

Scanfil

Yhtiöraportti

11/2017

**inde
res.**

Maltillisesti arvostettu kasvuyhtiö

Toistamme Scanfilin 4,50 euron tavoitehintamme ja lisää-suosituksemme.

Joustava ja kustannustehokas sopimusvalmistaja teollisuuselektroniikan nichessä

Vuonna 2015 kokonsa PartnerTech-yrityskaupalla yli tuplannut Scanfil on vertikaalisesti integroitunut sopimusvalmistaja ja järjestelmätoimittaja, joka on keskittynyt elektroniikan, mekaniikan ja järjestelmien integrointiin yhdeksi tuotekokonaisuudeksi. Yhtiön liiketoiminta keskittyy viiteen asiakassegmenttiin, joista noin 80 % on teollisuuselektroniikan puolella ja noin 20 % tietoliikennesektorilla. Yhtiön liikevaihdosta noin 75 % tulee Euroopan ja reilut 20 % Aasian tehtailta. Asiakkailleen Scanfil tarjoaa mahdollisuuden ulkoistaa tuotteiden valmistus ja keskittyä omiin ydinliiketoimintoihinsa, mikä antaa asiakkaille joustoa kulurakenteisiin ja tehostaa pääomien käyttöä. Mielestämme Scanfil on asemoitunut markkinoille hyvin, sillä yhtiö operoi pääosin teollisuuselektroniikassa, jossa pienet tuotantoerät ja lyhyet toimitusajat mahdollistavat pienemmillekin yhtiöille kannattavan toiminnan alan kroonisesti kireästä kilpailusta huolimatta. Scanfilin vahvuuksia kilpailussa ovat mielestämme kattava ja kulutehokas toimintamalli, pitkä kokemus sopimusvalmistuksesta sekä tuotannon nopeus ja joustavuus. Yhtiöllä on myös vahva taloudellinen track-record, mikä kuvaa Scanfilin strategian toimivuutta pitkällä aikavälillä. Scanfilin merkittävimpinä riskeinä pidämme riippuvuutta avainasiakkaista, rajallista hinnoitteluvoimaa ja kysynnän vaihtelua.

Scanfil on orgaanisesti ja yrityskauppojen myötä laajentuva kasvuyhtiö

Scanfilin relevantti markkina kasvaa arviomme mukaan noin 3-6 % vuodessa lähivuosina, mitä ajaa BKT:n kasvun myötä kasvava elektroniikkamarkkina ja yhä jatkuva tuotannon ulkoistamisasteen nousu teollisuussektorilla. Sopimusvalmistusmarkkina on myös erittäin fragmentoitunut, minkä ansiosta Scanfililla on hyvä epäorgaaninen kasvualusta ja yritysostot ovat arviomme mukaan olennainen osa historiallisesti yritysostovetoisesti laajentuneen Scanfilin kasvustrategiaa myös jatkossa. Pidämme tätä järkevänä, sillä epäorgaaninen kasvu on usein orgaanista kasvua nopeampi ja vähäriskisempi (esim. asiakasriskien taseus) kasvustrategia sopimusvalmistuksessa. Lähivuosina arviomme Scanfilin tavoittelevan omassa skaalassaan keskikokoisia yritysostoja saksankielisestä Keski-Euroopasta, joskin korkeat arvostustasot saattavat estää lähiaikoina omistaja-arvoa luovien kauppohen tekemisen emmekä usko historiallisesti kärsivällisesti omistaja-arvoa vaalineen Scanfilin olevan valmis venyttämään ostokohteiden kertoimia. Scanfililla on kuitenkin arviomme mukaan lähivuosina hyvää orgaanista tuloskasvupotentiaalia, sillä markkinatilanne on nyt globaalin talouden tilannetta heijastellen suotuista ja toisaalta yhtiö voi nostaa kannattavuuttaan vielä selvästi tehdasverkon tehokkuutta parantamalla. Odotammekin yhtiön tuloksen pysyvän selvällä nousukäyrällä lähivuosina (2017e-2019 oik. EBIT CAGR 9 %) liikevaihdon kasvu ja lievän marginaaliparannuksen ansiosta.

Tuloskasvu, kohtuullinen arvostus ja kasvava osinko pitävät tuotto-odotuksen positiivisena

Scanfilin ennusteidemme mukaiset P/E-luvut vuosille 2017 ja 2018 ovat 13x ja 11x, kun vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 8x ja 7x. Kertoimet ovat noin yhtiön pitkän ajan mediaanien tasoilla, mikä on mielestämme kohtuullinen taso yhtiön viime vuosina laskusuunnassa ollut riskiprofiili huomioiden. Scanfil on hinnoiteltu melko neutraalisti suhteessa verrokkiryhmään, vaikka asemoitumisensa ja vahvan track-recordinsa myötä yhtiö ansaitsisi mielestämme lievän preemion. Arvostus huomioiden hyvä tuloskasvunäkymä ja noin 3 %:n kasvava osinkotuotto pitävät osakkeen tuotto-odotuksen mielestämme maltillisen positiivisena vuoden tähtäimellä. Tuotto-odotus on kuitenkin täysin tuloskasvun varassa, sillä kertoimissa ei ole olennaista nousuvaraa. Näkemystämme osakkeen maltillisesti nousupotentiaalista tukee myös DCF-malli.

Analyytikko

Antti Viljakainen

+358 44 591 2216

antti.viljakainen@inderes.fi



Suositus ja tavoitehinta

Lisää

Edellinen: Lisää

4,50 EUR

Edellinen: 4,50



Osakekurssi: 4,18 EUR

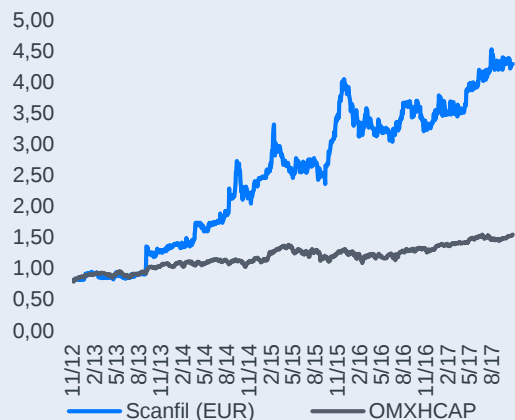
Potentiaali: 7,7 %

Avainluvut

	2016	2017e	2018e
Liikevaihto	508	515	530
Kasvu-%	34,6 %	1,3 %	3,0 %
EBIT (oik.)	22,4	28,9	32,5
EBIT-% (oik.)	4,4 %	5,6 %	6,1 %
Tulos ennen veroja	6,1	27,0	30,8
Nettotulos	0,0	20,4	23,4
EPS (oik.)	0,26	0,32	0,37
Osinko	0,09	0,11	0,13
Jakosuhte	-19034 %	34 %	35 %
P/E (oik.)	13,6	13,0	11,3
P/B	2,0	2,2	1,9
P/S	0,4	0,5	0,5
EV/S	0,5	0,6	0,6
EV/EBITDA	7,8	8,0	6,6
EV/EBIT	11,6	10,6	9,0
Osinkotuotto-%	2,6 %	2,6 %	3,1 %

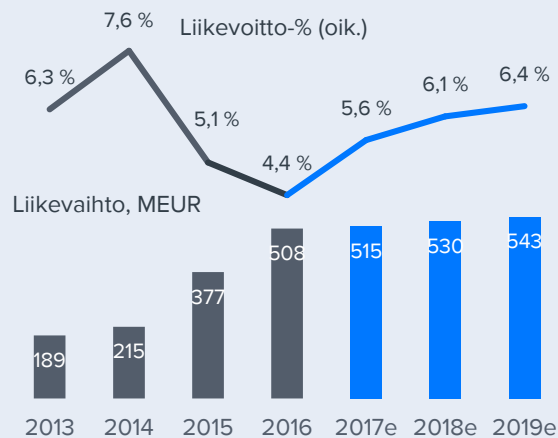
Lähde: Inderes

Kurssikehitys



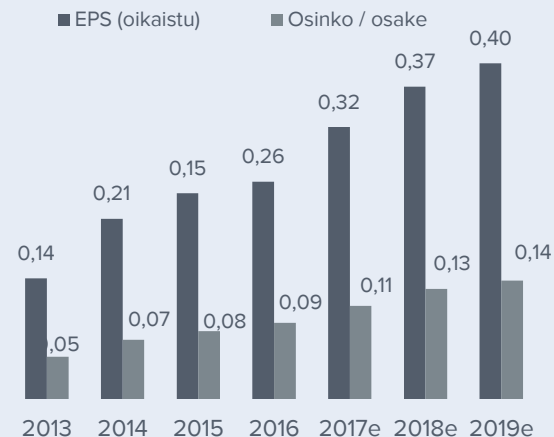
Lähde: ThomsonReuters

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes, Scanfil

Osakekohtainen tulos ja osinko



P/E (oik.)

11x

2018e

EV/EBITDA

7x

2018e

P/B

2,2x

2017e

Osinko-%

3 %

2017e



Arvoajurit

- Kannattavuus ei ole vielä potentiaalisissaan hyvästä volyymitasosta huolimatta
- Markkina tarjoaa maltillista orgaanista kasvupotentiaalia
- Kasvun tehostaminen yrityskaupoilla



Riskitekijät

- Haastava arvoketju- asema rajoittaa hinnoitteluvoimaa
- Portfoliossa on yhä yksittäisiä suurasiaakkaita
- Yhtiön myynnistä valtaosa menee syklisille investointisektoreille
- Kilpailupaineen kasvu suuryhtiöiden suunnasta



Arvostus

- Arvostuskertoimet ovat noin pitkän ajan tasoillaan
- Arvostus on linjassa verrokkiryhmän kanssa, vaikka yhtiö ansaitsee pienen preemion
- Vuoden tuotto-odotus on yhä hyvä, kunhan tuloskasvu realisoituu

Sisällysluettelo

Yhtiöesittely	s. 5-7
Sijoitusprofiili	s. 8-9
Liiketoimintamalli	s. 10-13
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	s. 14-17
Toimiala	s. 18-20
Kilpailukenttä	s. 21-23
Taloudellinen tilanne	s. 24-26
Ennusteet	s. 27-30
Arvonmääritys ja suositus	s. 31-37
Taulukot	s. 38-39
Vastuuvapauslauseke	s. 40

Yhtiöesittely (1/2)

Vertikaalisesti integroitunut sopimusvalmistaja

Scanfil on vertikaalisesti integroitunut elektroniikan sopimusvalmistaja ja järjestelmätoimittaja. Yhtiö on keskittynyt etenkin elektroniikan, mekaniikan ja järjestelmien integrointiin tuotekokonaisuudeksi. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että Scanfil valmistaa asiakkaan tuotteen tai osan asiakkaan suuremmasta tuotteesta, mikä mahdollistaa asiakkaalle keskittymisen varsinaisen ydinliiketoimintansa prosesseihin. Scanfilin maantieteellisiä päämarkkina-alueita ovat etenkin Eurooppa (lähes 75 % liikevaihdosta 2016) ja Aasia

Scanfilin koon kesällä 2015 karkeasti tuplanneen suuren PartnerTech-yrityskaupan myötä yhtiön liikevaihto kohosi viime vuonna 508 MEUR:oon, minkä myötä yhtiö on maailman 30 suurimman sopimusvalmistajan joukossa. Historiallisesti Scanfil on myös ollut sektorin keskimääräistä tasoa kannattavampi yhtiö. Viime vuonna kannattavuus jäi vaisulle 4,4 %:n tasolle oikaistulla liikevoittomarginaalilla mitattuna, kun yhtiö keskittyi saneeraamaan selvästi historiallisesti Scanfilia heikommin kannattanutta ParttnerTechiä ja toisaalta ulosmittaamaan fuusion synergioita.

Liiketoimintarakenne

Noin 15 tytäryhtiöstä, kahdesta alakonsernista ja emoyhtiöstä (tytäryhtiöissä ei vähemmistöomistajia) koostuva Scanfil-konserni raportoi taloudellisen tuloksen vain konsernitasolla. Liikevaihtonsa Scanfil raportoi lisäksi 5 asiakassegmenttiin jaettuna:

1. Urban Applications toi viime vuonna

Scanfilin liikevaihdosta noin 36 %. Tässä vahvan kaupungistumisen megatrendin tukemassa kasvusegmentissä yhtiön tyypillisiä tuotteita ovat esimerkiksi hissien ohjaus-järjestelmät sekä peli- ja itsepalvelu-automaatit. Arviomme mukaan Scanfilin asiakkaita Urban Applicationsista ovat esimerkiksi Kone ja RAY.

2. Network and Communication oli viime vuonna Scanfilin toiseksi suurin asiakas-sektori, joka toi vuoden 2016 myynnistä 19 %. Tässä segmentissä tyypillisiä tuotteita ovat erilaiset tietoverkkolaitteet ja segmentin asiakkaita ovat esimerkiksi Nokian ja Ericssonin kaltaiset suuret verkkolaitavalmistajat. Segmentti on tietoverkkoliiketoiminnan voimakkaan syklisyyden takia volatiili ja tietoverkkolaitteiden kroonisen hintaeroosion takia segmentin liikevaihtotrendi on pitkällä aikavälillä laskeva. Tietoverkkojen suhteellinen osuus Scanfilin liiketoimintaportfoliossa on pienentynyt jo 2000-luvun puolivälistä alkaen asteittain.

3. Energy and Automation toi 16 % Scanfilin vuoden 2016 liikevaihdosta. Segmentin tyypillisiä tuotteita ovat esimerkiksi automaatiojärjestelmien moduulit ja taajuusmuuttajat. Scanfilin asiakkaita tässä segmentissä ovat esimerkiksi Metson, Vaconin ja ABB:n kaltaiset pohjoismaiset teknologiayhtiöt. Energy ja Automation on kasvava mutta investointivetoinen segmentti.

4. Medtec, Life Science and Environmental Measurements toi Scanfilin liikevaihdosta

viime vuonna 14 %. Tässä segmentissä Scanfilin tyypillisiä tuotteita ovat esimerkiksi säähavaintolaitteet, analysaattorit ja hammaslääkärituolit. Vastaavasti segmentin asiakkaita ovat arviomme mukaan Vaisalan, Planmegan ja ThermoFisher Scientificin kaltaiset yhtiöt. Arviomme mukaan tämä segmentti on jossain määrin Scanfilin muita segmenttejä stabiilimpi defensiivisemmän kysynnän takia ja yleisesti myös segmentin kasvunäkymät ovat hyvät.

5. Other Industries toi Scanfilin liikevaihdosta viime vuonna 12 %. Tämä segmentti sisältää arviomme mukaan eri tuotteiden myyntiä laaja-alaiselle asiakaskunnalle useille eri teollisuuden aloille. Arviomme mukaan Other Industries on pääosin investointivetoinen kasvusegmentti pitkällä aikavälillä.

Loput 3 % Scanfilin viime vuoden liikevaihdosta tuli **Defence, Oil&Gas and Maritime** -segmentistä. Tämä segmentti on kuitenkin ajettu PartnerTechin saneerauksen yhteydessä alas ja sen jäljellä olevat asiakkuudet on yhdistetty Other Industries- ja Network Communication segmentteihin.

Kokonaisuutena Scanfilin liiketoimintarakenne on mielestämme suhteellisen hyvin tasapainottunut eri segmenttien välille eikä yhtiö ole altistunut suhteettoman voimakkaasti minkään toimialan kehityskaaren alle. Lisäksi yhtiö on positioitunut Network and Communications -segmenttiä lukuunottamatta kasvuliiketoimintoihin. Suurin osa yhtiön asiakkaista on kuitenkin syklisiä investointivetoisia yhtiöitä, joten erityisen stabiiliksi Scanfilin liiketoimintaportfoliota ei mielestämme voi kuvata.

Yhtiöesittely (2/2)

Historiallinen kehitys

Vaikka nykymuotoisen Scanfilin historia on melko lyhyt (osittaisjakautuminen Sievi Capitalista 2012), Scanfililla on 40 vuoden kokemus sopimusvalmistuksesta. Yhtiön juuret ovat vuodessa 1976, jolloin edelleen Scanfilin taustalla oleva Takasen perhe perusti yhtiön. Sitten Scanfil on kasvanut ripeästi sekä yritysostovetoisesti että orgaanisesti. 1990-luvulla ja 2000-luvun alussa kasvua ajoi voimakkaasti tietoliikenneteollisuus ja etenkin Nokia-asiakkuus. Sektorin rakenteelliset haasteet alkoivat kuitenkin jo ennen finanssi-kriisiä ja Scanfil alkoi hyvissä ajoin siirtää painopistettä tietoliikenteestä kohti teollisuus-elektroniikkaa. Samalla yhtiö siirsi tuotantoa Suomesta ja muista länsimaista järkevästi kevyemmän kustannustason maihin Kiinaan. Nämä osoittautuivat etenkin myöhemmin viisaiksi liikkeiksi.

Yhtiö on pysynyt koko historiansa aikana voitollisena, mikä on mielestämme hyvä suoritus pitkällä ajalla osuneet talouden kriisit, Nokia-asiakkuuden romahtaminen, tietoliikenne-sektorin rakenteelliset haasteet ja kehittyvien maiden kilpailupaineen nousu huomioiden. Historiallisesti noin 4-8 %:n oikaistuihin liikevoittomarginaaleihin yltänyt Scanfil on myös ollut keskimääräistä sopimusvalmistajaa jopa selvästi kannattavampi. Liikevaihtonsa yhtiö on myös saanut kasvu-uralle vuonna 2012, kun muiden asiakassektorien kasvun vaikutus ylitti tietoliikennesektorin rakenteellisen supistumisen aiheuttaman vastatuulen.

Kesällä 2015 toteutettu PartnerTech-kauppa oli Scanfilin mittakaavassa erittäin merkittävä, sillä

yhtiö nielaisi velkavetoisesti liikevaihdolla mitattuna jopa hieman itseään suuremman verrokkinsa noin 83 MEUR:n (EV) arvoisessa yrityskaupassa. Hinta vastasi maltillista EV/S-kerrointa 0,34x PartnerTechin vuoden 2014 liikevaihdosta laskettuna. Matala kerroin heijasteli PartnerTechin kroonisesti heikkoa kannattavuutta. Houkuttelevan hinnan lisäksi järjestely oli mielestämme strategisesti looginen, sillä se vahvisti Scanfilin markkina-asemaa yhtiön ydinsegmenteissä ja laajensi tehdasportfoliota tärkeille markkinoille Yhdysvaltoihin ja Puolaan, joissa Scanfil ei aiemmin ollut läsnä. Lisäksi järjestely tasapainotti selvästi Scanfilin varsin keskittynyttä asiakasportfoliota, sillä yhtiöllä ei käytännössä ollut päällekkäisiä asiakkuuksia.

H2'15:lla ja vuoden 2016 aikana Scanfil keskittyi PartnerTechin saneeraamiseen ja yrityskaupan synergioiden ulosmittaamiseen. Prosessi vaikuttaa onnistuneen suunnitellusti, sillä Scanfilin kiinteät kulut ovat laskeneet selvästi ja konsernin kannattavuus on jo parantunut vuoden 2017 aikana. Näin ollen yhtiö on nyt hyvissä asemissa jatkamaan kannattavaan kasvuun pohjautuvan strategiansa toteuttamista.

Johto ja omistajarakenne

Vaikka Scanfil on ollut jossain muodossa listattuna pörssissä jo vuodesta 2002 alkaen, yhtiö on mielestämme silti henkilöitynyt voimakkaasti yhtiön perustaneeseen Jorma J. Takaseen ja hänen lähipiiriinsä. Käytännössä Takaset omistavat Scanfilin osakkeista yhä yli 50 %. Kymmenen suurimman osakkeenomistajan hallussa on yli 70 % Scanfilin osakkeista, sillä keväällä 2016 PartnerTechin kauppaa liittyen

järjestetyn pienen osakeannin omistajapohjaa laajentava vaikutus jäi kokonaisuutena vähäiseksi. Sijoittajille omistuksen keskittyminen heijastuu pienenä vapaasti vaihdettavien osakkeiden määränä (free-float) ja sitä kautta rajallisena osakkeen likviditeettinä olettaen, että pääomistajat eivät ole luopumassa omistuksistaan. Tästä syystä yhtiöltä pitää mielestämme toistaiseksi vaatia arvonmäärityksessä likviditeettipreemiota.

