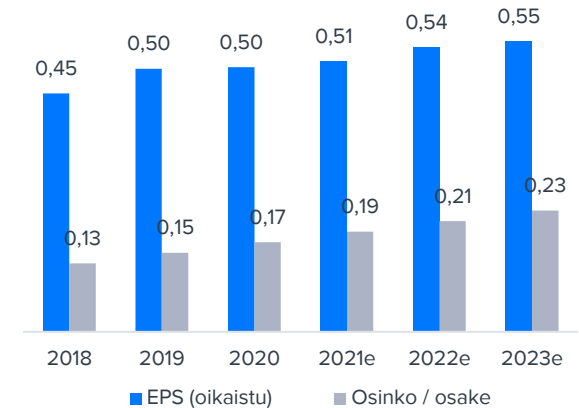
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

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

Riskitekijät

- Kysyntä tulee pääosin jossain määrin syklisiltä sektoreilta
- Kilpailun kiristyminen
- Rajallinen hinnoitteluvoima
- Koronaviruksen leviäminen ja sen negatiiviset vaikutukset maailmantalouteen

Arvostus

- Arvostus on lyhyellä tähtämellä absoluuttisesti edelleen kohtuullinen, vaikka matalat historialliset tasot on ylitetty (ansaitusti) selvästi
- Suhteellisesti osake on arvostettu kohtuullisella preemiolla suhteessa verrokkiryhmään, mutta tämä on ansaittua
- Lievästä tuloskasvusta ja vajaan 3 %:n osinkotuotosta muodostuva tuotto-odotus on yhä niukasti tuottovaatimusta korkeampi

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6-10
Sijoitusprofiili	11-13
Toimiala ja kilpailukenttä	14-19
Strategia	20-22
Taloudellinen tilanne	23-25
Ennusteet ja arvonmääritys	26-28
Arvonmääritys ja suositus	29-39
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	40

Scanfil lyhyesti

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

1970-luku

Sopimusvalmistustoiminta alkaa

2002

Listautuminen

19 %

Liikevaihdon keskimääräinen kasvu (CAGR) 2015-2020

595 MEUR (+ 2,7 % vs. 2019)

Liikevaihto 2020

39,1 MEUR (6,6 % liikevaihdosta)

Oikaistu liikevoitto 2020

9* / 3

Tuotantolaitokset* / mantereet

3 211

Henkilömäärä 2020 lopussa

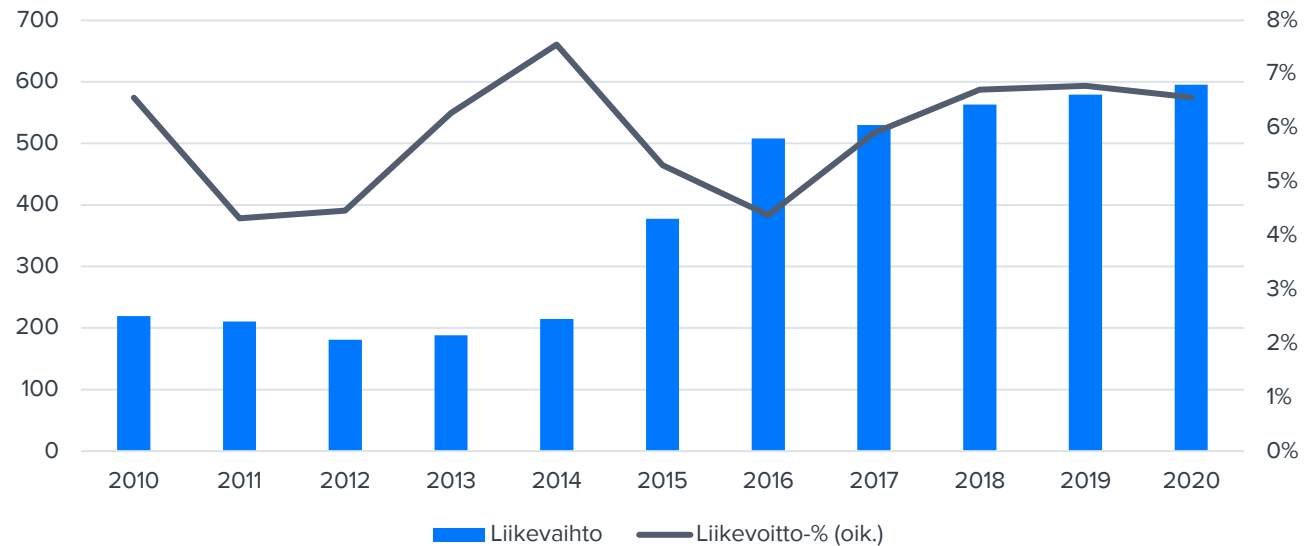
Vuodet 2010-2014

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

Vuodet 2015-2020

- 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 onnistunut sopeutuminen 2020

Scanfilin liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys 2010-2020



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/4

Yhtiökuvaus

Kokonaistoimitukset taitava sopimusvalmistaja

Scanfil on vertikaalisesti integroitunut ja etenkin teollisuuden elektroniikkaan asemoitunut sopimusvalmistaja. Yhtiö on keskittynyt elektroniikan ja erilaisten järjestelmien muodostamien tuotekokonaisuuksien integrointiin. Päivittäisen tekemisen tasolla tämä tarkoittaa sitä, että Scanfililla on taitoa 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 kustannustenhallintaan liittyviä joustopisteitä..

Eurooppa ohjaa liiketoimintaa

Vuonna 2020 Scanfilin liikevaihto oli 595 MEUR ja oikaistu liikevoitto 39 MEUR. Scanfilin liiketoiminta on vahvasti Euroopan talousalueen ohjaamaa, sillä vuonna 2020 lähes 80 % liikevaihdosta tuli tältä alueelta. Muista maantieteellisistä alueista yhtiölle tärkeimpiä ovat Aasia 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 2020 Scanfilin suurin yksittäinen asiakas toi liikevaihdosta noin 15 %, kun taas kymmenen suurinta asiakasta vastasivat yhteensä noin 59 % koko vuoden tulovirroista. 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 automaattisesti heijastunut myös Scanfilin asteittain laskeneeseen kokonaisriskiprofiiliin.

Liiketoiminnan rakenne

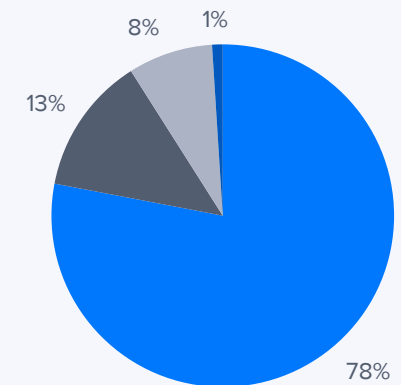
Scanfil raportoi taloudellisen tuloksensa vain konsernitason, mutta liikevaihdon viiden asiakassegmentin kautta. Nämä segmentit ovat:

- 1. Communication** toi Scanfilin liikevaihdosta noin 16 % vuonna 2020, mutta osuus laskee vuonna 2021, kun vuonna 2020 myydyin Hanzhoun tehtaan välitysmyynti loppuu Q1'21:llä. Segmentin tyypillisiä tuotteita ovat telekommunikaatiosektoriin toimitettavat mobiiliverkkojen laitteet ja järjestelmät. Tätä heijastellen segmentin suurimpia asiakkaita ovat arviomme mukaan Nokian ja Ericssonin kaltaiset globaalilla skaalalla operoivat verkkolaittevalmistajat. Segmentin loppukysyntä on hyvin syklinen ja pidemmän aikavälin liikevaihtotrendi verkkolaitteiden rakenteellisten hintaeroosioiden takia laskeva.

SCANFIL

- Yli 40 vuoden operatiivinen historia ja korkea teknologiaosaaminen
- Tehokas ja globaalilla skaalalla toimiva tuotantolaitosverkosto
- Onnistunut asemoituminen teollisuuselektroniikan asiakassegmentteihin
- Pitkät asiakassuhteet omilla alueillaan vahvojen laitevalmistajien kanssa

Liikevaihdon jakauma 2020



■ Eurooppa ■ Aasia ■ Pohjois-Amerikka ■ Muut

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/4

- 2. Consumer Application** toi viime vuonna Scanfilin liikevaihdosta noin 15 % ja oli siten pienin yksittäinen asiakassegmentti. Loppukäytöt painottuvat kuluttajasektoriin ja tyypillisiä sovelluksia ovat esimerkiksi valokuvauskioskit, pullonpalautusautomaatit ja pelikoneet. Segmentin asiakkaita ovat muun muassa pohjoismaiset ja omilla markkinoillaan vahvat toimijat kuten Tomra ja Veikkaus. Scanfilin liiketoiminnoista juuri tämä on ollut koronapandemian pahin kärsijä.
- 3. Energy & Automation** muodosti Scanfilin liikevaihdosta vuonna 2020 noin 22 %. Asiakassegmentin tyypillisiä tuotteita ovat esimerkiksi invertterit, taajuusmuuttajat, kytkimet ja erilaisten automaatioprosessien ohjausjärjestelmät. Segmentin asiakkaita ovat puolestaan ABB:n, Danfosin ja Valmetin kaltaiset korkean teknologia-asteen sovelluksiin keskittyneet toimijat. Energy & Automationin kasvukuva on hyvä, mutta kysynnän perusluonne investointivetoista.
- 4. Industrial** oli viime vuonna Scanfilin suurin segmentti noin 31 % liikevaihto-osuutta heijastellen. Arviomme mukaan myös yhtiön suurin yksittäinen asiakas on tämän segmentin alla. Tyypillisiä tuotesovelluksia ovat esimerkiksi hissien ohjausjärjestelmät, älyvalaisimet sekä vedenpuhdistusjärjestelmät. Vastaavasti segmentin asiakkaita ovat muun muassa KONE, Assa Abloy ja Alfa Laval. 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 Sciences** osuus Scanfilin viime vuoden liikevaihdosta oli noin 19 %. 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 mukailien myös Scanfilin omiin tilaus- ja toimitusvirtoihin liittyy teollisuussektorille tyypillistä vaihtelua. Scanfilin osalta tätä osin tasaa segmenttien alla olevien kysyntäajureiden erilaisuus ja eriaikaisuus.

 Asiakkaat*

KONE

ABB

Danfoss

PLANMECA

ALFA
LAVAL

ASSA ABLOY

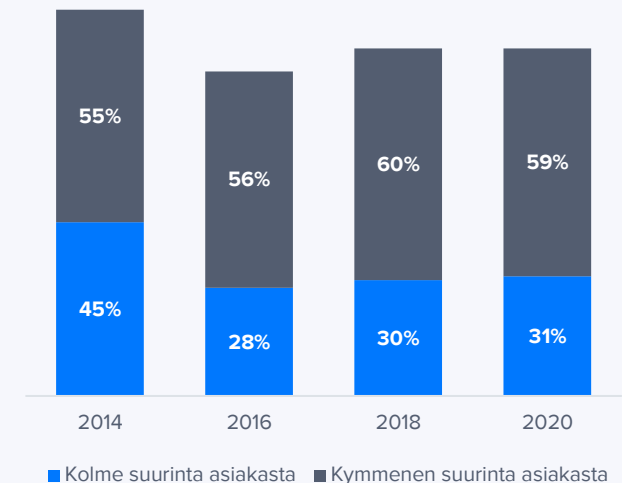
Valmet

VAISALA

TOMRA

ThermoFisher
SCIENTIFIC

*Asiakkaita yhteensä yli 100 useilta eri teollisuudenaloilta



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/4

Vertikaalisesti integroituneen toimintamallin ytimessä tuotevalmistus

Sopimusvalmistajana Scanfililla ei käytännössä ole lainkaan asiakkaasta riippumatonta ja laitevalmistajille tyypillisiä tuotekehitys- ja suunnittelufunktioita. Näin ollen Scanfilin konsernitason liiketoimintamallin keskiössä on elektroniikkavalmistus (yhtiö luopui omasta mekaniikkavalmistuksesta Hangzhoun tehtaan myynnin yhteydessä kesällä 2020), vaikka kokonaisuudessaan toimintamalli koostuukin 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. Korkea henkilöintensiiteetti ja kitkattomasti etenevän prosessivirran tarkeys asettavatkin vaatimustason henkilöstön osaamistason suhteen varsin korkealle. Toimintamalli itsessään ei kuitenkaan näkemysemme mukaan luo Scanfilille kestäviä kilpailuetuja, vaan yhtiön vahvuudet tulevat erityisesti toiminnan mittakaavan, globaalin ja tehokkaasti suoritettavan tuotantolaitosverkoston sekä kustannustehokkaan ja -tietoisien

yrityskulttuurin 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 sopimusvalmistuksen dynamiikasta johtuen kriittistä Scanfilin kasvulle ja omistaja-arvon luomiselle.

Tilaukanta on rakenteellisesti lyhyt

Sopimusvalmistajien kysynnän vaihtelut voivat olla voimakkaita, sillä asiakkaat käyttävät sopimusvalmistajia tyypillisesti puskureina omien loppukysyntöjensä vaihteluille. Avainasiakkaidensa kanssa Scanfililla on pitkän aikavälin puitteet määrittävät runkosopimukset, jotka tarkentuvat ei-sitoviksi vuosi- ja

kuukausitason ennusteiksi. Koviksi tilauksiksi nämä ennusteet muuttuvat tyypillisesti vasta 4-6 viikkoa ennen toimitusta, mikä tekee tilaukannan rakenteesta lyhyen.

Tilaukannan rakenteesta huolimatta komponentit hankitaan kuitenkin jo selvästi ennen ennusteiden kääntymistä tilauksiksi. Tämä asettaa paineita yhtiön käyttöpääoman hallintaan, sillä komponenttien ajoittaisista saatavuusongelmista johtuen niiden markkinahinnat voivat vaihdella selvästikin. Asiakkaiden kanssa tehdyt runkosopimukset mahdollistavat kuitenkin sen, että Scanfil ei itse kannata täyttää 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 kokonaiskustannuksista noin 85-90 % on muuttuvia ja 10-15 % kiinteitä, minkä myötä yhtiön kulurakenne on hyvin kevyt. Ohuita kiinteitä kustannuksia selittää etenkin se, että 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.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/4

Keveyen kulurakenteen johdosta Scanfilin realisoitavissa olevat skaalaedut ovat melko rajalliset, eikä liikevaihdon kasvu skaalaudu erityisen isolla vivulla kannattavuuteen tietyn perustason saavuttamisen jälkeen. Toisaalta kevyt kulurakenne mahdollistaa sen, että operatiivinen joustovara on kohtuullinen, vaikka lyhyellä tähtäimellä hankinnan ja valmistuksen kustannuksissa on myös kiinteitä osia. Tämä nähtiin myös koronavuonna 2020, jolloin yhtiö pystyi sopeutumaan epätasaiseen työkuormaan hyvin ja tekemään lähes vertailukauden tasolla olleen kannattavuuden rasitteista huolimatta.

