

# Scanfil

## Laaja raportti

6.7.2023 7:40



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Vakuuttavaa peruspeliä vuodesta toiseen

Toistamme Scanfilin vähennä-suosituksemme ja tarkastamme tavoitehintamme 9,50 euroon (aik. 9,00 €) lievästi nostamaamme pitkän ajan kasvuprofilia heijastellen. Scanfil on päässyt viime kvartaaleilla yli korona-ajan materiaalihaasteista ja yhtiön viimeisen vuosikymmenen kannattavan kasvun track-record on vakuuttava. Odotamme Scanfilin pelikirjan toimivan jatkossakin, mutta lyhyellä tähtäimellä osakkeen riskikorjattu tuotto-odotus jää mielestämme kohonneen arvostuksen ja teollisuuteen liittyvien makroriskien kasaantumisen takia neutraaliksi.

## Roolipeliä joustavasti ja kulutehokkaasti pelaava sopimusvalmistaja

Scanfil tarjoaa asiakkailleen mahdollisuuden ulkoistaa tuotteiden valmistus ja keskittyä omiin ydintoimintoihinsa, mikä luo asiakkaille joustoa kulurakenteisiin ja tehostaa pääomien käyttöä. Scanfil operoi pääosin teollisuuselektronikassa, jossa pienet tuotantoerät, lyhyet toimitusajat ja pitkät tuotesykliit sekä osittainen tarve läsnäoloon asiakkaiden tuotekehityksen lähellä mahdollistavat pienemmille yhtiöille kannattavan toiminnan, vaikka kilpailu toimialalla on kovaa. Scanfilin vahvuuksia ovat mielestämme kattava ja selkeästi roolitettu tehdasverkko ja toimintamalli, kulutehokas kulttuuri, pitkä kokemus toimialasta sekä tuotannon nopeus, joustavuus ja laatu. Yhtiöllä on myös vahva taloudellinen historia, mikä kuvaa Scanfilin strategian toimivuutta pitkällä aikavälillä. Viime kvartaaleilla yhtiö on myös päässyt yli korona-ajan marginaalihaasteista. Scanfilin selkeimpinä riskinä näemme globaalin talouden ja investointivetoisen kysynnän kasvun kestävyuden sekä osin myös kilpailun kiristymisen.

## Scanfil on orgaanisesti ja yrityskaupoilla laajentuva kasvuyhtiö

Scanfilin relevantin markkinan volyymit kasvavat arviomme mukaan noin 3-6 % vuodessa pitkällä aikavälillä, mitä ajaa BKT:n kasvu, teollisuuden tuotannon ulkoistamisasteen nousu, energiamurros ja sähköistyminen. Yhtiön markkina on hajanainen, minkä ansiosta Scanfililla on hyvä epäorgaaninen kasvualusta. Yrityskaupat ovat arviomme mukaan olennainen osa historiallisesti menestyksekkäitä yritysjärjestelyjä toteuttaneen Scanfilin kasvustrategiaa myös jatkossa. Varastojen kasvu on rasittanut yhtiön normaalisti vahvaa tasetta viime aikoina, mutta arviomme mukaan yhtiöllä olisi taseessa pelkkää velkakapasiteettia isonkin (EV ~100 MEUR) yritystoston toteuttamiseen, kun varasto saadaan vuosina 2023-2025 normalisoitua. Teollisuuteen liitännäisten talouden indikaattorien heikentymisestä huolimatta kysyntäympäristö on toistaiseksi pysynyt suotuisana ja yhtiön kuluvan vuoden näkymä on erittäin vahva. Toistaiseksi odotamme vaisun talouskasvunäkymän ja Scanfilin kysynnän osin jälkisyklisen luonteen takia kasvun ja tuloskasvun rauhoittuvan selvästi vuoden 2023 tason nousun jälkeen. Talouskasvun toipuessa ja nopean vihreän siirtymän jatkuessa ennusteissamme voisi olla myös nousuvaraa.

## Arvostuskuva on lyhyellä tähtäimellä melko neutraali

Scanfilin ennusteidemme mukaiset P/E-luvut vuosille 2023 ja 2024 ovat noin 15x ja EV/EBIT-kertoimet ovat 12x ja 11x. Arvostus on noussut hieman yhtiön matalien 5 vuoden mediaanien yläpuolelle ja marginaaliselle preemiolle verrokkiryhmän nähden. Siten osakkeen arvostus ei ole lainkaan kohtuuton suotuisiin näkymiin suhteutettuna, mutta kuluvan vuoden noin 40 %:n kurssinousun jäljiltä tuloskasvusta, pienestä noin 2-3 %:n osinkotuotosta ja kertoimien laskuvarasta (P/E TOT 18x) muodostuva tuotto-odotus ei mielestämme ylitä enää tuottovaatimusta 12 kk:n sihdillä. Myös noin tavoitehintamme tienoilla oleva osakekohtainen DCF-arvo indikoi osakkeen hinnoittelun neutralisoituneen lyhyellä tähtäimellä. Pitkää peliä pelaavilla sijoittajille Scanfil tarjoaa kuitenkin mielestämme yhä vahvan kannattavan kasvun sijoitustarinan.

## Suositus

### Vähennä

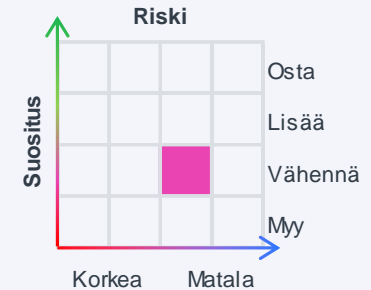
(aik. Vähennä)

**9,50 EUR**

(aik. 9,00 EUR)

### Osakekurssi:

10,38 EUR



## Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Liikevaihto</b>	844	910	900	925
<b>kasvu-%</b>	21 %	8 %	-1 %	3 %
<b>EBIT oik.</b>	45,4	61,1	61,5	64,0
<b>EBIT-% oik.</b>	5,4 %	6,7 %	6,8 %	6,9 %
<b>Nettotulos</b>	35,0	45,6	46,6	49,3
<b>EPS (oik.)</b>	0,54	0,70	0,71	0,76

<b>P/E (oik.)</b>	12,1	14,8	14,5	13,7
<b>P/B</b>	1,9	2,6	2,3	2,1
<b>Osinkotuotto-%</b>	3,2 %	2,2 %	2,4 %	2,6 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	11,2	12,0	11,1	10,0
<b>EV/EBITDA</b>	8,1	9,1	8,5	7,7
<b>EV/Liikevaihto</b>	0,6	0,8	0,8	0,7

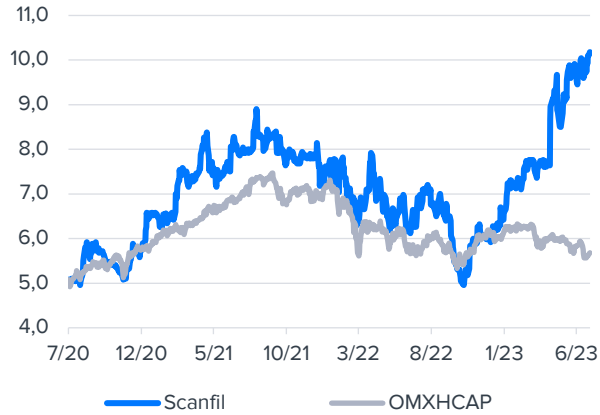
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

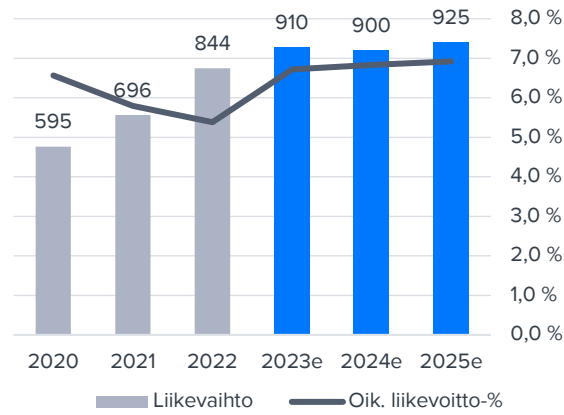
Scanfil arvioi vuoden 2023 liikevaihdon olevan 880–940 MEUR ja oikaistun liikevoiton 56–64 MEUR.

## Osakekurssi



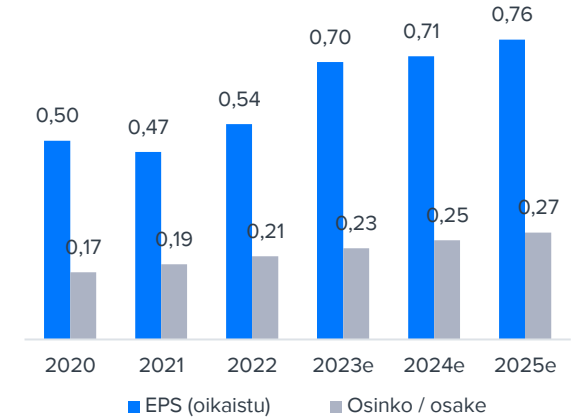
Lähde: Millistream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

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



### Riskitekijät

- Kysyntä tulee osin jossain määrin syklisiltä sektoreilta
- Kilpailun kiristyminen ja kilpailukentän muutokset
- Rajallinen hinnoitteluvoima

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
<b>Osakekurssi</b>	10,4	10,4	10,4
<b>Osakemäärä, milj. kpl</b>	65,3	65,3	65,3
<b>Markkina-arvo</b>	678	678	678
<b>Yritysarvo (EV)</b>	731	685	642
<b>P/E (oik.)</b>	14,8	14,5	13,7
<b>P/E</b>	14,8	14,5	13,7
<b>P/Kassavirta</b>	14,2	10,8	11,4
<b>P/B</b>	2,6	2,3	2,1
<b>P/S</b>	0,7	0,8	0,7
<b>EV/Liikevaihto</b>	0,8	0,8	0,7
<b>EV/EBITDA (oik.)</b>	9,1	8,5	7,7
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	12,0	11,1	10,0
<b>Osinko/tulos (%)</b>	32,9 %	35,0 %	35,7 %
<b>Osinkotuotto-%</b>	2,2 %	2,4 %	2,6 %

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

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

# Scanfil lyhyesti

Scanfil on elektroniikkateollisuuden valmistuskumppani, joka toimii pääasiassa teollisuustuotteisiin keskittyneiden laitevalmistajien strategisena kumppanina.

## 1976

Sopimusvalmistustoiminta alkaa

## 2002

Listautuminen

## 6,5 %

Liikevaihdon keskimääräinen kasvu (CAGR) 2016-2022

## 844 MEUR (+ 21 % vs. 2021)

Liikevaihto 2022

## 45 MEUR (5,4 % liikevaihdosta)

Oikaistu liikevoitto 2022

## 9 / 3

Tuotantolaitokset / mantereet

## 3 403

Henkilömäärä keskimäärin 2022

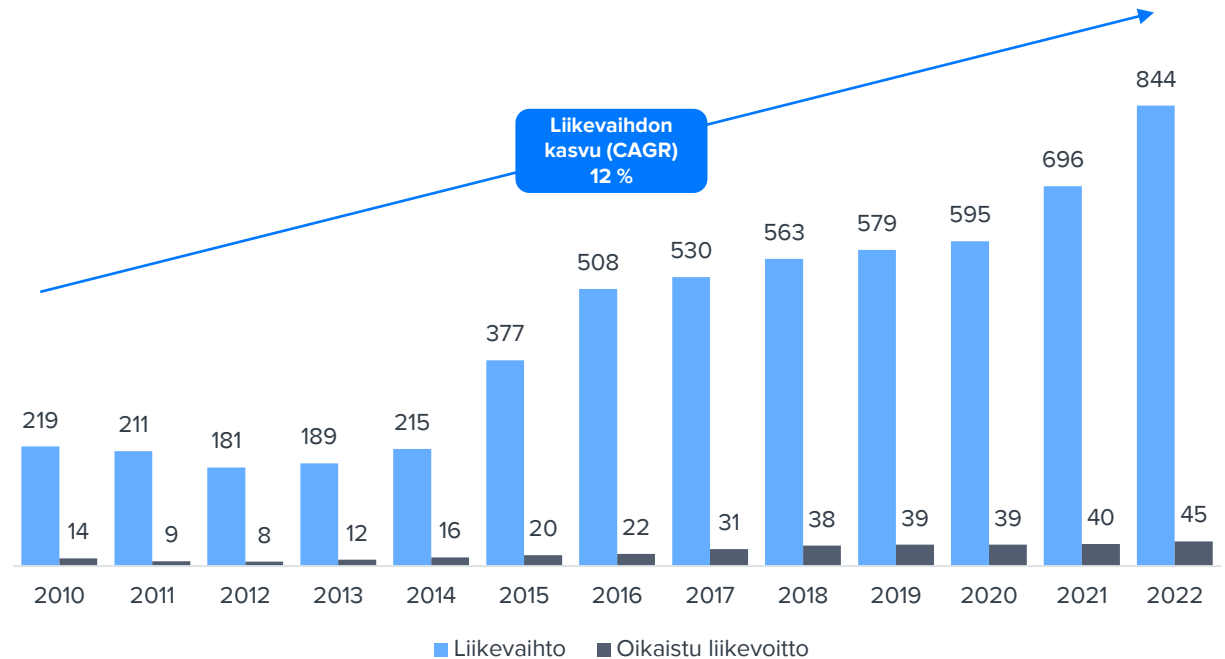
### 2010-2014

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

### 2015-2022

- Liikevaihtopohjaisesti halpa PartnerTech-kauppa vuonna 2015 nosti yhtiön uuteen kokoluokkaan
- Vuosina 2015-2016 ostetuissa yksiköissä toteutetut voimakkaat saneeraustoimet laskevat kiinteitä kuluja
- Tehokkaaksi viritetty tuotantokoneisto näyttää iskukykyä hyvässä markkinassa 2018-2019
- Strategisesti tärkeä HASEC-yritystosto 2019
- Koronakriisiin yhtiö sopeutui onnistuneesti 2020
- Hyvä kysyntä ja materiaalihaasteet vuosina 2021-2022

### Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/4

## 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 Scanfilillä on kyky valmistaa asiakkaan (ts. OEM-yhtiön) koko tuote tai sen osakokonaisuus. Tämä mahdollistaa asiakkaalle resurssien tehokkaamman allokoinnin oman liiketoimintamallin ydintoimintoihin, kuten tuotekehitykseen, myyntiin ja markkinointiin. Luonnollisesti tuotannon ulkoistaminen tuo laitevalmistajille myös kapasiteettiä ja kustannusten hallintaan liittyviä joustopisteitä.

## Eurooppa ohjaa liiketoimintaa

Vuonna 2022 Scanfilin liikevaihto oli 844 MEUR ja oikaistu liikevoitto 45 MEUR. Scanfilin liiketoiminta on vahvasti Euroopan talousalueen ohjaamaa, sillä vuonna 2022 reilut 70 % liikevaihdosta tuli tältä alueelta. Muista maantieteellisistä alueista yhtiölle tärkeimpiä ovat Aasia noin 19 % 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 2022 Scanfilin suurin yksittäinen asiakas toi liikevaihdosta noin 19 %, kun taas kymmenen suurinta asiakasta vastasivat yhteensä noin 55 % koko vuoden tulovirroista. Viimeisen vuoden aikana suurimman asiakkaan osuus on noussut hieman ja 10 suurimman pienentynyt lievästi.

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

## Liiketoiminnan rakenne

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

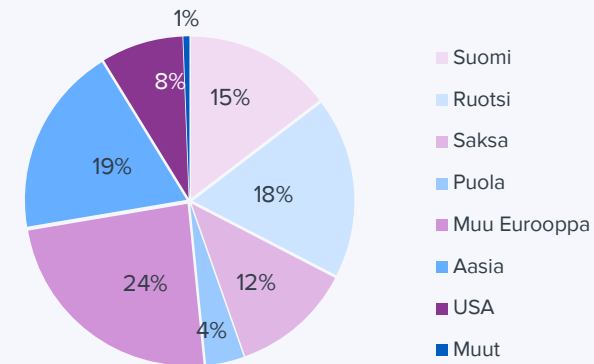
**Connectivity** toi Scanfilin liikevaihdosta noin 5 % vuonna 2022. Segmentin tyypillisiä tuotteita ovat langattomat yhteysmoduulit ja radiojärjestelmät. Tätä heijastellen segmentin suurimpia asiakkaita ovat arviomme mukaan Telesten ja Airtamen kaltaiset teknologiayhtiöt, kun taas perinteisten verkkolaittevalmistajien (ml. Nokia) rooli on painunut jo hyvin pieneksi. Näin ollen myös segmentin syklisyys on laskenut ja myös krooninen hintapaine pienentynyt suhteessa takavuosiin.

