

# Scanfil

## Yhtiöraportti

### 12/2018

inde  
res.

# Arvo on hintaa korkeampi

Tarkistamme Scanfilin tavoitehintamme nousseita tuottovaatimuksia ja lieviä negatiivisia ennustetarkastuksia heijastellen 4,50 euroon (aik. 4,80 EUR). Suosituksemme nostamme ostarasolle (aik. lisää). Mielestämme osakkeeseen on hinnoiteltu nyt hyvin negatiivinen skenaario ja arvioimme arvostuksen (2018e-2019e: P/E 8x) normalisoituvan, kun Scanfil osoittaa, että viime aikojen makrotalouden kasvuvauhdin heikentyminen ei käännä yhtiön tulosta selvään laskuun.

## Joustava ja kustannustehokas sopimusvalmistaja teollisuuselektroniikan nichessä

Scanfil on elektroniikkaan, mekaniikkaan ja järjestelmien integrointiin yhdeksi tuotekokonaisuudeksi keskittynyt sopimusvalmistaja. Scanfilin liiketoiminnasta 80 % on teollisuuselektroniikan puolella ja 20 % tietoliikennesektorilla. Yhtiön liikevaihdosta 70 % tulee Euroopan ja 20 % Aasian tehtailta. Asiakkailleen Scanfil tarjoaa mahdollisuuden ulkoistaa tuotteiden valmistus ja keskittyä omiin ydinliiketoimintoihinsa, mikä luo asiakkaille joustoa kulurakenteisiin ja tehostaa pääomien käyttöä. Mielestämme yhtiö on asemoitunut markkinoille hyvin, sillä Scanfil operoi pääosin teollisuuselektroniikassa, jossa pienet tuotantoerät ja lyhyet toimitusajat mahdollistavat pienemmille 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 pitkällä aikavälillä, mitä ajaa BKT:n kasvun myötä kasvava elektroniikkamarkkina ja yhä jatkuva teollisuuden tuotannon ulkoistamisasteen nousu. Sopimusvalmistusmarkkina on erittäin hajanainen, minkä ansiosta Scanfililla on hyvä 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 toimialalla. Pidämme yritysosto-optiota sijoittajien kannalta positiivisena, sillä yhtiön viimeiset kaupat ovat hyvin onnistuneita eikä historiallisesti kärsivällisesti omistaja-arvoa vaalinut Scanfil ei näytä olevan valmis venyttämään ostokohteiden arvostuskertoimia yli kipurajojen. Tuloksen orgaanista kasvupotentiaalia rajaavat lähivuosina hidastuva talous ja tänä vuonna saavutettava hyvä marginaalitaso. Odotamme kuitenkin Scanfilin tuloksen pysyvän lievässä kasvussa ja yhtiön jäävän lievästi 600 MEUR:ssa olevasta vuoden 2020 liikevaihtotavoitteesta ja saavuttavan saman vuoden 7 %:n liikevoittomarginaalitavoitteen.

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

Scanfilin ennusteidemme mukaiset P/E-luvut vuosille 2018 ja 2019 ovat 8x, kun vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat noin 5x. Kertoimet ovat selvästi yhtiön keskipitkän ajan mediaanien ja mielestämme hyväksyttävien tasojen alapuolella. Emme pidä näin alhaisia taseja perusteltuina makroriskien noususta huolimatta ja mielestämme markkinat yliarvioivat selvästi yhtiön syklisyyden ja aliarvioivat kulurakenteen joustavuuden. Scanfil on hinnoiteltu tulos pohjaisesti alennuksella verrokkiryhmään nähden, vaikka asemoitumisensa ja track-recordinsa myötä yhtiö ansaitisi mielestämme lievän preemion. Kertoimien normalisointipotentiaali, lievä tuloskasvu ja noin 4 %:n kasvava osinkotuotto nostavat mielestämme osakkeen lyhyen ajan vuosituotto-odotuksen noin 20 %:iin. Kertoimien arvioimme normalisoituvan, kun yhtiö osoittaa markkinoille nykyisen liikevaihtonsa ja tuloksen tasojen kestävä makrotalouden hidastumisen.

## Analyytikko

Antti Viljakainen

+358 44 591 2216

antti.viljakainen@inderes.fi



## Suositus ja tavoitehintaa

### Osta

Edellinen: Lisää

**4,50 EUR**

Edellinen: 4,80



**Osakekurssi: 3.52 EUR**

**Potentiaali: 27,8 %**

## Avainluvut

|                    | 2017  | 2018e | 2019e |
|--------------------|-------|-------|-------|
| Liikevaihto        | 530   | 559   | 570   |
| Kasvu-%            | 4,3 % | 5,5 % | 2,0 % |
| EBIT (oik.)        | 31,3  | 37,8  | 39,3  |
| EBIT-% (oik.)      | 5,9 % | 6,8 % | 6,9 % |
| Tulos ennen veroja | 32,6  | 35,8  | 38,0  |
| Nettotulos         | 25,8  | 27,9  | 29,3  |
| EPS (oik.)         | 0,40  | 0,44  | 0,46  |
| Osinko             | 0,11  | 0,13  | 0,15  |
| Jakosuhte          | 27 %  | 30 %  | 33 %  |
| P/E (oik.)         | 10,6  | 8,1   | 7,7   |
| P/B                | 2,2   | 1,5   | 1,4   |
| P/S                | 0,5   | 0,4   | 0,4   |
| EV/S               | 0,6   | 0,5   | 0,4   |
| EV/EBITDA          | 7,9   | 5,4   | 4,8   |
| EV/EBIT            | 10,0  | 6,7   | 6,1   |
| Osinkotuotto-%     | 2,6 % | 3,7 % | 4,3 % |

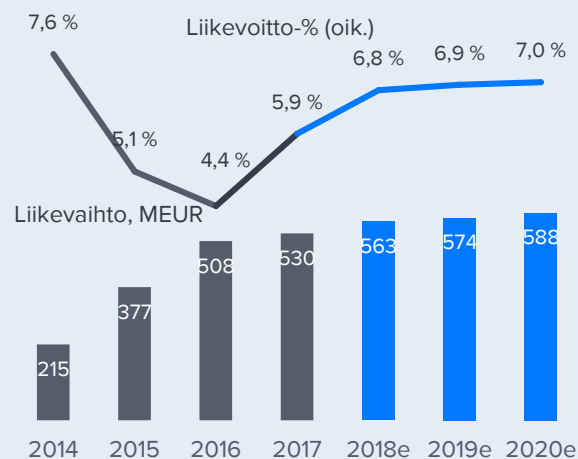
Lähde: Inderes

## Kurssikehitys



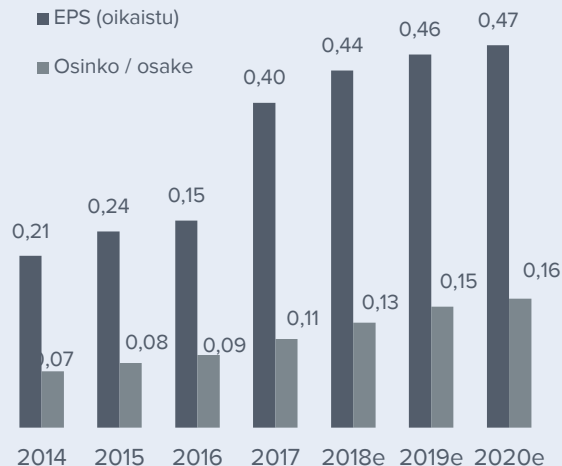
Lähde: ThomsonReuters

## Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes, Scanfil

## Osakekohtainen tulos ja osinko



P/E (oik.)

**8x**

2019e

EV/EBITDA

**5x**

2019e

P/B

**1,5x**

2018e

Osinko-%

**4 %**

2018e



### Arvoajurit

- Markkina tarjoaa maltillista orgaanista kasvupotentiaalia
- Kasvun tehostaminen yrityskaupoilla
- Kannattavuudessa on vielä lievää parantamisen varaa
- Arvostuskertoimissa on selkeää normalisoitumisen varaa



### Riskitekijät

- Haastava arvoketju-asema rajoittaa hinnoitteluvoimaa
- Portfoliossa on yhä yksittäisiä suurasiaakkaita
- Yhtiö on jossain määrin syklinen asiakasrakenteen takia
- Kilpailupaineen kasvu suuryhtiöiden suunnasta



### Arvostus

- Tuloskertoimet ovat selvästi alle hyväksyttävien tasojen ja näemme niissä normalisoitumisen varaa
- 4 %:n osinkotuotto antaa tuotto-odotukselle jo melko hyvää taustatukea
- Yhtiö on hinnoiteltu perusteetta verrokkien alapuolelle

# Sisällysluettelo

|                                              |                 |
|----------------------------------------------|-----------------|
| <b>Yhtiöesittely</b>                         | <b>s. 5-7</b>   |
| <b>Sijoitusprofiili</b>                      | <b>s. 8-9</b>   |
| <b>Liiketoimintamalli</b>                    | <b>s. 10-13</b> |
| <b>Strategia ja taloudelliset tavoitteet</b> | <b>s. 14-18</b> |
| <b>Toimiala</b>                              | <b>s. 19-21</b> |
| <b>Kilpailukenttä</b>                        | <b>s. 22-24</b> |
| <b>Taloudellinen tilanne</b>                 | <b>s. 25-27</b> |
| <b>Ennusteet</b>                             | <b>s. 28-32</b> |
| <b>Arvonmääritys ja suositus</b>             | <b>s. 33-40</b> |
| <b>Taulukot</b>                              | <b>s. 41-42</b> |
| <b>Vastuuvapauslauseke</b>                   | <b>s. 43</b>    |

# 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 (noin 70 % myynnistä 2017) ja Aasia. Lisäksi yhtiöllä on yksi tehdas USA:ssa.

Scanfilin koon kesällä 2015 karkeasti tuplanneen suuren PartnerTech-yrityskaupan myötä yhtiön liikevaihto kohosi viime vuonna 530 MEUR:oon, minkä myötä yhtiö on maailman 30 suurimman sopimusvalmistajan joukossa. Historiallisesti Scanfil on myös ollut sektorin keskimääräistä tasoa kannattavampi yhtiö. Viime vuonna kannattavuus kohosi jo kohtuulliselle 5,9 %:n tasolle oikaistulla liikevoittomarginaalilla mitattuna, kun yhtiö pääsi keräämään PartnerTechin saneerauksen hedelmiä parantuneessa talousympäristössä.

## 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 33 %. Tässä vahvan kaupungistumisen megatrendin tukemassa kasvusegmentissä yhtiön tyypillisiä tuotteita ovat esimerkiksi hissien ohjausjärjestelmät sekä peli- ja itsepalvelu-automaatit. Arviomme mukaan Scanfilin asiakkaita Urban Applicationsista ovat esimerkiksi Kone ja Veikkaus.
- 2. Network and Communication** oli viime vuonna Scanfilin toiseksi suurin asiakas-sektori, joka toi vuoden 2017 myynnistä 20 %. Tässä segmentissä tyypillisiä tuotteita ovat erilaiset tietoverkkolaitteet ja segmentin asiakkaita ovat esimerkiksi Nokian ja Ericssonin kaltaiset suuret verkkolaittevalmistajat. 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 2017 liikevaihdosta. Segmentin tyypillisiä tuotteita ovat esimerkiksi automaatiojärjestelmien moduulit ja taajuusmuuttajat. Scanfilin asiakkaita tässä segmentissä ovat esimerkiksi Metson, Danfossin 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 16 %. Tässä segmentissä Scanfilin tyypillisiä tuotteita ovat esimerkiksi säähavaintolaitteet, analyyttorit 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 defensivisemmän kysynnän takia ja yleisesti myös segmentin kasvunäkymät ovat hyvät.
- 5. Other Industries** toi Scanfilin liikevaihdosta viime vuonna 16 %. 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.