Jorma J. Takanen ja hänen lapsensa ovat olleet aiemmin mukana voimakkaasti Scanfilin operatiivisessa johdossa, mutta viime vuosina pääomistajaperhe on vaikuttanut yhtiössä hallituksesta käsin. Vuodesta 2013 alkaen Scanfilin toimitusjohtajana on toiminut Takasen perheestä riippumaton DI Petteri Jokitalo, jolla on pitkä kokemus Scanfilista ja sopimusvalmistusliiketoiminnasta sekä vahva track-record omistaja-arvon luonnista toimitusjohtajakautensa aikana. Hallituksessa pääomistajaperheestä ja muista merkittävistä osakkeenomistajista riippumattomia jäseniä on kolme viidestä jäsenestä, joten yhtiön hallinto on mielestämme järjestetty kaikkien omistajien kannalta tarkoituksenmukaisella tavalla.

Kokonaisuutena Scanfil profiloituu kuitenkin mielestämme edelleen jossain määrin Takasten perheyriitykseksi, joten sijoitus Scanfilin vaatii sijoittajilta vahvaa uskoa pääomistajiin ja heidän kykyyn luotsata yhtiötä oikeaan suuntaan yhdessä operatiivisen johdon kanssa. Toisaalta etenkin hallituksen jäsenten merkittävät henkilökohtaiset osakeomistukset takaavat mielestämme sen, että liiketoimintaa johdetaan omistaja-arvoa maksimoiden ja toisaalta liiallista riskinottoa vältellen.

Scanfil Oyj on globaalisti toimiva sopimusvalmistaja, joka on keskittynyt teollisuuselektroniikkaan ja tietoverkkotekniikkaan

1970-luku

Sopimusvalmistus-
liiketoiminta alkaa

2002

LISTAUTUMINEN

#29 EMS-yhtiö

Maailman suurimmat sopimusvalmistajat

* Manufacturing Market Insider 2017

508 MEUR (+76 % vs. 2015)

LIKEVAIHTO 2016

22,3 MEUR (4,4 % lv:sta)

OIKAISTU LIIKEVOITTO 2016

3299

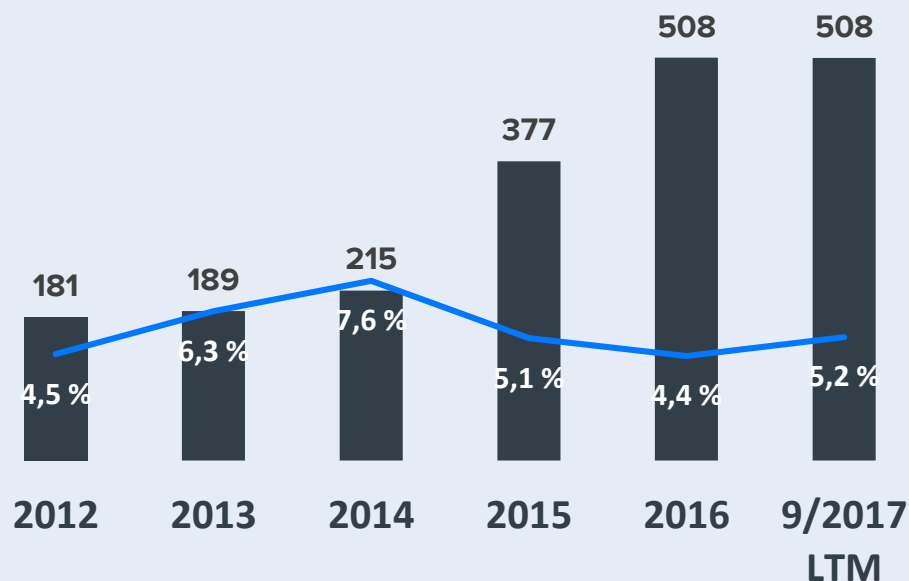
HENKILÖMÄÄRÄ
9/2017 LOPUSSA

10

TEHDASTA 3
MANTEREELLA

Osittaisjakautuminen Sievi Capitalin kanssa 2012 alussa
Teollisuuselektroniikan hyvä orgaaninen kasvu 2012-2014
Tuottavuuden parantuminen nostaa kannattavuutta
Yhtiö varautuu yritysostoihin

PartnerTech-yritysosto 7/2015 vie myynnin uudelle tasolle ja laimentaa kannattavuutta
Voimakas saneeraus 2015-2016 laskee kiinteitä kuluja
Yhtiö luo pohjaa tulevien vuosien kasvustrategialle



Sijoitusprofiili

Scanfil on kasvuyhtiö

Kuten myös Scanfilin viime vuosien liikevaihdon vahva kasvuhistoria osoittaa, profiloituu Scanfil mielestämme kasvuyhtiöksi ja tarkemmin ”kannattavaksi kasvajaksi”. Profiilia tukevat sopimusvalmistusmarkkinan kohtuulliset orgaaniset kasvunäkymät sekä toisaalta mahdollisuudet tehostaa kasvua epäorgaanisesti. Lyhyellä tähtäimellä kasvu sitoo pääomia ja historiallisesti Scanfil on myös ollut maltilliseen osingon kasvattamiseen pyrkivä osingonmaksaja. Pidämme Scanfilin strategista painotusta kasvuun järkevänä valintana yhtiön pitkän aikavälin arvonluonnin kannalta.

Potentiaali

Näkemyksemme mukaan Scanfilin keskeiset positiiviset arvoajurit ovat:

- **Kannattavuuden parantaminen:** Ennen PartnerTech-kauppaa Scanfil ylsi parhaimmillaan 7-8 %:n EBIT-%:iin. Arviomme mukaan PartnerTechistä tullut portfolio ei ole rakenteellisesti ”vanhaa Scanfilia” heikempi, joten mielestämme yhtiöllä pitäisi olla edellytyksiä parantaa liikevoittomarginaaliaan noin 2-3 %-yksiköllä vuoden 2016 tasoon verrattuna. Arviomme mukaan kannattavuuden parantaminen on etenkin tuotantotehokkuuden parantamista tehtailla.
- **Omistaja-arvon luonti yrityskaupoilla:** Sopimusvalmistusmarkkina on rakenteeltaan hajanainen ja arvioimme konsolidaation etenevän alalla, kun kroonisesti raju kilpailupaine pakottaa pelureita tehostamaan rakenteita. Tämä tarjoaa Scanfilin kaltaisille yhtiöille hyvän mahdollisuuden liiketoiminnan kokoluokan kasvattamiseen ja toisaalta riskiprofiilin tasoittamiseen yritysostoilla.

Yhtiöllä on hyvä track-record viime vuosien yritysjärjestelyistä, joten pidämme yritysostokorttia lähtökohtaisesti positiivinen sijoittajille.

- **Orgaaninen kasvu:** Scanfilin pääasiakkaiden ja potentiaalisten asiakkaiden tuotteiden kysyntä kasvaa tyypillisesti noin BKT:n kasvun vauhtia ja teollisuussektoreilla ulkoistamisaste ei ole vielä saavuttanut lakipistettään. Tätä taustaa vasten Scanfilin pitäisi arviomme mukaan pystyä kasvattamaan liikevaihtoaan orgaanisesti muutaman prosentin vuosivauhtia, minkä pitäisi tukea myös pitkän ajan tuloskehitystä.

Riskit

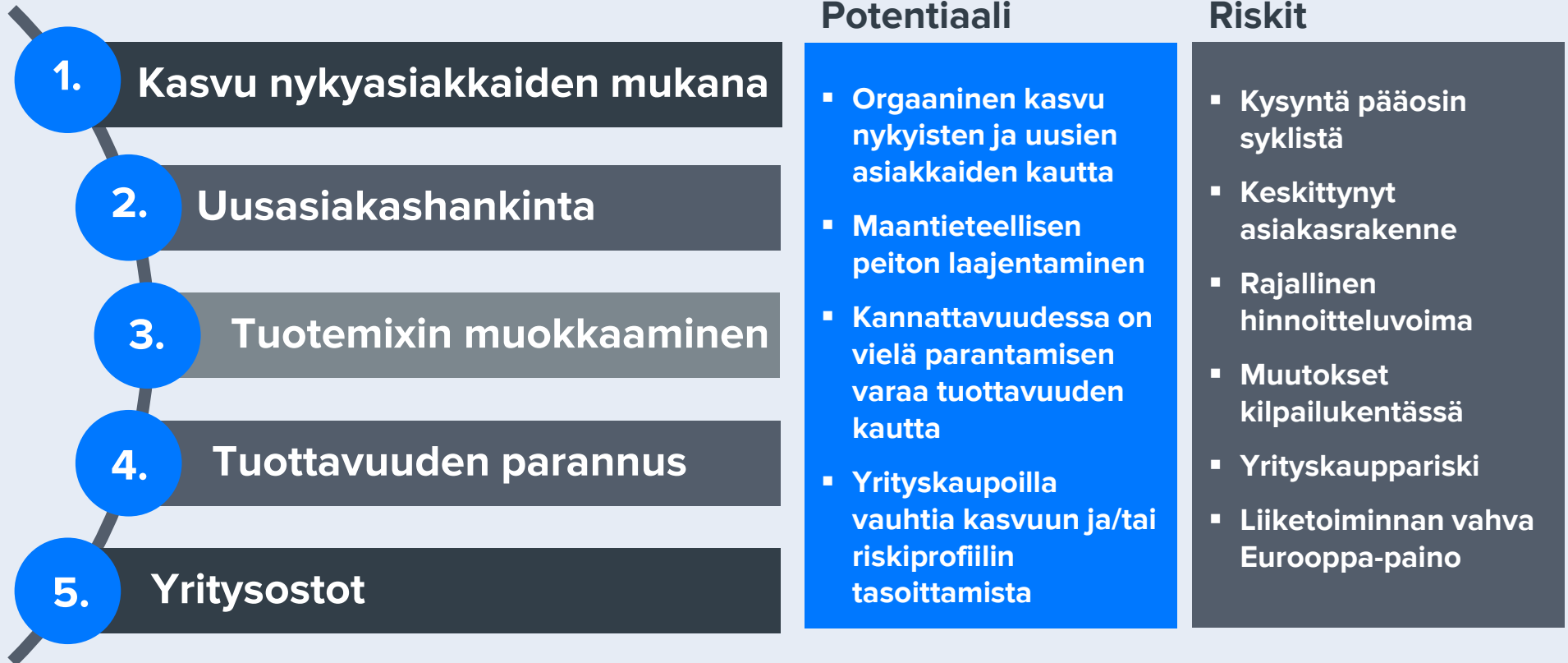
Sijoittajan kannalta Scanfilin keskeisimmät riskit ovat näkemyksemme mukaan seuraavat:

- **Keskeisen asiakkaan menettäminen** on riski Scanfilille, vaikka yhtiö on viime vuosina pyrkinyt systemaattisesti laajentamaan asiakaskuntaansa ja PartnerTech-kauppa oli huomattava edistysaskel tässä suhteessa. Vuonna 2016 Scanfilin suurin asiakas toi yhtiön liikevaihdosta 11 % ja toiseksi suurin 10 %. Vastaavasti 10 suurinta avainasiakasta toivat liikevaihdosta 56 %. Siten Scanfilin asiakaskunta on yhä suhteellisen keskittynyt, mikä pitää asiakasriskin korkeana. Suuren asiakkaan äkillinen menettäminen aiheuttaisi selvän loven Scanfilin liikevaihtoon ja tätä kautta myös tulokseen. Asiakkaiden suoranaisen menettämisen lisäksi on riski, että Scanfilin merkittävät asiakkaat kohtaavat vaikeuksia omissa liiketoiminnoissaan, mikä myös heijastuisi negatiivisesti Scanfilin.
- **Hinnoitteluvoima** on mielestämme riski Scanfilille, sillä yhtiö sijaitsee arvoketjussa haastavassa paikassa suurten komponentti-

toimittajien ja teknologia-yhtiöiden välissä. Siten yhtiön hinnoitteluvoima on molempiin suuntiin arvoketjua heikko, minkä myötä yhtiöllä voisi olla vaikeuksia puolustaa myyntikatteitaan, jos lopputuotteiden myyntihinnat kohtaavat laskupaineita ja/tai komponenttien ja raaka-aineiden hinnat nousupaineita. Historiallisesti Scanfilin myyntikate on kuitenkin ollut varsin vakaa, joten yhtiö on onnistunut marginaalin puolustamisessa aikaisemmin melko hyvin. Myös henkilöstökulujen krooninen palkkainflaatio (tuotannosta suuri osa kehittyvissä maissa) asettaa paineita tuottavuuden jatkuvalle parantamiselle, sillä myös näitä kuluja on vaikea siirtää asiakkaille.

- **Muutokset kilpailukentässä** voivat lisätä kilpailua Scanfilille houkuttelevimmissa asiakassegmenteissä ja kasvattaa siten marginaalipaineita. Tähän ajurina voisi olla esimerkiksi monien sopimusvalmistajien kroonisesti heikko kannattavuus, mikä voi ajaa heikompia pelureita asemoitumaan uusiin liiketoimintoihin. Toisaalta kilpailupaineen kasvua voi tulla sektorin globaaleilta jäteiltä, jotka voisivat pyrkiä tulevaisuudessa halutessaan yhä voimakkaammin Scanfilin ydinsegmenttiin teollisuuselektronikkaan.
- **Kysynnän vaihtelu** on riski Scanfilille, sillä yhtiön liikevaihdosta valtaosa tulee investointihyödykkeistä, joiden kysyntä on altista useille ulkoisille maailman talouteen ja politiikkaan liittyville tekijöille. Lisäksi yhtiön kova tilauskanta on lyhyt. Siten kysynnän äkilliset muutokset voivat rokottaa yhtiön liikevaihtoa ja tulosta, mutta pidemmällä tähtäimellä yhtiöllä on kulurakenteen joustojen takia hyvät edellytykset sopeuttaa kuluja vastaamaan liikevaihtotasoa.

Sijoitusprofiili



Liiketoimintamalli (1/2)

Liiketoimintamalli perustuu koko tuotteen elinkaaren hallintaan

Vaikka Scanfilin liiketoiminnan ydin on tuotanto, yhtiön liiketoimintamalli koostuu useista avainprosesseista, joilla yhtiö täyttää osan asiakkaidensa arvoketjusta. Scanfilin liiketoiminnan vertikaalinen integroituminen tarkoittaa sitä, että Scanfil tarjoaa asiakkailleen kokonaisvaltaisen tuotanto- ja palvelukokonaisuuden sekä toimitusketjun hallinnan tuotteen koko elinkaaren ajaksi. Kokonaistoimitusmalli koostuu seuraavista vaiheista, joista asiakas voi tarpeensa mukaan valita joko kaikki tai tietyn osan.

- 1) Suunnittelu- ja tuotekehitys, jossa Scanfil tuo oman valmistusosaamisensa asiakkaan tuotekehitykseen (IPR-säilyy asiakkaalla)
- 2) Komponenttien valinta spesifioituihin tuotteisiin, komponenttivalmistajien kilpailutus ja valvonta
- 3) Prototyyppisarjojen valmistus, analysointi ja testaus
- 4) Ostot kilpailukykyisimmiltä komponenttivalmistajilta sekä komponenttien logistiikka
- 5) Teollinen tuotanto lähellä asiakasta
- 6) Valmiiden tuotteiden toimitukset
- 7) Jälkimarkkinapalvelut (ml. varaosat, korjaukset ja tuotetiedon hallinta)

Sopimusvalmistajien tuotantolinjat ovat tyypillisesti standardoituja, joten liiketoiminnassa on vaikea hankkia etumatkaa kilpailijoihin pääomainvestoinneilla. Sen sijaan kokonais-

toimitusmallin osin varsin henkilöstöintensiiviset prosessit ja etenkin prosesseja käyttävät ihmiset ovat muuttuvia tekijöitä. Scanfilin vertikaalisesti integroitunut toimintamalli asettaa myös henkilöstön osaamiselle korkean vaatimustason. Näin ollen uniikki toimintamalli ei mielestämme anna yhtiölle etumatkaa kilpailussa, vaan Scanfilin vahvuudet ovat nopeassa, joustavassa ja laadukkaassa tuotannossa, jonka globaali kokonaistoimitusmalli mahdollistaa.

Pitkät asiakassuhteet muutamiiin suuriin avainasiakkaisiin

Scanfil pyrkii liiketoiminnassaan pitkiin asiakassuhteisiin, joissa yhtiön liiketoimintamallin vahvuudet pääsevät parhaiten esiin, koska kokonaistoimituksiin yhtiö pääsee asiakkaidensa kanssa tyypillisesti asteittain. Yhtiö onkin onnistunut tässä historiallisesti erittäin hyvin, sillä avainasiakastason asiakkuuksia Scanfil ei ole menettänyt käytännössä koskaan. Avainasiakkaiden pitämisen lisäksi Scanfilin kannalta on erittäin tärkeää, että asiakkaat menestyvät omissa liiketoiminnoissaan, sillä se avaa yhtiölle houkuttelevan kasvumahdollisuuden vahvojen asiakasyhtiöiden rinnalla. Tästä syystä sijoittajien kannattaa mielestämme kiinnittää erityistä huomiota yhtiön avainasiakasportfolion laatuun ja avainasiakkaiden lukumäärään.

Vaikka Scanfilin asiakasportfolio on mielestämme yhtiön vahvuus, on keskeisen asiakkaan menettäminen mielestämme yhä riski Scanfilille. Yhtiö on viime vuosina pyrkinyt systemaattisesti laajentamaan asiakaskuntaansa ja PartnerTech-kaupan ansiosta yhtiö otti huomattavan edistysaskeleen tässä suhteessa. Vuonna 2016 Scanfilin suurin asiakas toi yhtiön liikevaihdesta 11 %, toiseksi suurin 10 % ja 10

suurinta avainasiakasta 56 %. Näin ollen yhtiö on yhä tietyssä määrin riippuvainen suurista asiakkaistaan. Yhteensä yhtiöllä on asiakkaita arviomme mukaan satoja.

Tilaukskannan näkyvyys lyhyt ja kapasiteetti joustaa suhteellisen hyvin ja nopeasti

Kysynnän vaihtelu on sopimusvalmistussektorilla tyypillistä, sillä asiakkaat käyttävät sopimusvalmistajia puskuroimaan oman loppukysyntänsä vaihtelua, joka voi johtua esimerkiksi ulkoisten taloudellisten tekijöiden ennakoimattomista muutoksista tai asiakkaan sisäisistä asioista. Avainasiakkaidensa kanssa Scanfililla on pitkän aikavälin puitteet määrittävät runkosopimukset, jotka tarkentuvat ei-sitoviksi vuosi- ja kuukausitason ennusteiksi. Sitoviksi tilauksiksi ennusteet muuttuvat yleensä vasta 4-6 viikkoa ennen toimitusta. Komponentit Scanfil joutuu kuitenkin hankkimaan ennen ennusteiden muuttumista tilauksiksi. Vaikka runkosopimusten ehtojen mukaan asiakkaat kantavat lyhyen aikavälin ennusteiden pohjalta tehtyjen etupainotteisten raaka-aineostoihin liittyvää riskiä ennusteiden pettäessä (ts. asiakas sitoutuu ostamaan komponenttivaraston), Scanfilin omien resurssien (esim. henkilöstö) osalta yhtiön on itse varauduttava kysynnän vaihtelun aiheuttamiin haasteisiin.

Scanfilin asiakassegmenteistä kysynnän vaihtelu on perinteisesti ollut rajuinta tietoliikenne-sektorilla, jonka pienentynyt paino portfolioissa rajoittaa jossain määrin Scanfilin altistumista kysynnän vaihtelulle. Kuitenkin yhtiön liikevaihdesta valtaosa tulee syklisistä investointivetoisista lähteistä, joten syklisyys tulee värittämään Scanfilin liiketoiminnan kehityskaarta väistämättä myös jatkossa.

Liiketoimintamalli (2/2)

Siten Scanfilin ”kova” tilauskanta on tyypillisesti varsin lyhyt ja kattaa vain osan seuraavan kvartaalin myynnistä ja marginaalisen osan lähikvartaalien toimituksista. Tämä voi vaikeuttaa tilaus/toimitus-ketjun hallittavuutta ja aiheuttaa yllätyksiä, jos ennusteet pettävät, sillä lyhyellä aikavälillä kapasiteetti joustaa rajallisesti. Viime vuosina yhtiön sisäinen ennustettavuus vaikuttaa kuitenkin olleen suhteellisen hyvä ja yhtiö on pystynyt ohjeistamaan tuloksetystään melko tarkasti myös ulkopuolelle vuositasolla. Toimialan logiikan takia tilanne tuskin muuttuu olennaisesti, joten jouston säilyttäminen rakenteissa on Scanfilin kannalta tärkeää.