**Advanced Consumer Applications** toi viime vuonna Scanfilin liikevaihdosta noin 29 % ja oli siten suurin yksittäinen asiakassegmentti.

# SCANFIL

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

## Liikevaihdon jakauma 2022 asiakkaan sijainnin mukaan



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/4

Arviomme mukaan myös Scanfilin suurin yksittäinen asiakas löytyy tältä sektorilta. Loppukäytöt painottuvat kuluttajasektoriin ja tyypillisiä sovelluksia ovat esimerkiksi valokuvauskioskit, pullonpalautusautomaatit, jakeluautomaatit, pelikoneet ja hissien osakokonaisuudet. Segmentin asiakkaita ovat muun muassa Kone ja QleanAir.

**Energy & Cleantech** muodosti Scanfilin liikevaihdosta vuonna 2022 noin 26 %. Segmentin tyypillisiä tuotteita ovat esimerkiksi invertterit, taajuusmuuttajat, kytkimet, energijärjestelmät ja automaattiset keräys- ja lajitteluratkaisut. Segmentin asiakkaita ovat puolestaan ABB:n ja Tomran kaltaiset korkean teknologia-asteen sovelluksiin keskittyneet toimijat. Energy & Cleantechin kasvukuva on hyvä, mutta kysynnän perusluonne investointivetoista. EU:n hiilidioksidipäästöjen alennustavoitteiden ja Ukrainan sodasta johtuva vihreä energiasiirtymä voivat parantaa segmentin kasvunäkymiä edelleen ja lisäksi yhtiöllä on energiatehokkuuteen sekä kiertotalouteen liittyviä asiakkuuksia myös muissa segmenteissä.

**Automation & Safety** toi viime vuonna noin 22 % Scanfilin liikevaihdosta. Tyypillisiä tuotesovelluksia ovat esimerkiksi automaatio- ja kulunvalvontajärjestelmät. Vastaavasti segmentin asiakkaita ovat muun muassa Valmet ja Toyota Material Handling. Liiketoiminnan pidemmän aikavälin kasvua ajaa etenkin teollisuuden jatkuvasti kasvava automaatioaste sekä IoT. Vaikka kysyntä on luonteeltaan investointiherkkää, näemme sen kasvu- ja kannattavuusprofiilin olevan Scanfilin asiakassegmenttien kärkipäätä.

**Medtech & Life Sciences** osuus Scanfilin viime vuoden liikevaihdosta oli noin 18 %. Segmentin tyypillisiä sovelluksia ovat muun muassa säähavaintolaitteet ja erilaiset mittaus- ja analysointi-instrumentit sekä hammaslääkärituolit. Tätä tuotekoria peilaten tyypillisiä asiakkaita ovat puolestaan Vaisalan, Planmecan ja ThermoFisher Scientificin kaltaiset vahvan markkina-aseman ja kilpailukyvyyn 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 Scanfilin omiin tilaus- ja toimitusvirtoihin liittyy teollisuussektorille tyypillistä vaihtelua. Osittain tätä kuitenkin tasaa segmenttien kysyntäajureiden erilaisuus ja eriaikaisuus.

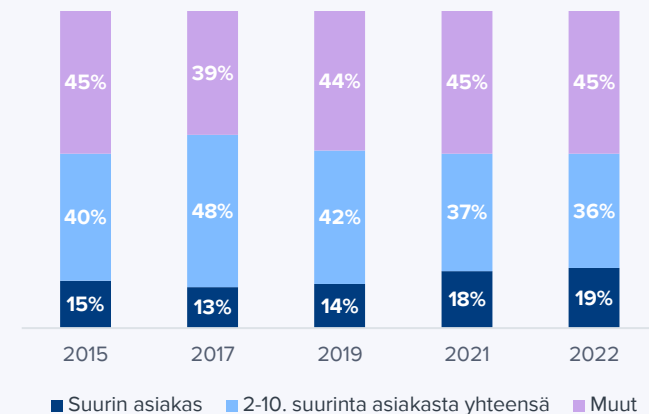
## Vertikaalisesti integroituneen toimintamallin ytimessä tuotevalmistus

Sopimusvalmistajana Scanfililla ei käytännössä ole lainkaan asiakkaasta riippumatonta ja laitevalmistajille tyypillisiä omia tuotekehitys- ja



\*Asiakkaita yhteensä yli 100 useilta eri teollisuudenaloilta

## Asiakasrakenne



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/4

suunnittelufunktioita. Näin ollen Scanfilin konsernitason liiketoimintamallin keskiössä on elektroniikkavalmistus, 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 toimialalla varsin vaikeaa. Sen sijaan Scanfilin kokonaistoimitusmallissa on yhä verrattain paljon henkilöintensiivisiä prosesseja ja etenkin näitä prosesseja hallitsevat henkilöt ovat muuttuvia osia, vaikka toimialalla automaatioasteita pyritäänkin trendiomaisesti kasvattamaan. Korkeahko henkilöintensiivisyys ja kitkattomasti etenevän prosessivirran tärkeys asettavatkin vaatimustason henkilöstön osaamisen suhteen varsin korkealle. Toimintamalli itsessään ei kuitenkaan näkemyksemme mukaan luo Scanfilille varsinaisia kilpailuetuja, vaan yhtiön vahvuudet tulevat erityisesti toiminnan mittakaavan, globaalin ja tehokkaasti suorittavan tuotantolaitosverkoston sekä kustannustehokkaan ja -tietoisien yritys-kulttuurin kautta.

## Pitkät asiakassuhteet ovat tärkeitä

Sopimusvalmistajien ansaintalogiikasta johtuen pitkäkestoiset asiakassuhteet ovat erittäin tärkeitä.

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

Tässä Scanfil on myös historiallisesti tarkasteltuna onnistunut erittäin hyvin, eikä avainasiakkaita ole menetetty käytännössä koskaan. Viime vuonna yhtiön asiakastytyvyisyys heikkeni tosin selvästi, mutta arvioimme tämän taustalla olleen komponenttipulasta johtuneet väliaikaiset toimitushaasteet ja poikkeuksellisen kovan inflaation. Näin ollen uskomme asiakastytyvyyden palautuvan lähiaikoina. Pitkät asiakkuudet kuvastavat mielestämme hyvin sekä Scanfilin keskeisimpien vahvuuksien pitävyyttä että onnistunutta asemoitumista hyvien mahdollisuuksien teollisuuselektroniikkaan ja sen sisällä hyvät kilpailukyvyt omaaviin asiakkuuksiin. Erityisesti viimeinen komponentti ja siten asiakkaiden menestyminen omissa liiketoiminnoissaan on alan dynamiikasta johtuen kriittistä Scanfilin kasvulle ja omistaja-arvon luomiselle. Toisaalta Scanfilin avainasiakasportfoliossa vakaat ja suuret yhtiöt ovat isolla painolla ja niiden siivellä räjähtävän nopea kasvu on myös epätodennäköistä.

## Tilaukanta on rakenteellisesti 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. Vuosien 2021-2022 globaalien toimitusketjujen epävakaa tilanteessa tilaukannat ja ennusteet ylsivät selvästi normaalia pidemmälle (jopa 1-2 v päähän), mutta arviomme mukaan näkyvyys on palautumassa normaalille tasolle toimitusketjujen ongelmien purkauduttua jo merkittävältä osin.

Tilaukannan rakenteesta huolimatta komponentit hankitaan selvästi ennen ennusteiden kääntymistä tilauksiksi. Tämä asettaa paineita yhtiön käyttöpääoman hallintaan, sillä komponenttien saatavuustilanteesta riippuen niiden markkinahinnat voivat vaihdella selvästikin. Asiakkaiden kanssa tehdyt runkosopimukset mahdollistavat kuitenkin sen, että Scanfil ei itse kannata täyttää riskiä etupainotteisista materiaaliostoista vaan ennustetun tilauksen peruuntuessa asiakas on sitoutunut ostamaan komponentit. 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.



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/4

## Kulurakenne on kevyt

Arviomme mukaan Scanfilin kokonaiskuluista noin 85-90 % on muuttuvia ja 10-15 % kiinteitä, minkä myötä yhtiön kulurakenne on joustava. 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. Kevyen 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 kohtuullisen operatiivisten kulujen joustovaran. Isossa kuvassa kevyt kulurakenne ja kohtuullinen lyhyenkin aikavälin jousto tuo normaaleissa olosuhteissa Scanfilille hyvät työkalut tyydyttävän marginaalitason (ja terveen kassavirran) saavuttamiselle myös laskevan liikevaihtotason ympäristössä. Tästä syystä yhtiö ei ole koskaan tehnyt liiketappiota ja marginaalit ovat pysyneet tyydyttävän kannattavuusrajan yläpuolella heikoissakin markkinaolosuhteissa.

## Toiminta ei ole pääomaintensiivistä

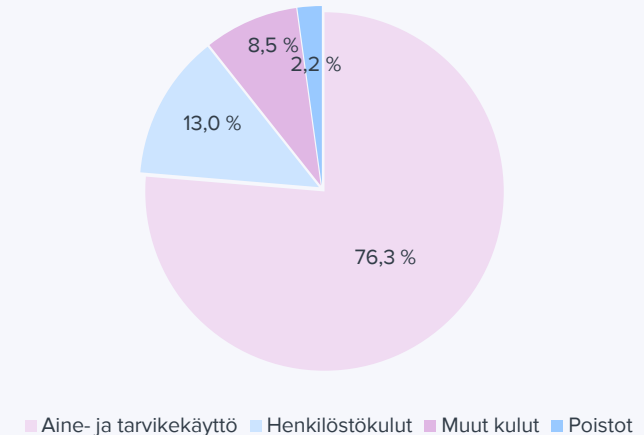
Yhtiön liiketoiminta ei sido suuria määriä pääomia, vaikka yhtiö valmistavassa teollisuudessa toimiikin. Vuonna 2022 kiinteän pääoman osuus liikevaihdosta oli vajaan 10 % (ml. IFRS 16), mikä on maltillinen taso. Taseen loppusummaan suhteutettuna kiinteän pääoman osuus oli puolestaan reilut 15 % ja sen indikoima viesti on samansuuntainen. Tätä selittää etenkin toiminnan luonne, joka on henkilöintensiivisempää ja laitekannaltaan prosessiteollisuutta kevyempää.

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

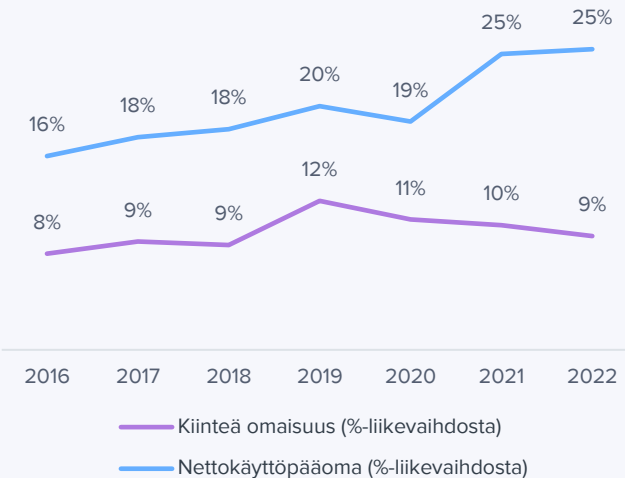
Nettokäyttöpääomaa Scanfilin toimintaan on tyypillisesti sitoutunut noin 20 %, mutta vuodesta 2021 alkaen taso on ollut komponenttien saatavuushaasteen takia selvästi korkeampi eikä tilanne ole parantunut vielä toistaiseksi. Vuoden 2022 lopussa myyntisaamisten ja ostovelkojen kiertoajat olivat optimaalisella puolella (ts. myyntisaamiset < ostovelat), mikä on sopimusvalmistajien kroonisesti haastava arvoketjuasemaan peilattuna hyvä suoritus. Nykyiset haasteet liittyvät etenkin varastotasoon, mutta pidämme ongelmaa toistaiseksi väliaikaisena ja arviomme yhtiön saavan normalisoitua suhteellisen käyttöpääomatehokkuutensa lähivuosina, kun toimitusketjut normalisoituvat. Kauttaaltaan sopimusvalmistus on normaaleissakin olosuhteissa melko käyttöpääomaintensiivistä ja sen sitoutuminen rasittaa Scanfilin vapaata kassavirtaa erityisesti volyymikasvun aikana.

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

## Kustannusrakenne 2022

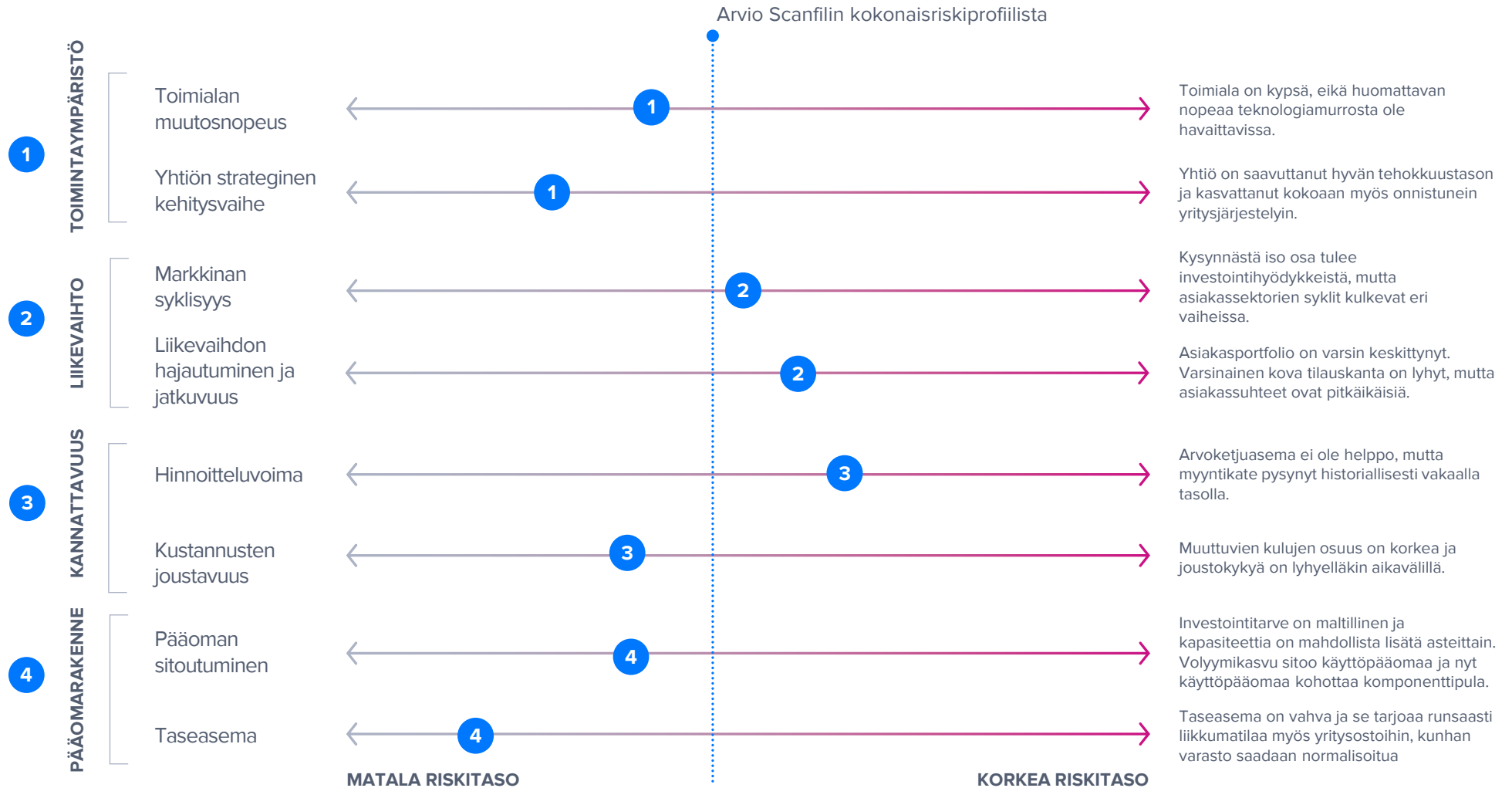


## Pääoman sitoutuminen



Lähde: Scanfil, Inderes \*ilman kertakuluja- ja tuottoja

# Liiketoimintamallin riskiprofiili



# Sijoitusprofiili 1/2

## Scanfil on kasvuyhtiö

Scanfilin viime vuosien näytöt kannattavasta kasvusta ovat pääosin hyvät ja mielestämme yhtiö profiloituu kannattavaksi kasvajaksi. Näkemystämme tästä tukevat sekä terveet orgaaniset kasvunäkymät että toimialan hajanaisen rakenteen tarjoamat ja Scanfilin omien ambitioiden mahdollistamat epäorgaaniset kasvulähdöt. Scanfilin kassavirtaprofiili on terve ja historiallisesti osinkoa on myös pyritty kasvattamaan hitaasti ja yhtiö on saavuttanut eurooppalaisen osinkoaristokraatin aseman Ensisijaisesti näemme Scanfilin kuitenkin kasvuyhtiönä, ja mielestämme osingon rooli tuotto-odotuksessa on rajallinen. Kasvuun panostaminen on pidemmän ajan arvonluonnin kannalta järkevää, sillä marginaaleissa parannusvara on lopulta melko rajallinen.