Isossa kuvassa kevyt kulurakenne ja kohtuullinen lyhyenkin aikavälin jousto tuo Scanfilille erittäin 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

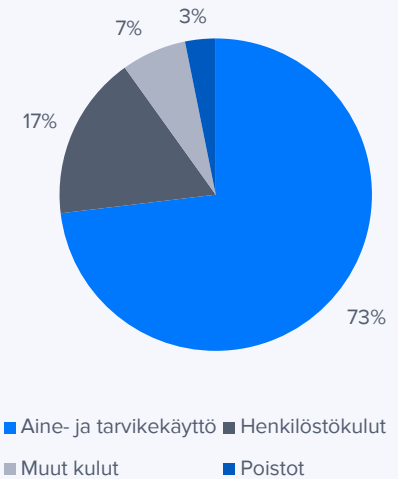
Yhtiön liiketoiminta ei sido suuria määriä pääomia, vaikka yhtiö valmistavassa teollisuudessa toimiikin. Vuonna 2020 kiinteän pääoman osuus liikevaihdosta oli noin 12 % (ml. IFRS 16), mikä on maltillinen taso. Taseen loppusummaan suhteutettuna kiinteän pääoman osuus oli puolestaan noin 20 %, ja sen indikoima viesti on samansuuntainen. Tätä selittää etenkin toiminnan luonne, joka on henkilöintensiivisempää ja laitekannaltaan perinteistä prosessiteollisuutta

kevyempää. Toimialalla laiteinvestoinnit on kyetty toteuttamaan varsin lineaarisessa suhteessa kysynnän kasvun kanssa, mikäli seinä- ja lattiatilaa on ollut vapaana. Tämä on tuonut toimijoiden kapasiteetti-investointeihin tiettyä liikkumatilaa suhteessa kulloiseenkin kysyntäikkunaan (vrt. prosessiteollisuuden etupainotteiset investoinnit) ja sopimusvalmistajat ovatkin tyypillisesti vältäneet katetasoille tuhoisat ylikapasiteettitilanteet.

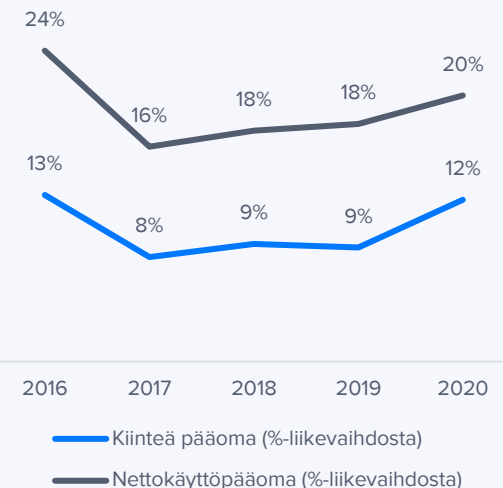
Nettokäyttöpääomaa Scanfilin toimintaan on tyypillisesti sitoutunut noin 19 %. Vuonna 2020 myyntisaamisten ja ostovelkojen kiertoajat olivat vain niukasti epäoptimaalisella (ts. myyntisaamiset > ostovelat) puolella, mikä on sopimusvalmistajien kroonisesti haastava arvoketjuasemaan peilattuna kohtuullinen suoritus. Kauttaaltaan sopimusvalmistus on melko käyttöpääomaintensiivistä ja sen sitoutuminen rasittaaakin 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. Arviomme mukaan Scanfililla ei myöskään ole investointivelkaa vaan yhtiön orgaaniset investoinnit ovat pysyneet tasaisesti noin 2-3 % tasolla suhteessa liikevaihtoon. Siten orgaanisten kasvuinvestoinnit eivät lähivuosina rasita lähtökohtaisesti yhtiön kassavirtaa normaalia enempää.

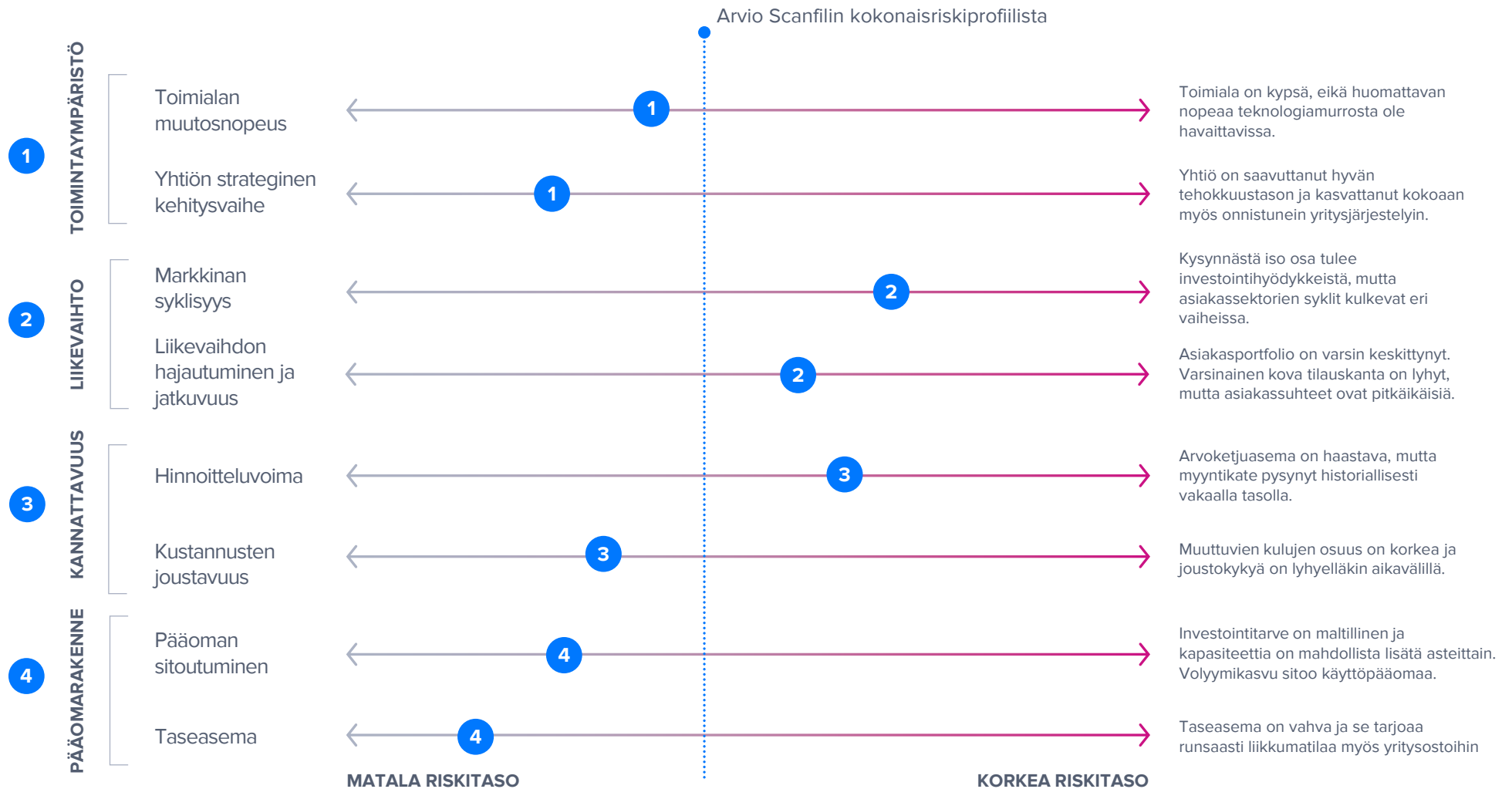
Kustannusrakenne 2020*



Pääoman sitoutuminen



Liiketoimintamallin riskiprofiili



Sijoitusprofiili 1/2

Scanfil on kasvuyhtiö

Scanfilin viime vuosien näytöt kannattavasta kasvusta ovat mainiot ja mielestämme yhtiö myös edelleen 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 vahva ja historiallisesti osinkoa on myös pyritty kasvattamaan hitaasti ja yhtiö on enää kahden osingon noston päässä eurooppalaisen osinkoaristokraatin asemasta.. Ensisijaisesti näemme Scanfilin kuitenkin kasvuyhtiönä, ja mielestämme osingon rooli tuotto-odotuksessa on rajallinen. Kasvuun panostaminen on pidemmän ajan arvonluonnin kannalta järkevää, sillä emme näe Scanfilin hyvillä tasoilla olevissa marginaaleissa merkittävää petrausvaraa.

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 kannattavuus on vahva 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 uskomme 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 laskemiseen (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 2020 noin 6,6 % tasosta. Kannattavuustason pieni nosto vaatii arviomme mukaan etenkin kasvua ja 7 %:n paremmalle puolelle kestävästi kiritetty marginaali olisi toimialan ansaintalogiikkaan suhteutettuna vahva taso. Kasvun kautta tuleva ja kokonaisuudessaan varsin pieneksi jäävä kannattavuuden petrausvara korostaa näkemystämme siitä, että suurin osa 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 joustoja 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 2020 suurin asiakas toi 15 % liikevaihdosta ja kymmenen suurinta yhteensä 59 % 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 Scanfilin 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 jos asiakkaan lopputuotteiden hinnat kohtaavat lasku- ja / tai komponenttien hinnat nousupaineita. Historiallisesti tarkasteltuna Scanfilin myyntikate on kuitenkin ollut hyvin vakaa ja yhtiö on onnistunut marginaalitasoajan kunniakkaasti puolustamaan. Mielestämme yhtiöllä on tähän myös jatkossa hyvät edellytykset teollisuuselektronikan terveempää kilpailudynamiikkaa sekä keskeisimpien asiakkuuksien kanssa syntyneitä strategisia kumppanuuksia (ts. kynnys sopimusvalmistajan vaihtamiselle korkeahko) heijastellen.

- **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.

Näiden suuryhtiöiden (ts. kuluttajaelektronikkaan keskittyneet valmistajat) kohdalla nämä lohkot voivat kuitenkin jäädä liian pieniksi ja niihin murtautuminen voi vaatia taakseen strategiatason muutoksia. Toiminnallisia esteitä tällaiselle kehityskaarelle ei arviomme mukaan sen sijaan ole olemassa. Kilpailukentän rakenteelliset muutokset näkyvät selvemmin vasta keskipitkällä aikavälillä, mitä peilaten lyhyellä tähtäimellä kilpailutilanteeseen sidonnaiset riskit liittyvät vahvasti sopimusvalmistajien suhteellisiin kilpailukykyihin – kuten hintaan ja toimitusvarmuuteen – liittämissä 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
- Asiakasportfolio on kohtuullisen keskittynyt
- 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 pienen pieni petrausvara

Uhat

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

Sijoitusprofiili

1.

Orgaaninen kasvu avainasiakkaiden mukana

2.

Kasvu ja riskien alentaminen yritysjärjestelyjen kautta

3.

Kannattavuus vielä lievästi kestävä potentiaalin alapuolella

4.

Kustannustehokas toimintamalli ja -kulttuuri

5.

Korkea pääoman tuottopotentiali

Potentiaali



- Orgaaninen kasvu nykyasiakkaiden mukana, asiakaskohtaisilla markkinaosuusvoitoilla ja uusia asiakkaita hankkimalla
- Maantieteellisen peiton laajentaminen
- Yritysjärjestelyillä mahdollista kiihdyttää kasvua, laskea riskiprofiilia ja / tai hakea hankinnan mittakaavaetuja
- Marginaalitasossa pieni nostovara

Riskit



- Kysynnän perusluonne on syklinen, vaikka portfolioissa onkin toisiaan tasapainottavia asiakassegmenttejä
- Asiakasportfolio kohtuullisen keskittynyt
- Oma hinnoitteluvoima on rajallinen ja toimialan kilpailutilanne kova
- Kilpailukentän muutokset
- Yritysjärjestelyissä epäonnistuminen
- Koronapandemian pitkittyminen

Toimiala ja kilpailukenttä 1/6

Kokonaismarkkinan rajat eivät tule vastaan

Eri tutkimusyhtiöiden arvioiden mukaan globaalien elektroniikkamarkkinan koko asettui vuonna 2020 noin 2 500 miljardiin dollariin. Koko markkina voidaan jakaa siinä kiinni olevien yhtiöiden toimintamallien perusteella neljään osaan: laitevalmistajiin (OEM-yhtiöt), ulkoistetun suunnittelun ja valmistuksen tarjoajiin (ODM-yhtiöt), sopimusvalmistajiin (EMS-yhtiöt) sekä komponenttien jakelijoihin (tekniset tukkurit). Nämä toimintamallit eroavat toisistaan sen suhteen, mihin arvoketjun osaan kukin toimija on asemoitunut ja kuka lopputuotteen immateriaalioikeudet omistaa. Koska Scanfil on sopimusvalmistaja, ei yhtiöllä ole itsenäistä ja asiakkaasta riippumatonta tuotekehitystä eikä se siten omista valmistamiensa tuotteiden oikeuksia. Mielestämme eri toimintamallit, jakelijoita lukuun ottamatta, kilpailevat kuitenkin jossain määrin keskenään, minkä takia Scanfilille relevantin kohdemarkkinan alkupisteenä on mielestämme järkevä katsoa koko elektroniikkamarkkinaa.

Varsinaisen sopimusvalmistusmarkkinan on puolestaan eri tutkimusyhtiöiden toimesta arvioitu olevan noin 450 miljardin dollarin suuruinen. Näin ollen toimiala on Scanfilin kokoluokkaan peilattuna valtava, eikä se itsesään rajaa mahdollisuuksia nähtävissä olevan tulevaisuuden aikana.

Maantieteellisesti Aasia vielä ylivoimainen ykkönen

Maantieteellisesti tarkasteltuna Aasia on markkinan ylivoimainen ykkönen, sillä siellä valmistetaan noin 55 % maailman elektroniikasta,

kun taas Eurooppa ja Pohjois-Amerikka vastaavat yhteensä noin 40 %. Aasian hallitsevan markkinaosuuden taustalla on etenkin alueen kehittyneitä talouksia matalampi kustannustaso, joka on omien hintakilpailukykyjen säilyttämiseksi houkutellut alueelle sekä laitevalmistajia että niiden perässä myös alihankintaketjuja. Aasian sisäinen kustannusdynamikka on viime vuosina kuitenkin hieman elänyt, sillä etenkin Kiinan korkeana säilynyt palkkainflaatio on ohjannut uutta ja osin siirtänyt vanhaa tuotantoa vielä edullisemmille alueille kuten Intiaan ja Vietnamiin. Itä-Euroopassa työvoima maksaa puolestaan noin 30-40 % läntisiä alueita vähemmän, joskin myös siellä palkkainflaatio on ollut nopeaa.

Liiketoiminnan henkilöintensiivisen luonteen ja toimialan hintapaineen ohjaamana uskomme varsinaisen volyymituotannon painottuvan myös jatkossa matalien kustannustasojen alueille. Länsimaisten tuotantolaitosten rooli onkin arviomme mukaan ensisijaisesti erikoistua kapeampiin ja korkeamman osaamistason niche-segmentteihin, nopeisiin toimituksiin sekä tuotekehityssarjoihin. Toimialalla on kuitenkin ollut jo ennen koronapandemian esiin nostamia riskejä (ts. tuotantoketjujen hajautustarpeet) käynnissä eräänlainen paradigman muutos, mitä mukaillen laitevalmistajat ovat siirtäneet tuotantojaan pienissä määrin lähemmäs asiakkaan tuotekehitystä ja loppumarkkinaa. Tämän asteittain etenevän muutoksen ohella länsimaisten yksiköiden tiettyä roolia volyymituotannossa tukee pitkällä aikavälillä myös tuotantoteknologioiden (ml. automatisaatio ja robotiikka) jatkuva kehitys.