Skaalaedut eivät ole erityisen merkittäviä sopimusvalmistuksessa

Kiinteiden kustannusten osuus Scanfilin kuluista on tyypillisesti melko maltillinen, sillä arviomme mukaan yhtiön kuluista yli valtaosa tulee hankinnasta ja valmistuksesta (mm. materiaalit, tuotantohenkilöstön palkat, logistiikka jne.). Arviomme mukaan yhtiön kuluista muuttuvia on noin 90 %, kun taas kiinteiden kulujen osuus on loput 10 %. Toisaalta yleiskustannukset ovat matalat, sillä yhtiöllä ei ole varsinaisesta tuotekehitystarvetta ja myös myynti- ja hallintorakenteet ovat liikevaihtotasoon nähden keveitä yhtiön tehokkaan toimintakulttuurin ja melko keskittyneen asiakasrakenteen takia.

Näistä syistä Scanfilin kannattavuus ei skaalaudu erityisen hyvin liikevaihdon kasvulle (ts. kasvu vaatii lisää koneita ja työntekijöitä), jos ei oteta hyvin skaalautuvaa vajaakäytöllä olevan kapasiteetin täyttöä huomioon. Toisaalta kulurakenteen pitäisi kohtuullisella aikaviiveellä joustaa kohtuullisesti alaspäin, vaikka kaikki

hankinnan ja valmistuksen kustannukset eivät olekaan muuttuvia varsinkaan lyhyellä tähtämellä. Kulurakenteen suhteellisen hyvää joustavuutta kuvaa mielestämme myös se, että Scanfil ei ole koskaan raportoinut tappiollisesta tuloksesta, vaikka yhtiön liikevaihtokuorma onkin heilunut voimakkaasti melko lyhyelläkin aikavälillä. PartnerTech-kaupan jälkeisen saneerauksen myötä joustovara yhtiön kulurakenteessa on mielestämme myös tällä hetkellä hyvällä tasolla. Sijoittajien kannalta kulujen joustavuus on mielestämme positiivinen ja osakkeen riskiprofilia alentava tekijä.

Pääomien sitoutuminen on maltillista

Vaikka Scanfil operoi valmistavassa teollisuudessa, sopimusvalmistus ei ole erityisen altis sitomaan pääomaa kiinteään omaisuuteen. Esimerkiksi vuoden 2016 lopussa yhtiön kiinteän omaisuuden suhde liikevaihtoon oli kohtuullinen 8 %. Tämä johtuu elektroniikan sopimusvalmistuksen luonteesta, joka on verrattain kevyttä ja henkilöintensiivistä moniin muihin teollisuuden toimialoihin verrattuna.

Positiivista on myös, että sopimusvalmistusliiketoiminnassa investointeja on mahdollista tehdä melko lineaarisesti kysynnän mukana tehtaiden seinien asettamien rajojen puitteissa (ts. lisätä uusia linjoja tarpeen mukaan tehtaalle). Tästä syystä toimialalla ei ole huomattavan voimakkaita investointisyklejä (vrt. pääomaintensiivinen raskas teollisuus, jossa kapasiteettia on kasvatettava portaittain) ja yhtiö voikin rahoittaa merkittävän osan normaaleista orgaaniseen kasvuun tähtäävistä investoinneistaan liiketoiminnan generoimalla kassavirralla. Lineaariset investoinnit myös

osaltaan estävät kroonisen ylikapasiteetin syntymistä toimialalle, mikä olisi tuhoisaa katteiden kannalta (vrt. esim. paperiteollisuus).

Kiinteää omaisuutta intensiivisemmin sopimusvalmistus sitoo käyttöpääomaa lähinnä vaihto-omaisuuteen eli varastoihin, mikä on tyypillistä teollisessa liiketoiminnassa. Vuoden 2016 lopussa varaston arvo oli 17 % Scanfilin koko vuoden liikevaihdosta. Ostovelkojen ja myyntisaamisten suhde oli viime vuoden lopussa neutraali, mutta tyypillisesti sopimusvalmistajien haastavan arvoketjuasema pitää näiden erien suhteen epäsuotuisana (ts. ostovelat < myyntisaamiset). Käyttöpääoman suhde liikevaihtoon oli vuoden 2016 lopussa 16 %, joten sopimusvalmistusliiketoiminta on varsin käyttöpääomaintensiivistä. Krooninen käyttöpääoman sitoutuminen rasittaa Scanfilin vapaata rahavirtaa, joka on tyypillisesti tulosta heikompi.

Kokonaisuutena sopimusvalmistusliiketoiminnan kohtuullinen pääomien sitoutuminen on sijoittajien kannalta ehdottomasti positiivinen asia, sillä melko kevyen taserakenteen ansiosta Scanfililla on edellytyksiä tehdä teollisuussektorin mittakaavassa erinomaista tuottoa sekä omalle että sijoitetulle pääomalle melko ohuillakin voittomarginaaleilla. Liiketoiminnan kasvun rahoittaminen sitoo yhtiön rahavirtaa, mutta pääomatarpeita Scanfililla ei ole ilman yhtiön mittaluokassa merkittäviä yritysostoja. Näin ollen yhtiöllä on kohtuullinen osingonmaksukyky, vaikka kasvu ei olekaan missään tapauksessa ilmaista.

Liiketoimintamalli

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Arvio Scanfilin liiketoiminnan kokonaisriskitasosta

Scanfilin liiketoimintaympäristö

Asiakkaat

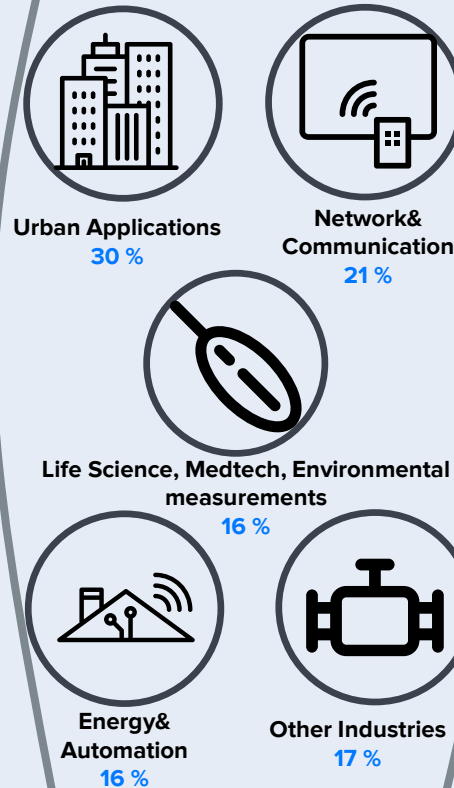
Satoja teollisuus-yhtiötä, esim:



Pääkilpailijoita



Segmentit (osuus lv:stä 2017 YTD, %)



Tarjonta

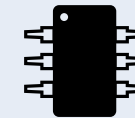
Elektroniikka



Mekaniikka



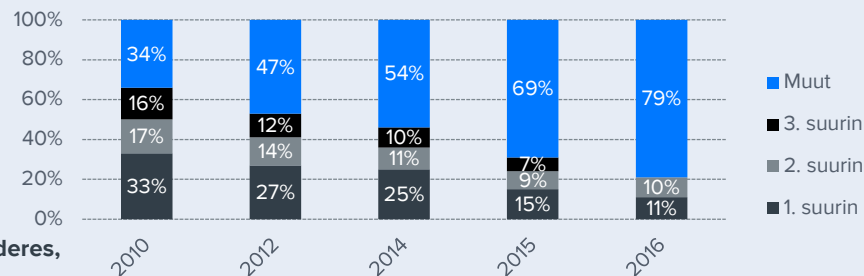
Integroidut tuotteet



Lisäarvopalvelut

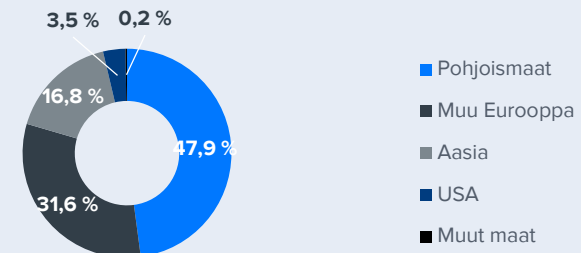


Asiaksrakenne asiakkaiden koon mukaan



Lähde: Inderes, Scanfil

Myyntijakauma asiakkaan sijainnin mukaan 2016



Strategia ja taloudellinen potentiaali (1/2)

Yhtiö hakee kannattavaa kasvua vertikaalisen integraation ja tehokkuuden kautta

Strategiseksi päämääräkseen Scanfil mainitsee kannattavan kasvun. Tämän päämäärän osalta keskiössä ovat pitkäaikaiset asiakassuhteet globaalien avainasiakkaiden kanssa sekä vertikaalinen integraatio. Tätä kautta Scanfil asemoituu hieman kauemmas suoraviivaisesta kokoonpanotoiminnasta, jossa hinta on mielestämme merkittävin kilpailuvaltti.

Hinnoittelun osalta yhtiö pyrkii arviomme mukaan olemaan kilpailukykyinen toimija, mutta ei välttämättä halvin vaihtoehto asiakkailleen. Riittävän hintakilpailukykyyn säilyttäminen ja toiminnan tehokkuuden jatkuva parantaminen (ml. saavutettujen hyötyjen jakaminen asiakkaiden kanssa) ovat sopimusvalmistus-toimialalla kuitenkin olemassa olon edellytyksiä ja arviomme mukaan Scanfilin strategiassa tehokkuuden jatkuva parantaminen on prioriteettillisella yksi tärkeimpiä asioita.

Yhtiö voi tarjota myös lisäpalveluita, jos niille on aitoa kysyntää

Scanfilin liikevaihdosta valtaosa kertyy tavara-toimituksista, mutta varsinkin PartnerTech-kaupan jälkeen se voi tarjota yhä enenevissä määrin lisäarvopalveluita (ml. esim. tuotekehitys-, varastointi-, logistiikka-, korjaus-, varaosa-palvelut), jos taloudellisesti kannattavia palvelumalleja on löydettävissä. Esimerkiksi vuonna 2016 palvelumyynti oli 30,1 MEUR (2015: 10,5 MEUR) eli 5,9 % liikevaihdosta. Tämä tuli pääosin PartnerTechiltä ostetuista yksiköistä.

Pidämme palveluita tärkeänä osana kokonaisuutta, sillä niiden avulla yhtiö pystyy palvelemaan etenkin pieniä ja kehittyviä teknologiayhtiöitä niiden elinkaaren alku-

vaiheissa ja tämälätyypiset teknologian kehittämiseen sekä kaupallistamiseen keskittyneet yhtiöt ovat valmiita maksamaan lisäpalveluista. Siten palveluliiketoimintojen kehittäminen voi olla avain kehittyneiden maiden tehtaiden (Ruotsi, Suomi ja Saksa) aseman puolustamisessa ja parantamisessa. Kaikille asiakkaille palvelut eivät kuitenkaan ole relevantteja, sillä suurasiakkailla on omia resursseja Scanfilin palvelutarjontaa vastaavilla sektoreilla ja niiden halu maksaa lisäpalveluista on usein rajallinen. Sopimusvalmistuksessa palvelumyynnissä ei ole näkemysme mukaan mahdollista saavuttaa korkeita ja laitetoimituksia parempia katteita (vrt. konepajojen korkeakatteinen palvelumyynti), mikä korostaa niiden kokonaisuutta tukevaa roolia.

Maantieteellisen peiton laajentaminen on optio

Scanfil on sitoutunut strategiassaan globaaliksi toimijaksi, mitä PartnerTech-kauppa vahvisti edelleen (ml. laajentuminen Yhdysvaltoihin). Näkemysme mukaan maantieteellisen peiton laajentaminen nykyisen kolmen toimintamantereen ulkopuolelle ei ole kuitenkaan yhtiölle itsetarkoitus vaan mahdollisuus, jos sen nykyasiakkaat laajentavat toimintaansa uusille alueille avaten uutta kasvualustaa Scanfilille.

Potentiaalisimpia uusia alueita voisi arviomme mukaan olla esimerkiksi Intia, johon laajentuminen voisi tulla kyseeseen etenkin keskipitkällä ja pitkällä tähtäimellä. Lyhyellä tähtäimellä yhtiöllä on arviomme mukaan mahdollisuuksia laajentaa toimintaansa nykyisillä tehtaillaan niiden rakennusten lattiapinta-alat huomioiden, mikä onkin pääoman käytön kannalta kustannustehokas vaihtoehto. Nykyisiä tehtaita laajentamalla kasvu painottuisi

maantieteellisesti Pohjoismaihin, saksankieliseen Eurooppaan (tuotanto Puolassa), Asiaan ja mahdollisesti myös Yhdysvaltoihin.

Orgaaninen kasvu luo kasvuille pohjan

Orgaanista kasvua Scanfil hakee sekä uusilta että nykyisiltä asiakkailtaan. Mielestämme tämä on hyvä lähestymistapa, sillä yhtiöllä on asiakkaina alojensa kärkipelureita, joiden mukana kasvaminen ja niiden sisältä suuremman markkinaosuuden voittaminen on houkutteleva mahdollisuus. Toisaalta pidämme kuitenkin myös uusasiakashankintaa tärkeänä, sillä yhtiön nykyinen asiakasportfolio on yhä melko keskittynyt ja onnistunut uusasiakashankinta voi pienentää asiakasriskejä pitkällä aikavälillä. Uusasiakashankinta on kuitenkin sektorin hyvän asiakas-pysyvyyden takia haastavaa eikä siitä ole mielestämme odotettavissa nopeaa kasvua.

Yrityssostot ovat kuitenkin keskeinen osa kasvustrategiaa

Kolmantena elementtinä kasvustrategiaan kuuluu epäorgaaninen kasvu yritysostojen kautta. Viime vuosina Scanfil on suuren PartnerTech-kaupan lisäksi tehnyt yhden pienemmän yritysoston, kun yhtiö osti etenkin Life Science & Medtec -sektorin pieniin tuotantosarjoihin erikoistuneen saksalaisen Schaltex Systems GmbH:n huhtikuussa 2014 5,8 MEUR:lla (EV/S 0,3x, arvioitu EV/EBIT noin 6x).

Tämä liiketoimintaportfoliota laajentanut kauppa on ollut arviomme mukaan onnistunut, kun huomioidaan kaupan matala arvostustaso ja laajentuminen Keski-Euroopan terveyssektorille. Siten yhtiön näytöt yritysostoista ovat suhteellisen hyviä viime vuosilta, sillä myös PartnerTech-kauppa näyttää onnistuneelta.

Strategia ja taloudellinen potentiaali (2/2)

Vaikka yritysostojen järkevyys on lopulta tapauskohtaisesti riippuvainen liiketoiminnan laadusta sekä hinnasta, suhtaudumme lähtökohtaisesti positiivisesti Scanfilin epäorgaaniseen kasvuun. mielestämme yhtiön yritysostovetoinen kasvustrategia on orgaanista kasvua painottavaa strategiaa sopivampi valinta neljästä syystä.

- 1) Yritysosto tuottaa alusta alkaen positiivista kassavirtaa ja se on orgaanista kasvua nopeampi kasvustrategia
- 2) Yritysostojen kautta laajentuminen hajauttaa automaattisesti yhtiön asiakaskuntaa ja avaa uusia markkinoita
- 3) Edullisen ostoksen integrointi tyypillisesti preemiohinnoiteltuun Scanfilin luo potentiaalisesti omistaja-arvoa.
- 4) Fragmentoitunut ja konsolidoituva markkina luo suotuisan lähtökohdan yritysostoille

Arvioimme, että Scanfil pyrkii jatkamaan epäorgaanista kasvua, kunhan yhtiö on virittänyt tuotantokoneistonsa kuntoon PartnerTech-kaupan jäljiltä ja kerryttänyt taseeseensa taloudellista liikkumavaraa. Näkemyksemme mukaan yhtiö saavuttaa nämä päämäärät melko hyvin vuoden 2017 aikana ja vuodesta 2018 alkaen yritysostot ovat jälleen kunnolla yhtiön tutkan alla. Ostojen ajoitus riippuu toki kriteerit täyttävien kohteiden saatavuudesta. Yhtiö vaikuttaa olevan myös hyvin avoin eri profiilin omaaville kohteille. Arvioimme kuitenkin, että seuraavat kaupat tulevat olemaan PartnerTech-ostoa pienempiä (liikevaihtoluokka 40-150 MEUR), sillä Scanfilin taloudellinen liikkumavara asettaa yhtiölle tiettyjä rajoitteita lähivuosina, jos yhtiö ei kerää uutta omaa pääomaa. Täysin poissuljettua uuden oman pääoman kerääminen

ei kuitenkaan ole, mikäli yhtiö löytää hyviä investointikohteita. Maantieteellisenä fokusalueena on arviomme mukaan etenkin saksankielinen Keski-Eurooppa. Lyhyellä tähtäimellä korkeat arvostustasot ja Scanfilin melko kurinalaiselta vaikuttava maksuhalu (viimeiset ostot selvästi alle oman arvostuksen) voivat vaikuttaa kauppojen toteuttamista. Konservatiivisuus kohteiden hinnoittelussa vähentää epäonnistumisten riskiä selvästi, joten suhtaudumme siihen erittäin positiivisesti.

Greenfield-investointeja emme usko yhtiön tekevän jatkossakaan, vaikka uuden tehtaan 10-20 MEUR:n investointikustannus olisi Scanfilin nykyisessä mittakaavassa melko kivuttomasti toteutettavissa oleva panostus. Greenfield-investoinnissa yhtiö olisi nykyasiakkaidensa varassa ja siten investointikustannusten ja positiivisten kassavirtojen väliin jäisi liian pitkä kuilu. Tämä tekisi mielestämme uudesta tehtaasta pientä yritysostoa riskisemmän kasvuvaihtoehdon.

Taloudellinen potentiaali

Scanfililla ei ole taloudellisia tavoitteita (pl. osinkopolitiikka). Arvioimme kuitenkin, että yhtiö pyrkii markkinakasvua nopeampaan vuotuiseseen orgaaniseen kasvuun. Scanfilin liiketoiminta-portfolion maantieteellinen jakauma ja asiakas-rakenne huomioiden tämä voisi tarkoittaa 3-6 %:n vuosittaista orgaanista kasvua. Lisäksi arvioimme, että ajan yli yhtiö pyrkii vähintään saman vuosittaiseen kasvulukemaan epäorgaanisesti, mutta yrityskauppojen kautta tuleva kasvu tulee toki olemaan portaittaista.

Kannattavuuden osalta arvioimme, että Scanfilin pitäisi pyrkiä verrokkiryhmän (TOP 50 EMS-yhtiöt) parhaaseen kannattavuuteen johtuen

yhtiön asemoitumisesta niche-segmentteihin ja tehokkaasta toimintamallista. Näkemyksemme mukaan tämä voisi tarkoittaa käytännössä noin 10 %:n käyttökatemarginaalia (EBITDA-%) tai vastaavasti noin 8 %:n liikevoittomarginaalia (EBIT-%), kun huomioidaan sopimusvalmistajien haastavan arvoketjuaseman myötä heikko hinnoitteluvoima sekä toisaalta liiketoiminnan rajalliset pääomavaatimukset (ts. kohtuullinen marginaali riittää terveeseen pääoman tuottoon).

Taseen osalta arvioimme yhtiön pyrkivän säilyttämään vahvan taloudellisen aseman, mikä on perusteltua toimialan liiketoimintalogiikka (ml. toimitusvarmuus asiakkaille) ja yrityskauppavetoinen kasvustrategia huomioiden. Näkemyksemme mukaan yhtiön ”mukavuusalueella” omavaraisuusaste on 40-50 %. Tällä tasolla yhtiöllä olisi vielä maltillisesti velkavapua tehostamassa oman pääoman tuottoa. Yritys-kauppojen yhteydessä hieman aggressiivisempi velkaantuminen on mielestämme mahdollista, kunhan paluu ”mukavuusalueelle” on mahdollista näkyvissä olevassa tulevaisuudessa. Toisaalta pitkäjänteiset pääomistajat eivät arvioimme mukaan hermostu, vaikka tase ylikapitalisoituisi (vrt. 2014 omavaraisuusaste yli 70 %), vaan ovat valmiita odottamaan kärsivällisesti tilaisuutta allokoida pääomat omistaja-arvoa maksimoivalla tavalla.