Kokonaisuutena Scanfilin liiketoimintarakenne on mielestämme suhteellisen hyvin tasa-painottunut eri segmenttien välille eikä yhtiö ole altistunut suhteettoman voimakkaasti minkään yksittäisen toimialan kehityskaaren alle. Lisäksi yhtiö on positioitunut Network and Communications -segmenttiä lukuun ottamatta kasvuliiketoimintoihin. Suurin osa yhtiön asiakkaista on kuitenkin jossain määrin syklisiä investointivetoisia yhtiöitä, joten erityisen stabiiliksi Scanfilin liikevaihtovirtojen juuria 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 (esim. 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 onnistui jokseenkin suunnitellusti, sillä Scanfilin kiinteät kulut ovat laskeneet selvästi ja konsernin kannattavuus on jo parantunut selvästi vuosina 2017 ja 2018. 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 60 % 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 perheyrietykseksi, 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

**529 MEUR** (+4,3 % vs. 2016)

LIKEVAIHTO 2017

**31,3 MEUR** (5,9 % lv:sta)

OIKAISTU LIIKEVOITTO 2017

**3369**

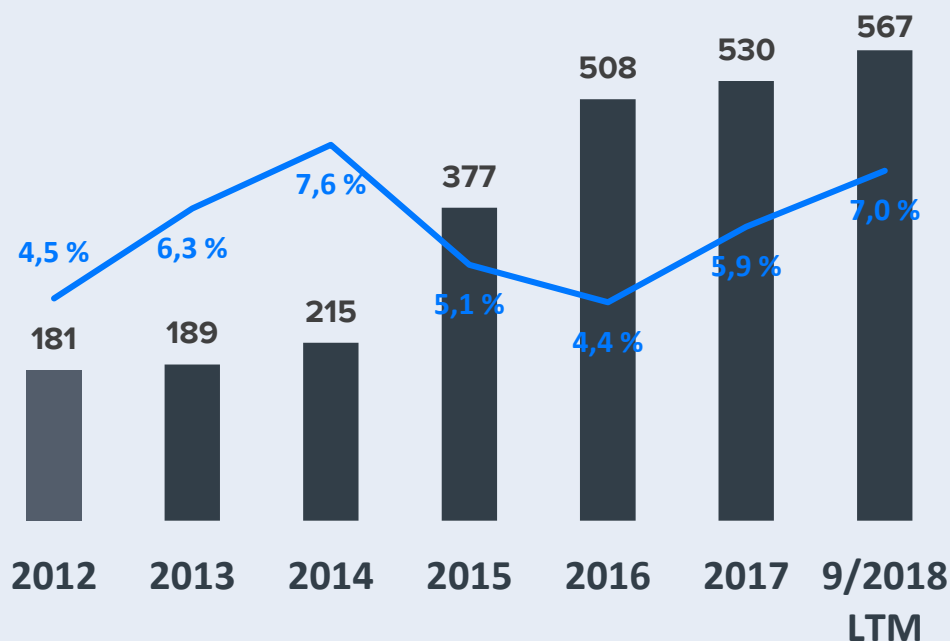
HENKILÖMÄÄRÄ  
9/2018 LOPUSSA

**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  
Tehokas koneisto on hyvin valmis noususykliin 2017-2018



# Sijoitusprofiili

## Scanfil on kasvuyhtiö

Kuten myös Scanfilin viime vuosien liikevaihdon vahva kasvuhistoria osoittaa, profiloituu Scanfil mielestämme kasvuyhtiöksi ja tarkemmin ”kannattavaksi kasvujaksi”. Profiilia tukevat sopimusvalmistusmarkkinan kohtuulliset orgaaniset kasvunäkymät sekä hyvät mahdollisuudet tehostaa kasvua epäorgaanisesti. Toimialalla kasvu sitoo pääomia ja historiallisesti Scanfil on 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:

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

korttia positiivisena sijoittajille.

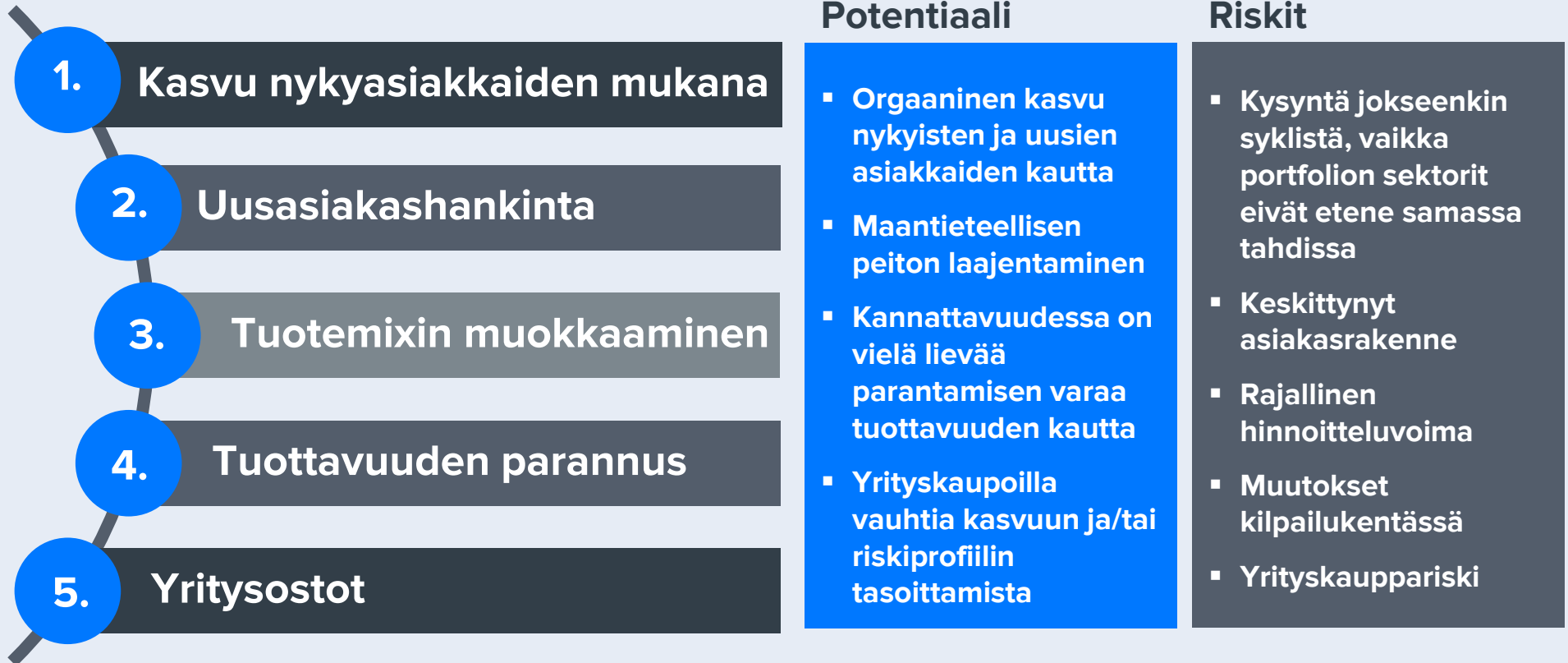
- **Kannattavuuden parantaminen:** Ennen PartnerTech-kauppaa Scanfil ylsi parhaimmillaan 7-8 %:n EBIT-%:iin. Arviomme mukaan PartnerTechistä tullut portfolio ei ole rakenteellisesti ”vanhaa Scanfilia” heikompi, joten mielestämme yhtiöllä pitäisi olla edellytyksiä parantaa liikevoittomarginaaliaan lievästi Q3’18:n (LTM) tasoon verrattuna. Arviomme mukaan kannattavuuden parantaminen vaatii etenkin kasvua.

## Riskit

Sijoittajan kannalta Scanfilin keskeisimmät riskit ovat näkemyksemme mukaan seuraavat:

- **Kysynnän vaihtelu** on riski Scanfilille, sillä yhtiön liikevaihdosta valtaosa tulee investointihyödykkeistä, joiden kysyntä on altista useille ulkoisille maailman talouteen ja politiikkaan liittyville tekijöille. Siten kysynnän äkilliset muutokset voivat rokottaa yhtiön liikevaihtoa ja tulosta, mutta pidemmällä tähtäimellä yhtiöllä on kulurakenteen joustojen takia hyvät edellytykset sopeuttaa kuluja vastaamaan liikevaihtotasoa. Lyhyellä tähtäimellä riskejä nostaa kauppasodan uhka, sillä kauppajärjestelyillä olisi selvä negatiivinen Scanfilin asiakkaiden kysyntään. Hyvä puoli tosin on, että portfoliossa on useita sektoreita, jotka kulkevat eri sykleissä (esim. koneenrakennus vs. telekommunikaatio). Lisäksi yhtiön kova tilauskanta on lyhyt.
- **Keskeisen asiakkaan menettäminen** on riski Scanfilille, vaikka yhtiö on viime vuosina pyrkinyt systemaattisesti laajentamaan asiakaskuntaansa ja PartnerTech-kauppa oli huomattava edistysaskel tässä suhteessa. Vuonna 2017 Scanfilin suurin asiakas toi yhtiön liikevaihdosta 13 % ja toiseksi suurin 9 %.
- **Vastaavasti 10 suurinta avainasiakasta** toivat liikevaihdosta 61 %. 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 suoranaisten menettämisen lisäksi on riski, että Scanfilin merkittävät asiakkaat kohtaavat vaikeuksia omissa liiketoimintoissaan, mikä myös heijastuisi negatiivisesti Scanfilin.
- **Hinnoitteluvoima** on mielestämme riski Scanfilille, sillä yhtiö sijaitsee arvoketjussa haastavassa paikassa suurten komponentti-toimittajien ja teknologiyhtiöiden välissä. Siten yhtiön hinnoitteluvoima on molempiin suuntiin arvoketjua kyseenalainen, minkä myötä yhtiöllä voi olla vaikeuksia puolustaa myyntikatteitaan, jos lopputuotteiden myyntihinnat kohtaavat lasku- ja/tai komponenttien hinnat nousupaineita. Historiallisesti Scanfilin myyntikate on kuitenkin ollut varsin vakaa, joten yhtiö on onnistunut hyvin marginaalin puolustamisessa aikaisemmin. Myös henkilökulujen osin krooninen inflaatio (tuotantoa kehittyvissä maissa) asettaa paineita tuottavuuden jatkuvalla parantamiselle, sillä 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.

# Sijoitusprofiili



# Liiketoimintamalli (1/2)

## Liiketoimintamalli perustuu koko tuotteen linkaaren 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 linkaaren 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 kokonaistoimitusmallin osin yhä varsin

henkilöstöintensiiviset prosessit ja etenkin prosesseja käyttävät ihmiset ovat muuttuvia tekijöitä. Scanfilin vertikaalisesti integroitunut toimintamalli asettaa myös henkilöstön osaamiselle korkean vaatimustason. 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 kasvumahdollisuuksia 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 2017 Scanfilin suurin asiakas toi yhtiön liikevaihdesta 12 %, toiseksi suurin 9 % ja 8 % suurinta avainasiakasta 61 %. 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. Tähän yhtiö käyttää myös esimerkiksi vuokratyövoimaa.

Scanfilin asiakassegmenteistä kysynnän vaihtelu on perinteisesti ollut rajuinta tietoliikenne-sektorilla, jonka pienentynyt paino portfoliossa rajoittaa jossain määrin Scanfilin altistumista kysynnän vaihtelulle. Kuitenkin yhtiön liikevaihdesta valtaosa tulee syklisistä investointivetoisista lähteistä. Siten syklisyys tulee värittämään Scanfilin liiketoiminnan kehityskaarta väistämättä myös jatkossa, vaikka asiakassektoreiden syklit kulkevatkin eri vaiheissa.

# Liiketoimintamalli (2/2)

Liiketoiminnan logiikan takia 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 tulosekehitystään melko tarkasti myös ulkopuolelle vuositasolla. Toimialan logiikan takia tilanne tuskin muuttuu olennaisesti, joten jouston säilyttäminen kulurakenteissa 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 noin 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 tappiollista tulosta, 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 riskiprofiilia alentava tekijä.

## Pääomien sitoutuminen on maltillista

Vaikka Scanfil operoi valmistavassa teollisuudessa, sopimusvalmistus ei ole erityisen altis sitomaan pääomaa kiinteään omaisuuteen. Esimerkiksi vuoden 2017 lopussa yhtiön kiinteän omaisuuden suhde liikevaihtoon oli kohtuullinen 9 %. 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 tehtaile). 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 liiketoiminnasta 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 2017 lopussa varaston arvo oli 19 % Scanfilin koko vuoden liikevaihdosta. Ostovelkojen ja myyntisaamisten suhde oli lievästi epäedullinen (ts. ostovelat < myyntisaamiset), mikä on tyypillinen tilanne sopimusvalmistajien haastavan arvoketjuaseman takia. Scanfilin käyttöpääoman suhde liikevaihtoon oli vuoden 2018 lopussa 18 %, joten sopimusvalmistusliiketoiminta on varsin käyttöpääomaintensiivistä. Krooninen käyttöpääoman sitoutuminen rasittaa Scanfilin vapaata rahavirtaa, joka on tyypillisesti tulosta heikompi ainakin kasvumoodissa.

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 yhtiölle missään tapauksessa ilmaista.