## Vahvuudet ja arvoajurit

Mielestämme Scanfilin keskeisimmät arvoajurit ja vahvuudet ovat:

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

huomioiden ja uskommekin tämän olevan keskeisessä osassa päivittäistä tekemistä.

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

edellytyksiä parantaa liikevoittomarginaaliaan vuoden 12 kuukauden rullaavasta vajaan 6 % tasosta jo tänä vuonna vajaan 7 %:iin. Kannattavuustason nosto 7 %:n paremmalle puolelle kestävästi kiritetty marginaali olisi toimialan ansaintalogiikkaan suhteutettuna vahva taso, vaikka jotkut verrokkit ovatkin ylittäneet korkeammillekin tasoille. Tämän rajan ylittäminen vaatisi yhtiöltä arviomme mukaan etenkin kasvua nykyisillä tehtaillaan. Kuluvan vuoden tasosta melko pieneksi jäävä kannattavuuden petrausvara korostaa näkemystämme siitä, että suurin osa Scanfilin pitkän ajan arvonluonnista on tultava orgaanisen ja epäorgaanisen kasvun kautta.

## Heikkoudet ja riskit

Näkemyksemme mukaan Scanfilin keskeisimmät heikkoudet ja riskit ovat:

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

# Sijoitusprofiili 2/2

syklivaiheet peittävä asiakasportfolio.

- **Keskeisen asiakkaan menettäminen:** Scanfilin asiakasportfolio on yhä keskittynyt, sillä vuonna 2022 suurin asiakas toi 19 % liikevaihdosta ja kymmenen suurinta yhteensä 55 % Suuren asiakkaan menettäminen aiheuttaisi selvän loven Scanfilin liikevaihtoon ja tätä kautta myös tulokseen. Asiakkaan varsinaisen menettämisen lisäksi Scanfil kantaa riskiä myös siitä, että asiakkaiden omien liiketoimintojen tilat heikkenevät. Arviomme mukaan Scanfilin keskeisimmät asiakkaat ovat kuitenkin omilla alueillaan vahvoja ja vakiintuneita toimijoita, minkä lisäksi myös yhtiön oma asema näiden asiakkuuksien sisällä on käsityksemme mukaan hyvä. Tämä pitää yksittäisen asiakkaan menettämisen riskin maltillisena.
- **Hinnoitteluvoima:** Scanfilin arvoketjuasema ei ole helppo, sillä yhtiö kohtaa hintapaineita sekä komponenttitoimittajien että loppuasiakkaiden suunnalta. Tämän seurauksena yhtiöllä voi olla täysi työ puolustaa myyntikatteitaan tai estää käyttöpääoman kasvaminen, jos asiakkaan lopputuotteiden hinnat kohtaavat lasku- ja / tai komponenttien hinnat nousupaineita. Pidemmästä historiasta tarkasteltuna Scanfilin myyntikatteet ja käyttöpääomasot ovat kuitenkin olleet vakaita. Mielestämme yhtiöllä on tähän myös jatkossa hyvät edellytykset teollisuuselektronikan terveempää kilpailudynamiikkaa sekä keskeisimpien asiakkuuksien kanssa syntyneitä strategisia kumppanuuksia (ts. kynnys sopimusvalmistajan vaihtamiselle korkeahko) heijastellen, mutta

lyhyellä tähtämellä heilahtelut ovat mahdollisia.

- **Kilpailukentän muutokset:** Kilpailu Scanfilille tärkeimmissä teollisuuslohkoissa voi lisääntyä ja tämä voi jossain määrin lisätä marginaalipaineita. Kilpailukentän muutosvoimana voi arviomme mukaan olla monien sopimusvalmistajien (ml. listaamattomat) 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. Kilpailukentän kiristymistä voivat ajaa myös Scanfilia pienemmät yhtiöt. Näin on viime aikoina myös tapahtunut, sillä moni pohjoismainen yhtiö (esim. Kitron, Incap ja Note) ovat parantanut juoksuaan hurjasti. Kilpailukentän rakenteelliset muutokset näkyvät selvemmin vasta keskipitkällä aikavälillä, mitä peilaten lyhyellä tähtämellä kilpailutilanteeseen sidonnaiset riskit liittyvät vahvasti sopimusvalmistajien suhteellisiin kilpailukykyihin, kuten hintaan ja toimitusvarmuuteen liitännäisiin tekijöihin.



## SWOT-analyysi

### Vahvuudet

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

### Heikkoudet

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

### Mahdollisuudet

- Asiakassegmenttien pitkän aikavälin kasvujurit ovat terveitä
- Teollisuuselektronikan ulkoistamisaste on yhä matalahko (noin 50 %)
- Toimialan rakenne tarjoaa hyviä tilanteita yritysjärjestelyille
- Kannattavuudessa on parantamisen varaa etenkin nykyhetken peilattuna

### Uhat

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

# Toimiala ja kilpailukenttä 1/6

## Kokonaismarkkina on valtava

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

Varsinaisen sopimusvalmistusmarkkinan on puolestaan eri tutkimusyhtiöiden toimesta arvioitu olevan noin 550 miljardin dollarin suuruinen. Näin ollen pelikenttä on Scanfilin omaan kokoluokkaan suhteutettuna valtava, emmekä näe markkinakoon sinänsä rajaavan yhtiön kasvumahdollisuuksia nähtävissä olevan tulevaisuuden aikana.

## Aasia kokoluokaltaan suvereeni

Maantieteellisesti tarkasteltuna Aasia on markkinan ykkönen. Toimialan suurimmat

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

Toiminnan henkilöintensiivisyyden ja vallalla pysyvän hintapaineen myötä uskomme varsinaisen volyymituotannon painottuvan myös jatkossa matalien kustannustasojen alueille, vaikka yksittäisiin maihin ja etenkin Kiinaan liittyviä riskejä pyritäänkin toimialalla luultavasti laskemaan koronapandemian ja geopolittisen tilanteen kiristymisen takia. Siten länsitehtaiden



## Toimialan ansaintamallit

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

# Toimiala ja kilpailukenttä 2/6

ensisijaisena roolina on arviomme mukaan keskittyä kapeampien ja korkeampien vaatimustasojen niche-segmentteihin, nopeisiin toimituksiin sekä tuotekehityssarjoihin. Asteittain lähemmäs laitevalmistajien tuotekehityksiä ja loppumarkkinoita siirtyvien tuotantoketjujen sekä tuotantoteknologioiden jatkuvan kehityksen (mm. automatisaatio) tulisi tuki osaltaan tukea länsimaisten yksiköiden strategisia rooleja ja kilpailukykyä volyymituotantoakin silmällä pitäen.

## Markkinassa neljä lohkoa

Markkina voidaan jakaa neljään segmenttiin, jotka ovat kuluttajaelektroniikka, teollisuuselektroniikka, elektroniset komponentit ja julkisen sektorin elektroniikka (esim. maanpuolustus).

Kuluttajaelektroniikassa sovellusten tekninen vaatimustaso ei ole tavattoman korkea, mutta toimituserät ovat suuria (low mix / high volume). Tässä lohossa menestyvät sopimusvalmistajat ovatkin kokoluokiltaan valtavia ja mittavat resurssit omaavia toimijoita. Kuluttajaelektroniikassa tuotesyklit ovat lyhyitä, noin 2-3 vuoden mittaisia. Kilpailu on luonteeltaan hintavetoista ja raastavaa, mikä pitää katteet ohuina. Alan jättiyhtiöllä käyttöpääoman hallinta on suurten volyymien ansiosta kuitenkin suhteessa helpompaa.

Scanfil on asemoitunut etenkin teollisuuselektroniikkaan, jossa tuotetekninen vaatimustaso on korkea ja toimituserät selvästi kuluttajaelektroniikkaa pienempiä (high mix / low volume). Teollisuuselektroniikassa tuotesyklit voivat olla jopa 20-30 vuoden mittaisia, mikä tekee sopimusvalmistajasta OEM-yhtiölle tärkeän kumppanin ja korostaa myös oman tuotekehitysosaamisen ja myynnin jälkeisen

asiakaspalvelun roolia. Tämä puolestaan tekee teollisuuselektroniikan kilpailutilanteesta terveemmän luoden pienemmillekin toimijoille houkuttelevia liiketoimintamahdollisuuksia. Haasteena pienempiin kokonaisuuksiin hajoavassa liiketoiminnassa voi kuitenkin olla voimakkaampi alttius sitoa käyttöpääomaa.

## Kasvukuva on oiva

Markkinan kasvua ajaa maailman sähköistyminen, jota ohjaa elintason nousu, digitalisaatio, väestön ikääntyminen sekä vihreä siirtymä. Näiden tekijöiden tukemana kokonaismarkkina on eri lähteiden mukaan kasvanut noin 4-5 % vuodessa (korkeampiakin arvioita varsinkin globaalille kasvulle on myös esitetty). Myös lähivuosina kasvuvauhdin odotetaan pysyvän vahvojen ajureiden myötä terveenä, joskin yleistalouden heikkeneminen voisi tuki aiheuttaa hetkellisiä hidasteita. Maantieteellisesti kasvun on arvioitu olevan vauhdikkainta Aasiassa, jonka uskotaan ylittävän globaalien kasvun. Euroopassa ja Pohjois-Amerikassa markkinatason kasvun on sen sijaan arvioitu jäävän globaalia kasvua alemmalle tasolle yleistalouden hitaampaa kehitystä mukaillen.

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

yhtiöt voivat lisäksi saavuttaa tiettyjä kulupuolen joustoja tyypillisesti melko kiinteisiin kustannusrakenteisiinsa. Näistä tekijöistä johtuen sopimusvalmistajien kasvu on ollut viime vuosina koko elektroniikkamarkkinaa vauhdikkaampaa. Uskomme tilanteen pysyvän samanlaisena juuri edellä mainittuja kokonaishyötyjä heijastellen.

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

## Scanfilin asema on hyvä

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

# Toimiala ja kilpailukenttä 3/6

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

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

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

## Kilpailua piisaa

Toimialan ansaintalogiikasta, sopimusvalmistajien arvoketjuasemista ja siten rajallisista hinnoitteluvoimista johtuen kilpailuympäristön

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

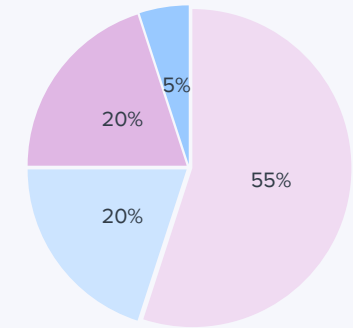
Toiminnan globaalista rakenteesta huolimatta asiakassuhteiden paikallisuus on säilynyt hyvin vahvana. Tästä syystä Scanfililla on asiakkainaan paljon ruotsalaisia ja suomalaisia teollisuus- ja teknologiayhtiöitä, kun taas yhtiön keskieuropalaisten kilpailijoiden painopisteet ovat paikallisten markkinoiden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

## Kolmen kerroksen kisailu

Sopimusvalmistajat on tyypillisesti jaettu liikevaihtoperusteisesti kolmeen ryhmään.

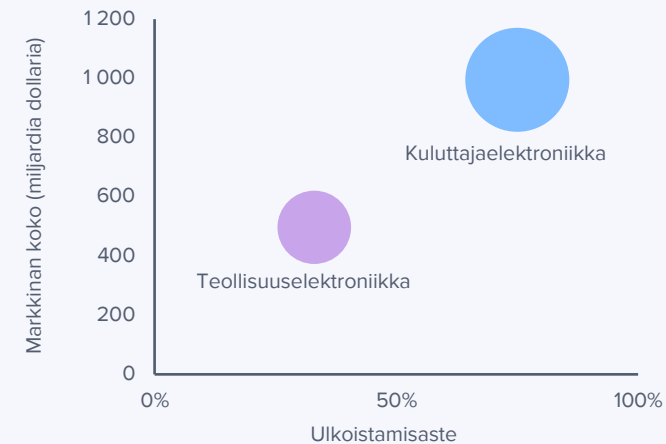
### Suurimmat yhtiöt (liikevaihto > 1 500 MEUR)

## Markkinan maantieteellinen jakautuminen



■ Aasia ■ Eurooppa ■ Pohjois-Amerikka ■ Muut

## Markkinan ulkoistamisasteet



# Toimiala ja kilpailukenttä 4/6

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

## **Toisessa kategoriassa olevien yhtiöiden liikevaihto on vuositasolla 200 - 1500 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 sveitsiläinen

Cicor, tanskalainen GPV, norjalainen Kitron, saksalainen BMK Electronics, hollantilainen Neways ja puolalainen Fideltronik.

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

## **Konsolidaatio muokkaa kilpailukenttää**

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

tasoittaminen ja hankinnan mittakaavaetujen tavoittelu) heijastellen. Scanfilin kannalta toimialan rakenne on suotuista asiaa, sillä se tarjoaa runsaasti mahdollisuuksia strategian epäorgaaniselle toteuttamiselle.

## **Scanfil on toimialan vahvoja pelureita**

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

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



# Toimiala ja kilpailukenttä 5/6

## Scanfilin valikoituja kilpailijoita



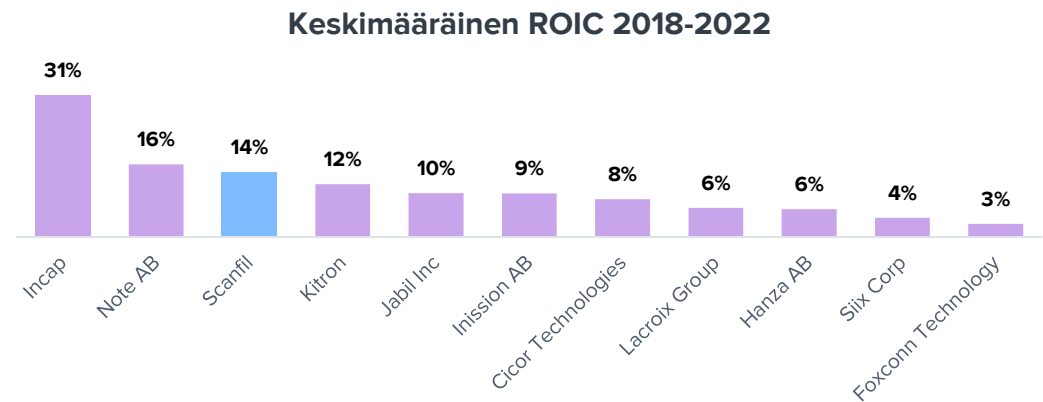
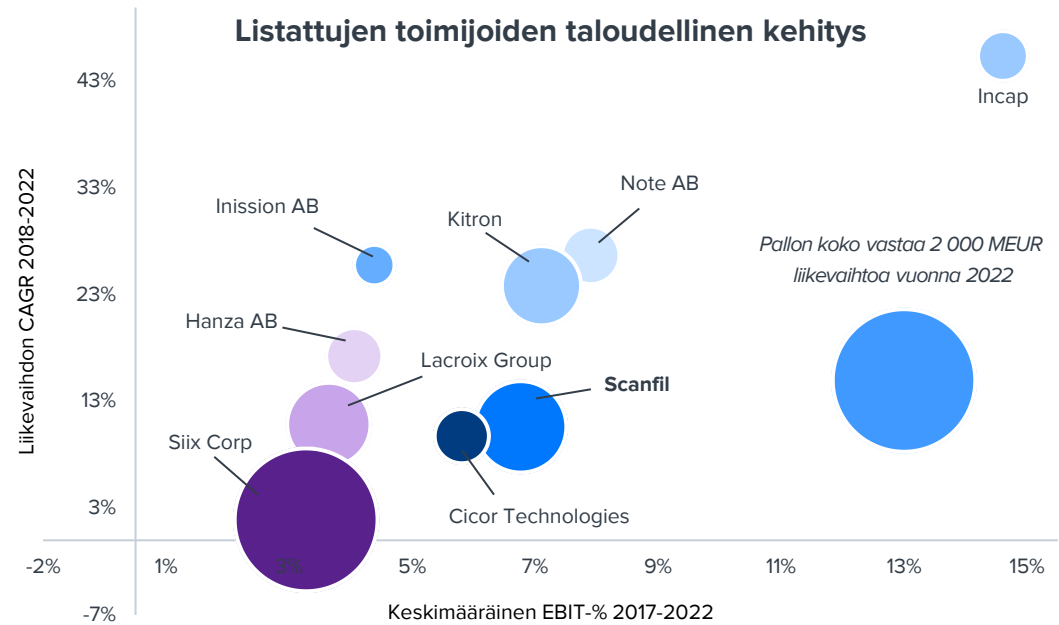
Suurilla tuotannollisilla ja taloudellisilla resursseilla toimivat kilpailijat, joilla vahva läsnäolo kuluttajaelektronikassa