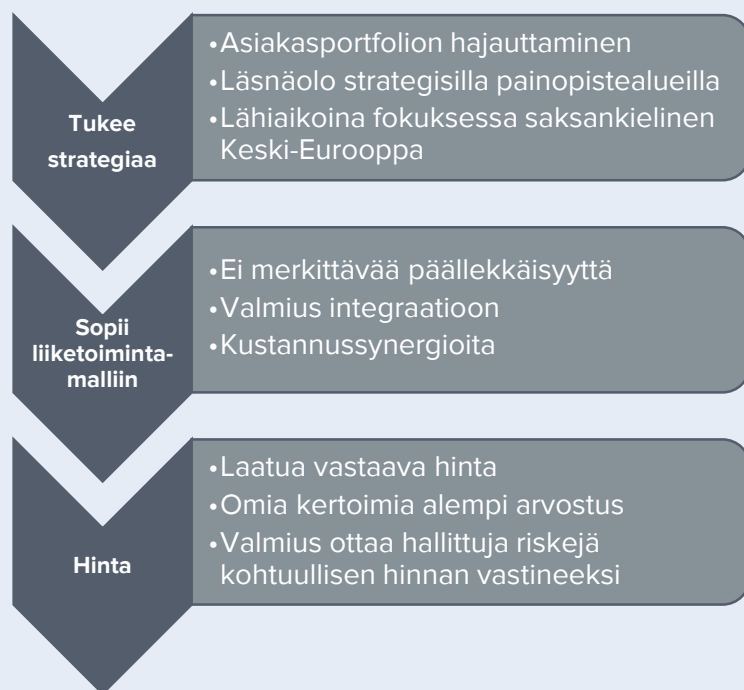
Osinkojen osalta Scanfilin virallisena tavoitteena on jakaa noin kolmasosa vuosituloksesta ulos osinkoina. Poliitiikka on kuitenkin melko väljä ja arvioimme lisäksi yhtiön pyrkivän maltillisesti kasvamaan osinkoon. Mielestämme Scanfililla on hyvät edellytykset saavuttaa politiikan mukainen osinko liiketoiminnan kasvattamisen sitomat pääomat huomioiden. Yhtiö on myös yltänyt historiallisesti politiikkansa mukaiseen osinkoon.

Scanflin strategia



Scanfilin yritysostostrategia

Scanfilin kriteeristö yritysostoille



Omistaja-arvon luominen yrityskaupoilla



Toimiala (1/2)

Aasia dominoi valtavaa globaalia elektroniikkamarkkinaa

Globaali elektroniikkamarkkina oli markkina-tutkimusyhtiö Custer Consulting Groupin mukaan vuonna 2014 noin 2050 miljardin Yhdysvaltain dollarin arvoinen ja tämän jälkeen markkina on todennäköisesti kasvanut globaalin talouskasvun myötä. Kyseessä on Scanfilin kokoluokka (liikevaihto hieman reilut 500 MEUR) huomioiden valtava markkina eikä markkinan koko aseta yhtiölle suoranaisesti rajoitteita nähtävissä olevassa tulevaisuudessa.

Elektroniikkamarkkina jakautuu lopputuotteen myyjän omamerkkivalmistukseen (OEM), ulkoistettuun suunnitteluun ja valmistukseen (ODM) ja sopimusvalmistukseen (EMS). Mallit eroavat toisistaan, miten suuri osa tuotteen arvoketjusta on ulkoistettu. Scanfil on sopimusvalmistaja eikä yhtiöllä ole merkittävää itsenäistä ja asiakkaista riippumatonta tuotekehitystä. Erilaiset toimintamallit kilpailevat globaalilla elektroniikkamarkkinalla kuitenkin keskenään, joten mielestämme myös sopimusvalmistusliiketoimintaan keskittyneen Scanfilin perspektiivistä on relevanttia tarkastella koko elektroniikkamarkkinan kehitystä.

Maantieteellisesti globaaleja elektroniikkamarkkinoita dominoi Kiina, jossa valmistettiin yli 40 % kaikesta maailman elektroniikasta vuonna 2014. Euroopan ja Pohjois-Amerikan osuudet olivat noin 20 %, kun taas markkinan loppuosa jäi pääosin muiden Aasian maiden ja Japanin haltuun. Viime vuosina alalla onkin ollut selvä trendi siirtää tuotantoa matalamman kustannustason maihin ja toisaalta lähelle

asiakasta. Aasian kustannuskilpailukyvyyn ylivoimasta kertoo hyvin se, että Kiinassa palkkakustannukset (ilman sivukuluja) ovat vain noin 20-30 % länsimaiden vastaavista tasoista, joskin palkkakustannusten nousuvauhti Kiinassa on ripeä. Myös Itä-Euroopan kustannuspositio on kohtuullinen palkkojen ollessa noin 30-40 % länsimaiden palkoista.

Liiketoiminnan henkilöstöintensiivisen luonteen ja kehittyvien maiden ylivoimaisen kustannus-position takia emme odota muutoksia trendiin myöskään tulevaisuudessa. Lisäksi kiinalaisten teollisuusyhtiöiden todennäköinen markkina-osuuden kasvu voi vahvistaa trendiä. Länsimaiden tehtaiden rooli on erikoistua kapeimpiin korkeaan osaamista vaativiin niche-segmentteihin, nopeisiin toimituksiin ja tuotekehityssarjoihin vaikka pidemmällä tähtäimellä robotisoituminen voi antaa lisää liikkumatilaa länsimaiden tehtaille.

Markkina jakautuu erilaisiin segmenttiin

Elektroniikkamarkkinan segmentit ovat luonteeltaan hyvin erilaisia. Etenkin kuluttaja-elektroniikkasegmentissä (esim. tietokoneet, matkapuhelimet ja kodinkoneet) toimituserät ovat valtavia (esim. iPhone'n kaltaiset massatuotteet). Siten suuret ja kustannustehokkaat sopimusvalmistajat dominoivat suurien segmenttien kilpailukenttää, sillä ne voivat mittakaavaeduillaan painaa pitkissä tuotantosarjoissa tuotteiden yksikkökustannukset alhaisiksi. Kuluttajasegmenttien lisäksi tähän massatuotekategoriaan kuuluvat myös autoteollisuus ja osittain myös tietoliikenne-sektori. Kuluttajaliiketoiminnassa tuotesykliä ovat

nopeita noin 2-3 vuoden mittaisia.

Useampaan segmenttiin jakautuvassa ja Scanfilille tärkeässä teollisuuselektroniikassa, toimituserät ovat huomattavasti pienempiä (ml. prototyyppi-sarjat) ja toimitusajat nopeampia. Lisäksi tuotesykliä ovat pidempiä eli jopa 20-30 vuotta pitkiä ja myös myynnin jälkeisen asiakas-palvelun tarve on massatuotteita suuremmassa roolissa. Tämä tekee kilpailukentästä hyvin erilaisen kuluttajaelektroniikkaan verrattuna. Sen myötä myös fokuoituneemmille pienemmille pelureille jää toimintatilaa pienemmissä segmenteissä, jotka ovat kuitenkin Scanfilin liiketoiminnan mittakaavaan suhteutettuna erittäin suuria.

Elektroniikkamarkkina kasvaa noin BKT:n kanssa samaa tahtia

Globaalin elektroniikkamarkkinan kysyntää ajavat sähkölaitteiden yleistyminen, joka on taas seurausta väestön kasvun, elintason nousun ja kaupungistumisen kaltaisista megatrendeistä. Näiden tekijöiden tukemana globaali elektroniikkamarkkina on kokonaisuutena kasvanut viime vuosina eri markkinälähteiden mukaan keskimäärin 3-6 % vuodessa, joten markkinoiden kasvu on ollut tervettä ja tarjonnut alan pelureille laajentumismahdollisuuksia. Myös lähivuosien markkinakasvun on arvioitu olevan suurin piirtein samalla tasolla, joten myös sektorin näkymät vaikuttavat kohtuullisilta. Omissa ennusteissamme odotamme globaalin elektroniikkamarkkinan kasvavan noin linjassa BKT:n kanssa, mikä tarkoittaa arviomme mukaan Eurooppaan ja USA:han noin 1-3 %:n ja Aasian noin 4-6 %:n markkinakasvua yli syklin.

Toimiala (2/2)

Lähtökohtaisesti odotamme Scanfilin kaikkien asiakassegmenttien kasvavan suurin piirtein samaa vauhtia rakenteellisesti supistuvaa tietoliikennesektoria (tuotteiden arvon lasku) lukuun ottamatta, sillä niitä tukevat samat mainitut megatrendit. Tietoliikennesektorin kysyntä tulee todennäköisesti olemaan myös olemaan teollisuuselektroniikkaa volatiilimpaa verkkosukupolvien vaiheittaisten valmistumisaikataulujen takia Toisaalta teollisuuselektroniikan kysyntä on arviomme mukaan jonkun verran esimerkiksi kuluttajaelektroniikkaa volatiilimpaa, sillä teollisuuselektroniikan kysyntää ajavat BKT:n kasvun takana etenkin globaalit pääomainvestoinnit, joissa syklit voivat olla voimakkaita (vrt. defensiivisempi kuluttajakysyntä).

Ulkoistamisasteessa on vielä nousuvaraa

Viime vuosina elektroniikkamarkkinalla on ollut keskeisenä trendinä ulkoistetun valmistuksen (ts. ulkoistamisasteen) kasvu, sillä se antaa lopputuotteen myyjälle mahdollisuuden keskittyä ydinosaamiseensa eli esimerkiksi myyntiin, markkinointiin ja tuotekehitykseen ja toisaalta kohdentaa resurssien käyttöä tuotanto-investointeja vähentämällä. Tästä syystä myös sopimusvalmistajien ja ulkoistetun suunnittelun ja valmistuksen tarjoajien markkinakasvu on ollut viime vuosina 1-2 %-yksikköä yleistä elektroniikkamarkkinan kasvua voimakkaampaa. Arvioimme tämän trendin jatkuvan lähivuosien osalta viime vuosien tapaisena.

Segmenttien erilainen luonne on vaikuttanut myös tuotannon ulkoistamisasteeseen. Toistuvat ja suuret toimituserät ovat verrattain helppo ulkoistaa, minkä myötä kuluttajaelektroniikassa

ulkoistamisaste on noussut varsin korkeaksi. Teollisuuselektroniikassa ulkoistamisaste on matalampi pienempien, vaihtelevampien ja jatkuvampaa tuotekehitystä vaativampien toimituserien takia. Arvioimme kuitenkin, että ulkoistamisen hyötyjen myötä omasta valmistuksesta luopuminen kasvattaa suosiotaan myös matalamman ulkoistamisasteen segmenteissä, kun taas korkeamman ulkoistamisasteen segmenteissä sopimusvalmistajien markkinakasvu tulee todennäköisesti hakeutumaan nopeammin lopputuotteiden kysynnän kasvun tasolle.

Scanfilin painopistealueilla teollisuuselektroniikassa ja tietoliikennesektorilla sopimusvalmistajien asema on mielestämme ulkoistetun suunnittelun ja valmistuksen toimittajia parempi, sillä kokonaisvaltainen suunnittelun ulkoistaminen on sektorilla muun muassa kuluttajaelektroniikkaan vaikeampaa monimutkaisempien tuotekokonaisuuksien takia. Teollisuuselektroniikassa tuotekehitys kuuluu mielestämme lopputuotteen myyjän ydin-toimintoihin, kun taas etenkin kypsän elinkaaren ja matalan teknologiatason kuluttajatuotteissa lopputuotteen myyjä voi maksimoida oman tuotos/panos-suhteensa liimaamalla pelkästään tavaramerkkejä muiden suunnittelemiin ja valmistamiin tuotteisiin.

Scanfil on hyvin asemoitunut alan trendeihin

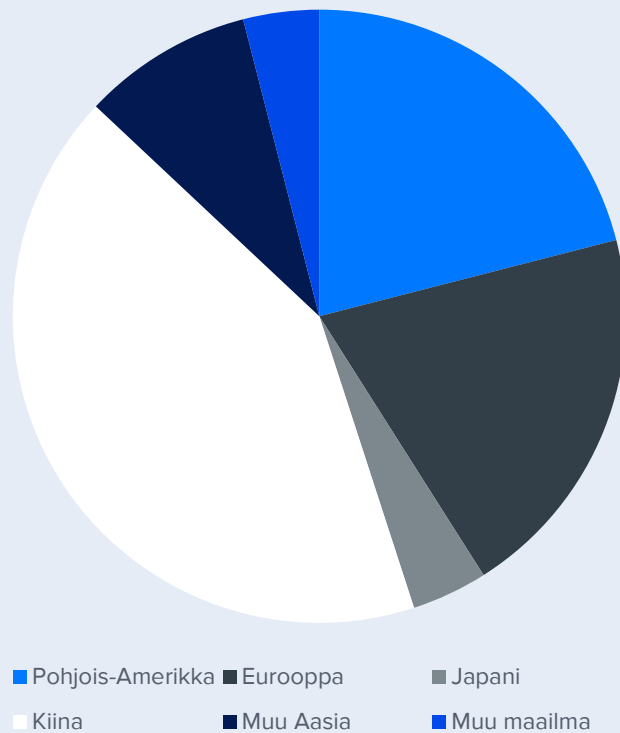
Scanfil on näkemyksemme mukaan asemoitunut markkinoille hyvin, sillä teollisuuselektroniikassa kasvun pitäisi vielä lähivuosina ylittää yleinen elektroniikkamarkkinan kasvu ulkoistamisasteen noustessa. Lisäksi Scanfil on sille relevanttien markkinoiden kokoluokka huomioiden pieni

peluri toimialalla eikä yhtiön kasvupotentiaali ole suoranaisesti riippuvainen markkinoiden kasvusta. Globaalin elektroniikkamarkkinan kasvun jatkuminen olisi positiivista myös Scanfilin kannalta, sillä kokonaiskakun kasvaessa suuremmilta pelureilta voi jäädä ”katveeseen” helpommin niche-taskuja, joissa Scanfilin kaltaiset pienemmät yhtiöt pääsevät operoimaan kannattavasti. Lisäksi markkinakasvun hyittyminen olisi näkemyksemme mukaan todennäköisesti seurausta maailman yleisen talouskehityksen heikentymisestä, joka taas vaikuttaisi varmuudella Scanfilin nykyisten asiakkaiden tuotteiden kysyntään (suurelta osin investointi-hyödykkeitä) ja sitä kautta myös Scanfilin volyymeihin, liikevaihtoon ja tulokseen.

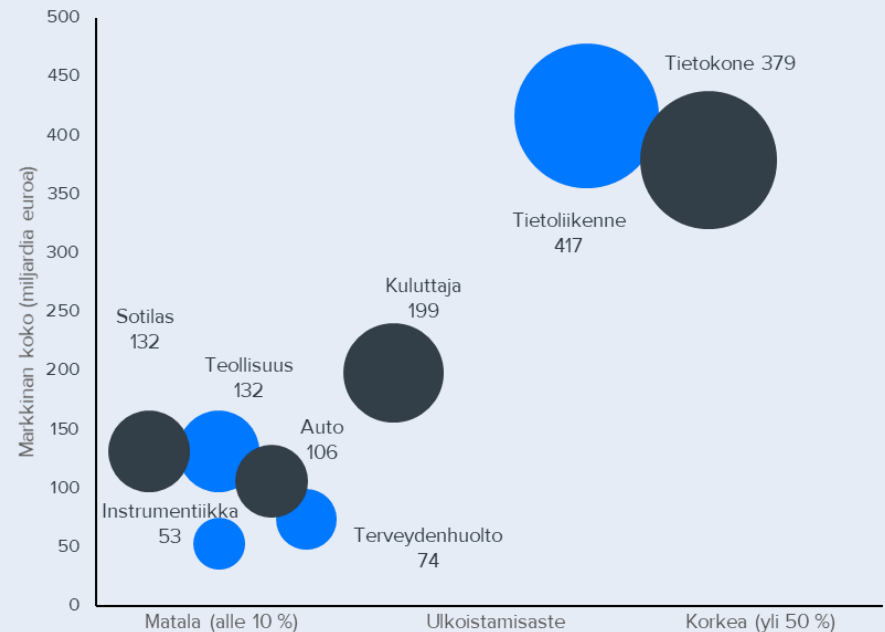
Näkemyksemme mukaan Scanfilin tuotteen koko elinkaaren hallinnan kattava toimintamalli kasvattaa suosiotaan, sillä se avaa asiakkaille laajempia mahdollisuuksia keskittyä ydin-toimintoihinsa ja optimoida resurssiaan kuin pelkkä tuotteiden kokoonpanon ulkoistaminen sopimusvalmistajalle. Arviomme mukaan tämä korostuu juuri teollisuuselektroniikassa, jossa tuotesykli ovat perinteisesti kuluttajasektoria pidempiä ja tuotekehitystarve jatkuvampaa. Scanfililla on myös riittävät resurssit vastata IoT:n yleistymiseen asiakkaiden tuotteissa, mikä tulee olemaan nouseva trendi lähivuosina. Näin ollen Scanfil on mielestämme asemoitunut elektroniikkamarkkinalla vallitseviin trendeihin nähden varsin hyvin. Kiinalaisen teollisuuden mahdolliseen nousuun yhtiö voi kuitenkin joutua vastaamaan, sillä tällä hetkellä Scanfilin asiakaskunta koostuu länsimaisista pelureista, vaikka yhtiö onkin ollut pitkään läsnä Kiinassa. Tähän yhtiöllä on arviomme mukaan kuitenkin useampia vaihtoehtoja pitkällä aikavälillä.

Toimiala

Globaalin elektroniikkamarkkinan jakautuminen maantieteellisesti



Globaalin elektroniikkamarkkinan jakautuminen segmenteittäin



Kilpailukenttä (1/2)

Kilpailu on veristä, mutta markkina on tasapainossa

Sopimusvalmistusliiketoiminnassa kilpailutilanne on yleisesti verinen johtuen kokonaisuutena haastavasta arvoketjupositioista (ml. suuret tavarantoimittaja- ja asiakkaat, rajallinen lisäarvo lopputuotteeseen, kohtuullinen alalle tulokynnys). Kilpailu onkin pitänyt voitto-marginaalit toimialalla keskimäärin ohuina ja arvioimme toimialadynamiikan pysyvän tämän ison kuvan tyyllisenä myös jatkossa.

Sopimusvalmistusliiketoiminnassa kapasiteettia on verrattain helppo kasvattaa asteittain kysynnän mukana lisäämällä uusia linjoja ja koneita tehtaalle, minkä myötä kapasiteetti voi kasvaa suhteellisen lineaarisesti kysynnän mukana (vrt. kapasiteetin portaittain lisääntyminen pääomavaltaisessa prosessiteollisuudessa). Myös tuotantolaitosten sulkeminen on verrattain yksinkertaista ja edullista, koska toimiala ei ole erityisen pääomaintensiivinen, käyttökelpoiset koneet ja laitteet ovat helposti siirrettävissä ja etenkin kehittyvillä markkinoilla myös työvoimasta eroon hankkiutuminen on verrattain helppoa ja edullista. Nämä tekijät estävätkin mielestämme osittain kroonisen ylikapasiteettiongelman syntymistä alalle, sillä yhtiöt voivat sopeuttaa kapasiteettia kohtuullisen joustavasti kysynnän mukana (vrt. esim. globaali terästeollisuus).

Tämä kokonaiskuva huomioiden sopimusvalmistusliiketoiminnan kapasiteetti on mielestämme globaalisti kohtuullisen hyvässä tasapainossa tarjontaan nähden. Arvioimme markkinatasapainon ison kuvan pysyvän pitkälti tämän kaltaisena myös jatkossa toimialan luonne

ja odotetut kysyntänäkymät huomioiden. Tätä taustaa vasten sektorin parhailla pelureilla on mielestämme hyvät edellytykset kannattavaan kasvuun myös jatkossa verisenä pysyvistä kilpailutilanteesta huolimatta.

Kilpailijakenttä vaihtelee alueellisesti

Liiketoiminnan globaalista luonteesta huolimatta asiakassuhteissa paikallisuus on säilynyt toimialalla. Tästä syystä Scanfililla on asiakkainaan esimerkiksi varsin paljon suomalaisia ja ruotsalaisia teknologiayhtiöitä, kun taas esimerkiksi keskieuropalaisilla kilpailijoilla keskieuropalaisten asiakkaiden paino on suurempi. Näin ollen Scanfilin kilpailee eri yhtiöiden kanssa Pohjoismaissa, Keski-Euroopassa ja Aasiassa.