# Riskiprofiili

## Liiketoimintamallin riskiprofiili

Matala riskitaso

Korkea riskitaso



Inderesin arvio Scanfilin  
liiketoiminnan kokonaisriskitasosta

# Scanfilin liiketoimintaympäristö

## Asiakkaat

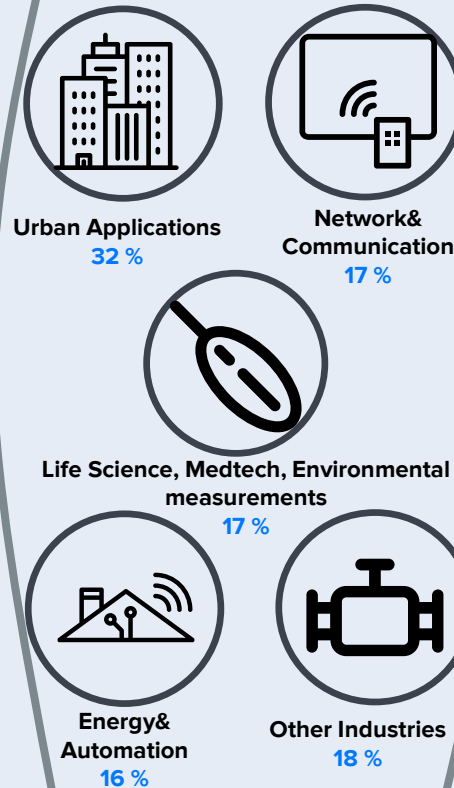
Satoja teollisuus-yhtiötä, esim:



## Pääkilpailijoita



## Segmentit (osuus lv:stä 2018 YTD, %)



## Tarjonta

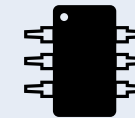
### Elektroniikka



### Mekaniikka



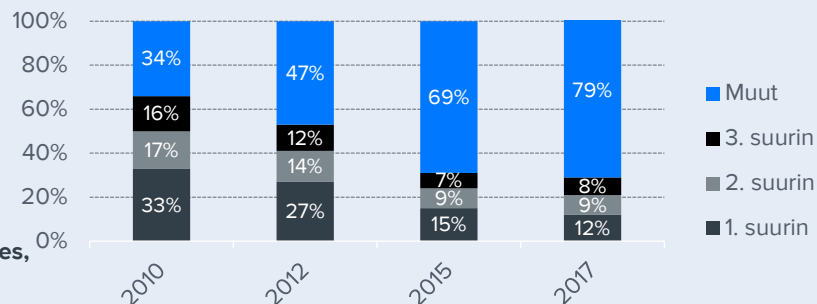
### Integroidut tuotteet



### Lisäarvopalvelut

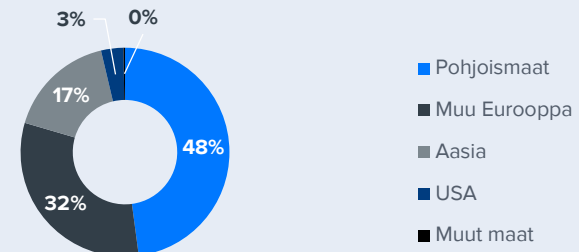


## Asiakasrakenne asiakkaiden koon mukaan 2010-2017



Lähde: Inderes, Scanfil

## Myyntijakauma asiakkaan sijainnin mukaan 2017



# Strategia ja taloudellinen potentiaali (1/3)

## Päämääränä kannattava kasvu

Strategiseksi päämääräkseen Scanfil mainitsee kannattavan kasvun. Tämän päämäärän saavuttamisen osalta keskiössä ovat mielestämme pitkäaikaiset asiakassuhteet, kasvu asiakkaiden mukana, laaja palvelukokonaisuus ja yritysostot. Arviomme mukaan PartnerTechin integraation ja saneerauksen jälkeen yhtiö on tänä vuonna siirtänyt arvon luonnin fokustaan kasvua kohti, sillä yhtiön portfolio on viime vuosien jäljiltä iskussa eikä siitä löydy selkeitä heikkoja lenkkejä.

## Tehtaat on roolitettu tukemaan erityyppisiä asiakkaita

Asiakkaiden osalta yhtiön strategia on kaksiahaarainen, jonka mukaan yhtiö on myös roolittanut tehtaansa tukemaan erityyppisiä asiakkaitaan optimaalisesti. Suomen, Ruotsin ja Saksan tehtaat ovat lähellä asiakkaiden tuotekehitystä ja pyrkivät siten palvelemaan etenkin elinkaartensa alkuvaiheessa olevia yhtiötä, jotka kaipaavat laajempaa palvelukokonaisuutta ja tukea esimerkiksi tuotekehitykseen. Vastaavasti Puolan, Viron, USA:n ja Kiinan tehtaat ovat globaalien asiakkaiden lähellä olevia suurempia volyymiyksiköitä, jotka voivat tarjota avainasiakkaille tehokkaan valmistuskonseptin ja läsnäolon lähellä asiakkaiden markkinoita.

Roolituksen myötä yhtiöllä on tarjota kasvuhakuisille ja kansainvälistyville asiakkaille polku tuotekehityssarjoista volyymivalmistukseen. Strategia on mielestämme looginen ja sen tuottamat tulokset ovat olleet hyviä. Näin ollen yhtiön läsnäoloa korkean kustannusrakenteen maissa ei mielestämme pidä nähdä heikkoutena vaan oikein roolitettuna kehittyneiden maiden

yksikötkin voivat yltää yhtiön taloudellisiin päämääriin.

## Scanfil ei pyri olemaan halvin vaihtoehto

Laaja-alaisen tarjonnan myötä Scanfil pyrkii asemoitumaan strategiassaan 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 yhtiön prioriteettilistalla yksi tärkeimpiä asioita. Pidämme tätä kriittisenä liiketoiminnan luonne huomioiden.

## 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 enenevässä määrin lisäarvopalveluita (ml. esim. tuotekehitys-, varastointi-, logistiikka-, korjaus-, varaosa-palvelut), jos taloudellisesti kannattavia palvelumalleja on löydettävissä. Esimerkiksi vuonna 2018 palvelumyynti oli vuonna 2017 28,6 MEUR (2016: 30,1 MEUR) eli 5,7 % liikevaihdosta. Tämä tuli pääosin PartnerTechiltä ostetuista yksiköistä.

Pidämme palveluita tärkeänä osana kokonaisuutta, sillä niiden avulla yhtiö pystyy palvelemaan etenkin pieniä ja kehittyviä teknologiayhtiöitä niiden elinkaarten alkuvaiheissa ja tämältyypiset teknologian

kehittämiseen sekä kaupallistamiseen keskittyneet yhtiöt ovat valmiita maksamaan lisäpalveluista. Tämä on tukenut etenkin heikkomman hintakilpailukykyyn omaavien kehittyvien maiden tehtaiden asemaa. Kaikille asiakkaille palvelut eivät kuitenkaan ole relevantteja, sillä suurasiaakkailla on omia resursseja Scanfilin palvelutarjontaa vastaavilla sektoreilla ja niiden halu maksaa lisäpalveluista on usein rajallinen. Sopimusvalmistuksessa palvelumyynnissä ei ole näkemysemme mukaan mahdollista saavuttaa korkeita ja laitetoimituksia parempia katteita (vrt. konepajojen korkeakatteinen palvelumyynti), mikä korostaa niiden kokonaisuutta tukevaa roolia asiakkaan arvoketjun osan kattamisessa.

## Maantieteellisen peiton laajentaminen on optio

Scanfil on sitoutunut strategiassaan globaalisti toimijaksi, mitä PartnerTech-kauppa vahvisti edelleen (ml. laajentuminen Yhdysvaltoihin). Näkemysemme mukaan maantieteellisen peiton laajentaminen nykyisen kolmen toimintamantereen ulkopuolelle ei ole kuitenkaan yhtiölle itsetarkoituksellista vaan mahdollisuus, jos sen nykyasiakkaat laajentavat toimintaansa uusille alueille avaten uutta kasvualustaa Scanfilille. Lähtökohtaisesti emme kuitenkaan usko yhtiön laajentuman uusiin maihin tehtaita rakentamalla, sillä tämä olisi huomattavan riskinen ja hidas kasvustrategia.

Lyhyellä tähtäimellä yhtiöllä on arviomme mukaan mahdollisuuksia laajentaa toimintaansa nykyisillä tehtailaan niiden rakennusten lattiapinta-alat huomioiden, mikä onkin pääoman käytön kannalta kustannustehokas vaihtoehto. Nykyisiä tehtaita laajentamalla kasvu painottuisi maantieteellisesti Pohjoismaihin, saksankieliseen Eurooppaan (tuotanto Puolassa), Aasiaan ja mahdollisesti myös Yhdysvaltoihin.

# Strategia ja taloudellinen potentiaali (2/3)

## 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 on yhtiölle houkutteleva vaihtoehto. Yhtiön globaalit avainasiakkaat ovat kuitenkin pitkälti kiinni maailman talouden kehityksessä, mikä rajaa niiden pitkän ajan kasvupotentiaalia. Arviomme mukaan myös Scanfilin markkinaosuudet avainasiakkaidensa keskuudessa ovat hyviä eikä niitä ole erityisen helppoa nostaa selvästi (suuret yhtiöt haluavat valtaosin toimituksia useammilta sopimusvalmistajilta). Näin ollen yhtiön potentiaali on arviomme mukaan korkeampi pienemmissä asiakkuuksissa ja niissä myös uusasiakashankinta on tyypillisesti jonkun verran helpompaa. Tämä korostaa kehittyneiden maiden tehtaiden roolia orgaanisen kasvun luomisessa.

Uusasiakashankinta ja nykyisten pienien ja keskisuurten asiakkuuksien kasvattaminen olisi mielestämme myös riskienhallinnallisesti tärkeää, sillä yhtiön nykyinen asiakasportfolio on yhä melko keskittynyt. Huomattavaa kuitenkin on, että uudet asiakkaat käynnistyvät tyypillisesti hitaasti pienistä volyymeistä ja keskisuureen laskutukseen pääseminen saattaa vaatia useampien vuosien yhteistyön. Näin ollen uusasiakashankinnan ei kannata odottaa tuovan nopeaa kasvua vaan yhtiön liikevaihdon suunnan määrittävät lyhyellä tähtäimellä etenkin jo olemassa olevien asiakkaiden (etenkin suuret avainasiakkaat) kysyntä.

## Yrityssostot ovat keskeinen osa kasvustrategiaa

Keskeisinä elementtinä Scanfilin kasvustrategiaan kuuluu epäorgaaninen kasvu yrityssostojen kautta. Viime vuosina Scanfil on

suuren PartnerTech-kaupan lisäksi tehnyt yhden pienemmän yrityssoston, 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 yrityssostoista ovat suhteellisen hyviä viime vuosilta, sillä myös PartnerTech-kauppa onnistui jokseenkin tavoitteiden mukaisesti.

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

- 1) Yrityssosto tuottaa alusta alkaen positiivista liiketoiminnan kassavirtaa ja se on orgaanista kasvua nopeampi kasvustrategia
- 2) Yrityssostojen 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 yrityssostoille

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 jo nyt ja halutessaan yhtiö voi jo tutkailla uusia ostoja. Ostojen ajoitus riippuu toki kriteerit täyttävien kohteiden saatavuudesta. Scanfil vaikuttaa olevan myös hyvin avoin eri profiilin omaaville kohteille. Scanfil vaikuttaa yrityssostorintamalla kurinalaiselta (viimeiset ostot selvästi alle oman arvostuksen), mikä voi tietyiltä osin vaikeuttaa yrityskauppojen toteuttamista lyhyellä tähtäimellä. Konservatiivisuus kohteiden hinnoittelussa vähentää epäonnistumisten riskiä selvästi, joten suhtaudumme siihen erittäin positiivisesti.

Arvioimme kuitenkin, että seuraavat kaupat tulevat olemaan PartnerTech-ostoa pienempiä (liikevaihtoluokka 30-80 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, jossa Scanfil on kommunikoinut haluavansa vahvistaa asemia. Lisäksi Pohjoismaiden kondolidaatioon panostaminen on mielestämme mahdollista.

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 yrityssostoa riskisemmän kasvuvaihtoehdon.

# Strategia ja taloudellinen potentiaali (3/3)

## Tavoitteena 600 MEUR:n liikevaihto ja 7 %:n liikevoittomarginaali vuonna 2020

Scanfililla ei ole pitkän aikavälin taloudellisia tavoitteita, mutta yhtiö on kertonut tavoittelevansa vuonna 2020 600 MEUR:n liikevaihtoa ja 7 %:n liikevoittomarginaalia. Tähän tavoitteeseen Scanfil pyrkii pääsemään nykyisellä portfoliollaan orgaanisen kasvan ja tehokkuuden parantamisen kautta eikä tavoitteen saavuttaminen vaadi yritysostoja. Tavoite on kuitenkin julkaistu maailman talouden hyvässä suhdannevaiheessa talvella 2018 ja arvioimme mukaan tavoitteiden saavuttaminen vaatii taakseen kohtuullisen suhdannetilanteen.

## Lukujen valossa tavoitteet ovat realistiset

Scanfilin Q3'18:n lopun 12 kuukauden rullaava liikevaihto oli 567 MEUR ja liikevoittomarginaali 7,0 %. Kasvutavoitteen saavuttaminen taas vaatii yhtiöltä seuraavan 9 kvartaalin aikana keskimäärin 2,6 %:n vuotuista kasvua, mitä emme pidä huomattavan korkeana tavoitteena, jos oletetaan, ettei makrotalous sakkaa lähivuosina. Yhtiö siis saavutti kannattavuustavoitteensa rullaavilla luvuilla ennenaikaisesti ja näin ollen pidämme tavoitetasoa hyvin realistisena yhtiölle. Hyvässä skenaariossa (ts. kasvutavoitteeseen ylletään) näemme myös mahdollisuuden, että yhtiö ylittää kannattavuustavoitteensa lievästi, sillä esimerkiksi H1'18:lla yhtiö ylsi 291 MEUR:n liikevaihdolla 7,4 %:n liikevoittomarginaaliin ja Scanfil ylsi myös ennen PartnerTech-kauppaa vuonna 2014 7,6 %:n liikevoittomarginaaliin. Toimialan dynamiikka huomioiden pidämme kuitenkin 7 %:n liikevoittomarginaalitasoa hyvänä ja tähän yhtiön nykyinen tuotantokoneisto

selkeästi pystyy, kun volyymi on tarpeeksi korkealla ja muut suhteelliseen kannattavuuteen vaikuttavan tekijät ovat suotuisassa asennossa.