Pääkilpailijat, joilla resurssit laajoihin palvelukokonaisuuksiin ja fokus lähes täysin teollisuuselektronikassa



Palvelutarjoamiltaan hieman suppeammat, mutta joustokykyiset ja ketterät yhtiöt



# Toimiala ja kilpailukenttä 6/6

## Nykyinen kilpailutilanne (merkittävä\*)

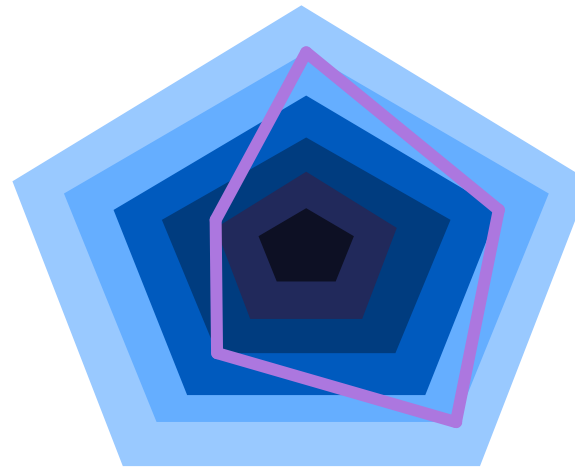
- Valmistajien lukumäärä on globaalisti hyvin suuri ja arvoketjuasemat ovat kroonisesti haastavia
- OEM-yhtiöiden kustannusrakenteet kohtuullisen jäykkiä, mikä lisää niiden hintaherkkyttä ja kiristää osaltaan kilpailua
- Pitkän aikavälin terve kasvukuva kilpailun kireyttä laskeva tekijä

## Korvaavien tuotteiden uhka (vähäinen\*)

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

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

# Strategia 1/3

## Kärkihankkeena kannattava kasvu

Scanfilin strateginen päämäärä on kasvaa kannattavasti. Päämäärän saavuttamisen kannalta keskeiset tekijät ovat arviomme mukaan pitkäkestoisen asiakassuhteiden vahvistaminen, kasvu näiden mukana, kokonaistoimituksiin kykenevän tarjoaman hyödyntäminen uusasiakashankinnassa, yritysostot sekä kulutehokkuus. Mielestämme Scanfilin nykytekemisessä ei ole merkittäviä heikkoja lenkkejä tai kokoluokaltaan mittavia kehityshankkeita, sillä globaalien komponenttihaasteiden etenkin yhtiön marginaaleille myös käyttöpääomalle asettamat rasitteet näyttävät jo selviä helpottamisen merkkejä. Tämä mahdollistaa sen, että yhtiö kykenee suuntaamaan fokuksensa 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 9 yksikön tehdasverkostosta Suomen, Ruotsin (2 kpl) ja Saksan (1 kpl) tuotantolaitokset sijaitsevat lähellä asiakkaan tuotekehitystä. Nämä yksiköt ovat korkeiden kustannustasojen alueilla ja hyvän kannattavuustason saavuttamiseksi tehtaat ovat keskittyneet varsinaisen valmistavan tuotannon ohella vahvasti myös arvoketjun alkupään (ts. kateprofiililtaan hieman korkeampiin) toimintoihin, kuten tuote- ja tuotantosuunnittelun tukitoimiin sekä prototyyppitestauksiin. Sijainteja sekä operatiivisia fokuksia heijastellen näillä yksiköillä

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

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

## Kyky myös lisäpalveluiden tarjoamiselle

Scanfilin liikevaihdosta yli 90 % kertyy tavaratoimituksista, mutta varsinkin PartnerTech-kaupan jälkeen yhtiö on kyennyt tarjoamaan enenevässä määrin myös lisäarvopalveluita (mm. logistiikka- ja pienet korjaustyöt). Vuonna 2022 palvelumyynti kasvoi 23 % 49 MEUR:oon. Näemme palvelut tärkeänä osana Scanfilin kokonaisuutta, sillä niiden avulla yhtiö pystyy palvelemaan etenkin pieniä ja elinkaariensa alussa olevia teknologiayhtiöitä. Suurasiakkaiden emme kuitenkaan usko näitä palveluita kovinkaan relevantteina pitävän, sillä on niillä on usein omia resursseja tätä tarjoamaa vastaavilla alueilla.

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

Operatiivisesti ja strategisesti Scanfil on sitoutunut globaaliksi toimijaksi. Maantieteellisen jalansijan laajentaminen nykyisen kolmen mantereen ulkopuolelle ei kuitenkaan mielestämme ole yhtiölle ensisijainen maali, vaan kyseessä on enemmän mahdollisuus. Tämä vaatisi nykyisten asiakkaiden laajentamista uusille alueille ja yhtiöltä potentiaalisen yritysostokohteen identifioimista.

## Kasvua orgaanisin...

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

# Strategia 2/3

houkuttelevampana kasvualueena. Pienemmissä yhtiöissä myös uusasiakashankinta on hieman helpompaa ja tämä korostaa entisestään Scanfilin tehdasverkoston rooleja ja kasvustrategian toteuttamisen välistä yhteyttä. Vuosina 2021-2022 yhtiön arviomme mukaan on parantanut uusasiakashankintaansa, kun taas sitä ennen jotkut yhtiön kilpailijat olivat Scanfilia edellä orgaanisen kasvunopeuden suhteen.

Arviomme mukaan yhtiö on myös painottamassa orgaanista kasvua lähiaikoina, sillä Scanfil aloitti Q1'23:lla suunnittelun 8000m2 laajennuksesta Sieradzin tehtalteen ja vuonna 2022 yhtiö toteutti laajennuksia Puolassa, Saksassa, Kiinassa ja USA:ssa. Nämä hankkeet antavan yhtiölle arviomme mukaan merkittävän useamman kymmenen miljoonan euron liikevaihdon kasvuvaran muutaman vuoden tähtäimellä. Lisäksi yhtiö on jatkanut vuosille 2019-2023 ajoittuvan teknologiaohjelman mukaisia investointeja tuotantoprosessien ja materiaalinhallinnan automatisointiin sekä digitalisaatioon. Näkemyksemme mukaan orgaanisen kasvun edellytysten vahvistaminen kielii vahvasta kysynnästä ja orgaanisten kasvuinvestointien hyvästä tuotto-odotuksesta ja/tai tuotto/riski-suhteesta esimerkiksi yritysostoihin peilattuna.

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

Täten etenkin lyhyellä aikavälillä liikevaihdon suuntaa määrittää hyvin vahvasti vakiintuneen asiakaskannan liiketoimintojen kehitys ja tilaukset.

## ...ja pitkällä sihdillä myös epäorgaanisin keinoin

Strategiansa mukaisesti Scanfil hakee kasvua myös yritysostojen kautta. Vuonna 2015 Scanfil toteutti suuren ja erittäin onnistuneen PartnerTech-järjestelyn, kun taas vuosina 2014 ja 2019 yhtiö teki kaksi pienempää järjestelyä hankkimalla saksalaiset Schaltex Systemsin ja HASEC:n. Pienet liiketoimintaportfoliota laajentaneet kaupat ovat mielestämme olleet strategisesti hyviä, sillä näiden kautta Scanfil on onnistunut vahvistamaan asemaansa strategisiin painopistealueisiin kuuluvassa Keski-Euroopassa (taustalla toimialan hajanainen rakenne ja alhainen ulkoistamisaste). Schaltexin mukana tulleen Hampurin tehtaan Scanfil kuitenkin joutui sulkemaan vuonna 2021 kannattavuushaasteiden takia, joten täysosuma kauppa ei ollut, vaikka yhtiö pääsi sen avulla Keski-Eurooppaan ja Medtech-segmenttiin sekä säilytti sulkemisesta huolimatta tehtaan asiakkaat.

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

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

kertoimet omia kertoimia matalammat) luovat jo lyhyellä aikavälillä omistaja-arvoa, mitä kautta myös pidemmän aikavälin arvonluonnin lähtökohta on suotuisa

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

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

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

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

# Strategia 3/3

## Taloudellisia tavoitteita päivitettiin 2022

Scanfil muutti taloudellisia tavoitteitaan vuoden 2022 alussa, kun vuodelle 2023 asetettu 700 MEUR:n liikevaihtotavoite täyttyi käytännössä viime vuonna. Yhtiö tavoittelee nyt 5-7 % vuotuista orgaanista kasvua ja 7 % liikevoittomarginaalia. Liikevaihdon yhtiö on viimeaikoina ylittänyt tavoitteensa kasvupanostusten onnistumisen, hyvän suhdanteen ja inflaation ansiosta. Jatkossakin yleistalouden pitäisi pysyä vedossa, jotta markkinaa hieman nopeamman kasvutavoitteen saavuttaminen olisi mahdollista. Yhtiö asiakasrakenteen ja liiketoiminnan maantieteellinen jako huomioiden tavoitteen saavuttaminen ei mielestämme kuitenkaan ole helppo saavuttaa, jos oletetaan, että inflaatio ei avita Scanfilia oleellisesti tavoitetta kohti. Lisäksi arvioimme yhtiön tavoittelevan suurin piirtein vastaavalle tasolle yli ajan kohoavaa epäorgaanista kasvua, joskin yritysostojen kautta tulevat kasvupyrähdykset ovat aina portaittaisia.

## Kannattavuustavoite on realistinen

Kannattavuustavoitteeseen yhtiö ylsi yksittäisillä kvartaaleilla yltenyt ennen komponenttihaasteita. Arviomme mukaan yhtiön volyymit ovat riittäviä, joten komponenttihaasteiden helpottaessa yhtiön pitäisi yltää lähelle tavoitetasoa. Yleisesti ottaen 7 % liikevoitto-% on sopimusvalmistajien kontekstiin linjattuna varsin hyvä ja tällä tasolla sekä Scanfilin tyypillisellä taserakenteella oman pääoman tuotto nousee kiistatta laatu-yhtiön kriteerit ylittävälle tasolle (ts. ROE noin 20 %). Kokonaisuutena taloudelliset tavoitteet ovat realistisia, kun huomioidaan yhtiön aiemmat näytöt.

Kun huomioidaan Scanfilin vertikaalisesti integroitunut toimintamalli, kasvun myötä tuleva kulutason pieni skaalautuminen sekä jatkuvat tehokkuusnostot, tulisi yhtiöllä näkemysemme mukaan olla edellytykset tehdä kestävästi noin 9-10 % käyttökate-% ja 7-8 % liikevoitto-%. Siten näemmekin, että marginaalien kautta tuleva arvonluontipotentiaali on maltillinen etenkin pidemmän ajan keskimääräisestä toteumasta laskettuna, mikä korostaa entisestään kasvua pitkän aikavälin tärkeimpänä arvoajurina.

## Liiketoiminta kestää hyvin pientä vipua

Taseen osalta arvioimme yhtiön pyrkivän säilyttämään tukevan aseman, mikä on perusteltua toimialan liiketoimintalogiikka ja yritysostot sisältävä strategia huomioiden. Mielestämme yhtiön mukavuusalueella omavaraisuusaste voisi olla noin 40-50 % ja nettovelkaantumisaste 30-60 %. Tällöin taseessa olisi vipua pääoman tuottojen tehostamiseksi, mutta myös riittävästi liikkumatilaa epäorgaanisten tilaisuuksien hyödyntämiseksi. Scanfililla olisi varaa nämä luvut huomioidenkin noin 100 MEUR:n (EV) velkavetoiseen yritysostoon sitten, kun taseessa varaston ylisuuri suhteellinen osuus on saatu palautettua ennalleen.

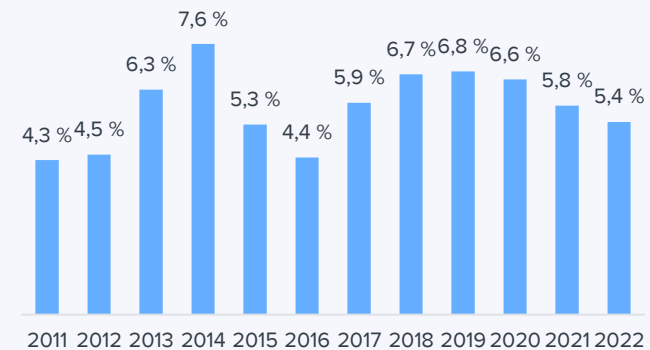
Osinkojen puolesta Scanfilin virallinen politiikka on pitää jakosuhte noin kolmasosassa, joskin uskomme yhtiön pyrkivän samaan aikaan myös tasaisesti kasvavaan voitonjakoon. Tähän Scanfililla on mielestämme hyvät edellytykset matala pääomatarve huomioiden. Yhtiön pääoman tuottopotentiali huomioiden pidemmekin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



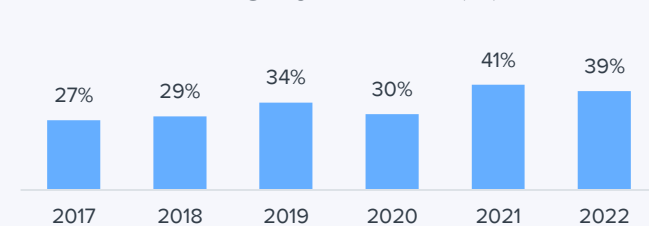
## Taloudelliset tavoitteet

- **Kasvu:** 5-7 %:n orgaaninen kasvu
- **Kannattavuus:** oikaistu liikevoittomarginaali 7 %
- **Osingonjakopolitiikka:** Tavoitteena on jakaa konsernin vuosittaisesta tuloksesta noin 1/3 osinkoina osakkeenomistajille

## Scanfilin oikaistu liikevoitto-%



## Osingonjakosuhte (%)



# Taloudellinen tilanne 1/2

## Tase on käyttöpääomapainotteinen ja tämä on korostunut edelleen viime aikoina

Scanfilin tase on sopimusvalmistajalle hyvin tyypillinen ja se heijastelee toimialan matalaa kiinteän pääoman tarvetta ja korkeampaa käyttöpääoman sitoutumista. Q1'23:n lopussa yhtiöllä oli kiinteää omaisuutta 81 MEUR ja aineettomia omaisuuseriä 18 MEUR (liikearvon osuus 8 MEUR). Mielestämme yhtiön pitkäaikaiset omaisuuserät ovat kurantteja, sillä yhtiö on sulkenut kannattamattomia tehtaitaan viime vuosina useampaan eri otteeseen ja luonnollisesti myös alaskirjannut niihin liittynyttä omaisuutta.

Scanfilin taseen varoissa suurimmat omaisuuserät tulevat käyttöpääoman puolelta, sillä Q1'23:n lopussa yhtiöllä oli taseessaan vaihto-omaisuutta 233 MEUR:n ja myyntisaamisia 179 MEUR:n edestä. Myyntisaamisiin ei arviomme mukaan liity merkittäviä luottotappioriskejä. Varasto on arviomme mukaan kurantti, mutta varaston arvo on noussut 233 MEUR:oon johtuen vaikean materiaali- ja toimitusketjutilanteen vaatimista lisävarastoista ja inflaatiosta.

Varaston kasvoi yhä hitaasti Q1'23:lla, mutta suhteessa liiketoiminnan kokoon tilanne toki jo parani hieman. Näin ollen varaston suhteen parannettavaa on vielä rutkasti ja mielestämme yhtiön olisi tärkeä saada suunta käännettyä, sillä pääoman sitoutumisen lisäksi liiketoiminnan dynamiikan pysyvämpään muutokseen (ts. kuka tavaraa varastoi ja minkä verran) ja varaston kuranttiuteen liittyvät riskit kasvavat, jos suhteellista varastotasoa ei saada 1-2 vuodessa normalisoitua. Tyypillisesti Scanfilin varasto on ollut

noin 17-18 % vuotuisesta myynnistä, kun taas nykytaso on vajaa 10 %-yksikköä ylempänä.