Toimialan ansaintamallit

OEM	ODM
<ul style="list-style-type: none">• Laitevalmistajia, jotka omistavat lopputuotteen brändin ja immateriaalioikeudet (esim. KONE ja ABB)• Ydintoimintoja 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 lopputuotteen immateriaalioikeudet• Ydintoimintoja tuotekehitys, suunnittelu ja valmistus• Voivat hyödyntää EMS-yhtiöiden resursseja
EMS	Jakelijat
<ul style="list-style-type: none">• Sopimusvalmistajia, jotka eivät omista tuotteiden immateriaalioikeuksia• Ydintoimintoja valmistus ja siihen liittyvät tukitoimet• Tarjoavat OEM-yhtiöille suoraa kustannus- ja kapasiteettihyötyjä	<ul style="list-style-type: none">• Tukkukauppoja, jotka keskittyneet komponenttien myyntiin• Ei omaa suunnittelua / valmistusta ja kilpailukykyä ajaa päämiesportfolion laajuus sekä laatu• 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). Varsinkin kuluttajaelektronikassa tekninen vaatimustaso ei ole erityisen korkea, mutta toimituserät ovat hyvin suuria (low mix / high volume). Tästä johtuen kuluttajaelektronikassa pärjäävät sopimusvalmistajat ovat kokoluokaltaan valtavia ja siten mittavat tuotantoresurssit omaavia toimijoita. Tässä segmentissä tuotesykliit ovat lisäksi hyvin lyhyitä – noin 2-3 vuoden mittaisia – ja kilpailun luonne erittäin hintavetoinen ja raastava.

Scanfil on asemoitunut ensisijaisesti 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 sopimusvalmistajista OEM-yhtiöille strategisesti tärkeitä kumppaneita ja korostaa myös myynnin jälkeisen asiakaspalvelun sekä tuotekehityksen roolia. Tämä puolestaan tekee teollisuuselektronikan kilpailutilanteesta terveemmän ja mahdollistaa myös pienemmille toimijoille riittäviä liiketoimintamahdollisuuksia.

Kasvukuva on mainio

Markkinan kasvua ajaa etenkin maailman sähköistyminen. Tätä puolestaan ohjaa elintason nousu, digitalisaatio sekä väestön ikääntyminen. Näiden tekijöiden tukemana kokonaismarkkina on

eri tutkimusyhtiöiden mukaan kasvanut noin 3-5 % vuodessa. Myös lähivuosina kasvuvauhdin odotetaan pysyvän taustalla vaikuttavien vahvojen ajureiden myötä terveenä, vaikka lyhyellä aikavälillä teollisiin arvoketjuihin yhä epävarmuutta aiheuttava koronapandemia voikin tähän omat hidasteensa aiheuttaa. Maantieteellisesti kasvun on arvioitu olevan vauhdikkainta Aasiassa, jonka uskotaan yltävän 4-6 %:n vuotuiseseen kasvuun. Euroopassa ja Pohjois-Amerikassa markkinatason kasvun on sen sijaan arvioitu jäävän 2-3 %:n tasolle yleistolouden hitaamman kehityksen takia.

Globaalien ajureiden ohella toinen markkinaa viime vuosina ohjannut voima on ollut laitevalmistajien ulkoistamisasteen nousu. Tämän teollinen logiikka on hyvin selkä, sillä tuotannon ulkoistaminen vapauttaa laitevalmistajien resursseja omiin ydintoimintoihin sekä tuo myös suoria kustannussäästöjä. 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 saavuttaa myös tiettyjä kulupuolen joustoja tyypillisesti melko kiinteisiin kustannusrakenteisiinsa. Näistä tekijöistä johtuen sopimusvalmistajien aggregaattitason kasvu on ollut viime vuosina koko elektronikkamarkkinaa vauhdikkaampi. Uskomme tilanteen pysyvän myös jatkossa samanlaisena tuotannon ulkoistamiseen liittyvien kokonaishyötyjen seurauksena.

Teollisuuselektronikassa ulkoistamisaste on

tyypillisesti ollut selvästi kuluttajaelektronikkaa matalampi, sillä pienemmät ja vaativammat toimituserät nostavat kynnystä tuotannon ulkoistamiselle. Arvioimme kuitenkin, että sopimusvalmistajien tarjoamien hyötyjen myötä omien valmistusresurssien pienentäminen kasvattaa suosiotaan myös teollisuuselektronikan laitevalmistajien keskuudessa. Tätä peilaten uskomme, että erityisesti kasvavaa kysyntää ohjataan yhä enemmän laatutasonsa ja toimitusvarmuutensa osoittaneiden sopimusvalmistajien suuntaan. Käsitksemme mukaan teollisuuselektronikan ulkoistamisaste on tällä hetkellä vain noin 35 %, mitä heijastellen ulkoistamisasteen pienikin nousu toisi sopimusvalmistajille absoluuttisesti suuressa markkinassa mukavasti uusia liiketoimintamahdollisuuksia.

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 markkinatason kasvusta, mutta yhtiö ei toki myöskään operoi tyhjiössä. Näin ollen markkinakasvu on Scanfilille positiivinen ajuri, sillä markkinan kasvaessa voi yhtiötä itseään isompien toimijoiden katveeseen jäädä hyvinkin houkuttelevia niche-segmenttejä. Toisaalta markkinakasvun hyytyminen olisi mitä todennäköisimmin seurasta yleistolouden nikottelusta ja se vaikuttaisi väistämättä jollain

Toimiala ja kilpailukenttä 3/6

voimalla myös Scanfilin asiakkaiden liiketoimintoihin ja sitä kautta Scanfiliiin.

Scanfilin toimintamalli on vertikaalisesti integroitunut, mikä tekee yhtiön kokonaistarjoamasta pelkkään elektroniikkavalmistukseen keskittyneitä toimijaa laajemman ja tuo siten tiettyjä kilpailuetuja. Arviomme mukaan nämä edut korostuvat 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 hyvänä. Kiinalaisen teknologian mahdolliseen nousuun yhtiö voi kuitenkin joutua tulevaisuudessa vastaamaan yhä voimakkaammin, sillä tällä hetkellä Scanfilin asiakaskunta koostuu hyvin pitkälti länsimaisista toimijoista. Kiinalaisten toimijoiden asettamiin pidemmän aikavälin haasteisiin yhtiö kykenee kuitenkin vastaamaan sekä orgaanisin investoinnein että yritysjärjestelyin.

Kilpailu on kovaa ja se vaihtelee alueellisesti

Toimialan ansaintalogiikasta, sopimusvalmistajien haastavista 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

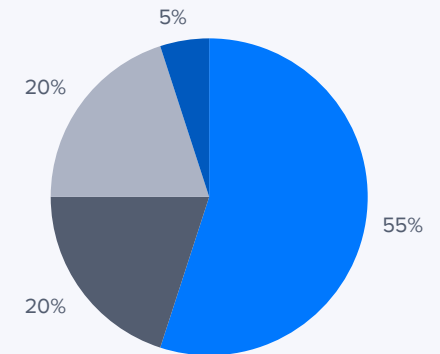
sopimusvalmistajan vaihtamisesta koituvat kustannukset (ts. tuotantoketjujen uudelleenjärjestelyt) voivat nousta korkeiksi, minkä vuoksi asiakkaat pyrkivät pitäytymään samoissa toimittajissa lähtökohtaisesti mahdollisimman kauan. Tätä mukailien laitevalmistajat vaihtavatkin sopimusvalmistajiaan vain painavien syiden kuten esimerkiksi heikon laadun tai jatkuvasti venyvien toimitusaikojen perusteella. Vaihdon kustannukset ovat kuitenkin tietyllä tapaa kaksiteräisiä miekkoja, sillä vaikka ne vahvistavat sopimusvalmistajien asiakassuhteita vaikeuttavat ne samaan logiikkaan nojaten myös 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 kohdemarkkinoiden 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 teollisuuden ala (ts. kilpailijoiden asemoitumiset) sekä asiakkaan kokoluokka.

Pääkilpailijat ovat keskisuuria yhtiöitä

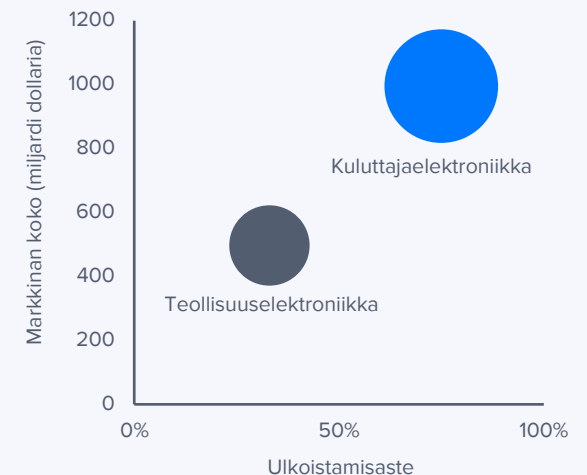
Sopimusvalmistajat on tyypillisesti jaettu liikevaihtoperusteisesti kolmeen ryhmään. Suurimmat yhtiöt (liikevaihto > 1 000 MEUR) toimivat laajasti läpi elektroniikkateollisuuden

Markkinan maantieteellinen jakautuminen



■ Aasia ■ Eurooppa ■ Pohjois-Amerikka ■ Muut alueet

Markkinan ulkoistamisasteet



Toimiala ja kilpailukenttä 4/6

segmenttien, minkä lisäksi yhteinen nimittäjä näille toimijoille on etenkin matalan kustannustason alueilla sijaitsevat massiiviset tuotantoresurssit. Suuresta koostaan johtuen nämä toimijat ovat tyypillisesti operoineet pääosin low mix / high volume -segmenteissä, eivätkä ne siten ole Scanfilin kannalta kaikkein relevantteimpia kilpailijoita. Täysin tämän kategorian yhtiöitä ei kuitenkaan voida sivuuttaa, sillä toimijoiden laajat operaatiot ulottuvat myös Scanfilille tärkeille asiakasaloille (mm. tietoliikennesektori). Taloudellisten resurssiensa puitteissa suuryhtiöillä on myös valtavaa investointikykyä ja siten sekä edellytyksiä kilpailukentän vallitsevan dynamiikan muuttamiselle että Scanfilin kannalta merkittäville asiakasaloille 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 relevantteimmat kilpailijat löytyvät tästä korista. Pääkilpailijat keskisuurten yhtiöiden

joukosta ovatkin arviomme mukaan sveitsiläiset Enics ja Cidor, 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. Scanfilin keskeisimmät tämän korin kilpailijat ovat mielestämme ruotsalaiset Hanza ja Note, ranskalainen Lacroix sekä suomalainen Incap. Varsinaisten sopimusvalmistajien ohella Scanfil kilpailee myös laitevalmistajien omien tuotantojen kanssa.

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 oman arvoketjuaseman kohentamiseksi ovatkin viime vuosina ohjanneet toimialan konsolidoitumista hyvin 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 hajanainen rakenne on suotuisaa, sillä se tarjoaa yhtiölle yritysostostrategian toteuttamiseksi runsaasti erilaisia mahdollisuuksia.

Scanfil on toimialan vahvoja pelureita

Scanfilin kannattavuus on viime vuosina ollut relevantin kilpailukentän kärkipäätä, mikä kertoo mielestämme sekä yhtiön onnistuneesti toteuttamasta strategiasta että keskeisimpien vahvuuksien 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 kroonisen hintapaineen takia. Tätä taustaa vasten ei mielestämme ole perusteltua odottaa, että Scanfil kykenisi lähivuosina merkittävään marginaaliparannukseen yhtiön hyvästä iskukykyvystä ja laatutoimittajan maineesta huolimatta.

Toimialan matalan pääomaintensiteetin vuoksi kohtuullisen ohuillakin voittomarginaaleilla (ts. EBIT-% 6-8 %) on mahdollista yltää korkeisiin pääoman tuottolukuihin. Scanfilin pääoman tuottoluvut ovat korkean peruskannattavuuden ja tehokkaan pääoman käytön seurauksena olleet kilpailukentän yläosassa. Tämä tukee näkemystämme siitä, että Scanfil on kiistatta yksi toimialan laadukkaimmista yhtiöistä.

Toimiala ja kilpailukenttä 5/6

Scanfilin valikoituja kilpailijoita



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

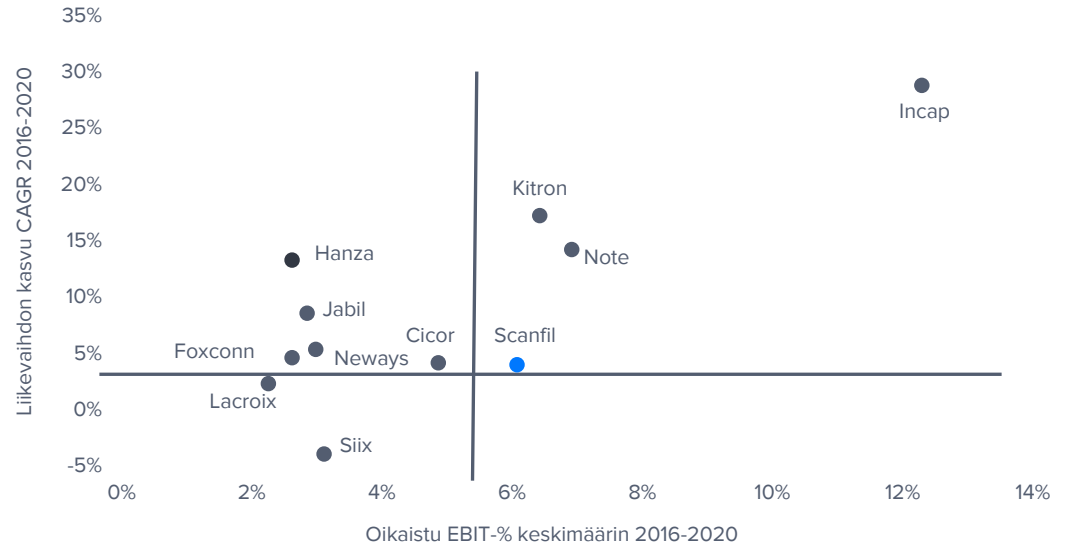


Pääkilpailijat, joilla resurssit laajoihin palvelukokonaisuuksiin ja fokus lähes täysin teollisuuselektronikassa

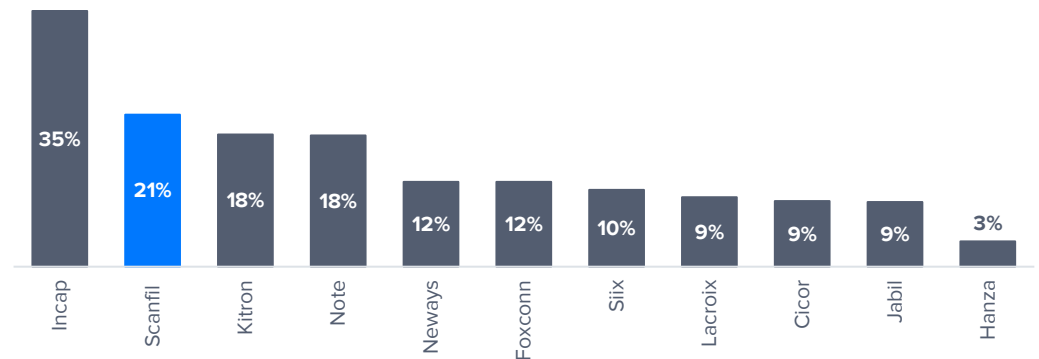


Palvelutarjoamiltaan hieman suppeammat, mutta joustokykyiset ja ketterät yhtiöt

Listattujen kilpailijoiden taloudellinen kehitys



Keskimääräinen ROE-% 2016-2020



Toimiala ja kilpailukenttä 6/6

Nykyinen kilpailutilanne (merkittävä*)