## Pitkällä aikavälillä yhtiöllä on mielestämme edellytyksiä kasvaa markkinoita nopeammin

Pitkän aikavälin osalta arvioimme, että yhtiö pyrkii markkinakasvua nopeampaan vuotuiseseen orgaaniseen kasvuun. Scanfilin liiketoiminta-portfolion maantieteellinen jakauma ja asiakas-rakenne huomioiden tämä voisi tarkoittaa noin 3-6 %:n vuosittaista orgaanista kasvua. Lisäksi arvioimme, että ajan yli yhtiö pyrkii vähintään samaan vuosittaiseen kasvulukemaan epäorgaanisesti, mutta yrityskauppojen kautta tuleva kasvu tulee toki olemaan portaittaista. Näin ollen pidämme yhtiön kasvunäkymiä hyvinä ja kasvun rooli mielestämme korostuuakin Scanfilin arvionluonnissa sekä lyhyellä että pitkällä aikajänteellä.

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 7-8 %:n liikevoittomarginaalia (EBIT-%), kun huomioidaan sopimusvalmistajien haastavan arvoketjuaseman myötä heikko hinnoitteluvoima sekä toisaalta liiketoiminnan rajalliset pääomavaatimukset (ts. kohtuullinen marginaali riittää terveeseen pääoman tuottoon). Näin ollen yhtiön kestävässä kannattavuuspotentiaalissa parannusvara alkaa mielestämme olla melko rajallinen hyväksi nousseen lähtötason vuoksi, mikä myös korostaa osaltaan kasvun roolia arvionluonnissa.

Taseen osalta arvioimme Scanfilin pyrkivän säilyttämään vahvan taloudellisen aseman, mikä on perusteltua toimialan liiketoimintalogiikka (ml. toimitusvarmuus asiakkaille) ja yrityskauppavetoinen kasvustrategia huomioiden. Näkemyksemme mukaan yhtiön ”mukavuus-alueella” omavaraisuusaste on 40-50 %. Tällä tasolla yhtiöllä olisi vielä maltillisesti velkavipua tehostamassa oman pääoman tuottoa, mutta toisaalta erittäin vakaa taloudellinen asema ja jonkun verran liikkumavaraa toimia yritysjärjestelykentällä. Yrityskauppojen yhteydessä hieman aggressiivisempi velkaantuminen on mielestämme mahdollista, kunhan paluu ”mukavuusalueelle” on mahdollista näkyvissä olevassa tulevaisuudessa. Toisaalta yhtiön 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. Näin ollen Scanfil saattaa operoida myös lähivuosina hyvin erinäköisillä taseilla.

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 erittäin hyvät edellytykset saavuttaa politiikan mukainen osinko liiketoiminnan kasvattamisen sitomat pääomat huomioiden. Yhtiö on yltänyt historiallisesti politiikkansa mukaiseen osinkoon. Yhtiön kokonaistuoton muodostuksessa osingoilla on kuitenkin rajallinen rooli ja lähtökohtaisesti pidämme omistajien kannalta houkuttelevampana, jos yhtiö onnistuu sijoittamaan valtaosan tuloksestaan takaisin liiketoimintaan ja sen kasvattamiseen.

# 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 2017 noin 2 400 miljardin Yhdysvaltain dollarin arvoinen. Kyseessä on siten Scanfilin kokoluokka (liikevaihto vajaat 600 MEUR) huomiodien 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 sen suhteen, miten suuri osa tuotteen arvoketjusta on ulkoistettu. Scanfil on sopimusvalmistaja eikä yhtiöllä ole merkittävää itsenäistä ja asiakasta riippumatonta tuotekehitystä. Erilaiset toimintamallit kilpailevat globaalilla elektroniikkamarkkinalla kuitenkin keskenään, joten mielestämme myös sopimusvalmistusliiketoimintaan keskittyneen Scanfilin perspektiivistä on relevanttia tarkastella koko elektroniikkamarkkinan kehitystä.

Maantieteellisesti globaaleja elektroniikka-markkinointia dominoi Kiina, jossa valmistettiin yli 40 % kaikesta maailman elektroniikasta viime vuonna. 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 ja siten ero supistuu. 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 pääosin erikoistua kapeimpiin korkeaan osaamista vaativiin niche-segmentteihin, nopeisiin toimituksiin ja tuotekehityssarjoihin. Pidemmällä tähtäimellä digitalisaation, automaation, robotisoinnin lisääntyminen voi antaa lisää elintilaa myös korkeamman kustannustason maiden tehtaille pitkällä aikavälillä.

### Markkina jakautuu erilaisiin segmenttiin

Elektroniikkamarkkinan segmentit ovat luonteeltaan hyvin erilaisia. Etenkin kuluttaja-elektroniikkasegmentissä (esim. tietokoneet, matkapuhelimet ja kodinkoneet) toimituserät ovat valtavia (esim. iPhoneen 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 tuotesykli ovat

nopeita noin 2-3 vuoden mittaisia.

Useampaan segmenttiin jakautuvassa ja Scanfilille tärkeässä teollisuuselektroniikassa, toimituserät ovat huomattavasti pienempiä (ml. prototyyppisarjat) ja toimitusajat nopeampia. Lisäksi tuotesykliä ovat pidempiä eli jopa 20-30 vuotta pitkiä ja myös myynnin jälkeisen asiakas-palvelun sekä tuotekehitystuen tarve ovat massatuotteita suuremmissa roolissa. Tämä tekee kilpailukentästä hyvin erilaisen kuluttajaelektroniikkaan verrattuna. Sen myötä myös fokusoituneemmille 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 yleistymisen, joka on taas seurausta väestön kasvun, elintason nousun ja kaupungistumisen kaltaisista trendeistä. 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 eri alueilla elektroniikkamarkkinan kasvavan noin linjassa BKT:n kanssa, mikä tarkoittaa arviomme mukaan Eurooppaan ja USA:han noin 1-3 %:n ja Aasian noin 4-7 %: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 teollisuus-elektroniikan 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 lievästi 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 tai valmistuksen jättäminen alusta asti kumppaneille (esim. nousevat tuoteyhtiöt) kasvattavat 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 kuuluukin 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

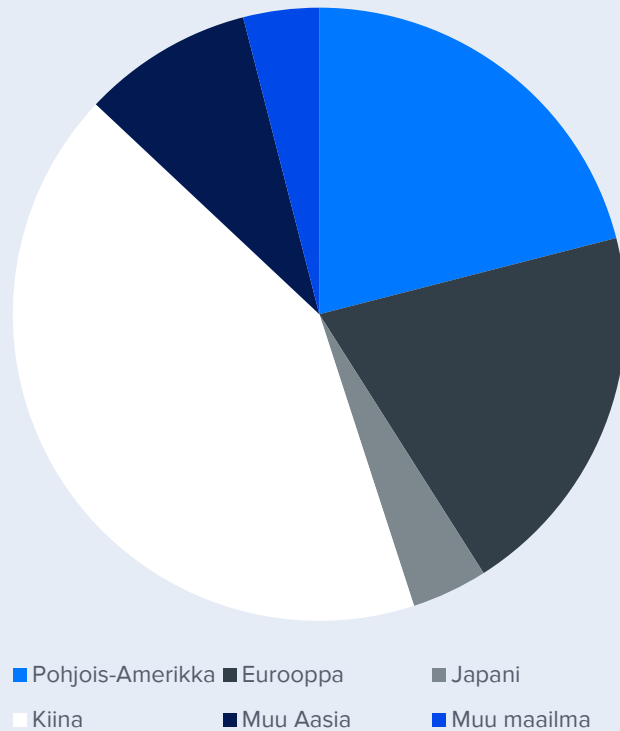
kasvusta. Globaalin elektroniikkamarkkinan kasvun jatkuminen olisi positiivista myös Scanfilin kannalta, sillä kokonaiskakun kasvaessa suuremmilta pelureilta voi jäädä ”katveeseen” helpommin niche-taskuja, joissa Scanfilin kaltaiset pienemmät yhtiöt pääsevät operoimaan kannattavasti. Lisäksi markkina-kasvun hyittyminen olisi näkemyksemme mukaan todennäköisesti seurausta maailman yleisen talouskehityksen heikentymisestä, joka taas vaikuttaisi varmuudella Scanfilin nykyisten asiakkaiden tuotteiden kysyntään (suurelta osin investointihyödykkeitä) 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. Arvioimme mukaan tämän korostuu juuri teollisuuselektroniikassa, jossa tuotesykli ovat perinteisesti kuluttajasektoria pidempiä ja tuotekehitystarve jatkuvampaa. Scanfililla on myös riittävät resurssit vastata digitalisaation, automaation ja robotisaation, IoT:n yleistymiseen tuotantoprosesseissa ja asiakkaiden tuotteissa, minkä tulee olemaan nouseva trendi lähivuosina.

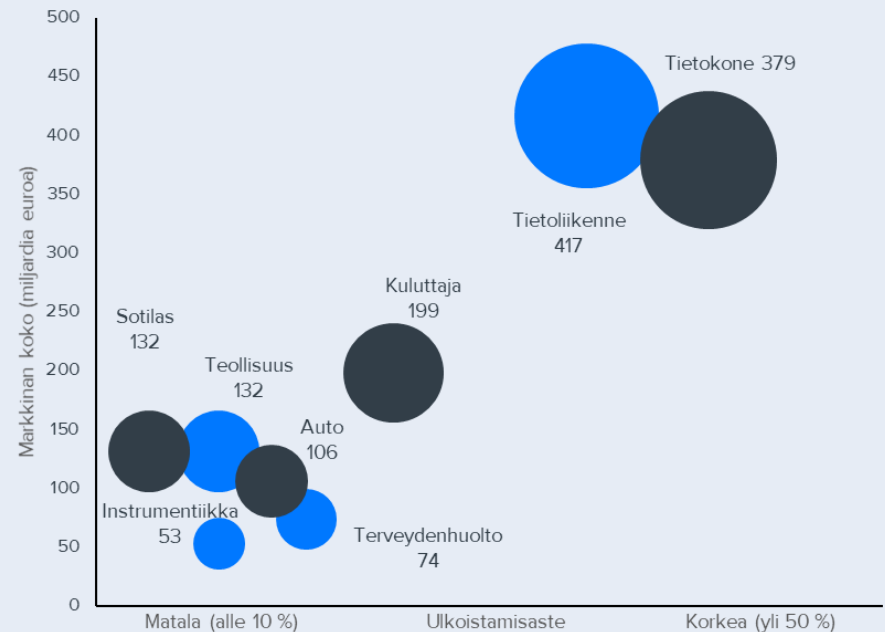
Näin ollen Scanfil on mielestämme asemoitunut elektroniikkamarkkinalla vallitseviin trendeihin nähden varsin hyvin. Kiinalaisen teknologian mahdolliseen nousuun yhtiö voi kuitenkin joutua vastaamaan, sillä tällä hetkellä Scanfilin asiakaskunta koostuu länsimaisista pelureista, vaikka yhtiö onkin ollut 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 kroonisesti kireänä 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. Luonnollisesti myös eri kokoluokan asiakkaissa kilpailukenttä vaihtuu.

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 2017 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 kustannus-tason maihin painottuen, minkä myötä ne saavat mittakaavaetuja massatuotannosta. Lisäksi suuryhtiöillä on laajat taloudelliset resurssit prosessikehitykseen sekä investointeihin, minkä myötä niiden teknologinen kyvykkyys 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 toimitus-määrät 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 2017 noin 5 miljardin dollarin liikevaihdon tehnyt Flextronicsin Industrial&Emerging Industries -divisioona sisältää yli 20 asiakassegmenttiä. Divisioonan pienimmät asiakassegmentit, jotka todennäköisesti sisältävät useita asiakkaita, ovat joitakin prosentteja divisioonan liikevaihdesta. Siten divisioonan pienemmät asiakkaat ovat samassa kokoluokassa Scanfilin suurimpien asiakkaiden kanssa. Näin ollen suuryhtiöiden tulo osittain Scanfilin relevanttiin 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 2017 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 ja puolalainen Fideltronik.

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 keskisuurten 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 luomiin kroonisiin hintapaineisiin vastatakseen. Ostopuolella prosessissa tulevat arviomme mukaan olemaan alan jätit ja keskisuurten 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.