Kassassa Scanfililla oli Q1'23:n lopussa 9 MEUR, mikä on liiketoiminnan kokoluokkaan ja yhtiön normaaliin kassaan verrattuna alhainen taso. Alhaisen kassan taustalla on viimeisen vuoden käyttöpääoman sitoutumisesta ja investoinneista johtunut vaisu vapaa kassavirta. Muut likviditeettireservit huomioiden yhtiöllä ei ole maksuvalmiuden kanssa ongelmia ja arviomme mukaan likviditeettitilanne mahdollistaa Scanfilille yhä joustavien ja kannattavuustasonsa näkökulmasta järkevien maksuaikojen solmimisen niin asiakkaiden kuin tavarantoimittajien kanssa.

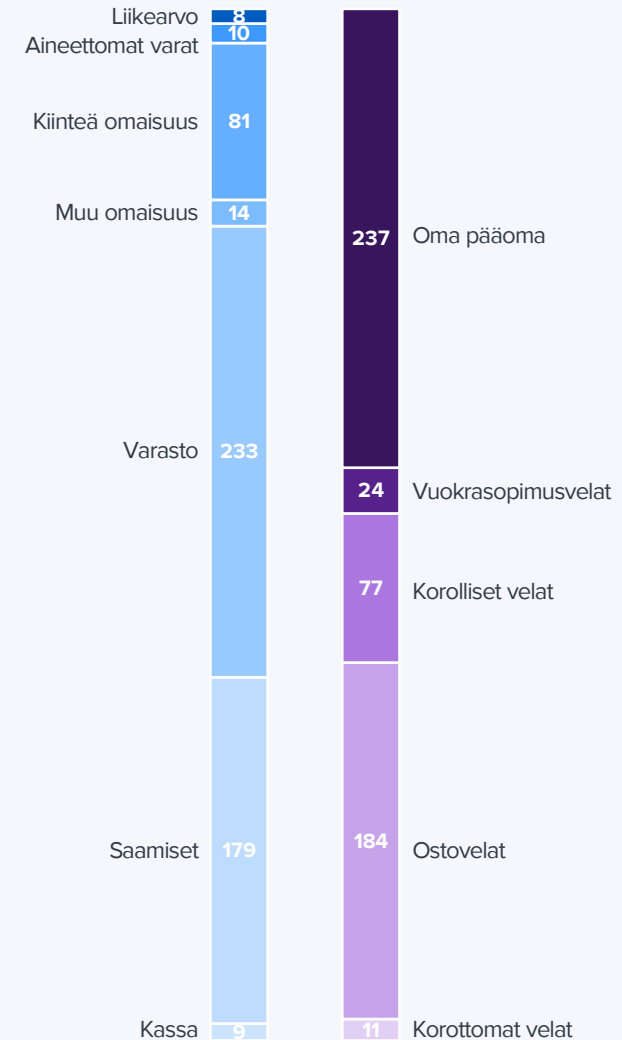
## Taseessa on hieman vipua viime aikojen käyttöpääomahaasteen takia

Taseen vastuissa Scanfililla oli Q1'23:n lopussa 237 MEUR omaa pääomaa, kun taas vierasta pääomaa oli yhteensä 269 MEUR. Vieraasta pääomasta korollisen vieraan pääoman osuus oli 77 MEUR, vuokrasopimusvelkojen osuus oli 24 MEUR, kun taas inflaation ja ostovolyymien viime aikoina kohottaman korottoman velan osuus oli 195 MEUR. Korottomista veloista yli 90 % koostui toimialan logiikalle tyypillisesti ostoveloista, jotka ovat pitkässä juoksussa olleet noin myyntisaamisten tasolla. Siten yhtiön käyttöpääomatarve koostuu pääosin varastosta ja toiminnan pyörittämisen vaatimista kassavaroista. Taseen viimeisin loppusumma oli 533 MEUR.

## Taloudellisen aseman suhteen hätää ei ole, vaikka tunnusluvut ovat heikentyneet

Q1'23:n lopussa Scanfilin omavaraisuusaste oli 47

## Q1'23 Tase



# Taloudellinen tilanne 2/2

% ja nettovelkaantumisaste 39 %. Vuoden 2021 tasoon verrattuna vakavaraisuuden tunnusluvut ovat kehittyneet vakaasti. Nämä luvut ovat Scanfilille vielä hyvin kohtuullisia, kun huomioidaan, että velka sisältää nykyään myös vuokravastuut (IFRS 16). Yhtiön nettovelan ja käyttökatteen suhde on noin 1,4x, joten myös velanhoitokyky on hyvä ja taloudellinen asema kokonaisuutena vakaa.

Tukevalla pohjalla olevaa tulostuntoa ja normaaleissa oloissa vakaata kassavirtaa heijastellen arvioimme Scanfilin rahoituskulujen (sis. korot, vuokrasopimusvelkojen korot ja muut rahoituskulu) olevan bruttovelosta laskettuna noin 3-4 % tällä hetkellä. Arviomme mukaan korkoprosenteissa on kuitenkin edelleen lievää nousupainetta, kun yleisen korkojen nousun vaikutus tulee lievällä viiveellä läpi Scanfilin rahoituskuluihin. Yhtiön maltillinen ja oletettavasti laskeva velkataso huomioiden tämän tekijän merkitys osakkeen kannalta on rajallinen. Lisäksi muistutamme, että Scanfilin tuloslaskelman rahoituskuluja voivat heiluttaa valuuttakurssierät, mutta nämä erät ovat ei-kassavaikuttavia eikä niillä ole käytännön merkitystä osakkeelle.

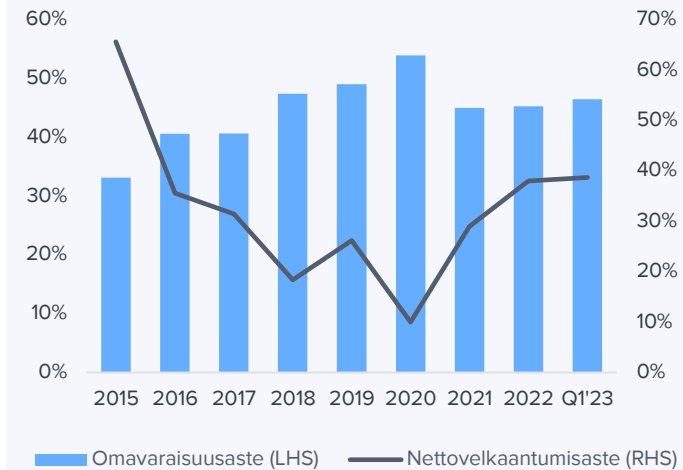
## Isommat yritysjärjestelyt vaativat silti rahojen vapauttamisen varastosta

Arviomme mukaan Scanfil on pitänyt taseasemansa vielä mukavuusalueella viimeisten vuosien käyttöpääoman negatiivisesta kehityksestä huolimatta. Näin ollen yhtiö pystyy jatkamaan strategiansa ja orgaanisten investointien toteuttamista ilman ongelmia, mutta suurempiin yrityskaappoihin rahkeet ovat

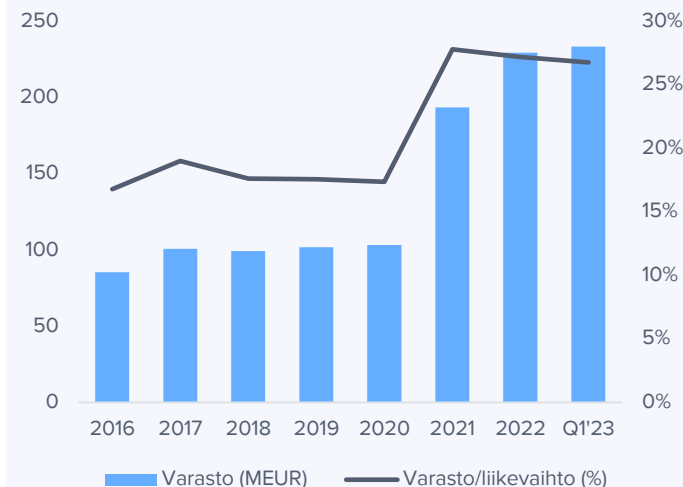
rajallisemmat ennen kuin varastosta on saatu kierrätettyä rahaa hieman kassanpuolelle (ts. normalisoitua varaston suhteellinen osuus liikevaihdosta). Käyttöpääoman hallinta on tuntuvalta osin yhtiön omista käsissä ja Scanfilin taloudellisella asemalla on edellytyksiä vahvistua vauhdilla, jos yhtiö saisi palautettua varastotasonsa historiallisiin toteumiin. Tässä arviomme mukaan 1-2 vuoden vuoden tähtäimellä realistisessa skenaariossa Scanfil olisi suurin piirtein nettovelaton jolloin taloudellinen asema olisi erittäin vahva.

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

## Taseaseman kehitys



## Varaston kehitys



# Ennusteet 1/3

## Ennustemalli

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

## Yhtiö on ohjeistanut tälle vuodelle tuloskasvua

Vuosi lähti yhtiöltä erinomaisesti käyntiin, sillä Scanfil antoi huhtikuussa positiivisen tulosvaroituksen, jossa yhtiö arvioi liikevaihdon olevan vuonna 2023 890-940 MEUR ja oikaistun liikevoittonsa 56-64 MEUR. Positiivisen tulosvaroituksen taustalla oli odotettua vahvempi ja parantunut asiakaskysyntä Energy & Cleantech-, Automation & Safety- ja Medtech & Life Science – asiakassegmenteissä. Lisäksi yhtiö kertoi kykenevänsä vastaamaan vahvaan kysyntään aiemaa paremmin komponenttien saatavuuden parannuttua. Arvioimme myös, että osana normaalin tilaus/toimitussyklin viiveitä moni Scanfilin viime vuonna erinomaisia tilauksia kerännyt asiakas tilasi alkuvuodesta Scanfililta kiihtyvän määrän tavaraa.

Aikaisen tulosvaroituksen myötä markkinatilanteen kokonaiskuva on kuluvalle vuodelle positiivinen,

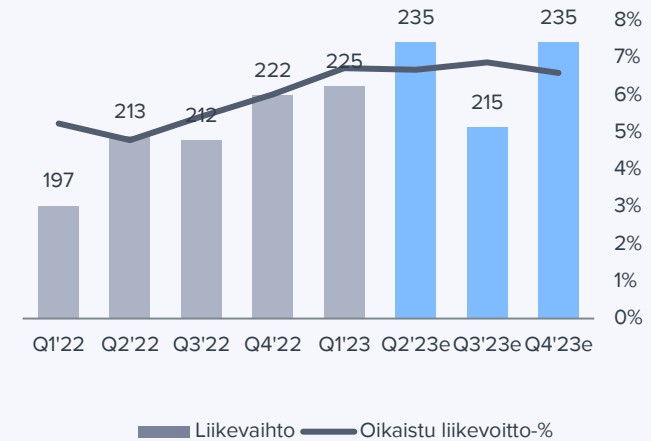
kun teollisuusvetoisten segmenttien kysyntä on erinomaisella tasolla ja komponenttien pääosin hyvä saatavuustilanne on helpottanut tarjonnan pullonkauloja. Negatiiviset riskit liittyvät arviomme mukaan tänä vuonna investointivetoisen kysynnän pitoon etenkin vuoden jälkipuoliskolla, kun huomioidaan inflaatiosta ja kiristyvistä rahapolitiikasta talouskasvun ylle kasautuneet negatiiviset riskit. Positiivinen riski on käänteinen eli talouden hyvä kyky sietää kireämpää rahapolitiikkaa. Tässä skenaariossa talouskasvun näkymä voisi myös piristyä ilman taantumaa, jos myös inflaatio taittuu.

Q1:llä yhtiön kehitys oli vahvaa, sillä Scanfil teki alkuvuodesta 225 MEUR:n liikevaihdolla 15 MEUR:n oikaistun liikevoiton. Vahvaa 14 %:n kasvua tukivat vastaavasti edellä mainitut positiivisen tulosvaroituksen taustalla vaikuttaneet tekijät. Läpilaskutuksen kaltaisten Spot-ostojen osuus laski Q1'23:lla 8 MEUR:oon (Q1'22 17 MEUR), joten Spot-ostoista oikaistu liikevaihto kasvoi 21 %:lla. Läpilaskutuksen osuuden lasku näkyi myös kannattavuudessa, sillä 6,7 %:iin yltänyt oik. EBIT-% vahvistui 1,5 %-yksikköä vertailukaudesta. Kannattavuuden taustalla vaikuttivat myös inflaation onnistunut hallinta ja kapasiteetin korkea käyttöaste sekä komponenttiongelmien helpottamisesta seurannut tuottavuuden nousu.

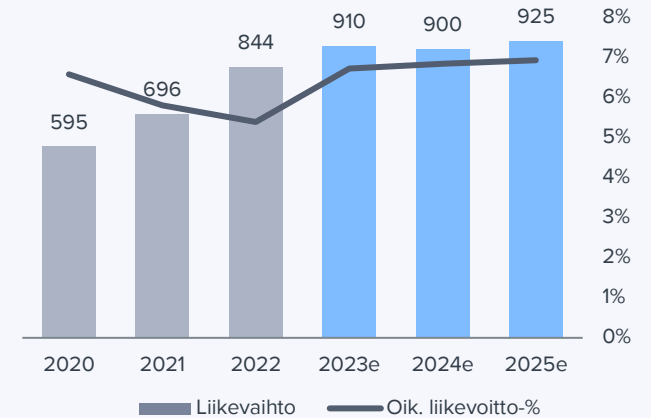
## Odotamme selvää tulosparannusta tänä vuonna vahvan kysynnän siivittämänä

Odotamme Scanfilin liikevaihdon kasvavan tänä vuonna 8 % 910 MEUR:oon (kasvu 19 % ilman spot-myyntejä). Kysyntänäkymä vaikuttaa

## Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



## Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys





# Ennusteet 2/3

loppuvuodelle erittäin hyvältä ja kapasiteettiakin on tulossa kesän aikana lisää käyttöön esimerkiksi Puolaan ja Yhdysvaltoihin poistamaan komponenteista kapasiteetin puolelle siirtynyttä pullonkaulaa. Yhtiön markkinaosuuksissa emme odota tapahtuvan suurempia muutoksia.

Scanfilin oikaistun liikevoiton ennustamme ottavan tänä vuonna 35 %:n tulosloikan 60 MEUR:oon. Suhteellisen kannattavuuden (oik. EBIT-%) odotamme vahvistuvan 6,7 %:iin johtuen vahvasta kysynnästä ja siten korkeasta kapasiteetin käyttöasteesta, komponenttien parantuneesta saatavuudesta koituvista tehokkuushyödyistä, sekä laskevasta Spot-ostojen määrästä.

Rahoituskulujen arvioimme pysyvän tänä vuonna melko vakaalla tasolla 3,1 MEUR:ssa, joskin raportoituja rahoituskuluja voivat heiluttaa hieman ei-kassavirtavaikutteiset kurssierot. Käytännön merkitystä osakkeen kannalta ei-kassavaikutteisilla kurssieroilla ei kuitenkaan näkemyksemme mukaan ole. Veroasteen arvioimme asettuvan lähelle normaalia tasoa 21 %:iin. Siten kuluvan vuoden EPS-ennusteemme on 0,71 euroa, mistä arvioimme yhtiön maksavan osinkoa noin politiikkaansa heijastellen 0,23 euroa osakkeelta ja näin nostavan osinkoaan jo 11. kertaa perän jälkeen keväällä 2024.

Vapaan rahavirran arvioimme jäävän tulosta heikommaksi, sillä vahva liikevaihdon kasvu sitoo pääomaa, vaikka uskomme käyttöpääoman tason maltillistuvan hieman suhteessa liikevaihtoon. Investoinnit ovat arviomme mukaan hieman poistojen tasoa korkeammalla viime aikojen tuntuvien orgaanisten investointien jäljiltä.

Nettovoitto ja positiivinen rahavirta vahvistavat tasetta. Vuoden 2023 lopussa arvioimme yhtiön omavaraisuusasteen olevan 48 % ja nettovelkaantumisasteen 21 %.