Raadollisesta kilpailutilanteesta huolimatta asiakaspysyvyys sektorilla on tyypillisesti hyvä ja suurien vaihtokustannusten takia asiakkaat ovat vaihtaneet toimittajia tyypillisesti vain vakavin perustein (ts. esim. krooniset ongelmat laadun, toimitusvarmuuden ja/tai kilpailukyyn kanssa). Tämä vaikeuttaa osaltaan uusasiakashankintaa, mutta pienentää riskiä menettää nykyasiakkaat

Suuret pelurit dominoivat kokonaismarkkinaa

Globaalit ulkoistetun elektroniikkavalmistuksen toimijat jaetaan tyypillisesti kolmeen kategoriaan liikevaihdon perusteella. Ensimmäisessä kategoriassa ovat alan globaalit jätit, joiden vuosiliikevaihto on vähintään miljardi euroa. Tähän ryhmään kuului Market Manufacturing Insidersin mukaan vuonna 2015 noin 10-15 yhtiötä. Nämä yhtiöt ja muut globaalit suurpelurit toimivat lähes kaikilla elektroniikka-markkinan segmenteillä. Yhteneväistä kuitenkin

on, että suuryhtiöt omaavat paljon tuotanto-kapasiteettia eri mantereilla matalan kustannustason maihin painottuen, minkä myötä ne saavat mittakaavaetuja massatuotannosta. Lisäksi suuryhtiöillä on laajat taloudelliset resurssit prosessikehitykseen sekä investointeihin, minkä myötä niiden teknologinen kyvykyys on korkea. Suurpelurien heikkous on vastaavasti tuotannon ja rakenteiden jäykkyys, minkä takia niiden kilpailu-edut hupenevat eräkokojen pienentyessä.

Suuryhtiöt eivät ole Scanfilin relevantteinta kilpailijakuntaa yhtiön avainasiakkaiden toimitusmäärät huomioiden ja Scanfil kilpailee suoraan käytännössä vain suuryhtiökategorian alarajalla olevan saksalaisen Zollnerin kanssa. Täysin muitakaan suuryhtiöitä ei mielestämme voi sulkea pois Scanfilin kilpailijakenttää tarkasteltaessa varsinkaan pitkällä aikavälillä. Tämä koskee etenkin tietoliikennesektoria, jossa esimerkiksi maailman suurin sopimusvalmistaja Foxconn on läsnä. Lisäksi esimerkiksi vuonna 2016 lähes 5 miljardin dollarin liikevaihdon tehnyt Flextronicsin Industrial&Emerging Industries -divisioona sisältää yli 20 asiakas-segmenttiä. Divisioonan pienimmät asiakas-segmentit, jotka todennäköisesti sisältävät useita asiakkaita, ovat joitakin prosentteja divisioonan liikevaihdosta. Siten divisioonan pienemmät asiakkaat ovat samassa kokoluokassa Scanfilin suurimpien asiakkaiden kanssa. Näin ollen suuryhtiöiden tulo Scanfilin kilpailijakenttään on periaatteessa mahdollista. Arvioimme mukaan yhä pienempien asiakkuuksien haaliminen vaatisi suuryhtiöiltä ajatus- ja toimintamallimuutoksia, mutta teknisiä rajoituksia tähän ei käsityksemme mukaan ole.

Kilpailukenttä (2/2)

Suuryhtiöiden takana on paljon pieniä ja keskisuuria pelureita

Toiseen kategoriaan kuuluvat mielestämme noin 150-1000 MEUR:n vuosiliikevaihtoa tekevät yhtiöt, joilla on suuryhtiöitä pienemmästä koosta huolimatta globaali toimintamalli. Tässä joukossa yhtiöt ovat pääsääntöisesti keskittyneet johonkin tai joihinkin markkinasegmentteihin. Kuluttajille suunnatut massatuotteet ovat kuitenkin pääosin niiden toimitus- ja kustannuskilpailukyvyyn rajojen ulkopuolella. Keskisuurien kategoriassa yhtiöt ovat vielä riittävän joustavia pienempiin toimitus-eriin ja räätälöityyn asiakaspalveluun, mutta niillä on silti riittäviä resursseja globaalien asiakkaiden palveluun ja kokonaistoimitukset ovat tyypillinen liiketoimintamallin runko tässä kategoriassa. Scanfil, joka oli vuonna 2016 liikevaihdolla mitattuna maailman 30. suurimman sopimusvalmistajan joukossa, kuuluu tähän kategoriaan. Myös Scanfilin relevanteimmat kilpailijat löytyvät tästä segmentistä. Scanfilin keskisuuria pääkilpailijoita ovat arviomme mukaan sveitsiläinen Enics, norjalainen Kitron, saksalainen BMK Electronics, hollantilainen Neways.

Kolmannessa kategoriassa ovat alle 200 MEUR:n liikevaihtoa tekevät paikalliset tai alueellisesti levittäytyneet tuottajat, joiden fokus on jossakin tai korkeintaan muutamassa tuotesegmentissä. Tämän kategorian yhtiöiden resurssit ovat suurempia yhtiöitä rajallisemmat, joten niiden tarjoama kokonaisuus on usein toisen kategorian yhtiöitä suppeampi. Kilpailussa pienyhtiöt joutuvat hakemaan etunsa keski-suurten yhtiöiden tavoin joustavuudesta, ketteryydestä, erikoist tuotteista ja nopeista läpimenoajoista, mikä edellyttää läsnäoloa asiakkaan lähellä. Scanfil kilpailee mielestämme

myös tämän kategorian pelureiden kanssa etenkin Euroopassa. Pienyhtiöistä Scanfilin kilpailijoita ovat ainakin ruotsalaiset Hanza, Note ja Orbit One, saksalaiset TQ Group ja Exceet Group ja ranskalainen Lacroix. Pienyhtiöt ovat Scanfilille relevantteja kilpailijoita paikallisesti.

Markkinan konsolidoituminen jatkuu

Kokonaisuutena sopimusvalmistusmarkkina on erittäin fragmentoitunut, sillä pelkästään Euroopassa alalla toimii kymmeniä yhtiöitä. Aasiassa lukumäärä on luonnollisesti vielä reilusti suurempi ja globaalisti sopimusvalmistajien lukumäärä mitataankin useissa sadoissa kappaleissa. Hajanainen markkina tulee arviomme mukaan tulevaisuudessa konsolidoitumaan, kun alan vahvimmat pelurit pyrkivät parantamaan markkina-asemiaan ja hakemaan mittakaavaetuja asiakkaiden kroonisiin hintapaineisiin vastatakseen. Ostopuolella prosessissa tulevat arviomme mukaan olemaan alan jätit ja keski-suurten kategorian parhaat yhtiöt, kun taas heikompien pienten ja keskisuurten pelurien roolina on tulla sulautetuksi suurempiin kokonaisuuksiin. Markkinan rakenne tukee mielestämme hyvin Scanfilin yritysostovetoista strategiaa.

Sisäinen tuotanto on näkymätön kilpailija

Muiden sopimusvalmistajien lisäksi Scanfilin kilpailijaksi voidaan mielestämme yhä laskea asiakkaiden oma valmistus, sillä se kattaa tietyissä teollisuuselektroniikan segmenteissä yhä merkittävän osan tuotannosta. Asiakkaiden oma tuotanto on kilpailijana luonnollisesti muita yhtiöitä näkymättömämpi, joten tässä suhteessa kilpailutilanteen muutokset tulevat esiin etenkin ulkoistamisasteiden muutosten kautta.

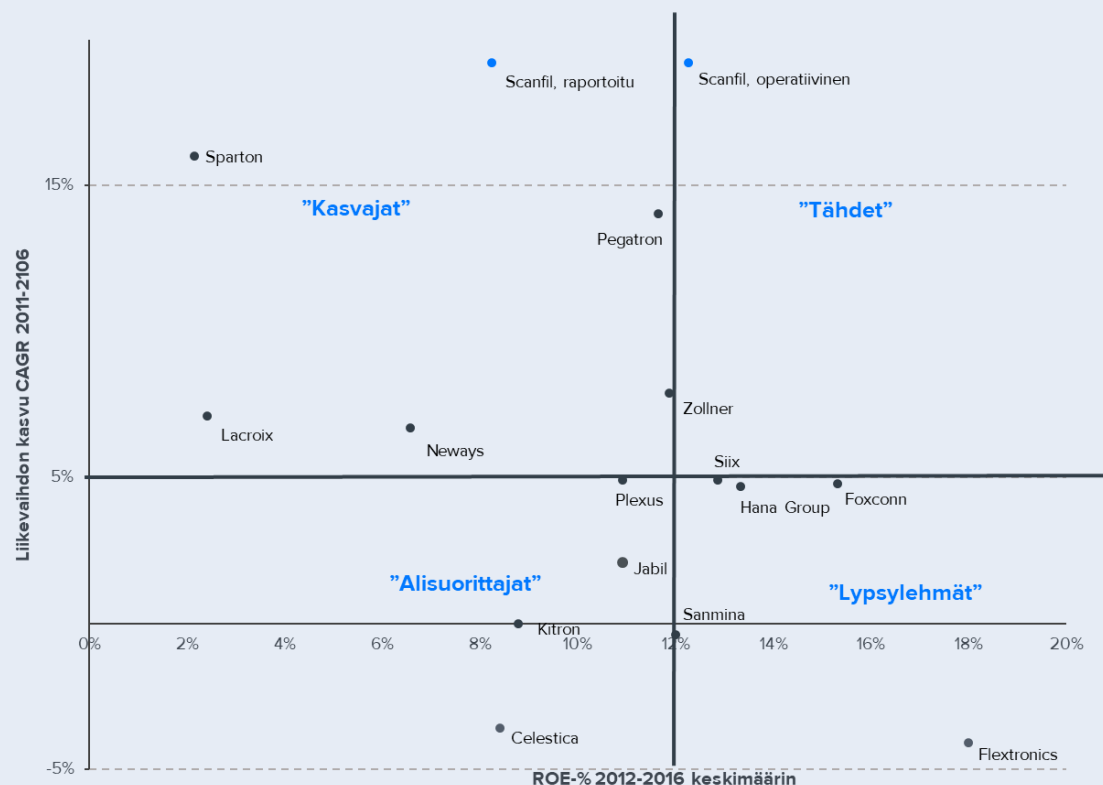
Scanfil kuuluu toimialan parhaimmistoon

Scanfilin kannattavuustaso on ollut relevantin kilpailijakentän parasta luokkaa, mikä kertoo mielestämme yhtiön laadusta ja kilpailukyvyistä. Yleisesti alan eurooppalaisten pienten ja keskisuurten pelurien kannattavuudet hajoavat huomattavasti, mikä korostaa mielestämme oikean positioitumisen ja kustannuskilpailukyvyyn merkitystä, sillä kilpailutilanne sektorilla on raju. Tämä ajaa heikompia yhtiöitä kannattavuusvaikeuksiin, vaikka näiden taustalla voi toki olla myös sisäisiä syitä. Lisäksi huomautamme ohuita marginaaleja tarkasteltaessa, että sopimusvalmistus sitoo tyypillisesti vain rajallisesti pääomia. Siten kohtuullisen ohuetkin marginaalit saattavat riittää kaksinumeroiseen sijoitetun pääoman tuottoon, mikä on mielestämme tämän tyyppisille teollisuusyhtiöille jo kohtuullisen hyvä taso. Siten marginaalien selvää leventymistä ei ole mielestämme edes relevanttia olettaa.

Scanfilin kannattavuus on ollut hyvä myös alan suuryhtiöihin verrattuna, joskin liiketoiminnan skaalan ja asiakassektorien määrän kasvaessa kannattavuus helposti keskiarvoistuu. Tämä johtuu siitä, että yleensä kannattavuudella mitattuna kannattavimpia toimituksia ovat absoluuttisesti pienet ja/tai nopeasti toimitettavat erät, joihin suuryhtiöillä ei ole toimituskykyä tai -halua. Suuryhtiöiden tavoite on arviomme mukaan maksimoida liikevaihdon ja tuloksen absoluuttista määrää sekä sitä kautta pääoman tuottoa. Tämä onkin mielestämme mittari, jolla Scanfilia tulisi verrata alan suurpelureihin. Scanfilin suoritus on kuitenkin tässäkin suhteessa ollut alan suuryhtiöihin nähden parhaimmillaan vertailukelpoinen.

Kilpailukenttä

Sopimusvalmistajien kasvu CAGR-% vs. ROE-%



Scanfilin kilpailutekijät

- + Asemoituminen teollisuus-elektroniikkaan
- + Vahva asiakas- ja referenssiportfolio
- + Kyky globaalien asiakkaiden palvelemiseen useammalla mantereella
- + Ketterä ja joustava kapasiteetti
- + Kustannustehokas toimintamalli ja -kulttuuri
- Rajalliset skaalaedut
- Vähäinen hinnoitteluvoima molempiin suuntiin arvoketjua
- Asiakasriskit
- Kysynnän investointivetoisuus

Taloudellinen tilanne (1/2)

Vakaa ja melko korkea myyntikate mahdollistaa kannattavan operoinnin

Scanfilin kustannusrakenteessa on käytännössä kolme merkityksellistä erää eli aineiden ja tarvikkeiden käyttö, henkilöstökustannukset ja liiketoiminnan muut kulut. Valmistus omaan käyttöön on ollut viime vuosina nolllaerä eikä varaston muutoksella lähtökohtaisesti pitäisi olla vuositason konsernin mittakaavassa merkitystä. Kvartaalituloksiin varaston arvonmuutos voi kuitenkin vaikuttaa, mutta vuositason sen vaikutus on jäänyt pääosin neutraaliksi. Liiketoiminnan muita tuottoja Scanfil on saanut erinäisistä lähteistä viime vuosina varsin tasaisesti 0-1 MEUR vuodessa, joten niiden merkitys yhtiölle on pieni.

Selvästi suurin erä Scanfilin kulurakenteessa on aineiden ja tarvikkeiden käyttö, joka on muuttuva ja ei-skaalautuva kuluerä. Aineiden ja tarvikkeiden käyttö on historiallisesti ollut noin 65-70 % Scanfilin liikevaihdosta eli käänteisesti Scanfilin myyntikate (ts. Scanfilin luoma lisäarvo) on vuosien 2001-2014 aikana liikkunut 30-35 %:n välillä. Viimeisen kolmen vuoden aikana myyntikate on ollut 32-33 %. Melko korkean ja verrattain vakaan myyntikatteen perusteella haastavasta arvoketjupositioista kumpuava sopimusvalmistusmarkkinoiden krooninen hintapaine ei ole häirinyt yhtiötä ajan yli kohtuuttomasti, mikä on mielestämme lupaavaa myös tulevaisuutta ajatellen.

Työn tuottavuudessa vielä parantamisen varaa

Toiseksi suurin kuluerä on henkilöstökulut, sillä kasvaneesta automaatiosta huolimatta sitoo tuotanto edelleen merkittävän määrän

työvoimaa. Tyypillisesti henkilöstökulut skaalautuvat melko huonosti liikevaihdon kasvulle (valtaosa henkilöstä tuotannossa), mutta toisaalta ne joustavat tietyn aikaviiveen jälkeen kohtuudella alaspäin. PartnerTech-kaupan jälkeen henkilöstökulut ovat vastanneet noin 17 % Scanfilin liikevaihdosta. Työn tuottavuus onkin arviomme mukaan selkeä kehityskohde yhtiössä lähivuosina, sillä korkeamman tehokkuuden ja edullisemman tuotannon maamixin ansiosta vanha Scanfil ylsi 14-15 %:n henkilöstökulu-%:iin. Tämän tason lähestyminen pitäisi arviomme mukaan olla mahdollista yhtiön tämänhetkisilläkin rakenteilla.

Muissa kuluissa on myös skaalautuvia elementtejä

Kolmas merkittävä käteiskustannuserä, liiketoiminnan muut kulut, koostuvat useista pienistä eristä. Nämä kulut ovat näkemyksemme mukaan pääosin kiinteitä, vaikka joukossa onkin hieman myös muuttuvia kuluja. Liiketoiminnan muut kulut ovat olleet kohollaan PartnerTechin oston ja saneerauksien takia vuosina 2015-2016, mutta arviomme mukaan Scanfilin pitäisi saneerauksen jälkeen saada painettua muiden kulujen suhteellinen osuus takaisin selvästi alle 10 %:n. Olemme tässä suhteessa luottavaisia, sillä historiallisesti Scanfilin kulukuri on ollut tiukka, mikä heijastelee arviomme mukaan yrittäjätaustaisen yhtiön toimintakulttuuria. Emme myöskään usko muiden kulujen kasvavan samassa suhteessa liikevaihdon orgaanisen kasvun kanssa.

Poistojen tulosrasitus kasvaa

Scanfilin poistot ovat olleet historiallisesti 2-3 %

liikevaihdosta. Tämä on mielestämme maltillinen tulosrasitus ja se kuvastaa liiketoiminnan ei-pääomavaltaista luonnetta. Arviomme mukaan Scanfilin nykyinen poistotaso ylittää hienoisesti yhtiön nykyisten tehtaiden ylläpito- ja parannusinvestointi tarpeen, mutta kapasiteettia lisäävät hankkeet (ml. Puolan investoinnit) nostavat investoinnit poistojen yläpuolella lähivuosina. Etenkin vuosi 2017 on Scanfilille voimakkaiden investointien vuosi, sillä ennustamme yhtiön investoivan tehtaisiinsa Puolassa, Ruotsissa, USA:ssa ja Kiinassa yli 20 MEUR. Orgaanisen kasvua jatkuessa yhtiö tulee arviomme mukaan investoimaan hieman poistoja enemmän lähivuosina.

Kulurakenne on kilpailukykyinen ja joustava

Kokonaisuutena arviomme, että Scanfilin kuluista noin 90 % on muuttuvia ja noin 10 % kiinteitä. Suhteellisen joustava kulurakenne ja kokonaisuutena kilpailukykyinen kustannustaso antavat mielestämme yhtiölle kohtuullista liikkumavaraa kysyntämuutoksien varalle, mutta toisaalta kasvun skaalautuminen kannattavuuteen ei ole erityisen voimakasta. Toisaalta etenkin tehokkuudessa yhtiöllä on parantamisen varaa tietyillä tehtailaan, sillä tuotantokoneisto ei ole vielä täydessä iskussaan PartnerTech-saneerauksen ja hyvän orgaanisen kasvun jäljiltä, vaikka isot saneeraustoimet on tehty ja kaikilla tehtaila on arviomme mukaan riittävä asiakaskunta ja liiketoimintavolyymi. Siten näemme tällä saralla potentiaalia parantaa kannattavuutta. Näin ollen arviomme, että yhtiö hakee tuottavuuden parantamista etenkin prosessien tehostamisella ja toisaalta myös maltillisen orgaanisen kasvun kautta.

Taloudellinen tilanne (2/2)

Alempien rivein tulosrasitus on kohtuullinen

Tuloslaskelman alemmilla Scanfilin rahoituskulut koostuvat korkokuluista, muista rahoituskuluista sekä ei-kassavaikutteisista kurssieroista. Jälkimmäisen tekijän takia rahoituskulut voivat varsinkin kvartaalitasolla heilua huomattavasti, mutta kassavaikutteisten rahoituskulujen osuus on arviomme mukaan kohtuullinen 1-2 MEUR vuodessa yhtiön nykyisillä rakenteilla.

PartnerTech-kaupan jälkeen Scanfilin veroaste kohosi ajoittain jopa epänormaalin korkeaksi, mutta tilanne on H1'17:n perusteella normalisoitunut. Arviomme mukaan Scanfilin veroaste on noin 24-25 %, sillä lähes kaikkien yhtiön toimintamaiden veroasteet ovat Suomea korkeampia ja Kiinan voittovarojen kotiuttaminen edellyttää tiettyjen lähdeverojen maksamista. Kokonaisuutena rahoituskulujen ja verojen tulosrasitus on mielestämme siedettävä.

Taseen suurimmat erät löytyvät käyttöpääomaeristä

Scanfilin tase heijastelee niin ikään sopimusvalmistuksen rajallisia pääomavaatimuksia ja toisaalta käyttöpääomien melko voimakasta sitoutumista. Q3'17:n lopulla pitkäaikaisissa varoissa yhtiöllä oli aineellista omaisuutta 47 MEUR ja aineetonta omaisuutta sekä liikearvoa 11 MEUR ja 15 MEUR. Pidämme yhtiön pitkäaikaisen omaisuuden arvoa kuranttina, sillä yhtiö sulki PartnerTechin saneerauksen yhteydessä heikoimmat tehtaansa ja vuoden 2016 lopussa liikearvoa kantavat Saksan, Puolan ja Ruotsin yksiköt läpäisivät testauksen kirkkaasti.