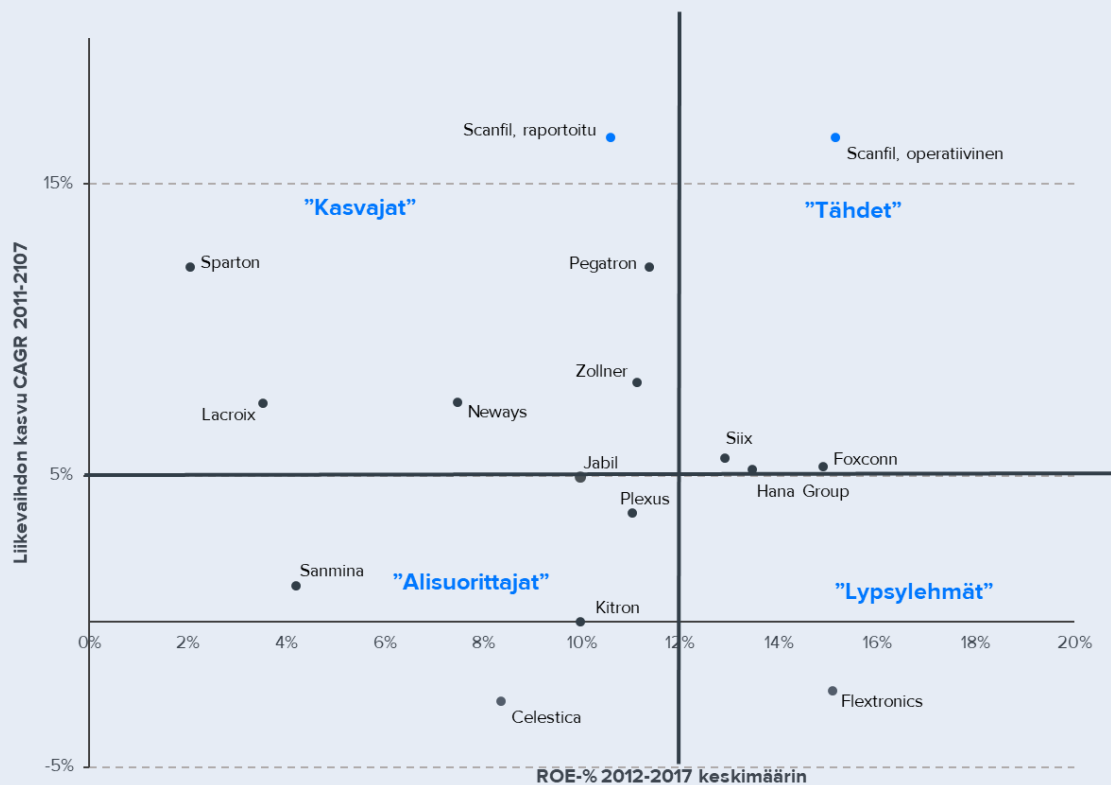
## Scanfil kuuluu toimialan parhaimmistoon

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-%



Lähde: Inderes, ThomsonReuters

## 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 arvomuutos voi kuitenkin vaikuttaa. 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 31-33 %. Melko korkean ja verrattain vakaan myyntikatteen perusteella haastavasta arvoketjupositioista kumpuava sopimusvalmistusmarkkinoiden krooninen hintapaine ei ole häirinnyt yhtiötä ajan yli kohtuuttomasti, mikä on mielestämme terve tilanne myös tulevaisuutta ajatellen.

## Työn tuottavuus on kriittistä

Toiseksi suurin kuluerä on henkilöstökulut, sillä kasvaneesta ja kasvavasta 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. Siten henkilöstö tarjoaakin yhtiölle selkeintä pelivaraa sopeuttaa kustannustasoa kysyntään. Vuonna 2017 PartnerTechin saneerauksen jälkeen henkilöstökulut vastasivat noin 15 % Scanfilin liikevaihdosta. Vanhan Scanfilin ylsi 14-15 %:n henkilöstökuluprosenttiin, mutta sen tuotannon maamix oli edullisempi. Siten Scanfilin tuottavuudessa voi olla vielä lievää parantamisen varaa, mutta yleisesti yhtiön tuottavuustaso on hyvä.

## 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 Scanfil sai saneerauksen valmistettua painettua muiden kulujen suhteellinen osuus 9 %:iin liikevaihdosta 2017. Historiallisesti Scanfilin kulukuri on ollut tiukka, mikä heijastelee arviomme mukaan yrittäjätöistävien yhtiön toimintakulttuuria. Siten emme myöskään usko muiden kulujen kasvavan samassa suhteessa liikevaihdon orgaanisen kasvun kanssa vaan kasvun kautta muiden kulujen suhteellisessa osuudessa voi olla vielä lievää laskun varaa.

## 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 on linjassa nykyisten tehtaidenylläpito- ja parannusinvestointitarpeen, mutta kapasiteettia lisäävät hankkeet ja suuremmat panostukset digitalisaatioon loisivat poistotasoihin nousupainetta. Etenkin vuosi 2017 oli Scanfilille voimakkaiden investointien vuosi, sillä ennustamme yhtiön investoivan tehtaisiinsa Puolassa, Ruotsissa, USA:ssa ja Kiinassa 21 MEUR. Lähivuosien investointitarpeiden arvioimme olevan linjassa poistojen kanssa tai korkeintaan hieman niiden yläpuolella.

## Kulurakenne on kilpailukykyinen ja joustava

Kokonaisuutena arvioimme, että Scanfilin kuluista noin 85-90 % on muuttuvia ja noin 10-15 % kiinteitä. Suhteellisen joustava kulurakenne ja kokonaisuutena kilpailukykyinen kustannustaso antavat mielestämme yhtiölle kohtuullista liikkumavaraa kysyntämuutoksien varalle, mutta toisaalta kasvun skaalautuminen kannattavuuteen ei ole erityisen voimakasta. Tehokkuudessa yhtiöllä on lievää parantamisen varaa, mutta tuotantokoneisto on vahvassa iskussaan PartnerTech-saneerauksen ja hyvän orgaanisen kasvun jäljiltä eikä tehdasportfoliossa arviomme mukaan ole selviä heikkoja lenkkejä. Kaikilla tehtailla on arviomme mukaan riittävä asiakaskunta ja liiketoimintavolyymi. Siten näemme tällä saralla vielä marginaalista potentiaalia parantaa kannattavuutta. Arvioimme, 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 H1'18:n perusteella normalisoitunut. Arviomme mukaan Scanfilin veroaste on noin 23-25 %, 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. Q3'18:n lopulla pitkäaikaisissa varoissa yhtiöllä oli aineellista omaisuutta 49 MEUR ja aineetonta omaisuutta sekä liikearvoa 13 MEUR ja 10 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 Q3'18:n lopussa oli 105 MEUR

ja myyntisaamisten 114 MEUR. Yhtiön varasto ja saamiset ovat näkemyksemme mukaan täysin kurantteja. Kassassa Scanfililla oli Q3'18:n lopussa varoja 20 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 tavarantoimitajiensa että asiakkaidensa kanssa.

## Taseessa on velkavipua yrityskaupan jäljiltä

Taseen vastuissa yhtiöllä oli Q3'18:n lopussa 138 MEUR omaa pääomaa. Pitkä- ja lyhytaikaista rahoitusvelkaa Scanfililla oli Q3'18:n lopussa noin 59 MEUR, jonka koron arvioimme 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 Q3'18:n lopussa 113 MEUR, mikä on samalla tasolla myyntisaamisten kanssa. Näin ollen yhtiön sitoma käyttöpääomarahoitusta koostuu käytännössä varastosta ja toiminannon pyörittämisen vaatimista kassavaroista. Scanfilin taseen loppusumma oli Q3'18:n lopussa 318 MEUR.

## Taseen liikkumavara on vielä rajallinen

Q3'18:n lopussa Scanfilin omavaraisuusaste oli 43 % ja nettovelkaantumisaste 28 %. Nämä luvut ovat Scanfilille vielä kohtuullisia ja kun nettovelan ja oikaistun käyttökatteen suhde on alle 1x ei yhtiön velanhoitokyvyssäkään ole mielestämme moitittavaa. Näin ollen yhtiö on arviomme mukaan velkamäärän suhteen hyvin

mukavuusalueella, mutta arviomme yhtiön pyrkivän jatkamaan velkojensa lyhentämistä, jotta taseeseen syntyisi vielä selkeämpää liikkumavaraa yrityskauppavetoisen kasvustrategian toteuttamiseen.

Yhtiön näkymät huomioiden arviomme, että Scanfililla on valmius tehdä keskisuuria yritysostoja vuosina 2019-2020. 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.

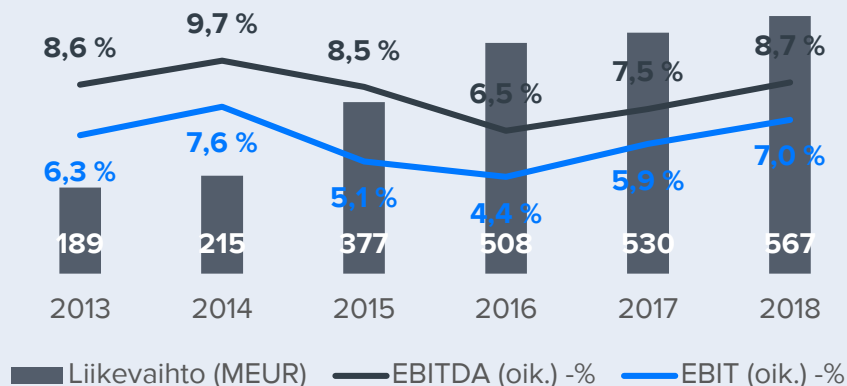
## Kassavirta ja osinko

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 ongelmitta. Jakosuhteessa ja taseessa on myös pelivaraa pitää osinko yksittäisenä tuloksellisesti heikompana vuotena kasvussa, jos yhtiö niin haluaisi.

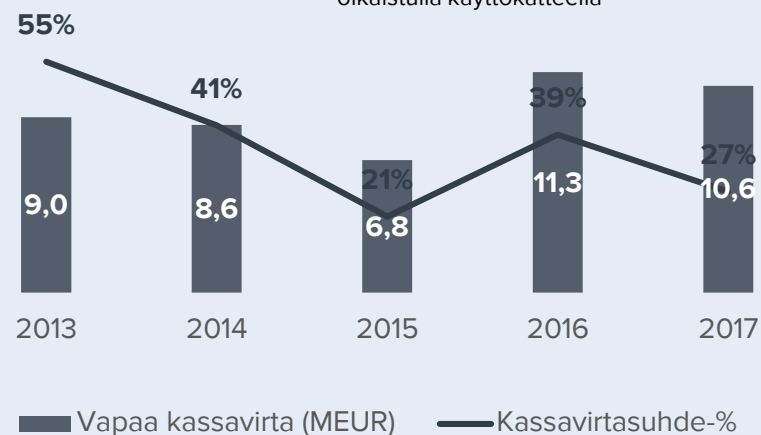
# Taloudellinen tilanne

## Liikevaihdon, EBITDA-% ja EBIT-% kehitys

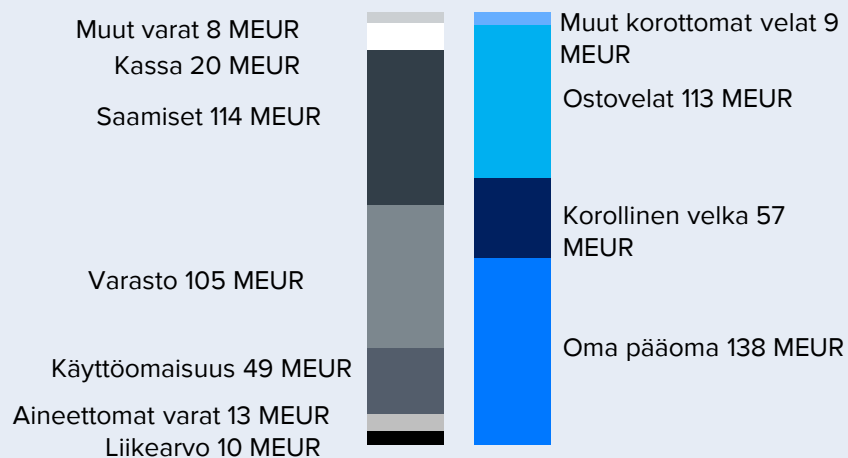


## Vapaa kassavirta

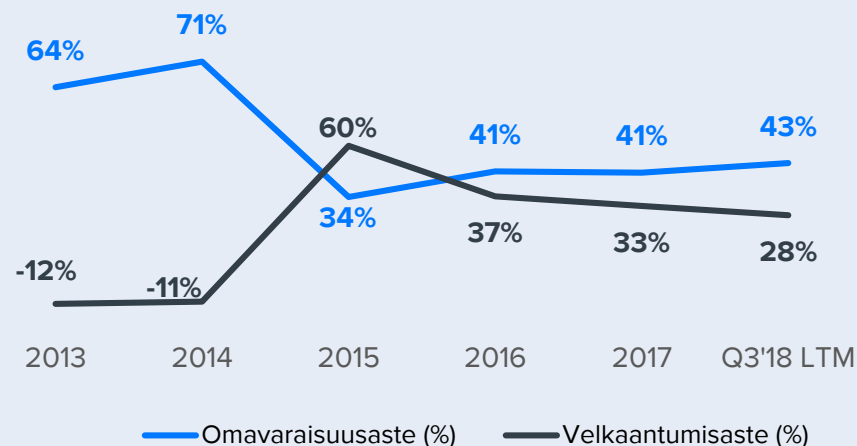
Kassavirtasuhte on vapaa kassavirta jaettuna oikaistulla käyttökateella



## Taserakenne Q3'18:n lopussa



## Taseen kehitys 2013-Q3'18 LTM



# Ennusteet (1/3)

## Makrotalouden ennusteet

Vuosi 2017 oli yllättävänkin vahva maailman talouden kasvun osalta, sillä globaali talous kasvoi viime vuonna odotuksia ripeämmin 3,7 %. Kasvun kiihtymisen taustalla oli vahva kotimarkkinakysyntä yksityisen kulutuksen vetämänä, investointinäköymän piristyminen kasvaneen talousluottamuksen myötä sekä matala inflaatio. Kuluvan vuoden aikana talousennusteet ovat kuitenkin olleet laskussa ja nyt kuluvan vuoden kasvu odotetaan jäävän viime vuoden tasolle, kun vielä alkuvuodesta ounasteltiin kasvun kiihtymistä. Vuosina 2019-2020 OECD ennustaa kasvun jäävän nyt hieman viime vuosia alemmas 3,5-3,6 %:iin, joten paras puhti talouskasvusta näyttää olevan jo takana.