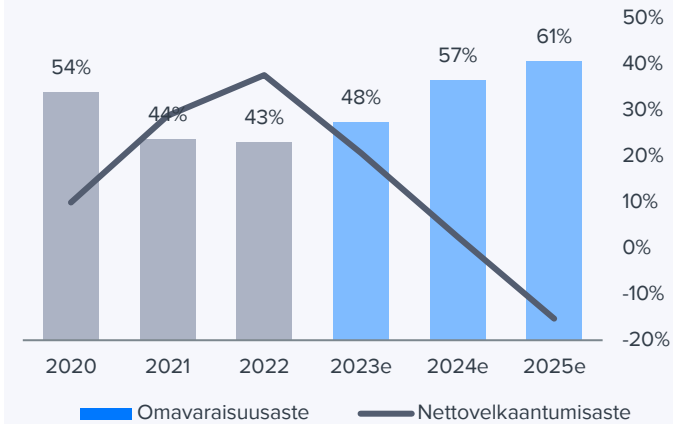
Emme ole tehneet muutoksia vuoden 2023 ennusteisiimme osakemäärän optiomerkitämuutosta lukuun ottamatta.

## Ensi vuodelle on piirrettävissä sekä positiivisia että negatiivisia skenaarioita

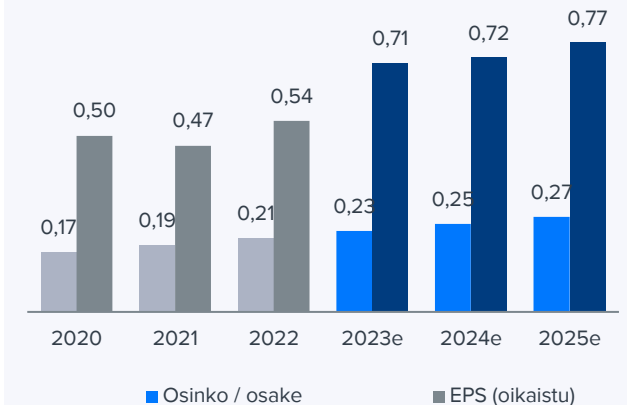
Maailmantalouden osalta tilanne on taas hyvin epävarma, sillä keskuspankit taistelevat yhä inflaatiota vastaan kiristämällä rahapolitiikkaa. Tämä voi heikossa skenaariossa yhdessä kuluttajien varovaisuuden ja laskeneen kuluttajaluottamuksen sekä investointi-innon jäähtymisen kanssa johtaa lopulta talouskasvun hidastumiseen. Toisaalta positiivisiakin riskejä on, sillä taloudet ovat kestäneet rahoitusolojen kiristymisen pelättyä selvästi paremmin etenkin vahvojen työllisyystilanteiden takia. Siten myös Scanfilin asetelmat ensi vuoteen ovat makroperspektiivistä mielestämme hyvin vaikeasti ennustettavat. Perusskenaariona pidämme kuitenkin ekonomistien konsensusta, jossa taloudet kasvavat mutta kasvu on erittäin hidasta ja palveluvetoista. Mahdollisten skenaarioiden vaihteluväli on kuitenkin suuri.

Vuonna 2024 odotamme Scanfilin liikevaihdon laskevan 1 % 900 MEUR:oon. Laskun pääajuri on vuonna materiaali-tilanteen parantumisen myötä poistuva tilapäismyynä. Volyymien arviomme kehittyvän epävarmuuksista huolimatta lievästi nousujohteisesti siedettävänä pysyvää taloustilannetta peilaten, mitä tukee toimialan

## Taseen avainlukujen kehitys



## Osakekohtainen tulos ja osinko



# Ennusteet 3/3

pitkän ajan trendit ja Scanfilin pienet markkinaosuuksien voitot. Volyymien kasvuvauhti kuitenkin hyytyy ennusteissamme vuoteen 2023 verrattuna emmekä usko taloustilanteen tukevan tarpeeksi yhtiötä orgaaniseen kasvuun 5-7 %:n tavoitteeseen yltämisessä.

Vuoden 2024 liiketuloksen odotamme pysyvän vakaana ja asettuvan 61,5 MEUR:oon. Spot-ostojen päättyessä ennustamme suhteellisen kannattavuuden vahvistuvan aavistuksen ja liikevoittomarginaalin asettuvan 6,8 %:iin. Keskeisin epävarmuustekijä ensi vuoden ennusteisiimme peilattuna liittyy arviomme mukaan kysynnän kehittymiseen, joka taas volyymien lisäksi epäsuorasti myös kilpailuun. Rahoituskulut laskevat arviomme mukaan 1,8 MEUR:oon, kun palautuva käyttöpääoma painaa bruttovelkaa alaspäin. Veroasteen arviomme nousevan normalisoidulle tasolle noin 22 %:iin. Siten vuoden 2024 EPS-ennusteemme kohoaa 0,71 euroon, josta arviomme yhtiön maksavan politiikkansa mukaisesti osinkoa 0,25 €/osake.

Vapaan rahavirran osalta vuosi 2024 on arviomme mukaan vahvempi, kun investoinnit painuvat hieman alle poistojen tason ja käyttöpääomaa alkaa selvemmin vapautua varastoista liikevaihdon kasvun rauhoittumisen myötä. Siten arviomme yhtiön taseen jatkavan vahvistumistaan (2024e: omavaraisuusaste 57 %, nettovelkaantumisaste 3 %). Siten vuoden 2024 lopulla yhtiön taloudellinen liikkumavara yrityskauppoihin olisi huomattava.

## Vuodelta 2025 odotamme hidasta kasvua

Vuonna 2025 odotamme Scanfilin orgaanisen kasvun jatkuvan yhä vaisuhkossa mutta pahimmat karikot väistävässä taloustilanteessa 3 %:n vauhtia

ja nostavan liikevaihdon 925 MEUR:oon. Kasvua ajaa edelleen BKT:n lievän kasvun ajama markkinakasvu, ulkoistamisasteen nousu ja maltilliset onnistumiset uusasiakashankinnassa sekä asiakaskohtaisissa markkinaosuuksissa. Kasvun osalta ennusteemme on yhä makrosyistä ja komponenttien lieviä deflaatoriskejä peilaten yhtiön tavoitteen alapuolella.

Vuoden 2025 liikevoiton ennustamme olevan 64 MEUR ja marginaalin 6,9 % kasvun tukiessa kannattavuutta maltillisesti. Rahoituskulujen odotamme laskevan maltillisesti velattoman taseen myötä emmekä odota veroihin merkittäviä muutoksia, joten ennustamme Scanfilin tekevän 0,76 euron osakekohtaisen tuloksen vuonna 2025 ja maksavan tästä osinkoa 0,27 euroa osakkeelta. Nettovoiton ja terveen rahavirran ansiosta arviomme omavaraisuusasteen nousevan 61 %:iin ja nettovelkaantumisasteen painuvan -15 %:iin vuoden lopussa. Näillä tasoilla yhtiöllä olisi jo erittäin hyvää liikkumavaraa yritysostoihin. Pidämme jopa melko todennäköisenä, että yhtiö tekee yrityskauppoja ennen vuoden 2025 loppua, eikä tase painu selvästi nettokassan puolelle.

Myös vuosien 2024-2025 ennusteemme ovat ennallaan mainittua osakemäärän optiomerkitäkorjausta lukuun ottamatta.

## Odotamme kasvun jatkuvan pitkällä aikavälillä

Odotamme Scanfilin jatkavan kannattavan kasvun strategiansa määrätietoista toteuttamista pääpiirteittäin entisillä linjoillaan myös vuoden 2025 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 2-5 % vuodessa, mikä heijastelee Scanfilin päämarkkina-alueiden BKT:n ja elektroniikkamarkkinan kasvuennusteita ja -näkyimiä. Olemme nostaneet hieman pitkän ajan kasvuennusteitamme. Pidämme tätä yhä konservatiivisena arviona etenkin nykyisessä inflatorisessa tilanteessa. Pitkällä tähtäimellä yrityskaupat tulevat tehostamaan kasvua erittäin suurella todennäköisyydellä ja orgaanisen kasvun osaltakin ennusteisiimme jää positiivisen yllätyksen vara Scanfilin tavoitetasot huomioiden.

Yhtiön liikevoittomarginaalien odotamme liikkuvan pitkällä aikavälillä 6-7 % haarukassa kireänä pysyvän kilpailupaineen ja toisaalta kehittyvien markkinoiden kustannusinflaation myötä. Emme varsinaisesti näe kuitenkaan esteitä, miksi nykymuotoinen Scanfil ei pitkällä aikavälillä kykenisi yltämään noin 7-8 % marginaalitasolle, jos väkevä kasvu jatkuu ja koko tuotantokone saadaan toimimaan optimaalisesti. Scanfilin viimeisen 10 vuoden EBIT-%:n keskiarvo on 5,9 % (5 v ka. 6,2 %) ja 20 vuoden aikasarjan heikoin marginaali 4,3 %, joten pidämme myös terminaaliennusteitamme kohtuullisina.

Pitkällä tähtäimellä ennuste-epävarmuus kasvaa, vaikka pidämmekin Scanfilin liiketoiminnan ison kuvan ennustettavuutta melko hyvänä suhteessa moniin muihin pörssiyrityksiin. Pitkän ajan ennusteiden merkitys osakkeen hinnoittelun kannalta ei kuitenkaan ole ratkaiseva ja olemmekin käyttäneet niitä lähinnä lyhyen ajan ennusteidemme tukena toimivassa DCF-mallissa.

# Tuloslaskelma ja ennustemuutokset

Tuloslaskelma	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>Liikevaihto</b>	<b>696</b>	<b>197</b>	<b>213</b>	<b>212</b>	<b>222</b>	<b>844</b>	<b>225</b>	<b>235</b>	<b>220</b>	<b>230</b>	<b>910</b>	<b>900</b>	<b>925</b>	<b>960</b>
Konserni	696	197	213	212	222	844	225	235	220	230	910	900	925	960
<b>Käyttökate</b>	<b>55,0</b>	<b>14,3</b>	<b>14,4</b>	<b>16,1</b>	<b>18,1</b>	<b>62,9</b>	<b>19,8</b>	<b>20,4</b>	<b>19,8</b>	<b>20,5</b>	<b>80,5</b>	<b>80,6</b>	<b>83,3</b>	<b>85,0</b>
Poistot ja arvonalennukset	-15,4	-4,0	-4,2	-4,6	-4,7	-17,5	-4,7	-4,7	-5,0	-5,0	-19,4	-19,1	-19,3	-19,0
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>40,3</b>	<b>10,3</b>	<b>10,2</b>	<b>11,5</b>	<b>13,4</b>	<b>45,4</b>	<b>15,1</b>	<b>15,7</b>	<b>14,8</b>	<b>15,5</b>	<b>61,1</b>	<b>61,5</b>	<b>64,0</b>	<b>66,0</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>39,6</b>	<b>10,3</b>	<b>10,2</b>	<b>11,5</b>	<b>13,4</b>	<b>45,4</b>	<b>15,1</b>	<b>15,7</b>	<b>14,8</b>	<b>15,5</b>	<b>61,1</b>	<b>61,5</b>	<b>64,0</b>	<b>66,0</b>
Konserni	40,3	10,3	10,2	11,5	13,4	45,4	15,1	15,7	14,8	15,5	61,1	61,5	64,0	66,0
Nettorahoituskulut	-1,9	-1,0	-0,3	-1,7	-0,7	-3,7	-0,6	-0,9	-0,8	-0,8	-3,1	-1,8	-0,8	0,1
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>37,7</b>	<b>9,3</b>	<b>9,8</b>	<b>9,8</b>	<b>12,7</b>	<b>41,7</b>	<b>14,5</b>	<b>14,8</b>	<b>14,0</b>	<b>14,7</b>	<b>58,0</b>	<b>59,7</b>	<b>63,2</b>	<b>66,1</b>
Verot	-7,9	-1,3	-2,7	-0,4	-2,3	-6,7	-2,8	-3,3	-3,1	-3,2	-12,4	-13,1	-13,9	-14,5
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
<b>Nettotulos</b>	<b>29,8</b>	<b>8,0</b>	<b>7,1</b>	<b>9,4</b>	<b>10,4</b>	<b>35,0</b>	<b>11,7</b>	<b>11,5</b>	<b>10,9</b>	<b>11,5</b>	<b>45,6</b>	<b>46,6</b>	<b>49,3</b>	<b>51,5</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,47</b>	<b>0,12</b>	<b>0,11</b>	<b>0,15</b>	<b>0,16</b>	<b>0,54</b>	<b>0,18</b>	<b>0,18</b>	<b>0,17</b>	<b>0,18</b>	<b>0,70</b>	<b>0,71</b>	<b>0,76</b>	<b>0,79</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,46</b>	<b>0,12</b>	<b>0,11</b>	<b>0,15</b>	<b>0,16</b>	<b>0,54</b>	<b>0,18</b>	<b>0,18</b>	<b>0,17</b>	<b>0,18</b>	<b>0,70</b>	<b>0,71</b>	<b>0,76</b>	<b>0,79</b>

Tunnusluvut	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	16,9 %	20,4 %	23,1 %	26,3 %	16,0 %	21,3 %	14,2 %	10,4 %	3,8 %	3,4 %	7,8 %	-1,1 %	2,8 %	3,8 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	3,1 %	3,0 %	-3,6 %	21,7 %	30,5 %	12,7 %	46,6 %	53,9 %	28,7 %	15,7 %	34,6 %	0,7 %	4,1 %	3,1 %
<b>Käyttökate-%</b>	7,9 %	7,3 %	6,8 %	7,6 %	8,1 %	7,5 %	8,8 %	8,7 %	9,0 %	8,9 %	8,9 %	9,0 %	9,0 %	8,9 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	5,8 %	5,2 %	4,8 %	5,4 %	6,0 %	5,4 %	6,7 %	6,7 %	6,7 %	6,7 %	6,7 %	6,8 %	6,9 %	6,9 %
<b>Nettotulos-%</b>	4,3 %	4,1 %	3,4 %	4,4 %	4,7 %	4,2 %	5,2 %	4,9 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,2 %	5,3 %	5,4 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
<b>Liikevaihto</b>	910	910	0 %	900	900	0 %	925	925	0 %
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	61,1	61,1	0 %	61,5	61,5	0 %	64,0	64,0	0 %
<b>Liikevoitto</b>	61,1	61,1	0 %	61,5	61,5	0 %	64,0	64,0	0 %
<b>Tulos ennen veroja</b>	58,0	58,0	0 %	59,7	59,7	0 %	63,3	63,2	0 %
<b>EPS (ilman kertaeriä)</b>	0,71	0,70	-1 %	0,72	0,71	-1 %	0,77	0,76	-1 %
<b>Osakekohtainen osinko</b>	0,23	0,23	0 %	0,25	0,25	0 %	0,27	0,27	0 %

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>102</b>	<b>107</b>	<b>108</b>	<b>109</b>	<b>108</b>
Liikearvo	8,2	7,7	7,7	7,7	7,7
Aineettomat hyödykkeet	12,9	10,8	10,9	11,0	11,1
Käyttöomaisuus	72,0	79,7	81,3	82,2	80,9
Sijoitukset osakkuusyhtiöihin	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	8,5	7,8	7,8	7,8	7,8
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>372</b>	<b>419</b>	<b>436</b>	<b>404</b>	<b>425</b>
Vaihto-omaisuus	193	229	218	189	185
Muut lyhytaikaiset varat	3,9	4,1	3,9	3,9	3,9
Myyntisaamiset	149	165	182	176	176
Likvidit varat	25,3	20,8	31,8	36,0	60,6
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>474</b>	<b>526</b>	<b>544</b>	<b>514</b>	<b>533</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Oma pääoma</b>	<b>207</b>	<b>227</b>	<b>259</b>	<b>290</b>	<b>324</b>
Osakepääoma	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Kertyneet voittovarot	172	195	227	259	292
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	33,4	29,5	29,5	29,5	29,5
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>68,0</b>	<b>61,8</b>	<b>63,6</b>	<b>36,9</b>	<b>25,4</b>
Laskennalliset verovelat	5,3	4,6	4,6	4,6	4,6
Varaukset	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8
Lainat rahoituslaitoksilta	62,0	56,4	58,2	31,5	20,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>198</b>	<b>237</b>	<b>222</b>	<b>186</b>	<b>184</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	23,2	49,9	27,4	11,8	5,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	172	184	191	171	176
Muut lyhytaikaiset velat	3,0	3,5	3,5	3,5	3,5
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>474</b>	<b>526</b>	<b>544</b>	<b>514</b>	<b>533</b>

# Arvostus 1/4

## Scanfil hinnoitellaan markkinoilla tulos pohjaisesti

Mielestämme Scanfil tulee hinnoitella muiden kannattavien kasvuyhtiöiden tavoin ensisijaisesti tulos pohjaisesti. Käytämme Scanfilin arvottamisessa P/E-lukua sekä myös paremmin yhtiöiden taserakenteiden erot huomioivia yritys arvopohjaisia EV/EBITDA- ja EV/EBIT-kertoimia. Tarkastelemme Scanfilia ensisijaisesti kuluvan vuoden ja seuraavan vuoden arvostuskertoimilla, sillä yhtiön hyvä historiallinen track-record ja kohtuullinen ennustettavuus sekä vakaa taloudellinen asema kompensoivat mielestämme riittävästi liiketoimintamallin ja tämän hetken taloustilanteeseen liittyviä lyhyen ajan näkyvyyteen liittyviä rajoitteita.