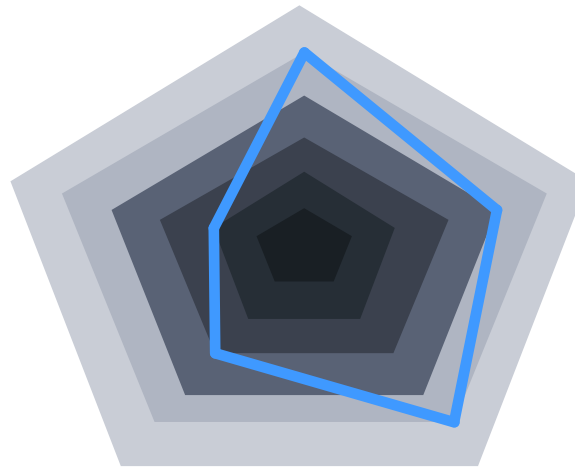
- Valmistajien lukumäärä on globaalisti hyvin suuri ja arvoketjuasemat ovat kroonisesti haastavia
- OEM-yhtiöiden kustannusrakenteet kohtuullisen jäykkiä, mikä lisää niiden hintaherkkyttä ja kiristää osaltaan kilpailua
- Pitkän aikavälin terve kasvukuva kilpailun kireyttä laskeva tekijä

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

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. 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. kateprofiilliltaan hieman korkeampiin) toimintoihin, kuten tuote- ja tuotantosuunnittelun tukitoimiin sekä prototyyppitestauksiin. Sijainteja sekä operatiivisia fokuksia heijastellen näillä yksiköillä on hyvin merkittävä rooli myös yhtiön uusasiakashankinnassa sekä asiakkaiden etenemisessä kohti varsinaista volyymituotantoa.

Kiinan, Puolan (2 kpl), Viron ja USA:n tuotantolaitokset sijaitsevat puolestaan lähellä asiakkaan globaaleja markkinoita. 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 volyymivalmistukseen. Tämän näemme lisäävän entisestään yhtiön kokonaistarjoaman houkuttelevuutta sekä nostavan asteittain myös vaihdon kustannuksia. Täten pidämme tehdasverkostoa ja sen järkevää roolitusta Scanfilin kilpailukykyyn kannalta hyvinkin 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 2020 palvelumyynti kasvoi 10 % 45 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 tarjoamilla

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

Operatiivisesti ja strategisesti Scanfil on sitoutunut globaaliksi toimijaksi. Mielestämme maantieteellisen jalansijan laajentaminen nykyisen kolmen mantereen ulkopuolelle ei kuitenkaan ole yhtiölle ensisijainen maali, vaan mahdollisuus, mikäli nykyasiakkaat operaatioitaan laajentavat. Ilman nykyasiakkaita uusille alueille orgaaninen laajentuminen on sen sijaan vaikeaa.

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 keskivahvoja kilpailuetuja 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 houkuttelevampana kasvualueena.

Strategia 2/3

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.

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 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 strategisiin painopistealueisiin kuuluvassa Keski-Euroopassa. Schaltexin mukana tulleen Hampurin tehtaan Scanfil kuitenkin joutuu sulkemaan tänä vuonna, joten nappiostuminen kauppa ei ollut, vaikka

yhtiön 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 yritysostovetoisen kasvun kartoittamiseen positiivisesti. Näkemystämme tukevat etenkin seuraavat tekijät:

- 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 tavanomaiset yritysostoihin liittyvät riskit. Näin ollen suhtaudumme myös Scanfilin tapaan ajatella yritysostoja positiivisesti.

Potentiaalisten ostokohteiden sijainnin suhteen yhtiö arviomme mukaan edelleen suosii saksankielistä Keski-Eurooppaa. Tämä markkina on absoluuttiselta kooltaan hyvin suuri ja toimialan yleistä rakennetta mukaillen sen sisällä Scanfilille relevanttien lohkojen ulkoistamisasteet ovat vielä verrattain matalat. Lisäksi markkinoilla on käsityksemme mukaan useita noin 50 MEUR:n liikevaihtotasolla operoivia toimijoita, mikä tarjoaa Scanfilille hyviä mahdollisuuksia HASEC-kaupan taustalla vaikuttaneen logiikan ja konseptin (ts. asiakkaiden siirtäminen volyymituotantoon) monistamiselle. Tätä kokonaisuutta mukaillen pidämme Keski-Euroopan markkinaa Scanfilin kaltaiselle operatiivisesti hyvin kyvykkäälle ja riittävät taloudelliset resurssit omaavalle yhtiölle houkuttelevana. Keski-Euroopan ohella uskomme yhtiön olevan kiinnostunut tekemään täsmäiskuja myös Pohjoismaissa ja sen sisällä erityisesti sellaisilla teollisilla tai maantieteellisillä alueilla, joissa Scanfil ei itse vielä ole mukana.

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

Tutut taloudelliset tavoitteet

Vuoteen 2023 mennessä Scanfil tavoittelee 700 MEUR:n liikevaihtoa ja 7 % liikevoittomarginaalia. Nämä tavoitteet yhtiö pyrkii arviomme mukaan saavuttamaan nykyisen portfolion orgaanisen

Strategia 3/3

kasvun, tehokkuustasoa ylläpitävien ja lievästi parantavien toimien sekä yritysostojen kautta. Liikevaihdon osalta yhtiön pitäisi onnistua kasvun kiihdyttämisessä ja luonnollisesti yleistolouden pitäisi pysyä vedossa. Kannattavuustavoitteeseen yhtiö on puolestaan jo yksittäisillä kvartaaleilla yltänyt, ja arvioimme mukaan vuositasolla tavoitteen täytyminen on mahdollista jo noin 600 MEUR:n liikevaihdolla. 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 nykyinen operatiivinen suoritustaso sekä hyvät yritysostonäytöt.

Edellytykset olla yksi toimialan voittajista

Pitkällä aikavälillä Scanfililla on mielestämme edellytykset yltää markkinaa nopeampaan orgaaniseen kasvuun, vaikka tähän ei luultavasti viime vuosina aivan olekaan ylletty. Scanfilin portfolion maantieteellinen jakauma ja asiakasrakenne huomioiden tämä voisi tarkoittaa noin 3-6 % vuotuista orgaanista kasvua. Lisäksi arvioimme yhtiön tavoittelevan suurin piirtein vastaavalle tasolle yli ajan kohoavaa epäorgaanista kasvua, joskin yritysostojen kautta tulevat kasvupyrähdykset ovat aina portaittaisia. Tämä kokonaiskuva huomioiden Scanfilin pitkän aikavälin näkymä on mielestämme hyvä ja mielestämme kasvu on myös lyhyellä aikavälillä arvonnluonnin ensisijainen ajuri.

Kun huomioidaan Scanfilin vertikaalisesti

integroitunut toimintamalli, kasvun myötä tuleva kulutason pieni skaalautuminen sekä jatkuvat tehokkuusnostot, tulisi yhtiöllä näkemysemme mukaan olla edellytykset tehdä kestävästi noin 9-10 % käyttökatemarginaalia ja 7-8 % liikevoittomarginaalia. Siten näemmekin, että marginaalien kautta tuleva arvonnluontipotentiali on rajallinen, mikä korostaa entisestään kasvua pitkän aikavälin tärkeimpänä arvoajurina.

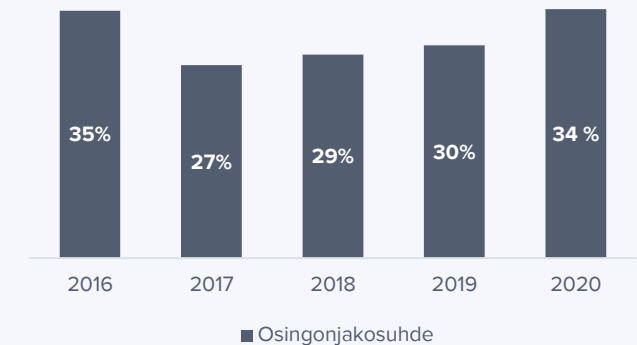
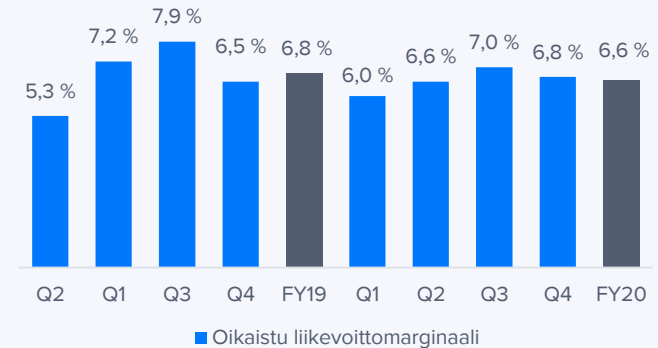
Taseen osalta arvioimme yhtiön pyrkivän säilyttämään tukevan aseman, mikä on perusteltua toimialan liiketoimintalogiikka (ml. toimitusvarmuuden varmistaminen) ja yritysostot sisältävä strategia huomioiden. Näkemysemme mukaan mukavuusalueella oleva omavaraisuusaste on noin 40-50 % ja nettovelkaantumistaso 30-50 %. Tällöin taseessa olisi vipua pääoman tuottojen tehostamiseksi, mutta myös riittävästi liikkumatilaa epäorgaanisten tilaisuuksien hyödyntämiseksi. Yhtiön nykyinen tase huomioiden Scanfililla olisi varaa nämä luvut huomioidenkin ainakin 100 MEUR:n (EV) velkavetoiseen yritysostoon, joten tulivoima taseen puolesta on merkittävä.

Osinkojen puolesta Scanfilin virallinen politiikka on pitää jakosuhteet noin kolmasosassa, joskin uskomme yhtiön pyrkivän samaan aikaan myös tasaisesti kasvavaan voitonjakoon. Tähän Scanfililla on mielestämme hyvät edellytykset matala pääomatarve huomioiden. Kasvuyhtiöksi profiloituvalla Scanfililla osingon rooli ei kuitenkaan ole merkittävä ja yhtiön pääoman tuottopotentiali huomioiden pidämmekin kassavirran allokoinnista takaisin liiketoimintaan omistajien kannalta houkuttelevimpana vaihtoehtona.



Taloudelliset tavoitteet

- **Kasvu:** liikevaihto yli 700 MEUR vuonna 2023
- **Kannattavuus:** oikaistu liikevoittomarginaali 7 % vuonna 2023
- **Osingonjakopolitiikka:** pyritään maksamaan vähintään 1/3 nettotuloksesta



Taloudellinen tilanne 1/2

Myyntikate pysynyt vuosia vakaana

Scanfilin kustannusrakenteen ylivoimaisesti suurin yksittäinen kuluerä on aine- ja tarvikkeikäyttö, joka on tyypillisesti muodostanut 68-73 % kokonaiskustannuksista. Aine- ja tarvikkeikäytön kustannukset ovat liki täysin muuttuvia ja siten ei-skaalautuvia.

Liikevaihtoon suhteutettuna aine- ja tarvikkeikäytön osuus on viime vuosina liikkunut noin 67-70 % välillä. Täten Scanfilin myyntikate on pysynyt noin 30-33 % tasolla, mitä voidaan toimialan krooninen hintapaine huomioiden pitää hyvänä suorituksena. Huomionarvoista on erityisesti myös se, että rajallisesta hinnoitteluvoimasta huolimatta yhtiön myyntikate on säilynyt varsin vakaana, mikä luo yhtiölle mielestämme hyvän lähtötilanteen tulevien vuosien myyntikatteiden puolustamista ajatellen.

Tuottavuus tehokkuuden määreenä

Scanfilin toiseksi suurin kuluerä on henkilöstökulut, sillä kasvaneesta ja asteittain etenevästä automaatiosta huolimatta toiminta sitoo edelleen huomattavan paljon työvoimaa ja on siksi hyvin henkilöintensiivistä. Henkilöstökulut myös skaalautuvat varsin huonosti, minkä takia orgaaninen kasvu vaatii lähes aina lisätyövoiman palkkaamista tuotantoon. Henkilöstökulut kuitenkin joustavat tietyn aikaviiveen jälkeen alaspäin ja ne tarjoavatkin yhtiölle olennaisia joustosauvoja kulutason sopeuttamiseen laskevien kysyntöjen ympäristöissä.

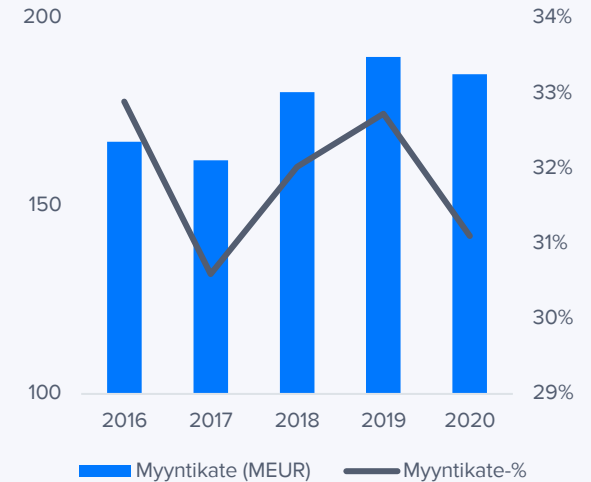
Vuonna 2020 henkilöstökulut olivat 17 %

kokonaiskustannuksista ja liikevaihtoon suhteutettuna niiden osuus oli 16 %. Scanfilin henkilöstön tuottavuutta osin kuvaava työntekijäkohtainen liikevaihto on historiallisesti ollut noin 160 TEUR, kun vuonna 2020 liikevaihto / työntekijä oli 173 TEUR. Toiminnan korkeasta henkilöintensiteetistä johtuen tuottavuuden ylläpitäminen on oman tehokkuustason kannalta olennaista ja arviomme mukaan tämä on myös yksi Scanfilin keskeisimmistä operatiivisista painopistealueista. Arviomme mukaan tuottavuuden parantamisen on pitkällä aikavälillä nojattava etenkin toiminnan tehostamiseen (mm. automaatioasteen lisääminen ja henkilöstön osaaminen), sillä tuotannon arvon kestävä kasvattaminen on toimialan hintaherkässä viitekehikossa erittäin haastavaa.