Kasvukuvan hyytymistä selittävät useat tekijät. USA:n vahvan talouskehityksen ansiosta Federal Reserve on päässyt normalisoimaan rahapolitiikkaansa ja ennusteiden perusteella USA:n ohjauskorko olisi ensi vuoden lopussa jo 3 %:n tasolla. Lisäksi globaalia taloutta varjostaa kauppasota, joka on kasvanut USA:n etenkin Kiinaan kohdistettujen mittavien tulliuhkien takia. Tämä näkyy jo osin kasvukuvan heikentymisenä

etenkin Kiinassa, vaikka tulleista vasta osa on voimassa. Kiina on jo vastannut USA:lle omilla tulleillaan ja nokittelun jatkuessa tilanne voi eskaloitua aina kauppasodaksi asti, millä olisi todennäköisesti vielä voimakkaampi negatiivinen vaikutus globaaliin talouskasvuun. Lisäksi makrotalouden riskejä nostaa poliittinen epävarmuus Brexitiin, Italiaan, Lähi-Itään ja Ukrainaan liittyen.

Tämä yhä tervettä kasvua odottava, mutta negatiivisten riskien värittävä makrokuva on pohja Scanfilille laatimillemme tulosennusteille. Siten pidämme yhtiön toimintaympäristön näkymiä yhä kohtuullisena makroperspektiivistä, vaikka investointien kannalta kiusallinen taloudellinen ja poliittinen epävarmuus onkin nyt nousussa ja talouskasvu hidastumassa.

## Ennustemalli

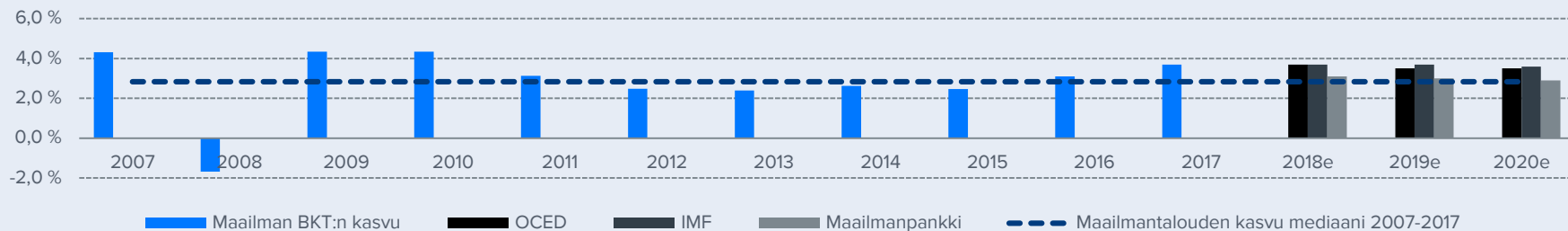
Ennustamme Scanfilin liikevaihdon kehitystä lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä pääasiassa arvioidun markkina- ja markkinaosuuden kasvun perusteella. Lyhyen ja keskipitkän aikavälin kannattavuuskehityksen arvioinnissa mallinamme yhtiön myyntikatteen ja kiinteän

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

## 2018 yhtiö parantaa selvästi

Scanfil on ohjeistanut vuodelle 2018 liikevaihtonsa olevan 540-575 MEUR ja oikaistun liikevoittonsa 36-39 MEUR. Q1-Q3:lla Scanfil on tehnyt 423 MEUR:n liikevaihdon 30,3 MEUR:n oikaistun liikevoiton. Q4:sta on tulossa ohjeistuksen ja kommenttien perusteella kuitenkin vuoden heikoin, mihin vaikuttaa muutamien yksittäisten asiakkuuksien (telekommunikaatiosektori ja Other Industries – segmentin eräs asiakas) supistuminen. Tulosvaroitusriskiä osakkeessa ei mielestämme kuitenkaan ole, sillä lokakuun lopussa yhtiöllä on ollut varsin hyvä näkyvyys loppuvuoden volyyymiin ja kolmen kvartaalin jälkeen yhtiö oli erittäin hyvässä vauhdissa suhteessa ohjeistukseen.

## Maailman talouden kasvu 2007-2017 ja maailman talouden kasvuennusteet 2018e-2020e



# Ennusteet (2/3)

Odotamme Scanfilin liikevaihdon kasvavan tänä vuonna 5,5 % 559 MEUR:oon. Kasvu on orgaanista ja se sisältää se vanhojen asiakkaiden myynnin nousua että alkaneita uusia asiakkuuksia. Oikaistun liikevoiton odotamme nousevan 37,8 MEUR:oon, mikä vastaa Scanfilille melko hyvää 6,8 %:n oikaistua liikevoittomarginaalia. Kannattavuuden parantumista ajaa etenkin liikevaihdon kasvun skaalautuminen kiinteään kulurakenteeseen sekä tuotantokoneiston parantunut tehokkuus (ml. 2017 kannattavuutta häiritsi osin tiettyjen tehtaiden tehokkuusongelmat ja uusien asiakkaiden ylösajo).

Rahoituskulujen arvioimme olevan tänä vuonna hieman normalisoitua tasoa korkeammat (taustalla ei-kassavaikutteiset kurssierot) ja myös veroasteen lievästi normalisoitua matalampi 23 %. Siten kuluvan vuoden EPS-ennustemme on 0,44 euroa, mistä arvioimme yhtiön maksavan osinkoa osinkopolitiikkaansa heijastellen 0,13 euroa osakkeelta. Vapaan rahavirran osalta 2018 on todennäköisesti kohtuullinen kasvusta johtuvasta käyttöpääoman sitoutumisesta huolimatta, sillä investoinnit ovat noin poistojen tasolla. Taseen arviomme silti vahvistuvan

nettovoiton myötä ja vuoden lopussa yhtiön pitäisi olla velan suhteen selvästi mukavuusalueellaan (2018e: omavaraisuusaste 45 %, nettovelkaantumisaste 20 %).

## Kannattavuusparannus jatkuu 2018

Vuonna 2019 ennustamme Scanfilin jatkavan maltillista orgaanista kasvuaan markkinoiden hidastuvan kasvun, nykyisten asiakkaidensa toimitusten nousun sekä positiivisesti etenevän, mutta hitaasti näkyviä tuloksia tuovan, uusasiakashankinnan mukana. Positiivinen ajuri ensi vuonna voi olla myös 5G, mutta näkyvyys tähän on toistaiseksi rajallinen. Ennustamme yhtiön liikevaihdon kuitenkin kasvavan 2,0 %, kun yleinen talouskasvu hidastuu.

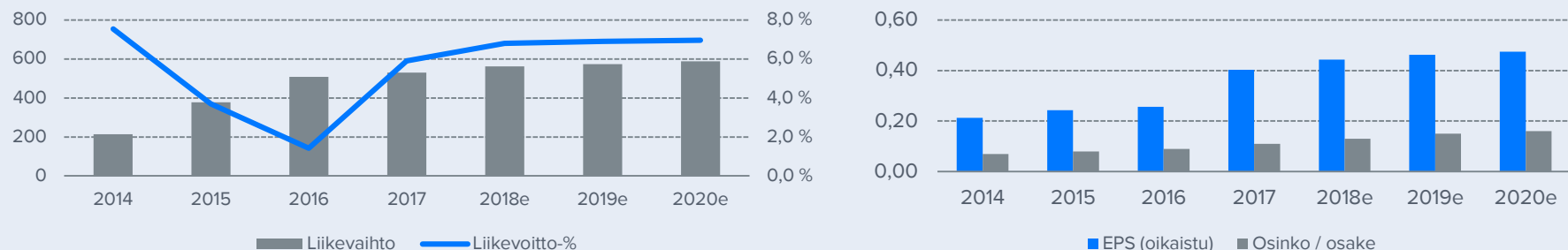
Vuoden 2019 liikeluokituksen ennustamme nousevan liikevaihdon kasvun ja tuottavuuden maltillisen parantumisen ansiosta lievästi 39,3 MEUR:oon. Tämä vastaa jo Scanfilille lähes tavoitteen mukaista 6,9 %:n liikevoittomarginaalia. Rahoituskulut pysyvät arviomme mukaan maltillisina 1,3 MEUR:ssa myös ensi vuonna ja veroaste noin normalisoidulla tasollaan 23 %:ssa. Näin ollen

vuoden 2018 EPS-ennustemme kohoaa 0,46 euroon osakkeelta, josta arvioimme yhtiön maksavan politiikkansa mukaisesti 0,15 euron osakekohtaisen osingon. Vapaan rahavirran osalta vuoden 2019 pitäisi olla hieman vuotta 2018 parempi, kun investoinnit pysyvät noin poistojen tasolla ja käyttöpääoman sitoutuminen rauhoittuu. Siten arviomme yhtiön taseen jatkavan vahvistumistaan (2019e: omavaraisuusaste 52 %, nettovelkaantumisaste 8 %). Näin ollen yhtiö vuoden 2019 lopulla yhtiöllä olisi huomattavaa liikkumavaraa tehdä yrityskauppoja, joita emme kuitenkaan ole huomioineet ennusteissamme.

## Vuosi 2020 näyttää pitkälti edellisen vuoden kaltaiselta

Vuonna 2020 odotamme Scanfilin orgaanisen kasvun jatkuvan 2,1 %:n vauhtia ja nostavan liikevaihdon 582 MEUR:oon. Kasvua ajaa edelleen BKT:n hidastuvan kasvun ajama markkinakasvu, ulkoistamisasteen nousu ja maltilliset onnistumiset uusasiakashankinnassa. 5G-ajurin pitäisi myös voimistua viimeistään vuonna 2020. Vuoden 2020 liikevoiton ennustamme olevan 40,5 MEUR.

## Scanfilin liikevaihdon, kannattavuuden, EPS:n ja osingon kehitys 2014-2020e



# Ennusteet (3/3)

Siten odotamme yhtiön jäävän lievästi vuoden 2019 liikevaihtotavoitteestaan (johtuen makrotalouden heikentymisestä) mutta saavuttavan kannattavuustavoitteensa. Vuoden 2018 H1:llä yhtiö myös osoitti, että kannattavuustavoite on saavutettavissa hieman tavoitetason mukaista alemmallakin liikevaihdolla. Siten kannattavuustavoitteeseen yltäminen ei välttämättä mielestämme suoranaisesti vaadi liikevaihtotason tavoitteen saavuttamista.

Rahoituskuluihin ja veroihin emme odota muutoksia, joten ennustamme Scanfilin tekevän 0,47 euron osakekohtaisen tuloksen vuonna 2020 ja maksavan tästä osinkoa 0,17 euroa osakkeelta. Nettovoiton ja melko hyvän rahavirran ansiosta arvioimme omavaraisuusasteen nousevan 58 %:iin ja nettovelkaantumistasen painuvan -3 %:iin. Näillä tasoilla yhtiöllä olisi jo erittäin hyvää liikkumavaraa keskikokoisiin yritysostoihin.

## Odotamme kasvun jatkuvan pitkällä aikavälillä

Odotamme Scanfilin jatkavan kannattavan kasvun strategiansa määrätietoista toteuttamista

pääpiirteittäin entisillä linjoillaan myös vuoden 2020 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, elektroniikkamarkkinan ja yhtiön kasvuennusteita ja/tai -näkyviä. 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 5,0-6,7 %: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 hieman yli

7 %:n liikevoittomarginaalitasolle. Scanfilin 10 vuoden liikevaihtomarginaalin keskiarvo on 6,3 % ja aikasarjan heikoin marginaali 4,3 %, joten pidämme myös terminaalienennusteitamme maltillisina. Jäämme kuitenkin odottamaan yhtiöltä vielä lisänäyttöjä täyden kannattavuuspotentialin saavuttamisesta ja seuraavan laskusyklin marginaalitasosta ennen kuin olemme valmiita nostamaan ennusteitamme tältä osin 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. pitkän aikavälin 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.