Mielestämme seuraavat tekijät painavat ja tukevat Scanfilin arvostusta:

**Vahva track-record** kannattavasta kasvusta lisää luottamusta yhtiön tulevaisuuden kilpailukykyyn myös jatkossa.

**Lähivuosien tuloskasvuodotukset** ovat yleiseen talouteen liittyvistä epävarmuuksista huolimatta kohtalaiset kuluvan vuoden selvän tasokorjauksen jälkeenkin.

**M&A-optio** on mielestämme positiivinen, sillä Scanfil on osoittanut kykynsä luoda omistaja-arvoa yritys järjestelyillä ja hieman ylisuuren varaston normalisoituessa yhtiöllä on tulivoimaa melko suureen (EV noin 100 MEUR) järjestelyyn

**Investointivetoisuus ja alituinen (pieni) riski suurten asiakkaiden menettämisestä** pitävät näkyvyyden lyhyenä ja aiheuttavat volatilitteettia, mikä nostaa yhtiön riskiprofiilia.

**Haastava arvoketjuasema** suurten komponenttitoimittajien ja asiakkaiden välissä pitää kannattavuuden kroonisessa paineessa ja yleensä myös kassavirran tulosta heikompana.

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

Nämä tekijät huomioiden Scanfilin osakkeelle hyväksyttävä arvostustaso on P/E-kertoimella mitattuna noin 12x-16x sekä vastaavasti EV/EBIT-kertoimella mitattuna 10x-13x. Nämä tasot ovat markkinoiden viimeisen 5 vuoden aikana markkinoiden Scanfilille keskimäärin hyväksymiä mediaanitasoja (P/E noin 12x, EV/EBIT noin 11x) ylempänä. Tämä on mielestämme perusteltua, sillä Scanfil on viimeisen vajaan viiden vuoden aikana edennyt sekä strategisesti että operatiivisesti hyvään suuntaan. Tätä heijastelleen yhtiö on yltänyt aikavälillä 2016-2022 keskimäärin 7 %:n liikevaihdon vuosikasvuun (CAGR) vuoden 2022 tilapäismyynnistä oikaistuna ja noin 19 %:n oman pääoman tuottoon. Samalla asiakasriskejä laskenut PArtnerTech-kauppa on laskenut osakkeen riskiprofiilia.

Scanfilin arvostusta ovat mielestämme historiassa dominoineet yhtiön vahvan kehityksen sijaan toimialan tietyiltä osin haastava maine, sykliset riskit ja epävarmuus tulos potentiaalin saavuttamisesta. Myös toimialan pitkän ajan kasvupotentiaali on ollut lievästi parantumaan päin. Näin ollen näemme Scanfilin

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	10,4	10,4	10,4
Osakemäärä, milj. kpl	65,3	65,3	65,3
Markkina-arvo	678	678	678
Yritysarvo (EV)	731	685	642
P/E (oik.)	14,8	14,5	13,7
P/E	14,8	14,5	13,7
P/Kassavirta	14,2	10,8	11,4
P/B	2,6	2,3	2,1
P/S	0,7	0,8	0,7
EV/Liikevaihto	0,8	0,8	0,7
EV/EBITDA (oik.)	9,1	8,5	7,7
EV/EBIT (oik.)	12,0	11,1	10,0
Osinko/tulos (%)	32,9 %	35,0 %	35,7 %
Osinkotuotto-%	2,2 %	2,4 %	2,6 %

Lähde: Inderes

# Arvostus 2/4

hyväksyttävässä arvostustasossa mieluummin yhä maltillista nousuvaraa kuin paluuta historialliselle arvostustasolle, vaikka osakemarkkinoiden perusskenaariossa korot ja tuottovaatimukset pysyvät viimeistä 5 vuotta valtaosin värittänyttä nollakorkoaikaa kireämpinä. Lyhyellä tähtäimellä arvostuksen nousuvaran varaan laskeminen on myös tästä syystä haastavaa, mutta vallitsevillakin korkotasolla yhtiö ansaitsee mielestämme vähintään viimeisen 5 vuoden mediaanin tasolle olevat kertoimet.

Arviomme mukaan Scanfililla on edellytykset jatkaa positiivista kehitystä myös lähivuosina. Kasvun sekä etenkin pääoman tuoton ylläpito veisivät yhtiötä mielestämme yhä selvemmin kohti pörssin laatu-yhtiökategoriaa, millä olisi taas edellytyksiä hinata arvostushaarukkaa pienin askelin ylöspäin.

## Lyhyen päään kertoimet ovat jokseenkin neutraalilla tasolla

Scanfilin ennusteidemme mukaiset P/E-luvut vuosille 2023 ja 2024 ovat noin 15x, kun taas vastaavat EV/EBIT-kertoimet ovat noin 12x ja 11x. Lähivuosien osinkotuottojen odotamme olevan noin 2-3 %:n tasolla. Näin ollen pidämme yhtiön arvostusta absoluuttisesti melko neutraalina 12 kuukauden tähtäimellä, sillä kertoimet asettuvat yhtiölle hyväksyviemme haarukoiden ylälaitoihin kuluvan vuoden osalta. Ensi vuodelle arvostus on lievästi houkuttelevampi etenkin EV-pohjaisesti.

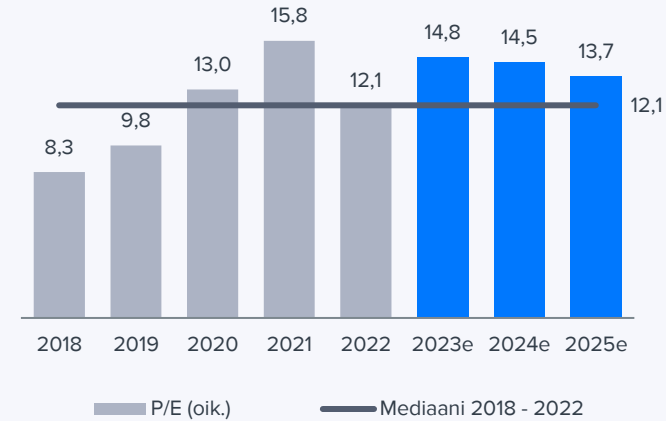
Scanfilin P/B-luku (Q1'23 tasearvolla) 2,9x on jatkevä verrattuna yhtiön viimeisen 6 vuoden oikaistuun 19 %:n oman pääoman tuottoon ja

vallitseviin tuloskasvuodotuksiin. Scanfilin staattinen taaksepäin katsova tulostuotto on näillä luvuilla 6,5 %:n tasolla. Arviomme mukaan Scanfilin oman pääoman kustannus on sijoittajien näkökulmasta tällä hetkellä noin 8-10 %:n tasolla, joten staattinen tulostuotto ei kata enää tuottovaatimusta yksinään. Siten yhtiön lyhyen ja pitkän aikavälin melko hyvän kannattavan kasvun potentiaalia hinnoitellaan osakkeeseen mielestämme jokseenkin perustellussa mittakaavassa.

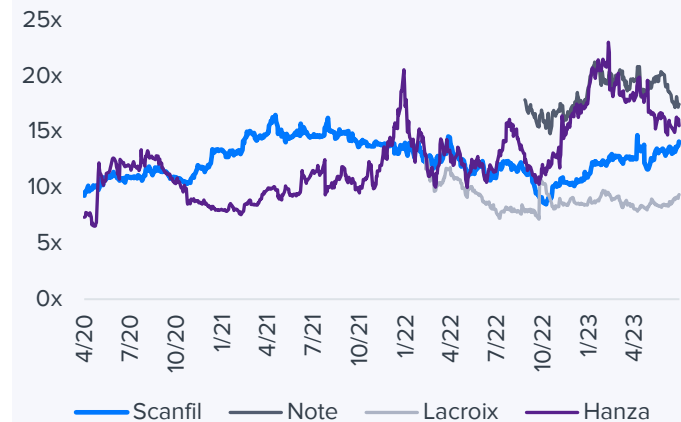
## Vertailuryhmäarvostus on niin ikään siedettävä, mutta ei varsinaisesti halpa

Sopimusvalmistussektorilla toimii paljon listattuja yhtiöitä, joten Scanfilille voidaan kerätä varsin suuri verrokkiryhmä arvostustason suhteellista tarkastelua varten. Huomioitavaa kuitenkin on, että verrokkiryhtiöiden vertailtavuus Scanfilin verrokkien suuresta määrästä huolimatta ei ole täydellinen, sillä skaalaerot globaaleihin jätteihin ovat valtavia ja verrokkiryhmässä on hyvin vaihtelevaa kannattavuutta tekeviä yhtiöitä. Lisäksi keskisuurten sopimusvalmistajien kentässä on myös listaamattomia yrityksiä, joten Scanfilin kaikkia relevantteja kilpailijoita ei ole mahdollista saada vertailuun (esim. Zollner ja Fideltronik). Näin ollen painotamme Scanfilin arvonmäärittämissämme etenkin absoluuttisia kertoimia, joita verrokkiryhmäarvostus tukee. Vertailuryhmään olemme sisällyttäneet maailman 50 suurimmasta sopimusvalmistajasta osan (ml. kaikki länsimaiset pelurit) ja lisäksi joitakin pienempiä pelureita Scanfilin suorista kilpailijoista ja pohjoismaisista verrokeista.

## P/E (oik.)



## 12 kk eteenpäin katsova P/E



# Arvostus 3/4

Yleisenä huomiona voidaan mielestämme todeta, että sopimusvalmistajien tulos pohjaiset kertoimet ovat nousseet laajemminkin viime vuosina ja lähentyneet hieman ainakin eurooppalaisten pörssien keskimääräisiä arvostustasoja. Tämä heijastelee monen sopimusvalmistajan viime vuosina saavuttamaa suorituskyvyn nousua sekä myös toimialan maineen jonkinasteista parantumista (monet sopimusvalmistajat ovat tuoneet erinomaisia sijoitustuottoja viimeisen 5-10 vuoden aikana). Volyympohjaiset kertoimet ovat matalia alan ohuita marginaaleja heijastellen, kun taas tasepohjaiset kertoimet ovat hyvin riippuvaisia pääoman tuottokyvystä.

Scanfil on arvostettu tulos pohjaisilla kertoimilla reilun 10 %:n preemiolla suhteessa verrokiryhmään. Mielestämme preemio on täysin ansaittu Scanfilin, kun huomioidaan viime vuosien pääosin hyvä suorituskyky, asemoituminen paremmin kannattavaan teollisuuselektronikan segmenttiin sekä kohtuulliset asiakasriskit. Volyympohjainen EV/S-kerroin ovat selvemmin preemiolla, mutta tämä on mielestämme täysin perusteltua Scanfilin keskimääräistä parempi kannattavuus ja pääoman tuotto huomioiden. Osakkeen suhteellinen arvostus ei ole mielestämme kuitenkaan erityisen halpa eikä kallis vaan melko neutraali. Lisäksi yksi suurimmista verrokeista eli norjalainen Kitron on hinnoiteltu käytännössä linjaan Scanfilin kanssa. Näin ollen verrokkiarvostus ei mielestämme estä Scanfilin osakkeen maltillista liikkumavaraa

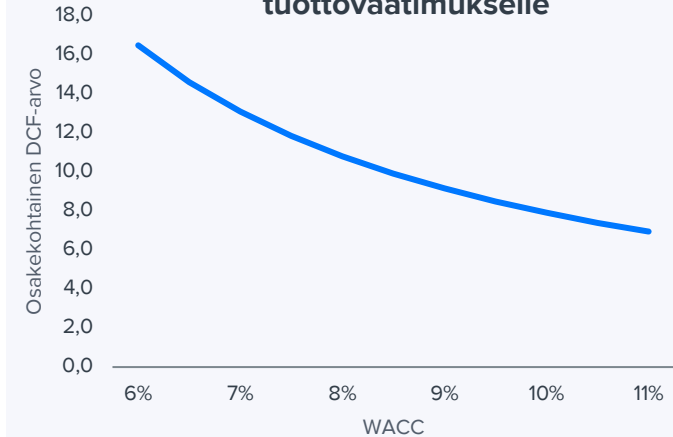
kumpaankaan suuntaan. Emme toisaalta kuitenkaan usko verrokkiarvostusten olevan erityisen vahva ajuri osakkeelle.

## DCF-arvonmääritys

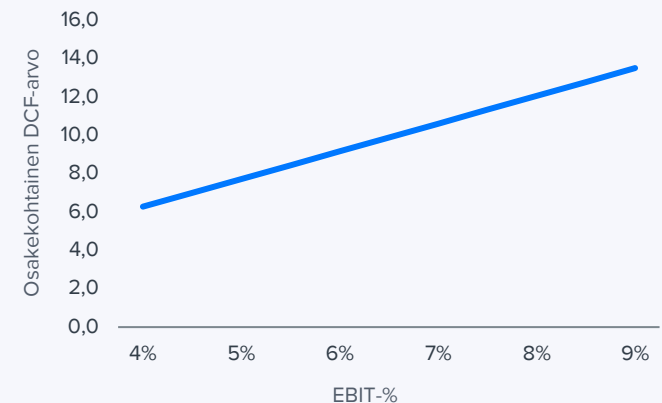
Annamme arvonnäilyksessä myös rahavirtamallille (DCF) suhteellisen arvostuksen tavoin absoluuttisia kertoimia lievästi maltillisemmän painoarvon, koska DCF-malli on herkkä erityisesti terminaalijakson muuttuihin ja tuottovaatimukseen nähden. Konservatiivisilla oletuksilla pitkää tähtäintäkin huomioiva DCF-malli antaa kuitenkin mielestämme melko hyvän kuvan Scanfilin osakkeen käyvästä arvosta, sillä liiketoiminnan ennustettavuus on vähintäänkin kohtuullinen. DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on noin 9,5 euroa, mikä tukee muiden menetelmien indikoimaa kuvaa Scanfilin osakkeen neutraalista hinnoittelusta.

Ennustemallissamme Scanfilin liikevaihdon kasvu tasaantuu pitkällä aikavälillä 2-5 %: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 terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta on hyvinkin siedettävällä 50 %:n tasolla. Näin ollen parametrit ovat mielestämme hyvin perustellut yhtiön historiallisilla näytöillä eikä ennusteiden ylittäminenkään ole pitkässä juoksussa mahdotonta. Rahavirtamallissa käyttämämme

## Osakekohtaisen DCF-arvon herkkyys tuottovaatimukselle



## DCF-arvon herkkyys ennustejakson kannattavuudelle



# Arvostus 4/4

pääoman kustannus (WACC) on 8,6 % ja oman pääoman kustannus 9,2 %. Riskitön korko on 2,5 %, ja markkinan riskipreemio puolestaan 4,75 %. Emme ole tehneet oleellisia muutoksia mallimme tuottovaatimuksiin.

## Osake on hinnoiteltu järkevästi

Näkemyksemme mukaan Scanfilin osakkeen käypä arvo on noin 8,5-10,5 euroa osakkeelta perustuen normalisoituun 0,70-0,75 euron EPS-potentiaaliin ja 12x-15x tuloskerrotimeen sekä myös DCF-malliin tuottovaatimukseen ja terminaalikannattavuuteen liittyvät herkkyyksianalyysit huomioiden. Pidemmällä aikavälillä arvioimme Scanfilin osakkeen käyvän arvon nousevan asteittain, kunhan yhtiö jatkaa kannattavaa orgaanista tai epäorgaanista kasvuaan. Näin ollen Scanfil on hinnoiteltu käyvän arvon haarukkamme ylälaidan tienoille ja vallitsevassa jokseenkin neutraalissa osakemarkkinan tilanteessa haemme myös tavoitehintamme haarukan puolivälistä. Tässä skenaariossa positiivinen optio yritysjärjestelyistä jää sijoittajille aidosti optioksi.