Scanfilin taseen varoissa suurimmat erät ovat lyhytaikaisten varojen käyttöpääomaerissä, sillä

varastojen arvo oli vuoden 2016 lopussa oli 99 MEUR ja myyntisaamisten 106 MEUR. Yhtiön varasto ja saamiset ovat näkemyksemme mukaan täysin kurantteja. Kassassa Scanfililla oli Q3'17:n lopussa varoja lähes 22 MEUR, mikä on mielestämme riittävä taso liiketoiminnan kokoluokka huomioiden. Näin ollen yhtiön maksuvalmius on hyvä ja Scanfil pystyy joustavasti sopimaan kannattavuutensa perspektiivistä järkevät maksuajat sekä tavarantoimittajiensa että asiakkaidensa kanssa.

Taseessa on velkavipua yrityskaupan jäljiltä

Taseen vastuissa yhtiöllä oli Q3'17:n lopussa 115 MEUR omaa pääomaa. Pitkä- ja lyhytaikaista rahoitusvelkaa Scanfilillä oli Q3'17:n lopussa noin 73 MEUR, jonka koron arviomme olevan tällä hetkellä maltillinen 1,5-2,0 %. Lisäksi rahoituskuluja kertyy muun muassa kurssieroista, mutta kaikki rahoituskulut eivät ole kassavaikutteisia.

Vastuissa suurin erä on sopimusvalmistuksen liiketoimintalogiikka huomioiden luonnollisesti ostovelat, joiden arvo oli Q3'17:n lopussa 110 MEUR, mikä on samalla tasolla myyntisaamisten kanssa. Näin ollen yhtiön sitoma käyttöpääomarahaus koostuu käytännössä varastosta ja toiminannon pyrittämisen vaatimista kassavaroista. Scanfilin taseen loppusumma oli Q3'17:n lopussa 305 MEUR.

Taseen liikkumavara on vielä rajallinen

Q3'17:n lopussa Scanfilin omavaraisuusaste oli 38% ja nettovelkaantumisaste 45 %. Nämä luvut ovat Scanfilille vielä kohtuullisia ja kun nettovelan ja oikaistun käyttökatteen suhde on alle 2x ei yhtiön velanhoidokyvyssäkään ole mielestämme moitittavaa. Näin ollen yhtiö on

arviomme mukaan velkamäärän suhteen noin mukavuusalueella, mutta arviomme yhtiön pyrkivän jatkamaan velkojensa lyhentämistä, jotta taseeseen syntyisi selkeämpää liikkumavaraa yrityskauppavetoisen kasvustrategian toteuttamiseen.

Yhtiön näkymät huomioiden arviomme, että Scanfililla on valmius tehdä pieniä ja keskisuuria yritysostoja vuosina 2018-2019. Suurempien hankintojen tekeminen lähivuosina vaatisi yhtiöltä uuden oman pääoman keräämistä. Arviomme oman pääoman kerääminen ei ole mahdotonta, jos investoinnin tuottopotentiaali olisi houkutteleva, mutta lähtökohtaisesti uskomme yhtiö hakevan mieluummin pienempiä ja portfoliota täydentäviä yritysostoja lähivuosina.

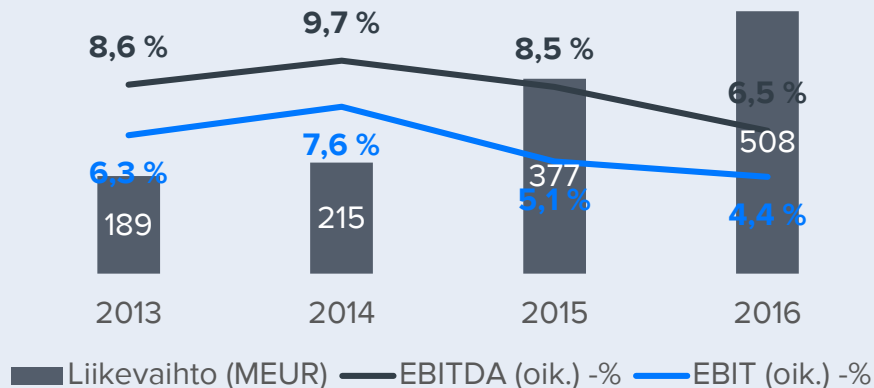
Kassavirta ja osinko

Kuten todettua, yhtiön orgaaninen kasvunäkymä ja siitä seuraavat investointi- ja käyttöpääomatarpeet huomioiden, Scanfilin kassavirtasuhde (vapaan kassavirran suhde käyttökatteeseen) jää melko vaisuksi eli selvästi alle 100 %:iin). Tämä on kuitenkin tyypillistä sopimusvalmistus-sektorilla eikä Scanfil ole poikkeus tässä suhteessa.

Tulokseen nähden jossain määrin pehmeän rahavirran takia yhtiö ei arviomme mukaan pysty kasvattamaan liiketoimintaansa ja ylläpitämään erityisen korkeaa osingonjakosuhdetta samanaikaisesti. Yhtiö tavoitteena oleva noin kolmasosan jakosuhte on kuitenkin rahavirtaperspektiivistä hyvin realistinen tavoite ja odotamme yhtiön saavuttavan sen.

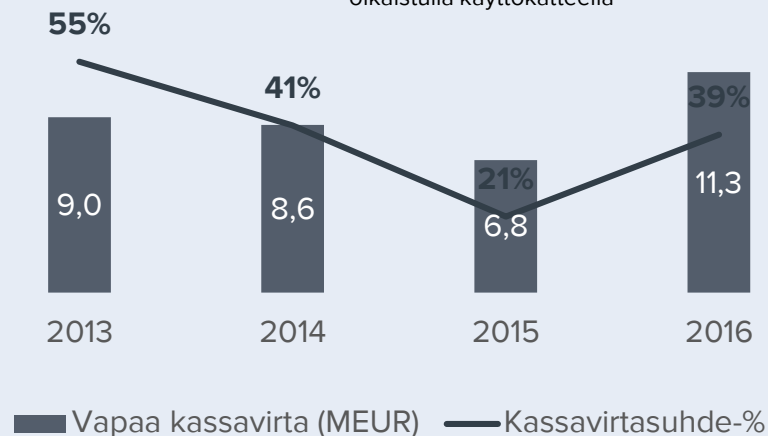
Taloudellinen tilanne

Liikevaihdon, EBITDA-% ja EBIT-% kehitys

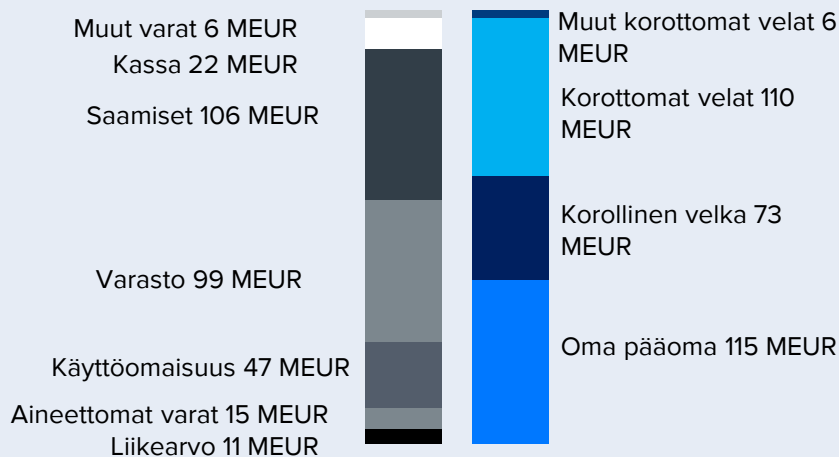


Vapaa kassavirta

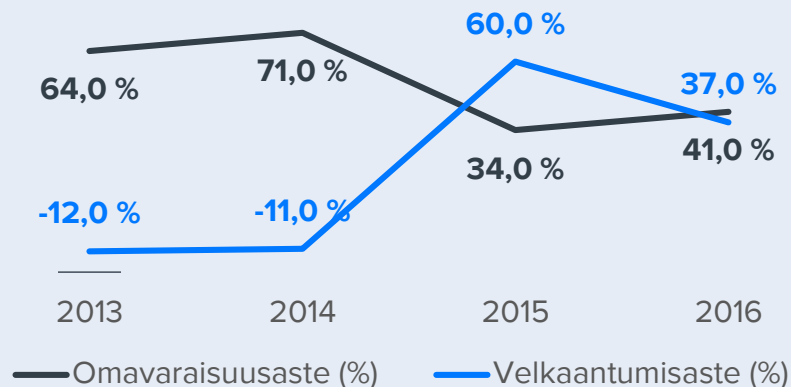
Kassavirtasuhte on vapaa kassavirta jaettuna oikaistulla käyttökateella



Taserakenne Q3'17:n lopussa



Taseen kehitys 2013-2016



Ennusteet (1/2)

Makrotalouden ennusteet

Maailmantalouden elpyminen finanssikriisin jäljiltä on ollut viime aikoina ripeää. Globaali talous kasvoi 3,2 % vuonna 2016, mutta 2017-2018 kasvu kiihtyy 3,5 %:n tietämiin. Erityisesti talouskasvun laaja-alaisuus on ollut positiivinen yllätys, sillä kehittyneet taloudet ovat käyttäneet poikkeuksellisen kevyttä rahapolitiikkaa lisätäkseen luottamusta ja siivittääkseen etenkin yksityisen sektorin kulutusta ja investointeja. Toisaalta maailmankaupan kannalta huolestuttavimmat riskit, kuten protektionismin lisääntyminen ja rahoitusepävakauden kasvu Kiinan luottomarkkinoilla, ovat jääneet taka-alalle, mikä on osaltaan antanut tukea maailmankaupan kasvulle.

Maailmantalouden kasvu näyttää siis vihdoin päässeen kestäväälle perustalle, mutta etenkin velkavetoinen kasvu on samalla huolenaiheena. Esimerkiksi maailman toiseksi suurimmassa taloudessa Kiinassa velkaantuminen on merkittävä riski. Toisaalta maan hallinto on tiedostanut ongelman ja tehnyt jo joitain toimia velkaantumisen kasvun hillitsemiseksi. USA:ssa talous on kahdeksan vuoden kasvun jälkeen jo noususuhdanteen loppupäässä, ja kasvun taittuminen tarkoittaisi hidasta käännettä koko maailmantaloudessa suhdannekehityksen mukaisesti. Tämä voisi olla mahdollista 2018-2019 aikana.

Tämä verrattain positiivinen makrokuva toimii pohjana myös Scanfilille laatimillemme tulosenusteille. Pirstunut kasvu ja investointien elpymisen värittämä makronäkymä sopii mielestämme riskeistä huolimatta suhteellisen

hyvin Scanfilille ja mielestämme yhtiön toimintaympäristö onkin tällä hetkellä suhteellisen suotuista. Tämä tukee yhtiön lähivuosien kasvu- ja tuloskasvunäkymiä.

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, joita mallinamme vuositasona. Pitkän aikavälin ennustemme pohjana käytämme arvioitua markkinakasvua ja Scanfilin historiallista kannattavuustasoa. Ennusteissamme ei oteta huomioon jo keskipitkällä aikavälillä todennäköisten yrityskauppojen vaikutuksia, sillä kauppojen ajoituksia on mahdotonta ennakoita.

2017 yhtiö parantaa selvästi

Scanfil on ohjeistanut vuodelle 2017 liikevaihtonsa olevan 500-530 MEUR ja oikaistun liikevoittonsa 28-31 MEUR. Q1-Q3:lla Scanfil on tehnyt 386 MEUR:n liikevaihdolla 21,7 MEUR:n oikaistun liikevoiton, joten yhtiö on melko hyvin ohjeistuksensa vauhdissa, vaikka ohjeistuksen ylärajan saavuttaminen vaatii yhtiöltä vahvaa Q4:sta (vähintään oik. EBIT 6,3 MEUR vs. 4,7 MEUR Q4'16). Yhtiön näkyvyys loppuvuoteen on kuitenkin nyt jo hyvä, joten pidämme tulosvaroituksen riskiä rajallisena.

Odotamme Scanfilin liikevaihdon kasvavan tänä vuonna 1,3 % 515 MEUR:oon, sillä viime vuoden aikana myydyt ja alasajetut liiketoiminnot

rajoittivat raportoitua kasvua etenkin H1:llä. Oikaistun liikevoiton odotamme nousevan 28,9 MEUR:oon, mikä vastaa Scanfilille tyydyttävää 5,6 %:n oikaistua liikevoittomarginaalia. Kannattavuuden parantumista ajaa etenkin kiinteiden kulujen alentuminen, muut tehokkuusparannustoimet, kun taas myyntikatteiden arvioimme pysyvän vakaina. Uusien asiakkaiden ja investointien ylösajo laimentaa kuitenkin kannattavuutta tänä vuonna.

Rahoituskulujen arvioimme olevan tänä vuonna noin normaalilla tasollaan ja myös veroasteen pitäisi laskea tänä vuonna normaalille tasolle 24-25 %:iin. Siten kuluvan vuoden EPS-ennustemme on 0,32 euroa, mistä arvioimme yhtiön maksavan osinkoa osinkopolitiikkaansa heijastellen 0,11 euroa osakkeelta. Vapaan rahavirran osalta 2017 jää todennäköisesti vaisuhkoksi suurien investointien takia, mutta arvioimme taseen silti vahvistuvan nettovoiton myötä ja vuoden lopussa yhtiön pitäisi olla velan suhteen selvästi mukavuuksalueellaan (2017e: omavaraisuusaste 43 %, nettovelkaantumisaste 32 %).

Kannattavuusparannus jatkuu 2018

Vuonna 2018 ennustamme Scanfilin jatkavan maltillista orgaanista kasvuaan markkinoiden lievän kasvun, nykyisten asiakkaidensa toimitusten nousun sekä positiivisesti etenevän, mutta hitaasti näkyviä tuloksia tuovan uusasiakashankinnan mukana. Ennustamme yhtiön liikevaihdon kuitenkin kasvavan 2,8 %, mikä heijastelee yleisesti suotuisana pysyvää markkinakysyntää lievästi hidastuvasta talouskasvusta huolimatta.

Ennusteet (2/2)

Vuoden 2018 liikutuloksen ennustamme nousevan liikevaihdon kasvun, vakaan myyntikatteen ja tuottavuuden maltillisen parantumisen ja lievästi H1:llä laskevien kiinteiden kulujen ansiosta 32,5 MEUR:oon. Tämä vastaa jo Scanfilille kohtuullista 6,1 %:n liikevoittomarginaalia. Rahoituskulut pysyvät arviomme mukaan maltillisina alle 2 MEUR:ssa myös ensi vuonna ja veroaste normalisoidulla tasollaan noin 25 %:ssa. Näin ollen vuoden 2018 EPS-ennustemme kohoaa 0,37 euroon osakkeelta, josta arvioimme yhtiön maksavan politiikkansa mukaisesti 0,13 euron osakekohtaisen osingon. Vapaan rahavirran osalta vuoden 2018 pitäisi olla hieman vuotta 2017 parempi rauhoittuvien investointien takia ja arviomme yhtiön taseen jatkavan vahvistumistaan (2018e: omavaraisuusaste 47 %, nettovelkaantumisaste 20 %). Näin ollen yhtiö saavuttaisi vuoden 2018 aikana liikkumavaraa tehdä uusia yrityskauppoja, mutta näitä emme ole kuitenkaan huomioineet ennusteissamme.

Parannuspotentiaalia riittää myös vuodelle 2019

Vuonna 2019 odotamme Scanfilin orgaanisen kasvun jatkuvan 2,6 %:n vauhtia ja nostavan liikevaihdon 543 MEUR:oon. Kasvua ajaa edelleen BKT:n kasvun ajama markkinakasvu, ulkoistamisasteen nousu ja positiivinen kehitys yhtiön avainasiakasportfolion sisällä. Vuoden 2019 liikevoiton ennustamme olevan 34,5 MEUR. Tämä vastaa hieman paranevaa 6,4 %:n liikevoittomarginaalia, vaikka periaatteessa yhtiöllä pitäisi olla edellytyksiä myös hieman ylemmäs. Lievää kannattavuusparannusta ajaa ennusteissamme liikevaihdon kasvu ja

tehokkuuden asteittainen parantuminen. Rahoituskuluihin ja veroihin emme odota muutoksia, joten ennustamme Scanfilin tekevän 0,40 euron osakekohtaisen tuloksen vuonna 2019 ja maksavan tästä osinkoa 0,14 euroa osakkeelta. Nettovoiton ja hyvän rahavirran ansiosta arvioimme omavaraisuusasteen nousevan 52 %:iin ja nettovelkaantumisasteen painuvan 8 %:iin. Näillä tasoilla yhtiöllä olisi jo suhteellisen mukavaa liikkumavaraa yritysostoihin.

Odotamme kasvun jatkuvan pitkällä aikavälillä

Odotamme Scanfilin jatkavan kannattavan kasvun strategiansa määrätietoista toteuttamista pääpiirteittäin entisillä linjoillaan myös vuoden 2019 jälkeen. Pitkän aikavälin ennusteissamme odotamme Scanfilin jatkavan kasvuaan yhtiön asiakkaita ja koko elektroniikkamarkkinaa tukevien megatrendien ja toisaalta sopimusvalmistajia vauhdittavien ajureiden myötä. Ennustamme Scanfilin liikevaihdon kasvavan pitkällä aikavälillä noin 2-3 % vuodessa, mikä heijastelee Scanfilin päämarkkina-alueiden BKT:n ja elektroniikkamarkkinan kasvuennusteita. Pidämme tätä verrattain konservatiivisena arviona ja pitkällä tähtäimellä yrityskaupat tulevat tehostamaan kasvua erittäin suurella todennäköisyydellä, mutta niiden ajoitusten ennakoiminen on mahdotonta.

Yhtiön liikutulosmarginaalien odotamme liikkuvan pitkällä aikavälillä 5,0-6,5 %:n haarukassa ankarana pysyvän kilpailupaineen ja toisaalta kehittyvien markkinoiden kustannusinflaation myötä. Korostamme kuitenkin, että mielestämme PartnerTech-kauppa ei

varsinaisesti laimentanut Scanfilin pitkän aikavälin marginaalipotentialiaa, joten emme varsinaisesti näe esteitä, että nykymuotoinen Scanfil ei pitkällä aikavälillä voisi yltää esimerkiksi vanhan Scanfilin vuonna 2014 saavuttamaan lähes 8 %:n liikevoittomarginaaliin tai jopa hieman vielä korkeammalle. Jäämme kuitenkin odottamaan yhtiöltä vielä lisänäyttöjä kannattavuuden parantamisesta ennen kuin olemme valmiita nostamaan marginaaliennusteitamme nykyistä ylemmäs.

Pitkällä tähtäimellä näkyvyys Scanfilin liike-toimintaan on kuitenkin rajallinen ja näin ollen ennusteisiin liittyy merkittävää epävarmuutta. Scanfilin kannattavan kasvun strategia kaipaakin mielestämme ympärillensä hieman enemmän konkretiaa (ml. taloudelliset tavoitteet) ennen kuin markkinat suostuvat katsomaan yhtiön pitkän aikavälin potentialiaa. Siten pitkän tähtäimen ennusteiden merkitys osakkeen arvon muodostuksen kannalta on mielestämme näistä syistä rajallinen ja olemmekin käyttäneet niitä lähinnä lyhyen aikavälin ennusteidemme tueksi laatimassamme DCF-laskelmassa.