## Ennustemuutokset 2018e-2020e

| Ennustemuutokset            | 2018e | 2018e | Muutos | 2019e | 2019e | Muutos | 2020e | 2020e | Muutos |
|-----------------------------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|
| MEUR / EUR                  | Vanha | Uusi  | %      | Vanha | Uusi  | %      | Vanha | Uusi  | %      |
| Liikevaihto                 | 563   | 559   | -1 %   | 574   | 570   | -1 %   | 588   | 582   | -1 %   |
| Liikevoitto ilman kertaeriä | 38,3  | 37,8  | -1 %   | 39,7  | 39,3  | -1 %   | 41,0  | 40,5  | -1 %   |
| Liikevoitto                 | 38,3  | 37,8  | -1 %   | 39,7  | 39,3  | -1 %   | 41,0  | 40,5  | -1 %   |
| Tulos ennen veroja          | 36,3  | 35,8  | -1 %   | 38,4  | 38,0  | -1 %   | 39,9  | 39,4  | -1 %   |
| EPS (ilman kertaeriä)       | 0,44  | 0,44  | -2 %   | 0,46  | 0,46  | -1 %   | 0,47  | 0,47  | -1 %   |
| Osakekohtainen osinko       | 0,13  | 0,13  | 0 %    | 0,15  | 0,15  | 0 %    | 0,16  | 0,16  | 0 %    |

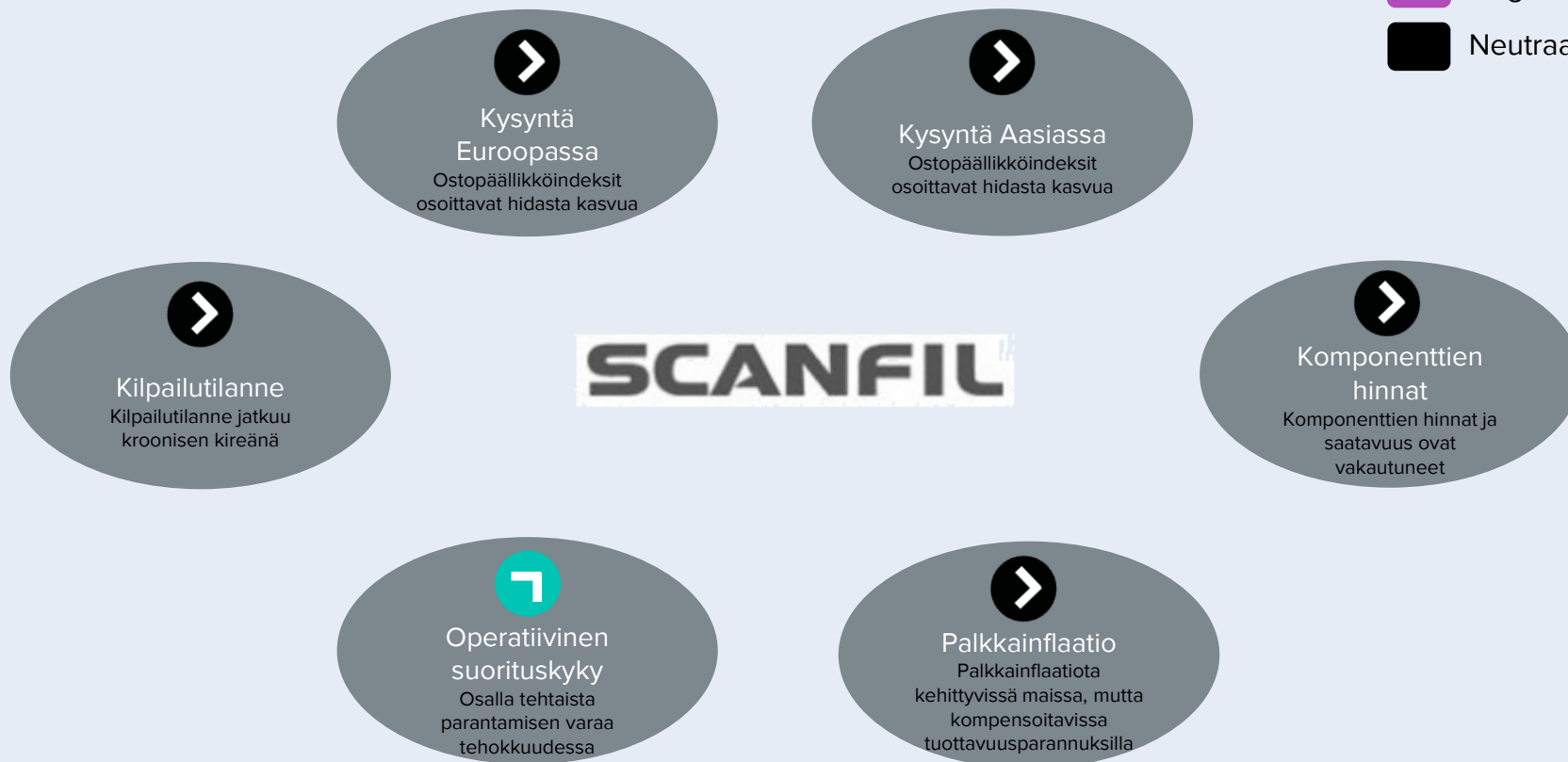
Lähde: Inderes

# Kvartaaliennusteet

| Tuloskehitys kvartaalitasolla        | 2016         | Q1'17       | Q2'17       | Q3'17       | Q4'17       | 2017        | Q1'18       | Q2'18       | Q3'18       | Q4'18e      | 2018e       | 2019e       | 2020e       |
|--------------------------------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Liikevaihto</b>                   | <b>508</b>   | <b>122</b>  | <b>132</b>  | <b>131</b>  | <b>144</b>  | <b>530</b>  | <b>140</b>  | <b>152</b>  | <b>132</b>  | <b>136</b>  | <b>559</b>  | <b>570</b>  | <b>582</b>  |
| <i>Konsemi</i>                       | <i>508</i>   | <i>122</i>  | <i>132</i>  | <i>131</i>  | <i>144</i>  | <i>530</i>  | <i>140</i>  | <i>152</i>  | <i>132</i>  | <i>136</i>  | <i>559</i>  | <i>570</i>  | <i>582</i>  |
| <b>Käyttökate</b>                    | <b>18,2</b>  | <b>8,3</b>  | <b>9,2</b>  | <b>10,7</b> | <b>11,9</b> | <b>40,0</b> | <b>12,6</b> | <b>13,5</b> | <b>11,2</b> | <b>9,9</b>  | <b>47,2</b> | <b>49,3</b> | <b>51,5</b> |
| Poistot ja arvonalennukset           | -11,0        | -2,1        | -2,1        | -2,2        | -2,3        | -8,7        | -2,3        | -2,3        | -2,4        | -2,4        | -9,4        | -10,0       | -11,0       |
| <b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>   | <b>22,4</b>  | <b>6,2</b>  | <b>7,1</b>  | <b>8,5</b>  | <b>9,6</b>  | <b>31,3</b> | <b>10,3</b> | <b>11,2</b> | <b>8,8</b>  | <b>7,5</b>  | <b>37,8</b> | <b>39,3</b> | <b>40,5</b> |
| <b>Liikevoitto</b>                   | <b>7,2</b>   | <b>6,2</b>  | <b>7,1</b>  | <b>8,5</b>  | <b>9,6</b>  | <b>31,3</b> | <b>10,3</b> | <b>11,2</b> | <b>8,8</b>  | <b>7,5</b>  | <b>37,8</b> | <b>39,3</b> | <b>40,5</b> |
| <i>Konsemi</i>                       | <i>22,4</i>  | <i>6,2</i>  | <i>7,1</i>  | <i>8,5</i>  | <i>9,6</i>  | <i>31,3</i> | <i>10,3</i> | <i>11,2</i> | <i>8,8</i>  | <i>7,5</i>  | <i>37,8</i> | <i>39,3</i> | <i>40,5</i> |
| <i>Kertaluonteiset erät</i>          | <i>-15,2</i> | <i>0,0</i>  | <i>0,0</i>  | <i>0,0</i>  | <i>0,0</i>  | <i>0,0</i>  | <i>0,0</i>  | <i>0,0</i>  | <i>0,0</i>  | <i>0,0</i>  | <i>0,0</i>  | <i>0,0</i>  | <i>0,0</i>  |
| Nettorahoituskulut                   | -1,2         | 0,8         | -1,2        | -1,0        | 2,7         | 1,3         | -1,0        | -1,2        | 0,6         | -0,5        | -2,1        | -1,3        | -1,1        |
| <b>Tulos ennen veroja</b>            | <b>6,1</b>   | <b>6,9</b>  | <b>5,9</b>  | <b>7,5</b>  | <b>12,3</b> | <b>32,6</b> | <b>9,3</b>  | <b>10,0</b> | <b>9,4</b>  | <b>7,1</b>  | <b>35,8</b> | <b>38,0</b> | <b>39,4</b> |
| Verot                                | -6,0         | -1,1        | -1,6        | -2,3        | -1,8        | -6,8        | -1,7        | -2,0        | -2,5        | -1,6        | -7,8        | -8,7        | -9,5        |
| Vähemmistöosuudet                    | 0,0          | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Nettotulos</b>                    | <b>0,0</b>   | <b>5,8</b>  | <b>4,3</b>  | <b>5,2</b>  | <b>10,5</b> | <b>25,8</b> | <b>7,6</b>  | <b>8,0</b>  | <b>6,9</b>  | <b>5,4</b>  | <b>27,9</b> | <b>29,3</b> | <b>29,9</b> |
| <b>EPS (oikaistu)</b>                | <b>0,25</b>  | <b>0,09</b> | <b>0,07</b> | <b>0,08</b> | <b>0,16</b> | <b>0,40</b> | <b>0,12</b> | <b>0,12</b> | <b>0,11</b> | <b>0,08</b> | <b>0,44</b> | <b>0,46</b> | <b>0,47</b> |
| <b>EPS (raportoitu)</b>              | <b>0,00</b>  | <b>0,09</b> | <b>0,07</b> | <b>0,08</b> | <b>0,16</b> | <b>0,40</b> | <b>0,12</b> | <b>0,12</b> | <b>0,11</b> | <b>0,08</b> | <b>0,44</b> | <b>0,46</b> | <b>0,47</b> |
|                                      |              |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| Tunnusluvut                          | 2016         | Q1'17       | Q2'17       | Q3'17       | Q4'17       | 2017        | Q1'18       | Q2'18       | Q3'18       | Q4'18e      | 2018e       | 2019e       | 2020e       |
| <i>Liikevaihdon kasvu-%</i>          | 34,6 %       | -6,2 %      | -0,9 %      | 7,5 %       | 18,1 %      | 4,3 %       | 14,1 %      | 14,6 %      | 0,6 %       | -5,8 %      | 5,5 %       | 2,0 %       | 2,1 %       |
| <i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i> | 16,0 %       | 18,3 %      | 50,0 %      | 7,9 %       | 106,0 %     | 39,5 %      | 67,5 %      | 58,9 %      | 3,5 %       | -21,9 %     | 20,8 %      | 4,0 %       | 3,1 %       |
| <i>Käyttökate-%</i>                  | 3,6 %        | 6,7 %       | 6,9 %       | 8,2 %       | 8,2 %       | 7,5 %       | 9,0 %       | 8,9 %       | 8,5 %       | 7,3 %       | 8,4 %       | 8,6 %       | 8,8 %       |
| <i>Oikaistu liikevoitto-%</i>        | 4,4 %        | 5,0 %       | 5,3 %       | 6,5 %       | 6,6 %       | 5,9 %       | 7,4 %       | 7,4 %       | 6,7 %       | 5,5 %       | 6,8 %       | 6,9 %       | 7,0 %       |
| <i>Nettotulos-%</i>                  | 0,0 %        | 4,7 %       | 3,2 %       | 4,0 %       | 7,2 %       | 4,9 %       | 5,4 %       | 5,2 %       | 5,3 %       | 4,0 %       | 5,0 %       | 5,1 %       | 5,1 %       |
| 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 arvostuskerroin on mielestämme P/E, minkä lisäksi sijoittajien kannattaa mielestämme käyttää yritysarvo pohjaisia EV/EBITDA- ja EV/EBIT-kertoimia, jotka huomioivat yhtiöiden taserakenteet P/E-lukua paremmin. Tarkastelemme Scanfilia ensisijaisesti kuluven 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 yritysjärjestelyillä.
- **Lähivuosien tuloskasvuodotukset** ovat maltilliset, sillä liikevaihdon kasvu vaikeutuu talouskasvun hidastuessa ja marginaaleissa on enää lievää parantamisen varaa
- **Haastava arvoketjuasema** suurten komponenttitoimittajien ja asiakkaiden välissä pitää kannattavuuden kroonisessa paineessa ja kassavirran tulosta heikompana.
- **Omistajarakenne ja osakkeen rajallinen vapaasti vaihdettavien osakkeiden määrä**

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

- **Investointivetoisuus ja alituinen riski suurten asiakkaiden menettämisestä** pitävät näkyvyyden lyhyenä ja nostavat riskiprofiilia.