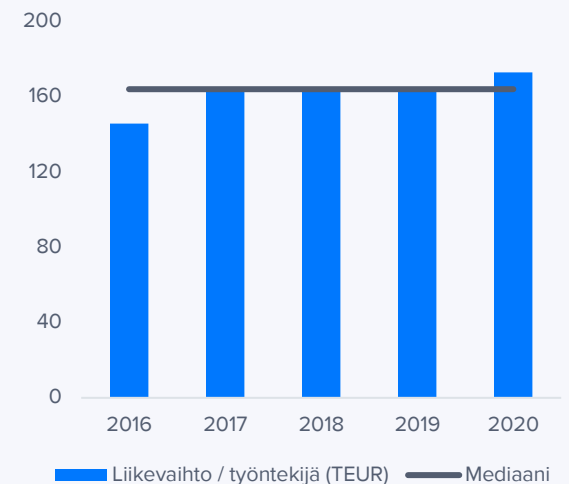
Muiden kulujen skaalausvara on pieni

Yhtiön kolmas merkittävä kustannuserä on liiketoiminnan muut kulut. Muut kulut ovat luonteeltaan pääosin kiinteitä, joskin mukana on myös joitain muuttuvia osia. Liikevaihtoon suhteutettuna Scanfilin muut kulut ovat historiallisesti vastanneet noin 8-9 %. Scanfilin kulukuri onkin tätä mukailen ollut varsin tiukka, mikä on arviomme mukaan seurausta yhtiön yrittäjätaustaisesta ajattelu- ja toimintakulttuurista. Tätä heijastellen emme usko muiden kulujen kasvavan tulevina vuosina samassa tahdissa liikevaihdon orgaanisen kasvun kanssa ja näemmekin muiden kulujen suhteellisessa osuudessa vielä lievää laskuvaraa tämän kulumassan pientä skaalausvaraa heijastellen.

Myyntikatteen kehitys



Tuottavuuden kehitys



Taloudellinen tilanne 2/2

Taseessa hienosti liikkumatilaa

Vuoden 2020 lopussa Scanfilin omavaraisuusaste oli 56 % ja nettovelkaantumisaste 10 %. Nämä luvut ovat Scanfilille hyvin vahvoja (vrt. yhtiön tavoite pitää velkaantumisaste 50 % alapuolella, kun huomioidaan myös IFRS 16 -vuokravastuut). Taseasema on tukeva myös velankantokyvyn perspektiivistä tarkasteltuna, sillä vuoden 2020 operatiivisilla luvuilla Scanfilin nettovelan suhde käyttökatteeseen on erittäin matalalla 0,2x tasolla. Velankantokyky on vahva myös rakenteellisesti yhtiön kevyttä kustannusrakennetta, terveitä kannattavuustasoja sekä hyvää kassavirtaprofiilia mukaillen. Vuonna 2020 taseen loppusumma oli 346 MEUR, josta omaisuuden puolella noin reilu neljännes oli pitkäaikaista omaisuutta. Yhtiön velkaraha on myös matalakorkoista pankkilainaa, joten kassapohjaiset rahoituskulut ovat alhaiset.

Kokonaisuudessaan Scanfilin taseasema on mielestämme reippaasti yhtiön oman mukavuusalueen sisällä. Tätä peilaten yhtiölle on näkemysmme mukaan runsaasti taloudellista liikkumatilaa ja siten pääoman allokointiin liitännäisiä vapausasteita sekä kasvustrategiansa orgaanista että yritysostojen läpi menevää toteuttamista ajatellen. Mielestämme Scanfilin pystyisi taseensa puolesta halutessaan tekemään useampia pienempiä (EV 10-20 MEUR) tai muutamia keskisuuria (EV 20-40 MEUR) yritysostoja vuosina 2021-2022. Toisaalta nykyisen taseaseman puitteissa yhtiöllä on mielestämme edellytykset toteuttaa lähivuosina myös kokoluokaltaan suuri yksittäinen järjestely (ts. EV noin 100 MEUR) ilman uuden oman pääoman keräämistä. Tällä tulivoimalla yhtiö voisi kasvattaa kokoluokkaansa merkittävästikin

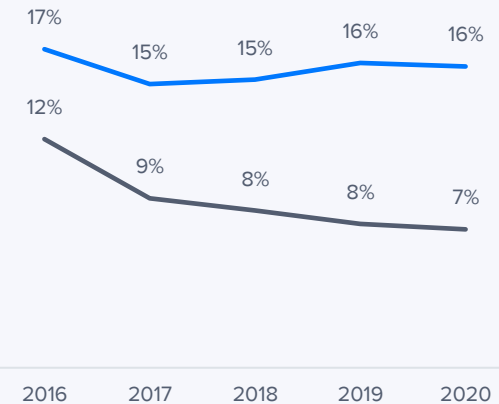
sopimusvalmistajien tyypilliset arvostukset huomioiden. Arviomme mukaan oman pääoman kerääminen on kuitenkin myös olemassa oleva vaihtoehto, mikäli potentiaalisen ostokohteen strateginen sopivuus nähdään oikeana, investoinnin tuottopotentiaali riittävän houkuttelevana ja Scanfilin osakkeen arvostus olisi kohdallaan. Tästä huolimatta uskomme Scanfilin keskittyvän viime vuosien tapaan ensisijaisesti kokoluokaltaan pienempien ja portfoliota kohdennetummin vahvistavien vaihtoehtojen kärsivälliseen kartoittamiseen.

Kassavirta tulosta pienempi, mutta silti hyvä

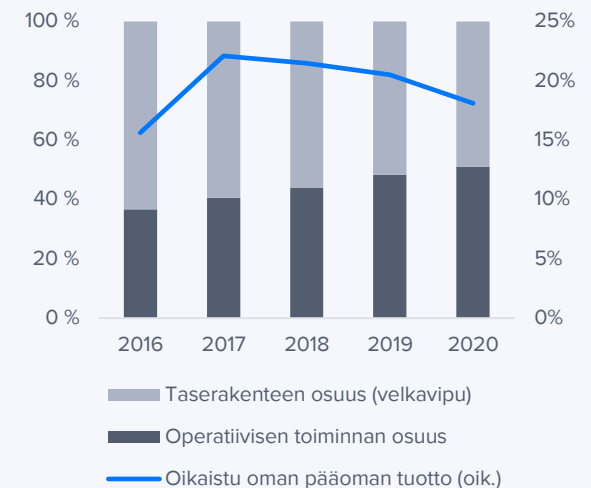
Kun huomioidaan yhtiön orgaaninen kasvunäkymä ja erityisesti sen vaatimat käyttöpääomatarpeet, jää Scanfilin kassavirtasuhte (ts. vapaan kassavirran suhde käyttökatteeseen) alle 100 %:iin. Tämä on kuitenkin sopimusvalmistajille hyvin tavanomaista, eikä Scanfilin kassavirtaprofiili ole siten millään tavalla toimialan raameista poikkeava.

Arviomme mukaan Scanfilin lähivuosien kiinteä investointitarve on maltillinen (noin 2-3 % liikevaihdosta tai 12-20 MEUR), minkä tulisi yhdessä vahvan operatiivisen kannattavuuden kanssa tarjota työkalut melko hyvän vapaan kassavirran tekemiselle kaikissa suhdanteissa. Pidemmälle katsottaessa nämä elementit luovat myös hyvää osingonjakopotentiaalia, emmekä usko yhtiöllä olevan ongelmia taloudellisten tavoitteidensa mukaisen maltillisen jakosuhteen saavuttamisessa. Maltillinen osingonjakosuhte ja hyvä kassavirtaprofiili mahdollistavat myös sen, että Scanfilille jää riittävästi allokoitavaa pääomaa myös pitkän aikavälin arvonluonnin kannalta tärkeisiin strategisiin investointeihin.

Henkilöstö- ja muut kulut

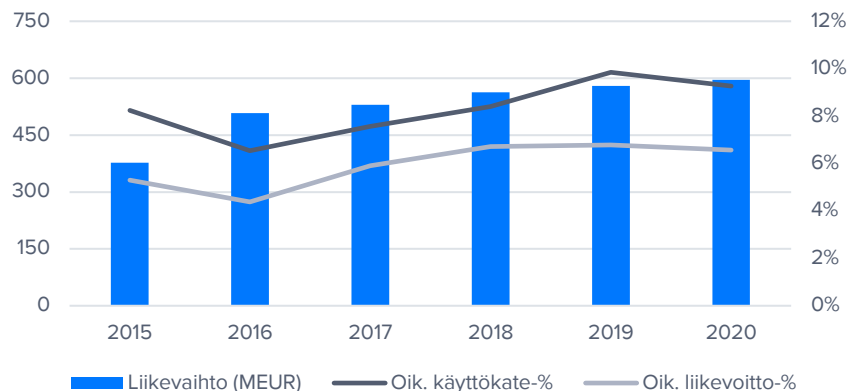


Oman pääoman tuoton kehitys

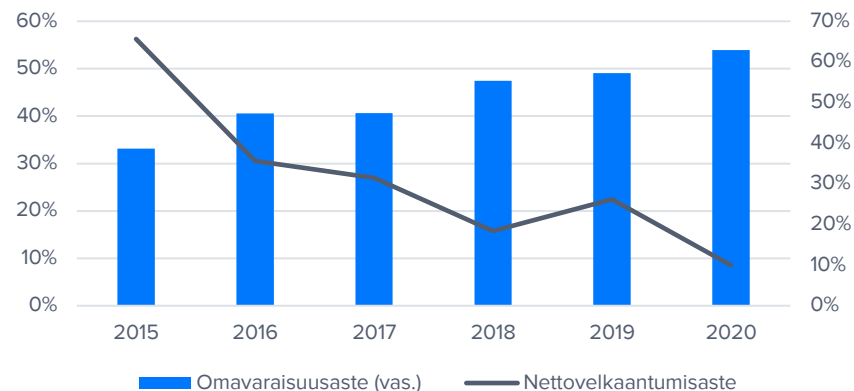


Taloudellinen tilanne

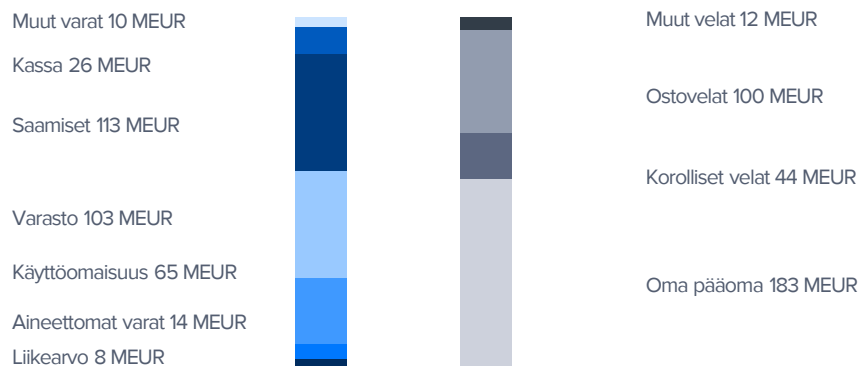
Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



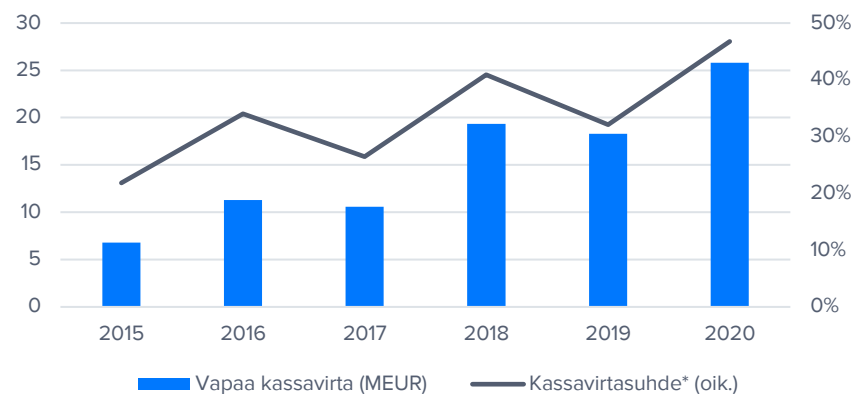
Taseaseman kehitys



Taserakenne 2020 lopussa



Kassavirran kehitys



* Vapaan kassavirran suhde oikaistuun käyttökatteeseen

Ennusteet 1/3

Ennustemalli

Ennustamme Scanfilin liikevaihdon kehitystä lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä pääasiassa arvioidun markkina- ja markkinaosuuden kasvun perusteella. Lyhyen ja keskipitkän aikavälin kannattavuuskehityksen arvioinnissa mallinamme yhtiön myyntikatteen ja kiinteän 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 pääsi vuoteen 2021 hyvistä lähtökohdista...

Scanfil pääsi lähtemään kuluvaan vuoteen hyvistä asemista, sillä yhtiö selviytyi koronavuodesta lopulta varsin vähäisin vaurioin, kun liikevaihto pysyi vajaana 3 %:n kasvussa (ml. HASEC-kaupan epäorgaaninen tuki H1'20:lle) ja kannattavuus laski vain 0,2 %-yksikköä 6,6 %:iin viime vuonna. Tämä oli arviomme mukaan pitkälti yhtiön joustavan toimintamallin ja osin jälkisyklisen kysynnän ansiota, minkä lisäksi toki keskuspankkien ja valtioiden mittavat elvytystoimet olivat merkittäviä kysynnän ylläpitäjiä ja luojia vuoden aikana. Myös kuluvalle vuodelle lähtökohdat ovat varsin hyvät, sillä 1) rokotteiden odotetaan rauhoittavan pandemian ja sen myötä talouksien avautuvan vuoden 2021 aikana 2) pandemian kanssa on opittu elämään 3) elvytys jatkuu ja patoutunutta kysyntää on kertynyt. Riskit ovat kuitenkin edelleen korkealla, sillä pandemian ennustaminen

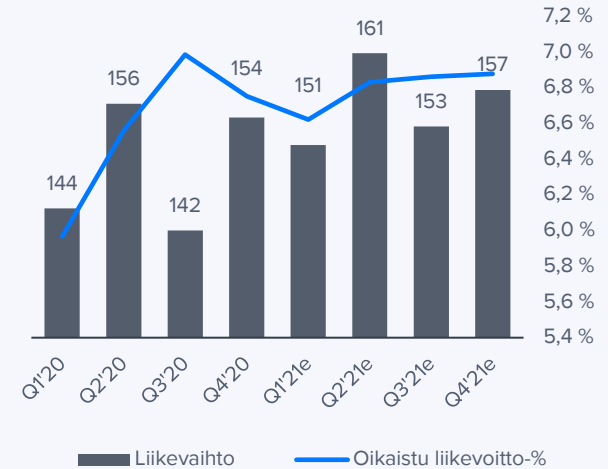
on vaikeaa (ml. rokotejakelun takertelu Euroopassa). Lisäksi poikkeustilasta johtuneet tarjontaketjun häiriöt ja maailmantalouden kiihdytyksen odottelu ovat aiheuttanut puolijohteisiin saatavuusongelmia. Myös metallien hinnat ovat nousseet, mikä voi aiheuttaa kannattavuushaasteita vuoden aikana.