Kvartaaliennusteet

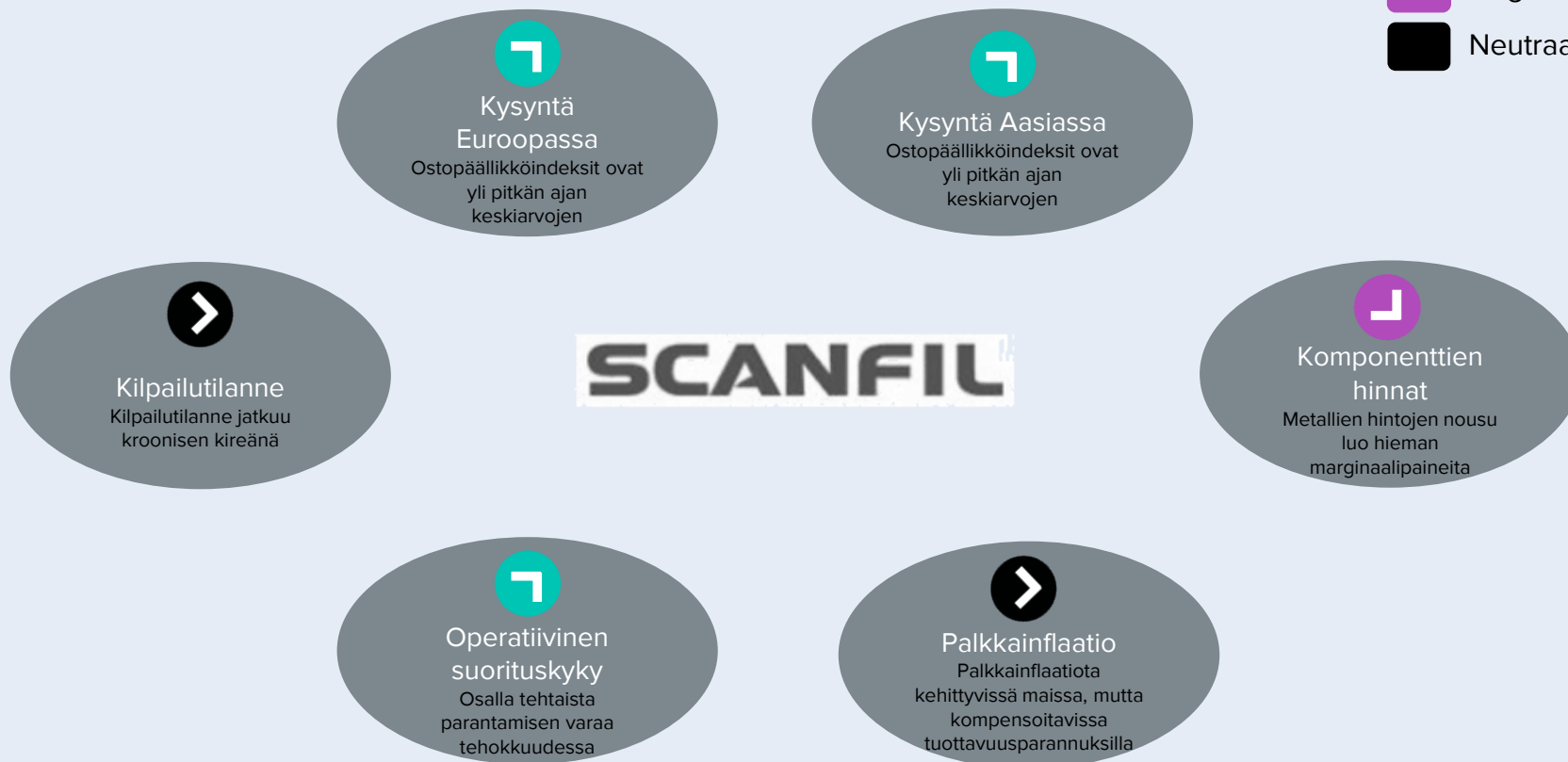
Tuloskehitys kvartaalitasolla	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	377	130	134	122	122	508	122	132	131	129	515	530	543
<i>Konsemi</i>	377	130	134	122	122	508	122	132	131	129	515	530	543
Käyttökate	26,9	3,7	-0,4	9,6	5,4	18,2	8,3	9,2	10,7	9,8	37,9	44,6	46,6
Poistot ja arvonalennukset	-12,9	-3,2	-3,2	-2,0	-2,6	-11,0	-2,1	-2,1	-2,2	-2,6	-9,0	-12,1	-12,1
Liikevoitto ilman kertaeriä	19,4	5,2	4,7	7,9	4,7	22,4	6,2	7,1	8,5	7,2	28,9	32,5	34,5
Liikevoitto	14,0	0,5	-3,6	7,6	2,8	7,2	6,2	7,1	8,5	7,2	28,9	32,5	34,5
<i>Konsemi</i>	14,0	5,2	4,7	7,7	4,9	22,4	6,2	7,1	8,5	7,2	28,9	32,5	34,5
<i>Kertaluonteiset erät</i>	0,0	-4,7	-8,3	-0,1	-2,1	-15,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-0,2	-0,3	-0,2	0,3	-1,0	-1,2	0,8	-1,2	-1,0	-0,5	-1,9	-1,7	-1,4
Tulos ennen veroja	13,8	0,2	-3,8	7,8	1,8	6,1	6,9	5,9	7,5	6,7	27,0	30,8	33,1
Verot	-5,4	-1,9	-2,3	-1,4	-0,4	-6,0	-1,1	-1,6	-2,3	-1,6	-6,6	-7,4	-7,9
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
Nettotulos	8,4	-1,7	-6,1	6,5	1,3	0,0	5,8	4,3	5,2	5,1	20,4	23,4	25,2
EPS (oikaistu)	0,24	0,06	0,04	0,11	0,05	0,25	0,09	0,07	0,08	0,08	0,32	0,37	0,40
EPS (raportoitu)	0,14	-0,03	-0,11	0,11	0,02	0,00	0,10	0,07	0,09	0,09	0,32	0,37	0,40

Tunnusluvut	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	75,9 %	184,3 %	152,1 %	-10,3 %	-14,3 %	34,6 %	-6,2 %	-0,9 %	7,5 %	5,5 %	1,3 %	3,0 %	2,5 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	19,4 %	92,6 %	49,7 %	-7,9 %	-5,9 %	16,0 %	18,3 %	50,0 %	7,9 %	54,5 %	28,8 %	12,5 %	6,2 %
<i>Käyttökate-%</i>	7,1 %	2,8 %	-0,3 %	7,9 %	4,4 %	3,6 %	6,7 %	6,9 %	8,2 %	7,6 %	7,4 %	8,4 %	8,6 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	5,1 %	4,0 %	3,5 %	6,5 %	3,8 %	4,4 %	5,0 %	5,3 %	6,5 %	5,6 %	5,6 %	6,1 %	6,4 %
<i>Nettotulos-%</i>	2,2 %	-1,3 %	-4,6 %	5,3 %	1,0 %	0,0 %	4,7 %	3,2 %	4,0 %	3,9 %	4,0 %	4,4 %	4,6 %

Lähde: Inderes

Scanfilin tulosajurit ja niiden näkymät

-  Positiivinen ajuri
-  Negatiivinen ajuri
-  Neutraali ajuri



Arvonmääritys ja suositus (1/2)

Scanfil hinnoitellaan markkinoilla etenkin tulos pohjaisesti

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

Mielestämme seuraavat tekijät painavat ja tukevat Scanfilin arvostusta:

- **Vahva track-record kasvusta ja kannattavuuden parantamisesta** lisäävät luottamusta yhtiön tulevaisuuden kilpailukykyyn.
- **M&A-optio** on mielestämme positiivinen, sillä Scanfil on osoittanut kykynsä luoda omistaja-arvoa yritys järjestelyillä.
- **Lähivuosien tulos kasvuvuodotukset** ovat suhteellisen hyvät, sillä yhtiö ei ole saavuttanut marginaalipotentialiaan ja markkinatilanne on nyt suotuista
- **Haastava arvoketju asema** suurten komponenttitoimittajien ja asiakkaiden välissä pitää kannattavuuden kroonisessa paineessa ja kassavirran tulosta heikompana.

- **Omistajarakenne ja osakkeen rajallinen vapaasti vaihdettavien osakkeiden määrä** rajaavat tietyn tyyppisten sijoittajien (esim. instituutiot) kiinnostusta yhtiöön eikä yritys ostokortti nouse kunnolla arvostusta tukevaksi tekijäksi nyky rakenteella.
- **Syklisyys ja alituinen riski suurten asiakkaiden menettämisestä** pitävät näkyvyyden lyhyenä ja nostavat riskiprofiilia.

Mielestämme Scanfilin osakkeelle hyväksyttävä arvostustaso on P/E-kertoimella mitattuna noin 11x-13x sekä vastaavasti EV/EBITDA-kertoimella mitattuna 6x-7x. Nämä tasot pohjautuvat markkinoiden viimeisen 5 vuoden aikana Scanfilille hyväksymiin arvostustasoihin (P/E noin 12x, EV/EBITDA noin 6x), joskin mielestämme yhtiölle on hyväksyttävissä hieman historiallista tasoa korkeammat arvostuskertoimet, sillä myös Scanfilin riskiprofiili on ollut viime aikoina laskussa (sis. mm. asiakas riskien tasoittuminen PartnerTech-kaupan takia). Hyväksytyt tasot ovat selvästi Helsingin pörssin yleistä arvostustasoa matalampia (2017e: mediaani P/E 18x, mediaani EV/EBITDA 10x), mikä heijastelee sektorin toimialadynamiikkaan liittyviä haasteita.

Kertoimet ovat kohtuulliset

Scanfilin ennusteidemme mukaiset P/E-luvut vuosille 2017 ja 2018 ovat 13x ja 11x, kun taas vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 8x ja 7x. Lähivuosien osinkotuottojen odotamme olevan noin 3 %:n tasolla, joten kasvava osinko antaa kohtuullista tukea osakkeen lähivuosien kokonaistuotto-odotukselle. Ennustamamme tulos kasvu, osingot ja tämän hetkiset arvostus-

kertoimet huomioiden osakkeen tuotto-odotus seuraavalle reilulle kahdelle vuodelle on arviomme mukaan annualisoituna noin 6-9 % vuodessa. Pidämme tätä kohtuullisena tasona, mutta melko neutraalien vuoden 2017 arvostuskertoimien takia tuotto-odotus on etenkin tulos kasvun ja osingon varassa eikä kertoimissa ole olennaista leventymisen varaa ilman selkeää tulos kasvua.

Vertailuryhmä arvostus tukee näkemystämme osakkeen maltillisesta nousuvarasta

Sopimus valmistus sektorilla toimii paljon listattuja yhtiöitä, joten Scanfilille voidaan kerätä varsin suuri verokkiryhmä arvostustason suhteellista tarkastelua varten. Huomioitavaa kuitenkin on, että verokkiryhtiöiden vertailtavuus Scanfilin verokkien suuresta määrästä huolimatta ei ole täydellinen, sillä skaalaerot globaaleihin jätteihin ovat valtavia ja toisaalta monien pienempien pelurien heikko kannattavuus vaikeuttaa vertailua tulos pohjaisin kertoimin. Lisäksi keski suurten sopimus valmistajien kentässä on myös listaamattomia yrityksiä, joten Scanfilin kaikkia relevantteja kilpailijoita ei ole mahdollista saada vertailuun (esim. Zollner ja Enics). Näin ollen painotammekin Scanfilin arvonnäilyksessämme etenkin absoluuttisia kertoimia, joita verokkiryhmä arvostus tukee.

Arvonmääritys ja suositus (1/2)

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

Vertailuryhmään nähden Scanfil on arvostettu tulospohjaisilla kertomilla ja osinkotuotolla lievällä keskimäärin noin 5 %:n preemiolla. Pidämme Scanfilin preemiohinnoittelua sinänsä perusteltuna, kun huomioidaan Scanfilin asemoituminen keskimääräistä sopimusvalmistusta kannattavampaan teollisuus-elektroniikka-segmenttiin ja vahva historiallinen track-record. Mielestämme tulos- ja osinkopohjainen premio voisi olla hieman nykyistä leveämpikin mainittujen tekijöiden takia emmekä näe siten suhteellisen arvostuksen estävän osakkeen maltillista nousuvaraa vuoden tähtäimellä. Tase- ja volyymipohjaisesti Scanfilin suhteellinen hinnoittelu on selkeästi verrokkiryhmää ylempänä, mutta nämä ovat suoria heijasteita yhtiön keskimääräistä korkeammasta kannattavuudesta ja pääoman tuotosta, mitkä oikeuttavat suuremmat EV/S- ja P/B-preemiot.

DCF-arvonmääritys

Annamme arvonmäärityksessä myös rahavirtamallille (DCF) suhteellisen pienen painoarvon, koska DCF-malli on herkkä erityisesti terminaali-jakson muuttujiin nähden. DCF mallimme mukainen osakkeen arvo on 4,56 euroa, mikä tukee muiden menetelmien indikoimaa arvoa Scanfilin osakkeelle. Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu pitkällä aikavälillä 2-3 %:iin ja EBIT-marginaali asettuu 5,0-6,5 %:iin liikevaihdosta. Mallissa terminaali-jakson painoarvo kassavirtojen arvosta on hieman korkeahko 57 %, mikä kuvaa osaltaan pidemmällä tulevaisuudessa olevaa potentiaalia. Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 7,6 % ja oman pääoman kustannus 8,8 %. Riskitön korko on 3,0 %, markkinan riskipremio 4,75 %, likviditeettipremio 1,0 % ja beta 1,0.

Tavoitehinta ja suositus

Toistamme Scanfilin tavoitehintamme 4,50 euroa lisää-suosituksemme. Eri arvostusmittarien muodostama kokonaiskuva huomioiden pidämme yhtiön arvostusta seuraavan vuoden tähtäimellä houkuttelevana ja näemme siinä maltillista nousuvaraa, kunhan yhtiö tulos pysyy odotustemme mukaisella nousukäyrällä liikevaihdon kasvun ja maltillisen marginaaliparannuksen ansiosta. Korostamme kuitenkin, että osakkeen lyhyen tähtäimen nousuvara nojaa etenkin tuloskasvun realisoitumiseen, sillä arvostuskertoimissa ei ole nousuvaraa ja osinko antaa kokonaistuotto-odotukselle vain maltillista taustatukea. Myös

osakkeen merkittävä nousuvara 12 kuukauden tähtäimellä vaatisi mielestämme ennusteitamme nopeampaa tuloskasvua

Pidemmällä tähtäimellä Scanfilin osakkeen kehityksen kannalta keskeistä on yhtiön onnistuminen yrityskauppavetoisen kasvustrategian onnistumisesta, minkä pitäisi pitää yhtiön liikevaihto ja tulos tasaisella nousukäyrällä pitkällä tähtäimellä. Scanfililla on strategian toteuttamisesta vahvat historialliset näytöt, minkä takia suhtaudumme myös yhtiön pitkän aikavälin sijoitustarinaa positiivisesti toimialan haastavasta luonteesta huolimatta. Näin ollen suosittelemme sijoittajia jatkamaan nykyiseltä kurssitasolta maltillisia lisäostoja sekä lyhyellä että pitkällä tähtäimellä kohtuullisen houkuttelevan tuotto-odotuksen tarjoavassa Scanfilissa.

Arvostuskertoimet ja herkkyysanalyysit

Arvostustaso	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi	0,82	1,35	2,46	3,81	3,49	4,18	4,18	4,18
Markkina-arvo	47	78	142	220	221	265	265	265
Yritysarvo (EV)	46	69	132	281	261	305	293	278
P/E (oik.)	8,9	9,5	11,5	15,7	13,6	13,0	11,3	10,5
P/E	8,3	9,5	11,5	26,3	neg.	13,0	11,3	10,5
P/Kassavirta	13,7	7,2	-95,1	-3,2	14,5	36,9	13,3	10,7
P/B	0,6	1,0	1,5	2,2	2,0	2,2	1,9	1,7
P/S	0,3	0,4	0,7	0,6	0,4	0,5	0,5	0,5
EV/Liikevaihto	0,3	0,4	0,6	0,7	0,5	0,6	0,6	0,5
EV/EBITDA	3,8	4,2	6,3	8,7	7,8	8,0	6,6	6,0
EV/EBIT	6,0	5,8	8,2	14,5	11,6	10,6	9,0	8,1
Osinko/tulos (%)	40,5 %	35,0 %	32,9 %	55,3 %	-19033,6 %	34,2 %	35,2 %	35,3 %
Osinkotuotto-%	4,9 %	3,7 %	2,8 %	2,1 %	2,6 %	2,6 %	3,1 %	3,3 %

Lähde: Inderes

Arvomatriisi 2018e

		EBIT-%				
		5,0 %	5,5 %	6,0 %	6,5 %	7,0 %
P/E	8	2,36	2,61	2,86	3,11	3,36
	9	2,65	2,93	3,22	3,50	3,78
	10	2,95	3,26	3,57	3,89	4,20
	11	3,24	3,59	3,93	4,28	4,62
	12	3,53	3,91	4,29	4,67	5,05
	13	3,83	4,24	4,65	5,06	5,47
	14	4,12	4,56	5,00	5,45	5,89

Liikevaihto, rahoituskulut ja veroaste 2018e

Arvomatriisi 2018e

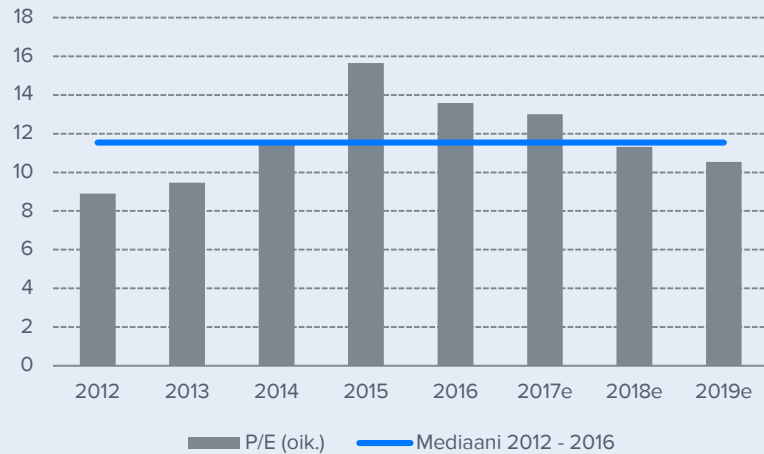
		Liikevaihto (MEUR)				
		510	520	530	540	550
P/E	8	2,78	2,84	2,90	2,96	3,01
	9	3,13	3,20	3,26	3,33	3,39
	10	3,48	3,55	3,62	3,70	3,77
	11	3,83	3,91	3,99	4,07	4,14
	12	4,17	4,26	4,35	4,43	4,52
	13	4,52	4,62	4,71	4,80	4,90
	14	4,87	4,97	5,07	5,17	5,27

Kannattavuus, rahoituskulut ja veroaste 2018e

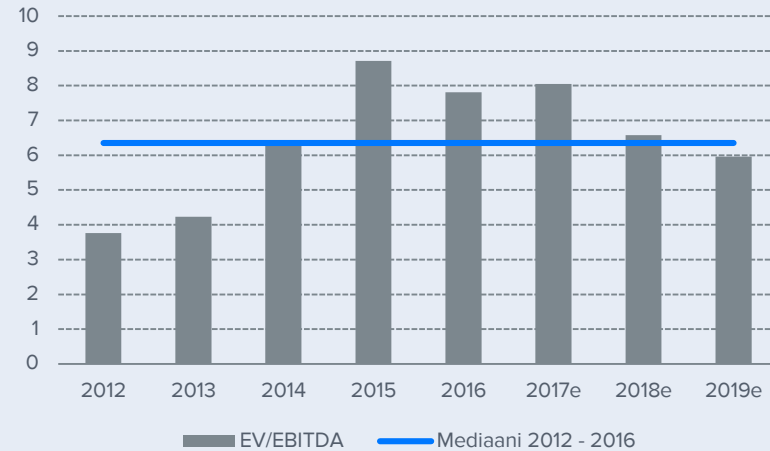
Lähde: Inderes

Historiallinen arvostustaso

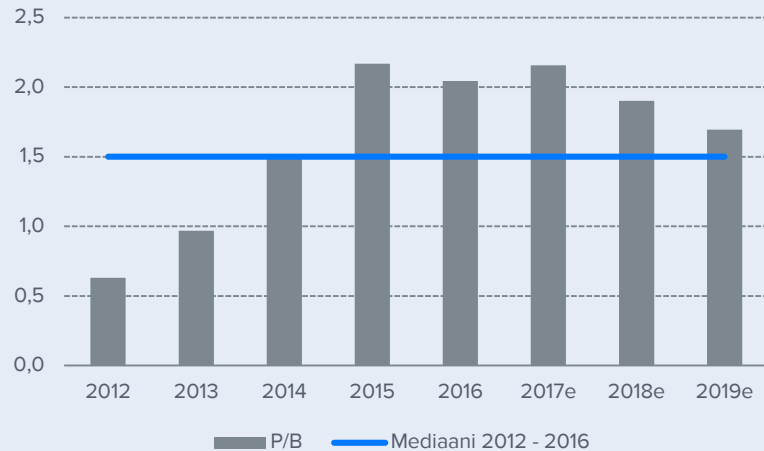
P/E (oik.)