Eri arvostusmittarien muodostama kokonaisuus huomioiden pidämme osakkeen tuotto-odotusta myös seuraavan vuoden tähtäimellä korkeintaan tuottovaatimuksen tasoisena. Tuotto-odotus muodostuu etenkin tuloskasvusta ja osingosta, kun taas toteutuneesta tuloksesta lasketuilla arvostuskertoimilla on mielestämme jo laskuvaraa. Myös keskipitkällä tähtäimellä osakkeen tuotto-odotus tulee arviomme mukaan pääosin samoista komponenteista, vaikka pidemmällä perspektiivillä kertoimien maltillinen nousu vielä piirun ylemmäs kohti haarukoidemme puolivälejä tai ylälaitoja ei

mielestämme olisi lainkaan kohtuutonta, jos Scanfil onnistuu strategiansa toteutuksessa eikä korkotasot keskipitkällä tähtäimellä jämähdä nykyisille tasoilleen tai nouse lisää.

## Yrityskauppaoptio tulee kaupan päälle

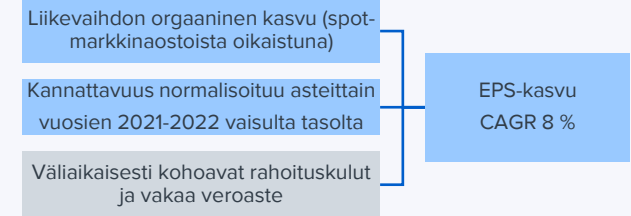
Kaupan päälle sijoittajat saavat Scanfilin positiivisen yritysosto-option, joka voi realisoitua keskipitkällä aikavälillä, kun varastoon nyt sitoutuneet ylijäämäpääomat on saatu kotiutettua kassaan ja sopiva kohde ja/tai sopivia kohteita on löytynyt. Normaaliilla käyttöpääomaprozentilla Scanfilin taseessa mielestämme piilevä noin 100 MEUR:n velkakapasiteetti huomioiden yrityskaupat voivat vahvistaa yhtiön kasvua selvästikin. Strategisesti yhtiöön hyvin sopivat ja kohtuuhintaiset yrityskaupat (arvostus omien preemiokertoimien alapuolella) tukisivat lähtökohtaisesti näkemystämme Scanfilin osakkeen käyvästä arvosta, mutta kauppojen ajoitukseen liittyvät epävarmuus on toki korkea ja kaikkia kauppvoja on myös arvioitava tapauskohtaisesti.

Pidemmällä tähtäimellä Scanfilin osakkeen kehityksen kannalta keskeistä on yhtiön onnistuminen epäorgaanisiin ja orgaanisiin komponentteihin nojaavan kasvustrategian toteuttamisessa, minkä pitäisi pitää yhtiön liikevaihto ja tulos tasaisella nousukäyrällä. Scanfililla on strategian toteuttamisesta vahvat historialliset näytöt, minkä takia suhtaudumme yhtiön pitkän aikavälin sijoitustarinaa positiivisesti. Kannattavan kasvun jatkuessa myös yhtiön käyvällä arvolla on hyvät edellytykset kohota asteittain.

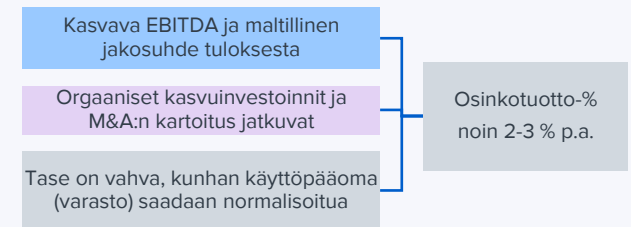
## Osaketuoton ajurit Q1'23 LTM-2026e

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

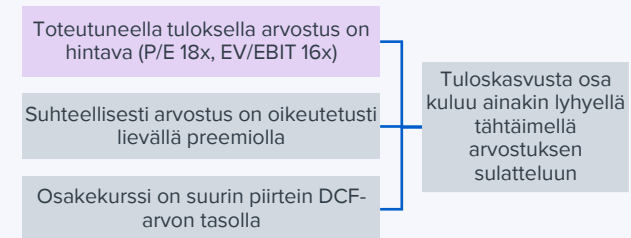
### Tulostuoton ajurit



### Osinkotuoton ajurit



### Arvostuskertoimien ajurit



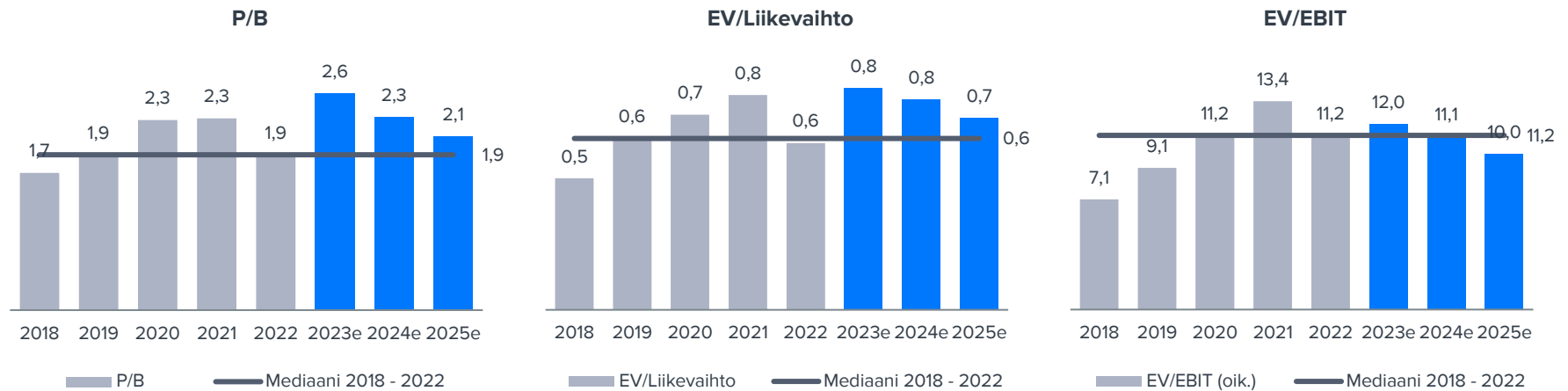
Osakkeen kokonaistuotto-odotus on suurinpiirtein tuottovaatimuksen tasolla



# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	3,75	4,89	6,52	7,46	6,58	10,4	10,4	10,4	10,4
Osakemäärä, milj. kpl	64,0	64,4	64,5	64,5	64,5	65,3	65,3	65,3	65,3
Markkina-arvo	240	313	420	481	424	678	678	678	678
Yritysarvo (EV)	268	359	439	541	510	731	685	642	606
P/E (oik.)	8,3	9,8	13,0	15,8	12,1	14,8	14,5	13,7	13,2
P/E	8,3	11,2	11,4	16,2	12,1	14,8	14,5	13,7	13,2
P/Kassavirta	10,5	77,0	8,3	neg.	neg.	14,2	10,8	11,4	12,5
P/B	1,7	1,9	2,3	2,3	1,9	2,6	2,3	2,1	1,9
P/S	0,4	0,5	2,3	0,7	0,5	0,7	0,8	0,7	0,7
EV/Liikevaihto	0,5	0,6	0,7	0,8	0,6	0,8	0,8	0,7	0,6
EV/EBITDA (oik.)	5,7	6,8	7,2	9,8	8,1	9,1	8,5	7,7	7,1
EV/EBIT (oik.)	7,1	9,1	11,2	13,4	11,2	12,0	11,1	10,0	9,2
Osinko/tulos (%)	28,8 %	34,2 %	29,7 %	41,1 %	38,7 %	32,9 %	35,0 %	35,7 %	40,0 %
Osinkotuotto-%	3,5 %	3,1 %	2,6 %	2,5 %	3,2 %	2,2 %	2,4 %	2,6 %	3,0 %

Lähde: Inderes



# Verrokkitaulukko

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e
Incap	316	330	17,3	8,5	9,2	7,3	1,3	1,1	13,5	11,1	1,4	0,9	2,9
Kitron	737	875	12,9	11,7	10,5	9,6	1,1	1,0	13,9	13,4	2,0	2,5	4,7
Hanza	314	360	13,7	12,2	9,6	8,4	1,0	0,9	16,7	14,7	1,3	1,5	3,4
Pegatron	5674	6904	10,4	9,2	6,4	5,8	0,2	0,2	11,6	10,4	5,7	6,3	1,1
Celestica	1616	2178	6,1	5,8	4,7	4,4	0,3	0,3	7,2	6,7			1,1
Flextronics	11244	12068	9,5	8,6	7,2	6,6	0,4	0,4	12,0	11,3			2,9
Foxconn	44940	43756	8,4	7,4	5,5	4,9	0,2	0,2	11,8	9,4	4,6	5,0	1,0
Jabil	13065	14700	9,4	9,0	6,1	5,8	0,5	0,5	12,8	11,7	0,3	0,3	4,8
Hana Microelectronics	968	888	17,6	13,7	9,1	7,8	1,2	1,1	18,1	14,5	2,5	3,5	1,5
TT Electronics	328	493	8,4	7,7	6,3	5,7	0,7	0,7	8,6	7,6	4,2	4,7	0,9
Fabrinet	4290	3804	14,5	14,2	12,6	12,3	1,6	1,5	16,9	16,6			3,2
Universal Scientific	4598	4407	12,9	10,9	8,6	7,5	0,5	0,5	14,2	11,8	2,4	2,4	2,1
Venture Corporation	2935	2400	8,8	8,4	8,1	7,7	1,0	0,9	12,6	11,9	5,1	5,3	1,5
Plexus	2490	2684	13,8	12,1	10,4	9,2	0,7	0,6	18,0	15,4			2,4
Katek	209	245	13,6	8,1	6,1	4,6	0,3	0,3	23,9	12,0			1,3
Lacroix	182	351	12,3	10,1	6,8	6,0	0,5	0,4	10,7	8,3	2,8	3,6	1,0
<b>Scanfil (Inderes)</b>	<b>678</b>	<b>731</b>	<b>12,0</b>	<b>11,1</b>	<b>9,1</b>	<b>8,5</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>14,8</b>	<b>14,5</b>	<b>2,2</b>	<b>2,4</b>	<b>2,6</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>11,9</b>	<b>9,8</b>	<b>7,9</b>	<b>7,1</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>13,9</b>	<b>11,7</b>	<b>2,9</b>	<b>3,3</b>	<b>2,2</b>
<b>Mediaani</b>			<b>12,6</b>	<b>9,1</b>	<b>7,6</b>	<b>7,0</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>13,1</b>	<b>11,7</b>	<b>2,5</b>	<b>3,5</b>	<b>1,8</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>			<b>-5 %</b>	<b>23 %</b>	<b>19 %</b>	<b>22 %</b>	<b>36 %</b>	<b>37 %</b>	<b>13 %</b>	<b>24 %</b>	<b>-11 %</b>	<b>-31 %</b>	<b>48 %</b>

Lähde: Refinitiv / Inderes

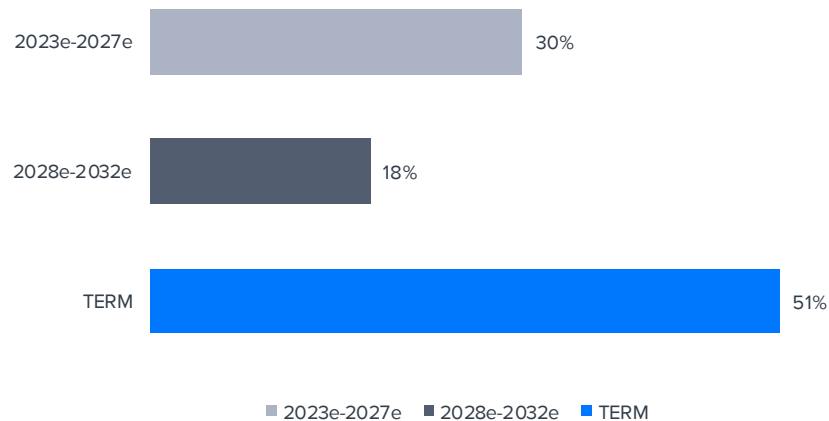
# DCF-malli

DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	21,3 %	7,8 %	-1,1 %	2,8 %	3,8 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	5,4 %	6,7 %	6,8 %	6,9 %	6,9 %	6,7 %	6,6 %	6,5 %	6,4 %	6,3 %	6,3 %	6,3 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>45,4</b>	<b>61,1</b>	<b>61,5</b>	<b>64,0</b>	<b>66,0</b>	<b>67,2</b>	<b>69,2</b>	<b>71,2</b>	<b>72,9</b>	<b>73,9</b>	<b>75,4</b>	
+ Kokonaispoistot	17,5	19,4	19,1	19,3	19,0	19,0	19,2	19,4	19,6	19,7	19,7	
- Maksetut verot	-6,7	-12,4	-13,1	-13,9	-14,5	-14,9	-15,4	-15,9	-16,4	-16,7	-17,1	
- verot rahoituskuluista	-0,6	-0,7	-0,5	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,1	0,2	0,3	0,4	0,4	0,5	0,6	0,7	0,7	
- Käyttöpääoman muutos	-39,9	1,4	15,7	8,5	2,6	-8,2	-8,6	-9,0	-8,3	-6,5	-4,5	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>15,7</b>	<b>68,8</b>	<b>82,8</b>	<b>77,7</b>	<b>73,1</b>	<b>63,2</b>	<b>64,6</b>	<b>66,0</b>	<b>68,1</b>	<b>70,8</b>	<b>74,1</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-22,6	-21,1	-20,1	-18,1	-19,1	-20,1	-20,1	-20,1	-20,1	-20,1	-21,0	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-6,7</b>	<b>47,7</b>	<b>62,7</b>	<b>59,6</b>	<b>54,0</b>	<b>43,1</b>	<b>44,5</b>	<b>45,9</b>	<b>48,0</b>	<b>50,7</b>	<b>53,1</b>	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-6,7	47,7	62,7	59,6	54,0	43,1	44,5	45,9	48,0	50,7	53,1	816
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>45,8</b>	<b>55,4</b>	<b>48,5</b>	<b>40,4</b>	<b>29,7</b>	<b>28,2</b>	<b>26,8</b>	<b>25,8</b>	<b>25,1</b>	<b>24,2</b>	<b>371</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		721	676	620	572	531	502	473	447	421	396	371
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>721</b>										
- Korolliset velat		-106,3										
+ Rahavarat		20,8										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-13,5										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>622</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>9,5</b>										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,5 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,00 %
Riskitön korko	2,5 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>9,2 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>8,6 %</b>

Lähde: Inderes

## Rahavirranjakauma 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 (välttämät 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 käytettävää 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 suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

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

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

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

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

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

## Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
26/04/2019	Lisää	4,50 €	4,20 €
12/08/2019	Lisää	4,50 €	4,04 €
28/10/2019	Lisää	4,75 €	4,35 €
17/01/2020	Lisää	5,25 €	4,94 €
20/02/2020	Lisää	5,60 €	5,20 €
23/03/2020	Lisää	4,25 €	3,73 €
25/04/2020	Lisää	5,00 €	4,48 €
05/08/2020	Lisää	5,50 €	5,18 €
10/08/2020	Lisää	6,00 €	5,56 €
28/10/2020	Osta	6,00 €	5,14 €
15/12/2020	Lisää	6,30 €	5,96 €
19/03/2021	Lisää	7,30 €	6,90 €
09/04/2021	Lisää	8,00 €	7,56 €
26/04/2021	Lisää	8,60 €	8,08 €
14/06/2021	Lisää	8,60 €	8,06 €
08/08/2021	Lisää	8,75 €	8,30 €
14/10/2021	Lisää	8,75 €	7,94 €
27/10/2021	Lisää	8,75 €	7,78 €
13/12/2021	Vähennä	8,30 €	7,96 €
16/02/2022	Lisää	8,00 €	7,08 €
23/02/2022	Lisää	8,00 €	6,84 €
19/04/2022	Lisää	8,00 €	7,04 €
01/06/2022	Lisää	7,60 €	6,66 €
14/07/2022	Lisää	7,60 €	6,98 €
08/08/2022	Lisää	7,60 €	6,76 €
27/10/2022	Osta	7,25 €	5,84 €
22/02/2023	Lisää	8,25 €	7,74 €
23/02/2023	Vähennä	9,00 €	9,13 €
26/04/2023	Vähennä	9,00 €	9,67 €
06/07/2023	Vähennä	9,00 €	10,38 €

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

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

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

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

### Inderes Oy

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

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



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Petri Kajaani  
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020



Olli Koponen  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**