...mikä näkyy myös ohjeistuksessa

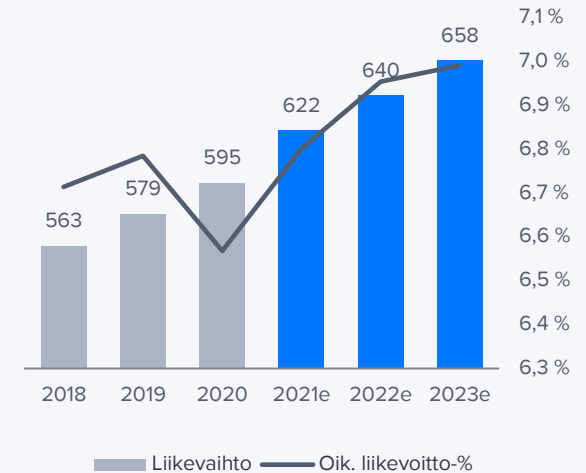
Scanfil ohjeisti tilinpäätöksensä yhteydessä vuodelle 2021 liikevaihtonsa olevan 600-640 MEUR ja oikaistun liikevoittonsa 40-44 MEUR. Seuraavan 6-9 kk:n asiakasennusteiden yhtiö kertoi kehittyneen viime aikoina positiivisesti, mikä peilaa arviomme mukaan vallitsevaa makrotalouden käänneodotusta ja pandemian odotettua taittumista kesällä. Scanfil kuitenkin liputti ohjeistukseen liittyvän epävarmuuden olevan normaalia korkeammalla pandemiantilanteen ja puolijohteiden saatavuushaasteiden takia. Ohjeistuksen antamisesta on noin kuukausi eikä pandemiantilanteen tai komponenttimarkkinan osalta ole sen jälkeen tapahtunut mielestämme huomattavia yllätyksiä kumpaankaan suuntaan.

Odotamme Scanfilin liikevaihdon kasvavan tänä vuonna 4,5 % 622 MEUR:oon. Kasvu syntyy asteittain piristyvissä markkinasta, maltillisista markkina-osuusvoitoista nykyasiakkaissa ja sekä joistakin uusista asiakkuuksista. Uskomme esimerkiksi, että yhtiö saa vietyä myös tänä vuonna joidenkin HASEC:n asiakkaiden aiemmin muilla sopimusvalmistajille teettämää volyymituotantoa omiin Puolan ja Kiinan tehtaisiin (ts. kasvatettua asiakaskohtaista markkinaosuutta).

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Ennusteet 2/3

Arviomme mukaan kasvua syntyy laaja-alaisesti kaikista Scanfilin asiakassegmenteistä, mikä peilaa yleistalouden toipumista.

Scanfilin oikaistun liikevoiton ennustamme kasvavan tänä vuonna 8 % 42,3 MEUR:oon. Tuloskasvu syntyy pääosin liikevaihdon kasvun kautta, mutta arvioimme myös Hampurin tehtaan sulkemisen (tavoiteltu vuositason kulusäästö 2,5 MEUR ja täysimääräinen vaikutus Q3'21:llä) ja pandemian kulurasitusten asteittaisen poistumisen tukevan Scanfilin operatiivista tuloskasvua tänä vuonna. Komponenttien saatavuushaasteiden tai kustannusinflaation emme odota aiheuttavan yhtiölle marginaalipaineita, mutta toisaalta emme odota kannattavuuden nousevan näistä syistä aivan vuonna 2023 tavoitellulle 7 %:n tasolle vuonna 2021. Ennusteemme ovat linjassa yhtiön ohjeistushaarukoiden kanssa emmekä ole tehneet uutoksia kuluvan vuoden ennusteisiimme.

Rahoituskulujen arvioimme laskevan tänä vuonna hieman bruttovelan laskua heijastellen noin 1 MEUR:oon, joskin raportoituja rahoituskuluja heiluttavat ei-kassavaikutteiset kurssierot, mitä heijastellen rahoituskuluihin liittyvä epävarmuus on kroonisesti korkea. Käytännön merkitystä osakkeen kannalta ei-kassavaikutteisilla kurssieroilla ei kuitenkaan näkemyksemme mukaan ole. Veroasteen arvioimme kohoavan piirun normalisoidulle tasolle reiluun 20 %:iin, sillä Puolan investointien verohelpotus loppuu. Siten kuluvan vuoden EPS-ennusteemme on 0,51 euroa, mistä arvioimme yhtiön maksavan osinkoa noin osinkopolitiikkaansa heijastellen 0,19 euroa osakkeelta. Vapaan rahavirran arvioimme jäävän tulosta heikommaksi, sillä kasvun kiihdyttäessä

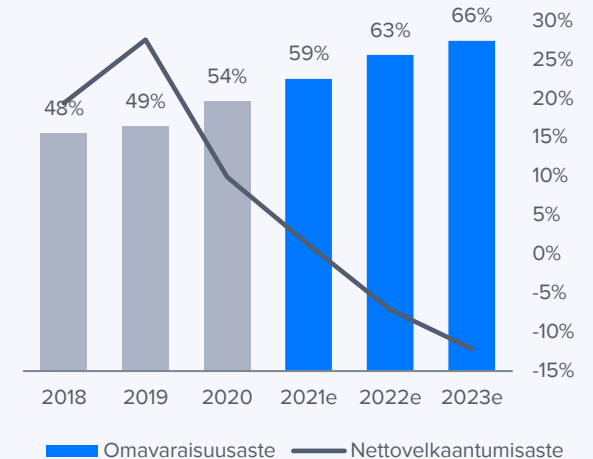
käyttöpääoman sitoutuminen lisääntyy hieman ja myös investoinnit ovat arviomme mukaan noin poistojen tasolla. Nettovoitto ja positiivinen rahavirta vahvistavat tasetta, joka pysyy väkivahvassa kunnossa (2021e: omavaraisuusaste 59 %, nettovelkaantumisaste 1 %), jos isoja velkavetoisia yritysostoja ei tehdä.

Suotuisa näkymä yltää ensi vuoteen

Vuonna 2022 emme odota koronaviruksen enää häiritsevän suoraan Scanfilin liiketoimintaa. Maailmantalouden elpymisvauhti on sen sijaan edelleen epävarma, mutta edellytykset hyvään toipumiseen ovat mielestämme olemassa, kun valtioiden ja keskuspankkien elvytys puree edelleen eikä inflaatio aseta rajoitteita elvyttämislle ja toisaalta patoutunutta kysyntää purkaantuu. Näin ollen Scanfilin asetelmat myös ensi vuoteen ovat makroperspektiivistä suotuisat, kunhan rokotteet toimivat odotetusti eikä inflaatiopeikko yllätä.

Vuonna 2022 odotamme Scanfilin liikevaihdon kasvavan 3 % 640 MEUR:oon. Kasvu on puhtaasti orgaanista ja se syntyy arviomme mukaan etenkin nykyasiakkaiden pääosin kasvavista tilausvirroista suotuisassa talustilanteesta, HASEC-kaupan strategisten hyötyjen hännistä sekä toimialalle tyypillisesti hitaasti etenevästä uusien asiakkaiden hankinnasta. Yhtiön hieman potentiaalinsa alapuolelle viime vuosina jääneen orgaanisen kasvun ja globaalin talouden osin hauraan (ts. velkavetoisen) pohjan takia pysymme maltillisina kasvuennusteidemme suhteen ja periaatteessa yhtiöllä voi olla aineksia parempaan, jos orgaanisen kasvun kiihdytys onnistuu.

Taseen avainlukujen kehitys



Osakekohtainen tulos ja osinko



Ennusteet 3/3

Vuoden 2022 liiketuloksen ennustamme nousevan liikevaihdon kasvun, koronaviruksen aiheuttamien tiettyjen kulurasitteiden täydellisen poistumisen ja Hampurin tehtaan sulkemisen täysimääräisten säästöjen ansiosta 5 % 44,5 MEUR:oon. Tämä vastaa jo Scanfilille hyvää 7,0 %:n liikevoittomarginaalia. Rahoituskulut pysyvät arviomme mukaan maltillisina 0,6 MEUR:ssa myös ensi vuonna ja veroaste noin normalisoidulla tasollaan 21 %:ssa. Siten vuoden 2022 EPS-ennusteemme kohoaa 0,54 euroon, josta arvioimme yhtiön maksavan noin politiikkansa mukaisesti osinkoa 0,19 euroa/osake. Tämä nostaisi yhtiön eurooppalaiseksi osinko-ristokraatiksi (osingon kasvu 10 vuotta putkeen).

Vapaan rahavirran osalta vuoden 2022 pitäisi olla hyvä, kun investoinnit pysyvät noin poistojen tasolla ja käyttö pääomaa sitoutuu maltillisesti. Siten arviomme yhtiön taseen jatkavan vahvistumistaan (2022e: omavaraisuusaste 63 %, nettovelkaantumisaste -7 %). Näin ollen vuoden 2022 yhtiön taloudellinen liikkumavara yrityskauppoihin olisi huomattava. Toisaalta emme usko yhtiön jakavan isoja ylimääräisiä osinkoja, vaan käyttävän kauppoja kärsivällisesti. Emme ole tehneet muutoksia vuoden 2022 ennusteisiimme.

Vuonna 2023 odotamme toipumisen jatkuvan

Vuonna 2023 odotamme Scanfilin orgaanisen kasvun jatkuvan 2,8 % vauhtia ja nostavan liikevaihdon 658 MEUR:oon. Kasvua ajaa edelleen BKT:n hidastuvan kasvun ajama markkinakasvu, ulkoistamisasteen nousu ja maltilliset onnistumiset uusasiakashankinnassa sekä asiakaskohtaisissa markkinaosuuksissa. Kasvun osalta ennusteemme

on hieman yhtiön 700 MEUR:n tavoitteen alapuolella, mikä peilaa osin varautuneisuutta toimintaympäristön toipumisen kulmakertoimeen ja osin yhtiön viime vuosina hieman potentiaalistaan jäänyttä orgaanista kasvuvauhtia. Etenkin talouden kiihdyttäessä pysyvästi yhtiön tavoite on mielestämme silti realistinen.

Vuoden 2023 liikevoiton ennustamme olevan 46 MEUR ja marginaalin yhtiön tavoitteen mukaisesti 7,0 % kasvun tukiessa kannattavuutta maltillisesti. Rahoituskuluihin ja veroihin emme odota merkittäviä muutoksia, joten ennustamme Scanfilin tekevän 0,55 euron osakekohtaisen tuloksen vuonna 2023 ja maksavan tästä osinkoa 0,21 euroa osakkeelta. Nettovoiton ja terveen rahavirran ansiosta arvioimme omavaraisuusasteen nousevan 66 %:iin ja nettovelkaantumisasteen painuvan -12 %:iin. Näillä tasoilla yhtiöllä olisi jo erittäin hyvää liikkumavaraa keskikokoisiin yritysostoihin ja käytännössä pidämmekin melko todennäköisenä, että yhtiö tekee yrityskauppoja ennen vuoden 2023 loppua eikä tase tule painumaan selvästi nettokassan puolelle.

Odotamme kasvun jatkuvan pitkällä aikavälillä

Odotamme Scanfilin jatkavan kannattavan kasvun strategiansa määrätietoista toteuttamista pääpiirteittäin entisillä linjoillaan myös vuoden 2023 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 -näkyymiä. Pidämme tätä verrattain konservatiivisena arviona ja pitkällä tähtäimellä yrityskaupat tulevat tehostamaan kasvua erittäin suurella todennäköisyydellä, mutta niiden ajoitusten ennakoiminen on mahdotonta.

Yhtiön liikevoittomarginaalien odotamme liikkuvan pitkällä aikavälillä 6-7 % haarukassa ankarana pysyvän kilpailupaineen ja toisaalta kehittyvien markkinoiden kustannusinflaation myötä. Korostamme kuitenkin, että mielestämme PartnerTech- tai HASEC-kaupat eivät laimentaneet Scanfilin pitkän aikavälin marginaalipotentialiaa, joten emme näe esteitä, miksi nykytuotoinen Scanfil ei pitkällä aikavälillä kykenisi yltämään noin 7-8 % marginaalitasolle. Scanfilin 10 vuoden EBIT-%:n keskiarvo on 5,8 % (5 v ka. 6,1 %) ja aikasarjan heikoin marginaali 4,3 %, joten pidämme myös terminaaliennusteitamme kohtuullisina. Olemme nostaneet yhtiön pitkän ajan ennusteitamme hieman.

Pitkällä tähtäimellä ennuste-epävarmuus kasvaa, vaikka emme pidäkään Scanfilin liiketoiminnan ison kuvan ennustettavuutta heikkona suhteessa moniin muihin pörssiyrityksiin. Siten pitkän ajan ennusteiden merkitys osakkeen arvonmuodostuksen kannalta ei ole ratkaiseva ja olemmekin käyttäneet niitä lähinnä lyhyen aikavälin ennusteidemme tueksi laatimassamme DCF-laskelmassa. Yhtiöllä on vahva track-record 2010-luvulta ja uskottavat taloudelliset tavoitteet vuodelle 2023. Siten markkinoiden pohjaluottamus pitkän ajan ennusteita kohtaan pitäisi mielestämme olla noususuunnassa.

Kvartaaliennusteet

Tuloslaskelma	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21e	Q2'21e	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	579	144	156	142	154	595	151	161	153	157	622	640	658	675
Konserni	579	144	156	142	154	595	151	161	153	157	622	640	658	675
Käyttökate	53,0	12,4	14,0	25,0	9,1	60,5	13,4	14,4	13,9	14,1	55,8	57,7	59,6	61,9
Poistot ja arvonalennukset	-17,7	-3,8	-3,8	-3,7	-4,8	-16,1	-3,4	-3,4	-3,4	-3,3	-13,5	-13,2	-13,6	-14,9
Liikevoitto ilman kertaeriä	39,3	8,6	10,2	9,9	10,4	39,1	10,0	11,0	10,5	10,8	42,3	44,5	46,0	47,0
Liikevoitto	35,3	8,6	10,2	21,3	4,3	44,4	10,0	11,0	10,5	10,8	42,3	44,5	46,0	47,0
Konserni	39,4	8,6	10,2	21,3	4,3	44,4	10,0	11,0	10,5	10,8	42,3	44,5	46,0	47,0
Nettorahoituskulut	-1,3	0,1	-0,6	-0,8	-1,3	-2,6	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-1,0	-0,6	-0,5	0,0
Tulos ennen veroja	34,0	8,7	9,6	20,5	3,0	41,8	9,8	10,8	10,3	10,6	41,3	43,9	45,5	47,0
Verot	-5,9	-1,2	-1,4	-2,4	0,1	-4,9	-2,0	-2,2	-2,1	-2,1	-8,3	-9,2	-10,0	-10,3
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	28,1	7,5	8,2	18,1	3,1	36,9	7,8	8,6	8,2	8,4	33,0	34,7	35,5	36,7
EPS (oikaistu)	0,50	0,12	0,13	0,12	0,14	0,50	0,12	0,13	0,13	0,13	0,51	0,54	0,55	0,57
EPS (raportoitu)	0,44	0,12	0,13	0,28	0,05	0,57	0,12	0,13	0,13	0,13	0,51	0,54	0,55	0,57