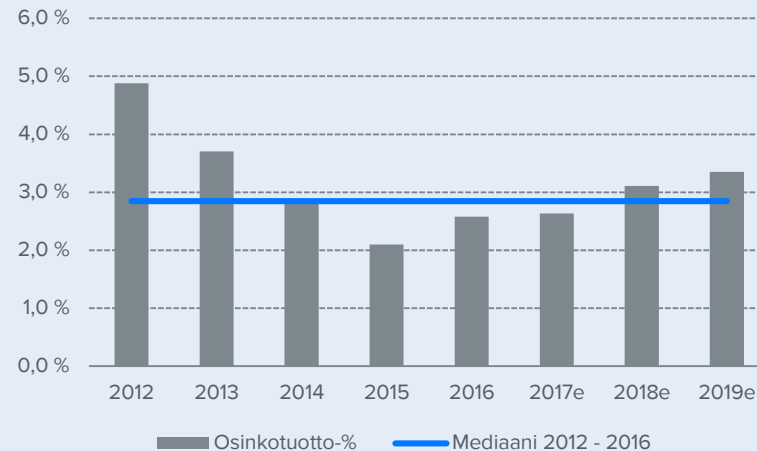
EV/EBITDA



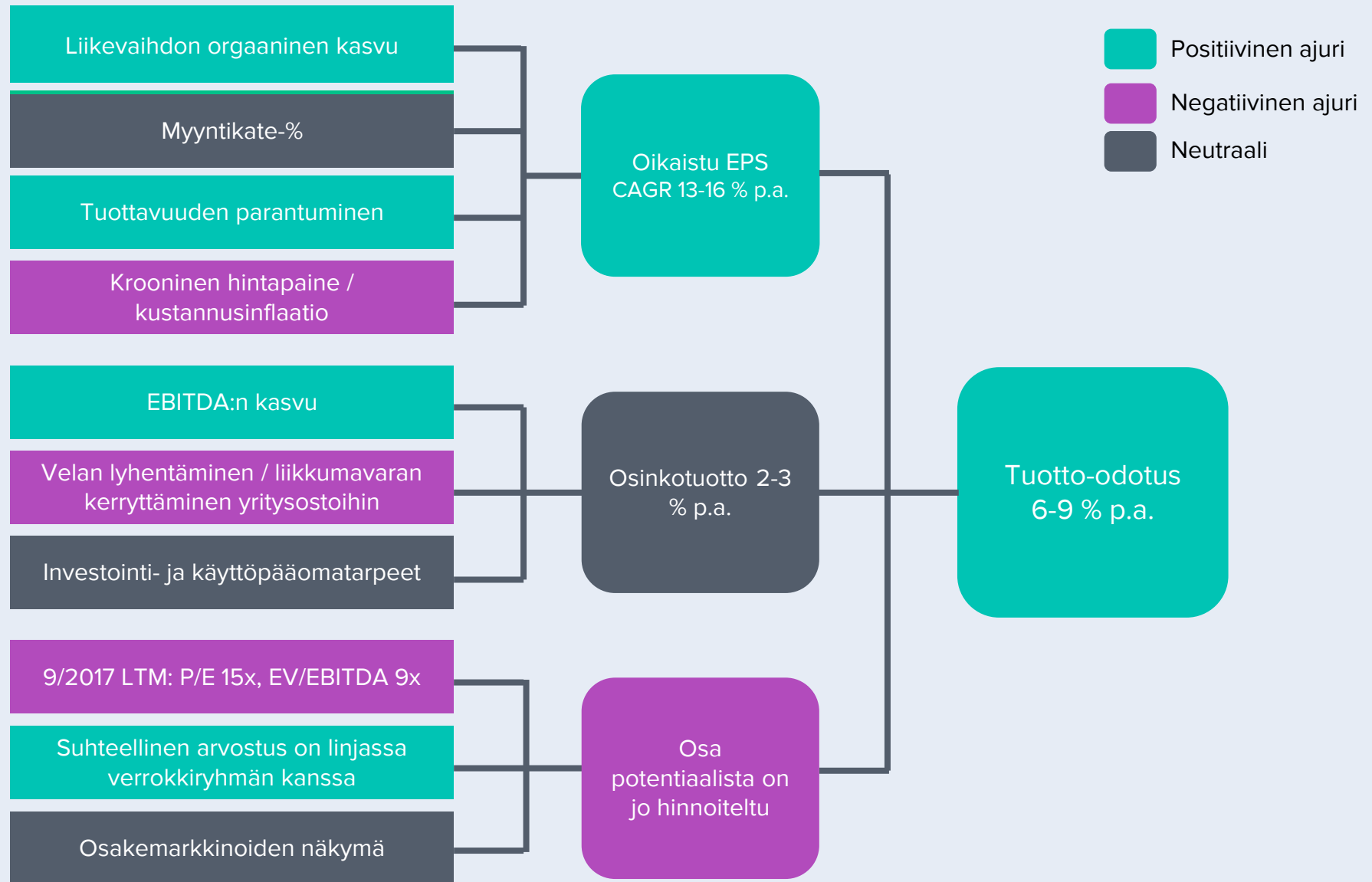
P/B



Osinkotuotto-%



Scanfilin arvoajurit 11/2017-2019e

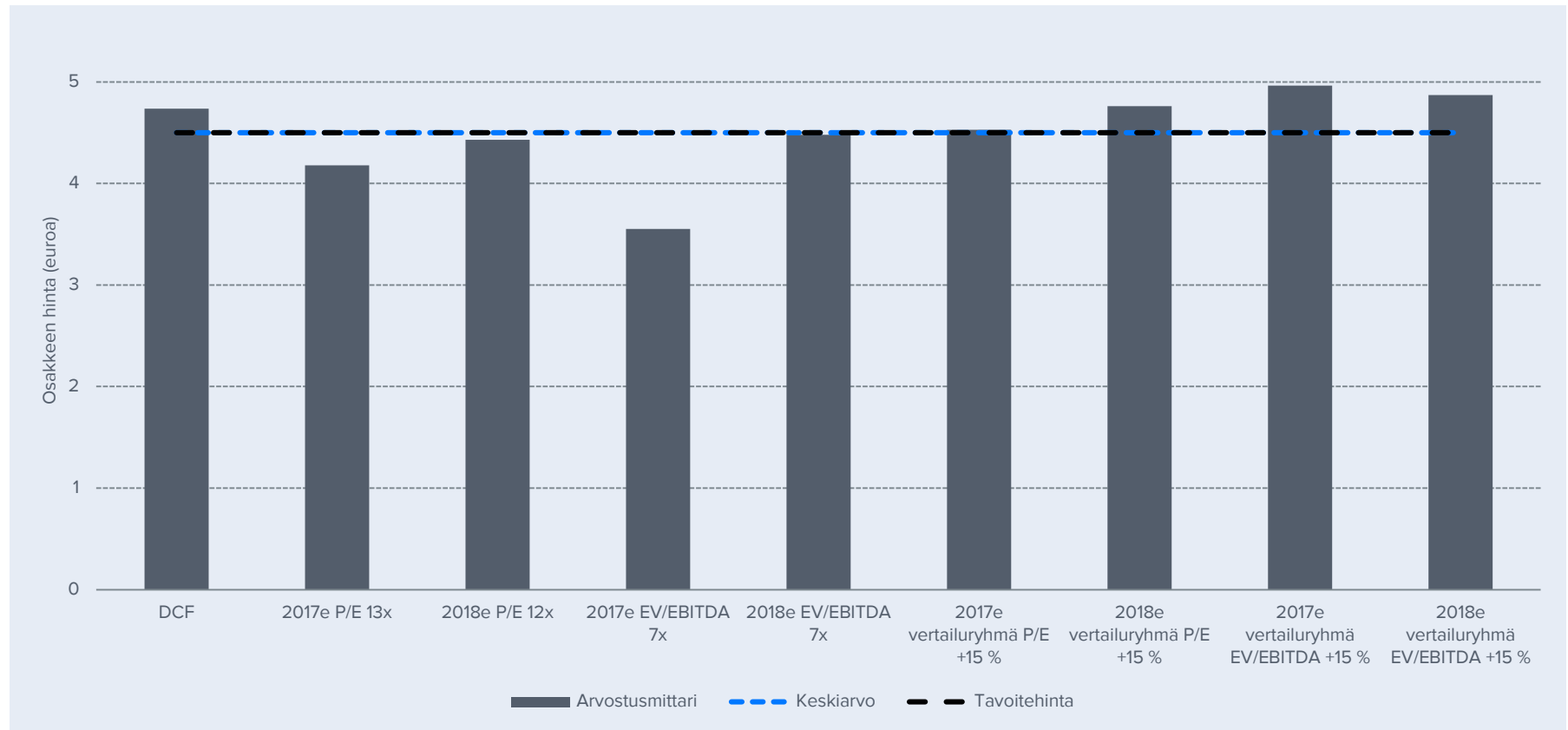


Vertailuryhmäarvostus

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		MEUR	MEUR	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e
Scanfil	4,18	261	313	10,5	8,6	7,9	6,6	0,6	0,6	12,2	10,3	2,9	3,4	2,1
Benchmark Electronics	30,15	1285	843							20,4	18,6			1,1
Plexus	61,07	1759	1540	12,1	11,1	8,9	8,2	0,6	0,5	19,0	17,9			2,0
Venture	21,68	3885	3549	13,2	11,9	12,2	11,1	1,3	1,2	18,9	17,2	3,2	3,0	2,8
Universal Scientific	17,04	4788	4201	18,6	15,6	14,9	13,3	1,0	0,8	28,3	22,4	0,8	1,0	4,3
Siix	4775,00	909	1031			8,4	6,9	0,5	0,4	15,9	13,8	1,1	1,1	2,0
Fabrinet	31,11	1003	835	10,1	8,1	8,7	6,5	1,0	0,7	9,2	10,3			1,7
Valuetronics	1,01	275	201	11,6	8,7	9,5	7,3	0,9	0,7	16,8	12,7	3,3	4,0	2,6
Lacroix	22,85	85	111						0,2	10,6		2,5	3,2	0,9
Neways	13,51	152	195									2,7	3,5	
Sanmina	34,15	2207	2270							11,3	11,3			1,5
Jabil	28,61	4333	5107	10,1	8,7	4,8	4,5	0,4	0,3	13,7	11,1	1,1	1,2	2,2
Foxconn	107,00	52728	44717	9,1	7,1	6,5	5,4	0,3	0,3	12,3	10,0	4,3	5,1	1,6
Flextronics	13,38	2078	1808	9,6	8,4	7,1	6,3	0,3	0,3	8,7	8,4			1,1
Celestica	71,70	5330	3957	7,1	5,2	4,5	3,5	0,1	0,1	10,9	8,6	5,8	6,9	1,3
Pegatron	71,70	5330	3957	7,1	5,2	4,5	3,5	0,1	0,1	10,9	8,6	5,8	6,9	1,3
Scanfil (Inderes)	4,18	265	305	10,6	9,0	8,0	6,6	0,6	0,6	13,0	11,3	2,6	3,1	2,2
Keskiarvo				10,8	9,0	8,2	6,9	0,6	0,5	14,6	12,9	3,1	3,6	1,9
Mediaani				10,1	8,6	8,1	6,6	0,6	0,4	12,3	11,2	2,9	3,4	1,7
Erotus-% vrt. mediaani				4 %	5 %	-1 %	0 %	7 %	27 %	6 %	1 %	-10 %	-9 %	23 %

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

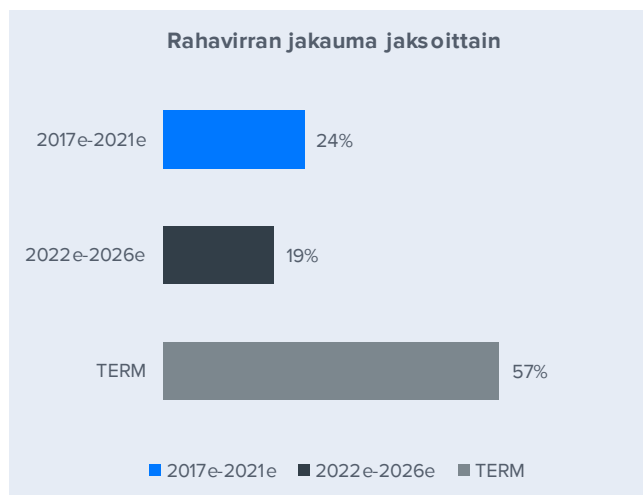
Osakkeen potentiaali eri menetelmillä



Kassavirtamalli

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	7,2	28,9	32,5	34,5	36,0	37,3	37,2	36,5	34,4	32,3	32,9	
+ Kokonaispoistot	11,0	9,0	12,1	12,1	12,1	12,4	12,8	13,2	13,6	14,6	15,0	
- Maksetut verot	-6,0	-7,1	-7,4	-7,9	-8,4	-8,8	-8,9	-8,8	-8,3	-7,8	-7,9	
- verot rahoituskuluista	-0,2	-0,5	-0,4	-0,3	-0,3	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	8,7	-3,1	-4,8	-1,2	-2,3	-2,9	-3,0	-3,1	-3,2	-3,3	-2,2	
Operatiivinen kassavirta	20,7	27,3	32,1	37,1	37,1	37,9	38,1	37,8	36,6	35,9	37,8	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-1,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-4,1	-20,1	-12,1	-12,3	-13,5	-14,1	-14,5	-15,0	-15,6	-16,4	-16,8	
Vapaa operatiivinen kassavirta	15,3	7,2	20,0	24,8	23,6	23,7	23,6	22,9	21,0	19,5	21,0	
+/- 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	15,2	7,2	20,0	24,8	23,6	23,7	23,6	22,9	21,0	19,5	21,0	385,6
Diskontattu vapaa kassavirta		7,1	18,4	21,2	18,8	17,6	16,2	14,6	12,5	10,8	10,8	198,2
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		346,2	339,1	320,7	299,5	280,7	263,1	246,9	232,3	219,8	209,0	198,2
Velaton arvo DCF		346,2										
- Korolliset velat		-60,1										
+ Rahavarat		20,2										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-5,7										
Oman pääoman arvo DCF		300,6										
Oman pääoman arvo DCF per osake		4,74										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	25,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,00
Markkinoiden riskipreemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	8,8 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,6 %



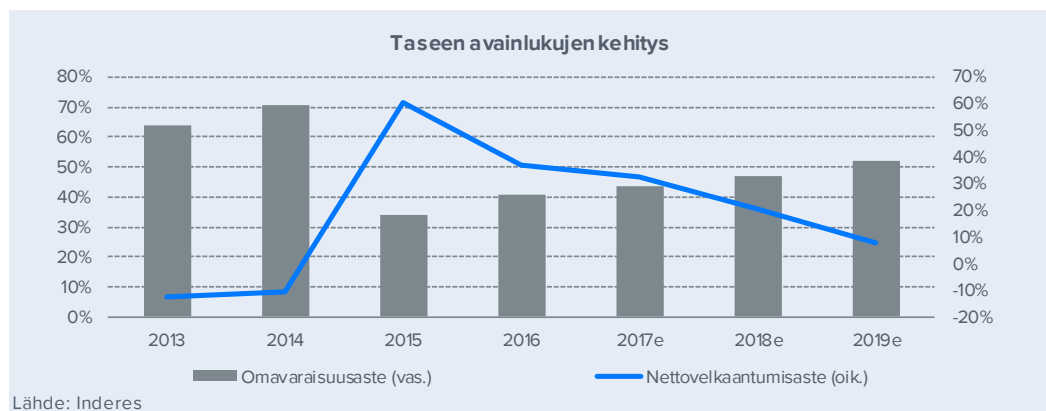
Tuloslaskelma

(MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	215	377	508	515	530	543
Kulut	-194	-350	-490	-477	-485	-496
EBITDA	20,8	26,9	18,2	37,9	44,6	46,6
Poistot	-4,6	-12,9	-11,0	-9,0	-12,1	-12,1
Liikevoitto	16,2	14,0	7,2	28,9	32,5	34,5
<i>Liikevoiton kertaerät</i>	<i>0,0</i>	<i>-5,4</i>	<i>-15,2</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
<i>Liikevoitto ilman kertaeriä</i>	<i>16,2</i>	<i>19,4</i>	<i>22,4</i>	<i>28,9</i>	<i>32,5</i>	<i>34,5</i>
Rahoituserät	-1,7	-3,3	-4,8	-5,0	-4,2	-3,5
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Voitto ennen veroja	15,9	13,8	6,1	27,0	30,8	33,1
Muut erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verot	-3,6	-5,4	-6,0	-6,6	-7,4	-7,9
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	12,3	8,4	0,0	20,4	23,4	25,2
<i>Nettotulos ilman kertaeriä</i>	<i>12,3</i>	<i>13,8</i>	<i>15,2</i>	<i>20,4</i>	<i>23,4</i>	<i>25,2</i>
Satunnaiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tilikauden tulos	12,3	8,4	0,0	20,4	23,4	25,2
<i>Osaakohtainen tulos</i>	<i>0,21</i>	<i>0,14</i>	<i>0,00</i>	<i>0,32</i>	<i>0,37</i>	<i>0,40</i>
Osaakohtainen tulos (oikaistu)	0,21	0,24	0,26	0,32	0,37	0,40

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	38	77	70	81	81
Liikearvo	6	11	11	11	11
Aineettomat oikeudet	5	19	16	17	17
Käyttöomaisuus	27	45	41	52	51
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0	0	0	0	0
Muut sijoitukset	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	0	0	0	0	0
Laskennalliset verosaamiset	0	2	2	2	2
Vaihtuvat vastaavat	96	222	197	202	216
Varastot	36	91	85	86	90
Muut lyhytaikaiset varat	0	4	4	4	4
Myyntisaamiset	41	105	88	92	95
Likvidit varat	19	22	20	21	27
Taseen loppusumma	134	299	267	283	297

Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Oma pääoma	95	101	108	123	139
Osakepääoma	2	2	2	2	2
Kertyneet voittovarot	63	67	61	76	92
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	30	32	45	45	45
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	1	50	41	41	38
Laskennalliset verovelat	0	3	3	3	3
Varaukset	1	2	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	1	46	38	38	35
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	0	0	0	0	0
Lyhytaikaiset velat	38	147	117	119	120
Lainat rahoituslaitoksilta	9	38	22	22	20
Lyhytaikaiset korottomat velat	29	105	88	90	93
Muut lyhytaikaiset velat	1	4	7	7	7
Taseen loppusumma	134	299	267	283	297



Vastuuvapauslauseke

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

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

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

hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttieroön. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituskin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), 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 jakaamaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

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

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

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille Corporate

Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

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

Suositteluhistoria, viimeiset 12 kuukautta

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
13.5.2015	Lisää	2,80 €	2,51 €
26.5.2015	Lisää	3,10 €	2,78 €
11.8.2015	Lisää	3,00 €	2,70 €
25.9.2015	Lisää	3,00 €	2,65 €
29.10.2015	Lisää	3,35 €	3,08 €
30.11.2015	Lisää	4,00 €	3,74 €
25.2.2016	Lisää	3,80 €	3,34 €
2.5.2016	Lisää	3,80 €	3,40 €
10.8.2016	Lisää	3,80 €	3,49 €
4.10.2016	Lisää	4,00 €	3,52 €
24.10.2016	Lisää	3,80 €	3,42 €
19.1.2017	Lisää	3,80 €	3,52 €
27.2.2017	Lisää	3,80 €	3,49 €
28.4.2017	Osta	4,25 €	3,67 €
28.6.2017	Lisää	4,50 €	4,15 €
9.8.2017	Vähennä	4,50 €	4,44 €
30.10.2017	Lisää	4,50 €	4,22 €
14.11.2017	Lisää	4,50 €	4,18 €

Inderes Oy



2015

#1 Ennustetarkkuus



2014, 2016

#1 Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016

#1 Ennustetarkkuus



2012, 2016

#1 Suositustarkkuus



2012, 2016

#2 Suositustarkkuus

Inderesin tavoitteena on tehdä Helsingin pörssistä parempi markkinapaikka. Edistämme suomalaisen pääomamarkkinan toimintaa toimimalla informaatiolinkkinä yritysten ja sijoittajien välillä sekä löytämällä sijoittajille parhaat sijoituskohteet. Vuonna 2009 perustettu yhtiö on työntekijöiden omistama.

Inderes Oy

Itämerenkatu 5

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/nderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.nderes.fi

**Palkittua
analyysiä.**