Tunnusluvut	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21e	Q2'21e	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihdon kasvu-%	2,9 %	10,9 %	9,0 %	-7,0 %	-0,4 %	2,7 %	4,8 %	3,5 %	8,0 %	1,9 %	4,5 %	2,9 %	2,8 %	2,6 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	4,0 %	22,9 %	-0,5 %	-17,8 %	3,9 %	-0,5 %	16,3 %	7,8 %	6,1 %	3,8 %	8,2 %	5,2 %	3,4 %	2,2 %
Käyttökate-%	9,1 %	8,6 %	9,0 %	17,6 %	5,9 %	10,2 %	8,9 %	8,9 %	9,1 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,1 %	9,2 %
Oikaistu liikevoitto-%	6,8 %	6,0 %	6,6 %	7,0 %	6,8 %	6,6 %	6,6 %	6,8 %	6,9 %	6,9 %	6,8 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %
Nettotulos-%	4,9 %	5,2 %	5,3 %	12,8 %	2,0 %	6,2 %	5,2 %	5,3 %	5,4 %	5,4 %	5,3 %	5,4 %	5,4 %	5,4 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Pysyvät vastaavat	103	94,5	96,1	98,0	104
Liikearvo	8,0	8,3	8,3	8,3	8,3
Aineettomat hyödykkeet	16,8	14,3	14,4	14,5	14,6
Käyttöomaisuus	71,7	64,5	66,0	67,8	73,7
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	5,7	6,9	6,9	6,9	6,9
Vaihtuvat vastaavat	237	245	254	262	273
Vaihto-omaisuus	102	103	109	112	115
Muut lyhytaikaiset varat	2,9	2,4	2,4	2,4	2,4
Myyntisaamiset	112	113	118	122	125
Likvidit varat	20,4	25,8	24,9	25,6	30,8
Taseen loppusumma	340	339	350	360	377

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Oma pääoma	167	183	205	227	249
Osakepääoma	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Kertyneet voittovarot	122	153	175	198	220
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	42,7	27,9	27,9	27,9	27,9
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	50,9	40,4	23,7	12,5	6,8
Laskennalliset verovelat	7,0	5,7	5,7	5,7	5,7
Varaukset	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6
Lainat rahoituslaitoksilta	43,5	34,1	17,4	6,2	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	122	116	122	120	121
Lainat rahoituslaitoksilta	23,0	9,9	9,9	3,3	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	96,1	100	106	110	115
Muut lyhytaikaiset velat	3,2	5,9	6,0	6,0	6,0
Taseen loppusumma	340	339	350	360	377

Arvonmääritys ja suositus 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 kuluvan vuoden ja seuraavan vuoden arvostuskertoimilla, sillä yhtiön hyvä historiallinen track-record ja ennustettavuus ja vakaa taloudellinen asema kompensoivat mielestämme riittävästi liiketoimintamallin lyhyen ajan näkyvyyteen liittyviä rajoitteita.

Mielestämme seuraavat tekijät painavat ja tukevat Scanfilin arvostusta:

- **Vahva track-record** kannattavasta kasvusta lisäävät luottamusta yhtiön tulevaisuuden kilpailukykyyn myös jatkossa.
- **M&A-optio** on mielestämme positiivinen, sillä Scanfil on osoittanut kykynsä luoda omistaja-arvoa yritys järjestelyillä ja taseessa on nyt tulivoimaa melko suureenkin (EV noin 100 MEUR) järjestelyyn
- **Lähivuosien tulos kasvutuodotukset** ovat melko hyvät, sillä toimintaympäristön odotetaan paranevan, kun talouskasvu kiihdyttää pandemian jälkeen ja kannattavuudessa on vielä lievää parantamisen varaa.
- **Investointivetoisuus ja alituinen riski suurten asiakkaiden menettämisestä** pitävät

näkyvyyden lyhyenä ja aiheuttavat volatiliiteettia, mikä nostaa riskiprofilia.

- **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 tietyntyyppisten sijoittajien (esim. instituutiot) kiinnostusta yhtiöön eikä yritysostokortti nouse kunnolla arvostusta tukevaksi tekijäksi nykyrakenteella.

Mielestämme Scanfilin osakkeelle hyväksyttävä arvostustaso on P/E-kertoimella mitattuna noin 13x-15x sekä vastaavasti EV/EBIT-kertoimella mitattuna 10x-12x. Nämä tasot ovat markkinoiden viimeisen viiden vuoden aikana Scanfilille hyväksymiä tasoja (P/E noin 11x, EV/EBIT noin 10x) ylempänä, mutta mielestämme laadukkaasti 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, mediaani EV/EBIT 11x-14x), mikä heijastelee edelleen melko konservatiivista arvostushaarukkaa nykyiseen nollakorkoympäristöön peilattuna.

Scanfil on viimeisen vajaan viiden vuoden aikana edennyt sekä strategisesti että operatiivisesti erittäin hyvään suuntaan. Tätä heijastelleen yhtiö on yltänyt aikavälillä 2015-2020 keskimäärin 19 %:n liikevaihdon vuosikasvuun (CAGR) ja kertaeristä oikaistuna 18 %:n oman pääoman tuottoon.

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	7,56	7,56	7,56
Osakemäärä, milj. kpl	64,5	64,5	64,5
Markkina-arvo	487	487	487
Yritys arvo (EV)	490	471	453
P/E (oik.)	14,8	14,0	13,7
P/E	14,8	14,0	13,7
P/Kassavirta	17,7	15,5	14,9
P/B	2,4	2,1	2,0
P/S	0,8	0,8	0,7
EV/Liikevaihto	0,8	0,7	0,7
EV/EBITDA (oik.)	8,8	8,2	7,6
EV/EBIT (oik.)	11,6	10,6	9,8
Osinko/tulos (%)	37,1%	39,0%	41,8%
Osinkotuotto-%	2,5%	2,8%	3,0%

Lähde: Inderes

Arvonmääritys ja suositus 2/4

Arviomme mukaan Scanfililla on hyvät edellytykset jatkaa positiivista kehitystä myös lähivuosina. Kasvun sekä pääoman tuoton ylläpito 2020-luvulla veisivät yhtiötä mielestämme yhä selvemmin kohti pörssin laatuyltökatgoriaa. Osakkeen 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 (olettaen toki, että esimerkiksi korkoympäristö ja siten yleinen osakemarkkinatilanne ei muutu dramaattisesti). Lyhyellä tähtäimellä arvostuksessa voi kuitenkin olla tiettyä konsolidoitumisen varaa, sillä kertoimet ovat nousseet uudelle tasolle käytännössä muutamien edelliskuukausien aikana.

Kertoimet ovat kohtuulliset

Scanfilin ennusteidemme mukaiset P/E-luvut vuosille 2021 ja 2022 ovat noin 15x ja 14x, kun taas vastaavat EV/EBIT-kertoimet ovat noin 12x ja 11x. Lähivuosien osinkotuottojen odotamme olevan noin 3 %:n tasolla. Kertoimet ovat siis hyväksyviemme haarukoiden sisällä. Näin ollen pidämme yhtiön arvostusta absoluuttisesti edelleen varovaisen houkuttelevana lyhyellä tähtäimellä, vaikka suotuisaa kehitystä onkin jo hinnoiteltu osakkeeseen.

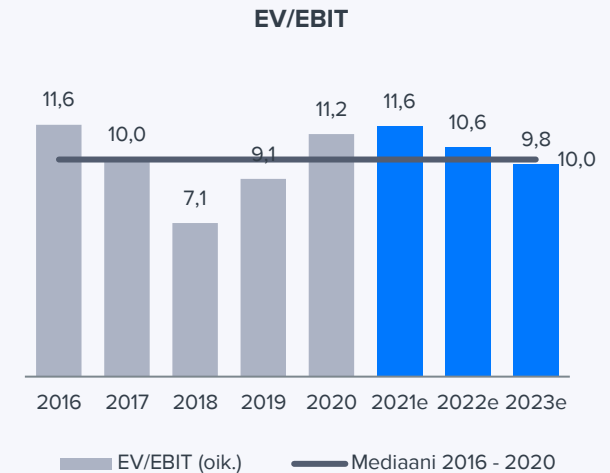
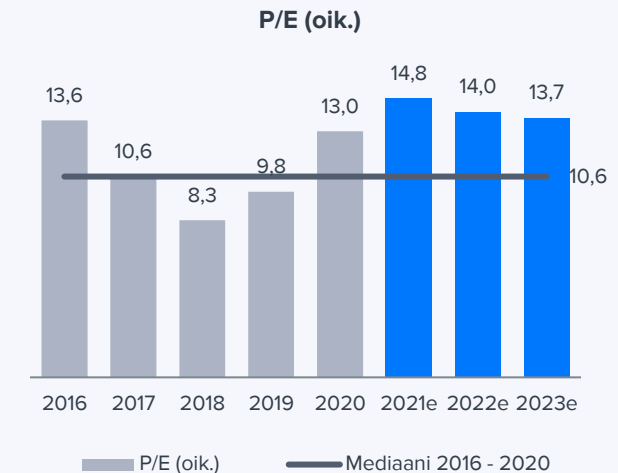
Scanfilin P/B-luku 2,6x on järkevä verrattuna yhtiön viimeisen 5 vuoden oikaistuun 18 %:n oman pääoman tuottoon ja tuloskasvuun. Scanfilin staattinen taaksepäin katsova tulostuotto on näillä

lukuilla kohtuullinen 7 %. Siten tulevaisuuden kasvulle ja tulosparannukselle jää katettavaa vain rajallinen osa (vrt. arvioimamme oman pääoman kustannus nykyolosuhteissa noin 8 %) ja historian ansiosta luottamus parannuspotentiaaliin on korkea. Näin ollen tämäkin näkökulma tukee osakkeen vielä hyvin perusteltavissa olevaa arvostusta.

Vertailuryhmäarvostus on niin ikään siedettävä

Sopimusvalmistussektorilla toimii paljon listattuja yhtiöitä, joten Scanfilille voidaan kerätä varsin suuri verrokiryhmä arvostustason suhteellista tarkastelua varten. Huomioitavaa kuitenkin on, että verokkiyhtiöiden vertailtavuus Scanfilin verokkien suuresta määrästä huolimatta ei ole täydellinen, sillä skaalaerot globaaleihin jätteihin ovat valtavia ja verokkiryhmissä 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 Fideltronik). Näin ollen painotamme Scanfilin arvonnäärityksessämme etenkin absoluuttisia kertoimia, joita verokkiryhmäarvostus 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 tulos pohjaiset kertoimet ovat nousseet laajemminkin viime aikoina,



Arvonmääritys ja suositus 3/4

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. Jälkimmäisestä syystä johtuen myös volyymipohjaiset kertoimet ovat varsin matalia, kun taas tasepohjaiset kertoimet ovat hyvin riippuvaisia pääoman tuottokyvystä.

Vertailuryhmään nähden Scanfil on arvostettu tulos pohjaisilla kertoimilla noin 15-30 % preemiolla. Mielestämme preemio on täysin ansaittu Scanfilin viime vuosien suorituskyky ja asemoituminen paremmin kannattavaan teollisuuselektroniikan segmenttiin huomioiden. Volyymipohjainen EV/S-kerroin ovat selvemmin preemiolla, mutta tämä on mielestämme täysin perusteltua Scanfilin keskimääräistä parempi kannattavuus ja pääoman tuotto huomioiden. Näin ollen osakkeen suhteellinen arvostus ei ole mielestämme halpa emmekä näe preemiossa merkittävää leventymisen varaa. Toisaalta koko verrokkiryhmä ei ole erityisen haastavasti hinnoiteltu ja esimerkiksi yksi suurimmista verrokeista eli norjalainen Kitron on hinnoiteltu Scanflia ylemmäs. Siten emme näe verrokkiarvostuksen estävän Scanfilin lievää kurssinousuvaraa 12 kuukauden tähtäimellä, vaikka merkittävää leventymisen varaa preemiossa enää tuskin on ilman onnistuneita yrityskauppoja.

DCF-arvonmääritys

Annamme arvonmäärityksessä myös rahavirtamallille (DCF) suhteellisen arvostuksen

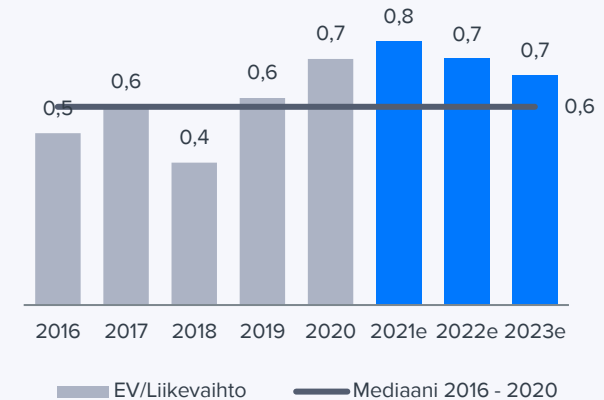
tavoin absoluuttisia kertoimia maltillisemman painoarvon, koska DCF-malli on herkkä erityisesti terminaali-jakson muuttujiin nähden. DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on noin 8 euroa, mikä tukee muiden menetelmien indikoimaa kuvaa Scanfilin osakkeen yhä maltillisesta potentiaalista ja mielestämme DCF-malli antaa kuitenkin melko hyvän kuvan Scanfilin osakkeen käyvistä 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 terminaali-jakson painoarvo kassavirtojen arvosta on nykytilanteeseen (ml. alhaiset tuottovaatimukset nollakorkojen takia) melko neutraali 58 %. Näin ollen parametrit ovat mielestämme hyvin perustellut yhtiön historiallisilla näytöillä eikä ennusteiden ylittäminen kukaan ole pitkässä juoksussa mahdotonta. Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 7,6 % ja oman pääoman kustannus 8,1 %. Riskitön korko on 2,0 %, ja markkinan riskipreemio puolestaan 4,75 %.

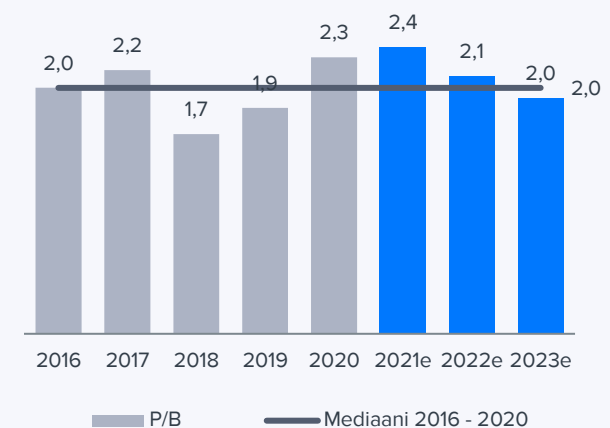
Osake on hinnoiteltu järkevästi

Näkemyksemme mukaan Scanfilin osakkeen käypä arvo on noin 6,50-8,00 euroa osakkeelta perustuen normalisoituun 0,50-0,55 euron EPS-potentiaaliin (vrt. vuoden 2023 taloudellisten tavoitteiden toteutuessa EPS voisi arviomme mukaan ylittää karkeasti 0,60 euron tasolle) ja 13x-15x tuloskerroimeen sekä myös DCF-malliin

EV/Liikevaihto



P/B



Arvonmääritys ja suositus 4/4

Pidemmillä aikavälillä arvioimme osakkeen käyvän arvon nousevan asteittain, kunhan yhtiö jatkaa kannattavaa orgaanista tai epäorgaanista kasvuaan. Näin ollen Scanfil on hinnoiteltu käyvän arvon haarukkamme puolivälin tienoille, mutta yhtiön vahva suorituskyky, positiivinen M&A-optio ja nyt suotuisasti kehittyvä suhdanne huomioiden olemme valmiita hyväksymään osakkeelle hinnan haarukkamme ylälaidasta.

Eri arvostusmittarien muodostama kokonaisuus huomioiden pidämme osakkeen tuotto-odotusta myös seuraavan vuoden tähtäimellä aavistuksen tuottovaatimusta korkeampana seuraavalle 12 kuukaudelle. Tuotto-odotus muodostuu etenkin tuloskasvusta ja osingosta, kun taas arvostuskertoimissa emme näe oleellista liikkumavaraa viime kuukausien kertomien vahvistumisen jälkeen kumpaankaan suuntaan. Myös keskipitkällä tähtäimellä osakkeen tuotto-odotus tulee arviomme mukaan pääosin samoista komponenteista, vaikka pidemmällä perspektiivillä kertomien maltillinen nousu vielä piirun ylemmäs ei mielestämme olisi lainkaan kohtuutonta, jos Scanfil onnistuu strategiansa toteutuksessa.

Yrityskauppaoptio tulee kaupan päälle

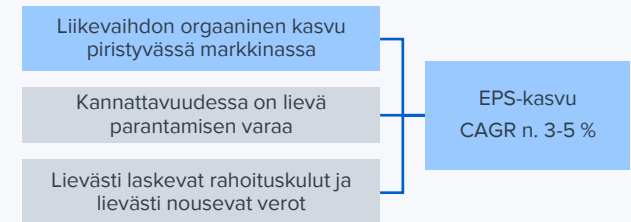
Kaupan päälle sijoittajat saavat Scanfilin positiivisen yritysosto-option, joka voi realisoitua myös lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä. Taseessa mielestämme piilevä noin 100 MEUR:n tulivoima huomioiden yrityskaupat voivat vahvistaa yhtiön kasvua selvästikin ja strategisesti yhtiöön hyvin sopivat ja kohtuuhintaiset yrityskaupat (arvostus

omien preemiokertoimien alapuolella) tukisivat lähtökohtaisesti näkemystämme Scanfilin osakkeen käyvästä arvosta. Pidemmällä tähtäimellä Scanfilin osakkeen kehityksen kannalta keskeistä on yhtiön onnistuminen yrityskauppavetoisen kasvustrategian toteuttamisessa, minkä pitäisi pitää yhtiön liikevaihto ja tulos tasaisella nousukäyrällä. Scanfililla on strategian toteuttamisesta vahvat historialliset näytöt, minkä takia suhtaudumme myös yhtiön pitkän aikavälin sijoitustarinaan positiivisesti.

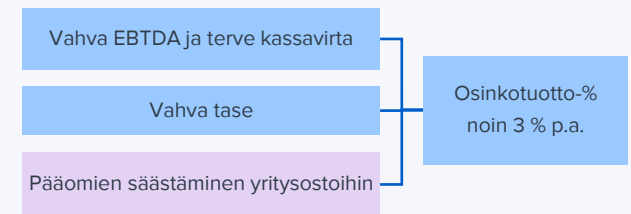
Osaketuoton ajurit 2021e-2023e

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

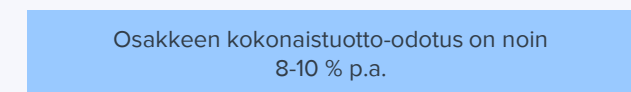
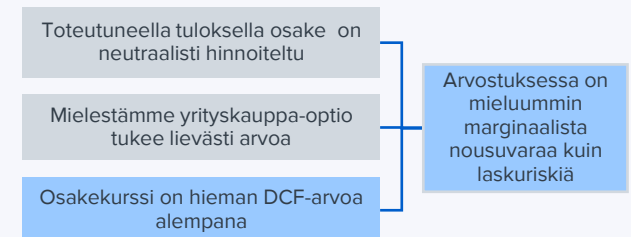
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



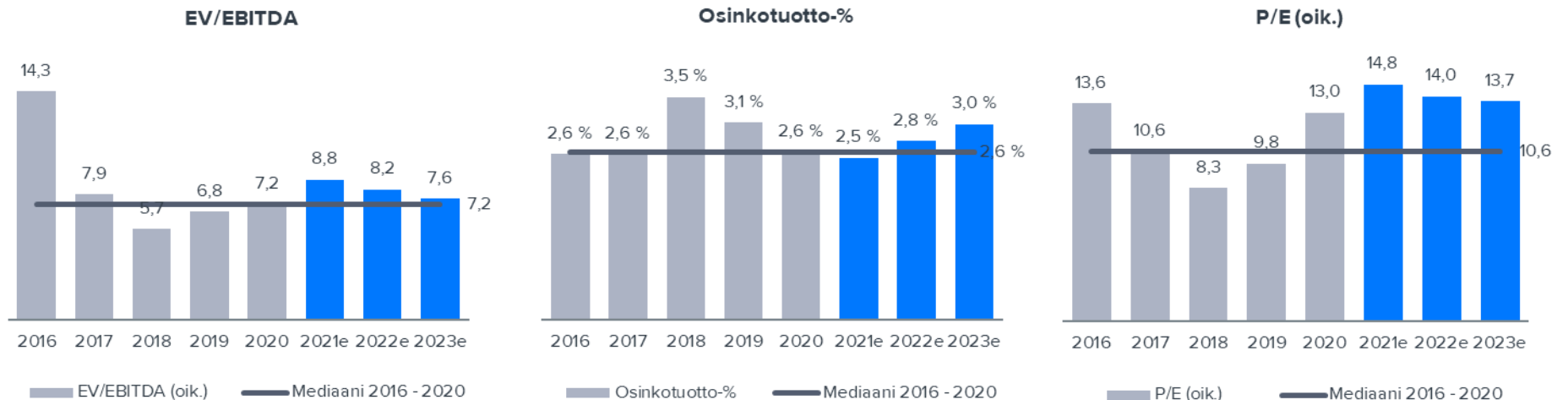
Arvostuskertoimien ajurit



Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	3,49	4,28	3,75	4,89	6,52	7,56	7,56	7,56	7,56
Osakemäärä, milj. kpl	60,6	63,9	64,0	64,4	64,5	64,5	64,5	64,5	64,5
Markkina-arvo	221	273	240	313	420	487	487	487	487
Yritysarvo (EV)	261	314	268	359	439	490	471	453	435
P/E (oik.)	13,6	10,6	8,3	9,8	13,0	14,8	14,0	13,7	13,3
P/E	neg.	10,6	8,3	11,2	11,4	14,8	14,0	13,7	13,3
P/Kassavirta	14,5	36,4	10,5	77,0	8,3	17,7	15,5	14,9	15,1
P/B	2,0	2,2	1,7	1,9	2,3	2,4	2,1	2,0	1,8
P/S	0,4	0,5	1,7	0,5	0,7	0,8	0,8	0,7	0,7
EV/Liikevaihto	0,5	0,6	0,4	0,6	0,7	0,8	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA (oik.)	14,3	7,9	5,7	6,8	7,2	8,8	8,2	7,6	7,1
EV/EBIT (oik.)	11,6	10,0	7,1	9,1	11,2	11,6	10,6	9,8	9,3
Osinko/tulos (%)	neg.	27,3 %	5,7	34,2 %	29,7 %	37,1 %	39,0 %	41,8 %	43,9 %
Osinkotuotto-%	2,6 %	2,6 %	3,5 %	3,1 %	2,6 %	2,5 %	2,8 %	3,0 %	3,3 %

Lähde: Inderes



Vertailuryhmä

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e
Plexus	95,25	2324	2307	8,8	8,0	6,5	5,9	0,5	0,4	19,5	17,8			2,6
Venture Corporation	20,40	3750	3179	12,0	10,9	10,8	9,9	1,4	1,3	17,5	16,2	3,7	3,8	2,2
Universal Scientific	19,93	5680	5467	14,4	11,9	11,3	9,7	0,6	0,5	19,5	16,4	1,8	2,7	3,3
Siix	1601,00	620	810							12,9	12,0	1,9	2,0	1,2
Fabrinet	92,73	2895	2526	15,0	13,0	12,4	10,8	1,4	1,2	20,7	18,7			3,1
TT Electronics	232,00	477	584	15,8	11,8	9,6	8,1	1,1	1,0	16,5	13,4	2,4	2,8	1,4
Hana Microelectronics	56,50	1230	968	16,3	14,0	9,1	8,3	1,4	1,2	21,8	19,9	2,9	3,3	2,0
Lacroix		142	192	8,4	7,6	5,3	4,9	0,3	0,3	11,1	9,6	2,3	1,3	1,2
Jabil	53,70	6765	8378	7,2	6,5	4,3	3,9	0,3	0,3	10,6	9,9	0,6	0,7	4,0
Foxconn	122,50	50521	41968	8,1	7,0	5,7	5,1	0,2	0,2	12,5	10,9	4,2	4,8	1,2
Flextronics	18,31	7738	8755	6,2	5,2	4,1	3,6	0,3	0,2	12,7	11,8			2,8
Celestica	11,10	965	1068	5,7	4,9	3,6	3,2	0,2	0,2	9,1	7,9			
Pegatron	73,00	5783	5955	9,3	7,9	4,7	4,1	0,1	0,1	11,4	10,5	5,9	6,1	1,1
Kitron		393	469	13,5	11,7	10,2	9,0	1,0	0,9	18,0	15,9	3,6	4,1	4,0
Hanza	17,80	57	90	9,4	7,3	4,6	3,9	0,4	0,3	10,1	8,5	1,4	3,2	1,1
Incap	24,70	142	156	9,0	7,4	7,9	6,6	1,1	1,0	12,2	11,0	1,2	1,4	2,6
Scanfil (Inderes)	7,56	487	490	11,6	10,6	8,8	8,2	0,8	0,7	14,8	14,0	2,5	2,8	2,4
Keskiarvo				10,6	9,0	7,3	6,5	0,7	0,6	14,8	13,1	2,7	3,0	2,3
Mediaani				9,3	7,9	6,5	5,9	0,5	0,4	12,8	11,9	2,3	3,0	2,2
Erotus-% vrt. mediaani				25 %	33 %	35 %	37 %	69 %	74 %	15 %	18 %	8 %	-7 %	9 %

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

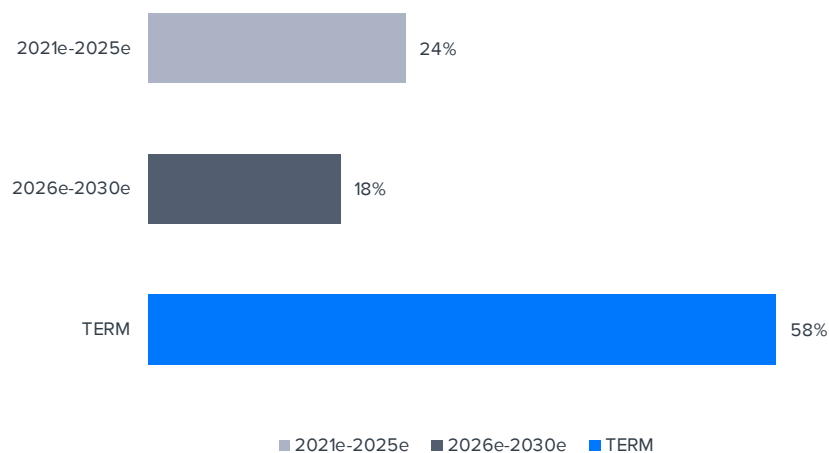
DCF-malli

DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
Liikevoitto	44,4	42,3	44,5	46,0	47,0	48,7	48,7	48,7	48,6	48,5	49,5	
+ Kokonaispoistot	16,1	13,5	13,2	13,6	14,0	14,2	14,4	14,7	15,0	14,9	14,8	
- Maksetut verot	-7,4	-8,3	-9,2	-10,0	-10,3	-10,7	-10,7	-10,7	-10,7	-10,7	-10,9	
- verot rahoituskuluista	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	4,5	-4,7	-1,9	-1,8	-3,2	-3,8	-4,0	-4,1	-4,2	-4,3	-3,0	
Operatiivinen kassavirta	57,3	42,6	46,4	47,6	47,4	48,3	48,5	48,5	48,7	48,4	50,5	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-6,7	-15,1	-15,1	-15,0	-15,1	-15,6	-15,6	-16,6	-14,6	-14,6	-15,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	50,8	27,5	31,3	32,7	32,3	32,7	32,9	31,9	34,1	33,8	35,3	
+/- 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	50,8	27,5	31,3	32,7	32,3	32,7	32,9	31,9	34,1	33,8	35,3	639
Diskontattu vapaa kassavirta		26,1	27,6	26,7	24,5	23,1	21,6	19,5	19,3	17,8	17,2	312
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		536	510	482	455	431	408	386	367	347	329	312
Velaton arvo DCF		536										
- Korolliset velat		-44,0										
+ Rahavarat		25,8										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		517										
Oman pääoman arvo DCF per osake		8,0										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,10
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,90 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	8,1 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,6 %

Rahavirran jakauma jaksoittain



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. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden 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 yhtiökohtaisia ja subjektiivista. Siten eri osakkeilla samansuuruiset 12 kk kokonaistuotto-odotukset voivat johtaa eri suosituksiin eikä eri osakkeiden suosituksia ja 12 kk kokonaistuotto-odotuksia tule verrata keskenään. Tuotto-odotuksen vastapuolena toimii sijoittajan Inderesin näkemyksen mukaan ottama riski, joka vaihtelee voimakkaasti eri yhtiöiden ja tilanteiden välillä. Korkea tuotto-odotus ei siis välttämättä johda positiiviseen suositukseen riskien ollessa poikkeuksellisen suuria, eikä matala tuotto-odotus johda vastaavasti negatiiviseen suositukseen riskien ollessa Inderesin näkemyksen mukaan maltillisia.

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes 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 laatineen 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.

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
28.4.2017	Osta	4,25 €	3,67 €
28.6.2017	Lisää	4,50 €	4,15 €
9.8.2017	Vähennä	4,50 €	4,44 €
30.10.2017	Lisää	4,50 €	4,22 €
14.11.2017	Lisää	4,50 €	4,18 €
13.12.2017	Lisää	4,70 €	4,26 €
19.2.2018	Lisää	4,85 €	4,30 €
16.4.2018	Lisää	5,25 €	4,88 €
27.4.2018	Lisää	5,40 €	4,98 €
13.8.2018	Lisää	5,40 €	4,81 €
29.10.2018	Lisää	4,80 €	4,34 €
21.12.2018	Osta	4,50 €	3,52 €
18.2.2019	Lisää	4,50 €	4,24 €
26.4.2019	Lisää	4,50 €	4,20 €
12.8.2019	Lisää	4,50 €	4,04 €
28.10.2019	Lisää	4,75 €	4,35 €
17.1.2020	Lisää	5,25 €	4,94 €
20.2.2020	Lisää	5,60 €	5,20 €
23.3.2020	Lisää	4,25 €	3,73 €
25.4.2020	Lisää	5,00 €	4,48 €
5.8.2020	Lisää	5,50 €	5,18 €
10.8.2020	Lisää	6,00 €	5,56 €
28.10.2020	Osta	6,00 €	5,14 €
15.12.2020	Lisää	6,30 €	5,96 €
19.3.2021	Lisää	7,30 €	6,90 €
9.4.2021	Lisää	8,00 €	7,56 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömme 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.**