Mielestämme Scanfilin osakkeelle hyväksyttävä arvostustaso on P/E-kertoimella mitattuna noin 10x-13x sekä vastaavasti EV/EBITDA-kertoimella mitattuna 5x-7x. Nämä tasot pohjautuvat markkinoiden viimeisen 5 vuoden aikana Scanfilille hyväksymiin arvostustasoihin (P/E noin 12x, EV/EBITDA noin 6x). Hyväksytyt tasot ovat melko selvästi Helsingin pörssin yleistä pidemmän ajan keskiarvoa alempana (mediaani P/E 14x-15x, mediaani EV/EBITDA 9x-10x), mikä heijastelee sektorin toimialadynamiikkaan liittyviä haasteita.

## Kertoimet ovat kohtuulliset

Scanfilin ennusteidemme mukaiset P/E-luvut vuosille 2018 ja 2019 ovat 8x, kun taas vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat noin 5x. Lähivuosien osinkotuottojen odotamme olevan noin 3,8-4,6 %:n tasolla. Kertoimet ovat painuneet siis selvästi alle hyväksyttävien tasojen ja mielestämme Scanfilin osaketta hinnoitellaan tällä hetkellä alle sen käyvän arvon. Mielestämme yhtiö voitaisiin hinnoitella kasvaneista syklisistä riskeistä huolimatta hyväksyttävien tasojen alalaitoihin. Pidämme yhtiön arvostusta absoluuttisesti houkuttelevana ja mielestämme markkinat hinnoittelevat tällä hetkellä osakkeeseen turhan negatiivisen skenaarion eikä hinnoittelu tunnusta yhtiön kulurakenteen joustavuutta ja PartnerTech-kaupan myötä laskenutta riskiprofiilia.

Esimerkiksi Scanfilin 2000-luvun suurimmalla vuosittaisella liikevaihto-pudotuksella (-25 % vuonna 2006 Belgian tehtaan sulkemisen takia) ja 2000-luvun heikoimmalla liikevoittomarginaalilla (4,3 % vuonna 2011) laskettuna Scanfilin P/E-luku olisi 17x nykykurssille. Vastaavasti finanssikriisin aikaan vuonna 2009 yhtiön liikevaihto laski 11 % ja vuonna 2012 eurokriisin aikaan 14 % ja näillä liikevaihtopudotuksilla laskettuna P/E-luku nykyhinnalle oli vielä tasoa 17x alempi. Tasot ovat mielestämme siedettäviä erittäin negatiiviselle skenaariolle (vrt. finanssikriisiin tai edes eurokriisin kaltaista talouden rajua hyttymistä eikä tietoisia tehtaiden alasajoja ole näköpiirissä), jonka toteutuminen on nykytiedon valossa varsin epätodennäköistä. Siten Scanfilin arvostus antaakin mielestämme sijoittajille jo varsin hyvää turvamarginaalia odotuksiamme voimakkaampiakin riskejä vastaan. Hyvää riskipuskuria kuvaa myös kuluven EV/S-kerroin 0,4x. Tälle tasolle yhtiö on arvostettu viimeksi normaalissa tilanteessa vuonna 2013 (2016 PartnerTech-kauppa sekoitti tilannetta), jolloin Scanfil oli rakennemuutoksesta toipuva käänneyhtiö (vrt. nykyinen vankka kasvuyhtiöprofiili).

Ennustamamme lievä tuloskasvu, osingot ja tämänhetkinen arvostuskertoimien nousupotentiaali huomioiden osakkeen tuotto-odotus seuraavalle reilulle kahdelle vuodelle on arviomme mukaan annualisoituna noin 20 % vuodessa. Pidämme tätä hyvänä tasona, vaikka osakemarkkinoiden nykyisessä tilanteessa, jota värittävät hidastuva talouskasvu ja nousevat korot, etenkin arvostuskertoimien nousun realisoitumiseen liittyy selkeää epävarmuutta ja kertoimien nousuvaran realisoituminen vaatii taakseen voimakkaat ajurit.

# Arvonmääritys ja suositus (1/2)

Arvioimme arvostuskertoimien nousun tapahtuvan asteittain vuoden 2019 aikana, kun luottamus yhtiön tulostrendin kestävyden suhteen palautuu. Mielestämme ensimmäinen selvä positiivinen signaali voisi olla helmikuussa julkaistava ohjeistus vuodelle 2019, jonka pitäisi arviomme mukaan hälventää pelkoja tulostrendin käänteestä.

## **Vertailuryhmäarvostus tukee näkemystämme osakkeen maltillisesta nousuvarasta**

Sopimusvalmistussektorilla toimii paljon listattuja yhtiöitä, joten Scanfilille voidaan kerätä varsin suuri verrokkiryhmä arvostustason suhteellista tarkastelua varten. Huomioitavaa kuitenkin on, että verrokkiryhmien vertailtavuus Scanfilin verrokkien suhteesta määrästä huolimatta ei ole täydellinen, sillä skaalaerot globaaleihin jätteihin ovat valtavia ja toisaalta monien pienempien pelurien heikko kannattavuus vaikeuttaa vertailua tulospohjaisiin kertoihin. Lisäksi keski suurten sopimusvalmistajien kentässä on myös listaamattomia yrityksiä, joten Scanfilin kaikkia relevantteja kilpailijoita ei ole mahdollista saada vertailuun (esim. Zollner, Enics ja Fideltronik). Näin ollen painotamme Scanfilin arvonnäkemystämme etenkin absoluuttisia kertoihin, joita verrokkiryhmäarvostus tukee

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 kroonisesti kohtuullisen matalia, mikä heijastelee näkemystämme toimialan 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 kertoihin noin 10-25 %:n alennuksella. Tasepohjainen P/B-luku ja volyymipohjainen EV/S-kerroin ovat lievällä preemiolla, mutta tämä on mielestämme täysin perusteltua Scanfilin keskimääräistä parempi kannattavuus ja pääoman tuotto huomioiden. Mielestämme myös tulospohjaisesti Scanfil ansaitsee lievän preemion johtuen asemoitumisesta keskimääräistä sopimusvalmistusta kannattavampaan teollisuus-elektroniikkasegmenttiin ja vahvasta historiallisesta track-recordista. Siten pidämme yhtiön suhteellista arvostusta alhaisena ja se tukee näkemystämme osakkeen turhan matalasta arvostuksesta.

## **DCF-arvonmääritys**

Annamme arvonnäkemystämme myös rahavirtamallille (DCF) suhteellisen pienen painoarvon, koska DCF-malli on herkkä erityisesti terminaalijakson muuttujiin nähden. DCF mallimme mukainen osakkeen arvo on 5,05 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 terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta on melko neutraali 51 %. Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 8,3 % ja oman pääoman kustannus 9,7 %. Riskitön korko on 3,0 %, markkinan riskipreemio 4,75 %,

likviditeettipreemio 1,0 % ja beta 1,2.

## **Tavoitehinta ja suositus**

Tarkistamme Scanfilin tavoitehintamme 4,50 euroon (aik. 4,80 euroa) lievästi laskeneita ennusteitamme ja yleistä tuottovaatimusten nousua heijastellen. Osakkeen suosituksemme nostamme osta-tasolle (aik. lisää), sillä osakekurssi on painunut mielestämme selvästi yhtiön käyvän arvon alapuolelle. Eri arvostusmittarien muodostama kokonaisuus huomioiden pidämme osakkeen tuotto-odotusta seuraavan vuoden tähtäimellä selvästi positiivisena ja arvostuksessa on selvää nousuvaraa, kunhan yhtiön tulos pysyy odotustemme mukaisella lievällä nousukäyrällä liikevaihdon kasvun ja maltillisen marginaaliparannuksen ansiosta. Arvioimme lievässä kasvussa pysyvän tuloksen elvyttävän myös yhtiön arvostuskertoihin, jotka on painettu viime aikojen kurssilaskussa selvästi normalisoitujen tasojen alapuolelle.

Pidemmällä tähtäimellä Scanfilin osakkeen kehityksen kannalta keskeistä on yhtiön onnistuminen yrityskauppavetoisen kasvustrategian toteuttamisessa, 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 osin haastavasta luonteesta huolimatta. Näin ollen sijoittajien on mielestämme perusteltua kiihdyttää lisäostoja nykyiseltä kurssitasolta Scanfilissa, sillä yhtiön nykyarvostuksella houkuttelevaan pitkän ajan sijoittajatarinaan pääsee mukaan lyhyelläkin tähtäimellä varsin hyvällä noin 20 %:n vuosituotto-odotuksella.

# Arvostuskertoimet ja herkkyysanalyysit

| Arvostustaso     | 2013   | 2014   | 2015   | 2016       | 2017   | 2018e  | 2019e  | 2020e  |
|------------------|--------|--------|--------|------------|--------|--------|--------|--------|
| Osakekurssi      | 1,35   | 2,46   | 3,81   | 3,49       | 4,28   | 3,52   | 3,52   | 3,52   |
| Markkina-arvo    | 78     | 142    | 220    | 221        | 273    | 225    | 225    | 225    |
| Yritysarvo (EV)  | 69     | 132    | 281    | 261        | 314    | 255    | 238    | 219    |
| P/E (oik.)       | 9,5    | 11,5   | 15,7   | 13,6       | 10,6   | 8,1    | 7,7    | 7,5    |
| P/E              | 9,5    | 11,5   | 26,3   | neg.       | 10,6   | 8,1    | 7,7    | 7,5    |
| P/Kassavirta     | 7,2    | -95,1  | -3,2   | 14,5       | 36,4   | 11,4   | 8,6    | 7,7    |
| P/B              | 1,0    | 1,5    | 2,2    | 2,0        | 2,2    | 1,5    | 1,4    | 1,2    |
| P/S              | 0,4    | 0,7    | 0,6    | 0,4        | 0,5    | 0,4    | 0,4    | 0,4    |
| EV/Liikevaihto   | 0,4    | 0,6    | 0,7    | 0,5        | 0,6    | 0,5    | 0,4    | 0,4    |
| EV/EBITDA        | 4,2    | 6,3    | 8,7    | 7,8        | 7,9    | 5,4    | 4,8    | 4,3    |
| EV/EBIT          | 5,8    | 8,2    | 14,5   | 11,6       | 10,0   | 6,7    | 6,1    | 5,4    |
| Osinko/tulos (%) | 35,0 % | 32,9 % | 55,3 % | -19033,6 % | 27,3 % | 29,8 % | 32,8 % | 34,2 % |
| Osinkotuotto-%   | 3,7 %  | 2,8 %  | 2,1 %  | 2,6 %      | 2,6 %  | 3,7 %  | 4,3 %  | 4,5 %  |

Lähde: Inderes

## Arvomatriisi 2019e

|     |    | EBIT-% |       |       |       |       |
|-----|----|--------|-------|-------|-------|-------|
|     |    | 5,5 %  | 6,0 % | 6,5 % | 7,0 % | 7,5 % |
| P/E | 7  | 2,55   | 2,80  | 3,04  | 3,28  | 3,52  |
|     | 8  | 2,92   | 3,20  | 3,47  | 3,75  | 4,03  |
|     | 9  | 3,28   | 3,60  | 3,91  | 4,22  | 4,53  |
|     | 10 | 3,65   | 4,00  | 4,34  | 4,69  | 5,03  |
|     | 11 | 4,01   | 4,40  | 4,78  | 5,16  | 5,54  |
|     | 12 | 4,38   | 4,79  | 5,21  | 5,63  | 6,04  |
|     | 13 | 4,74   | 5,19  | 5,64  | 6,09  | 6,54  |

Liikevaihto, rahoituskulut ja veroaste 2019e

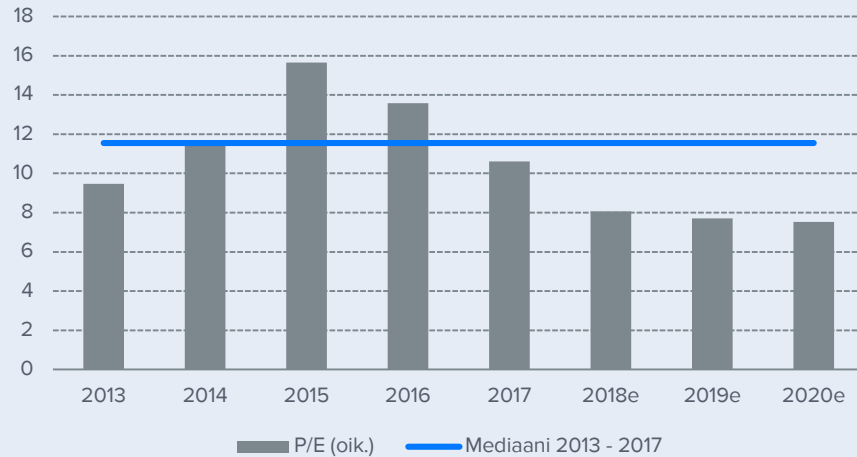
## Arvomatriisi 2019e

|     |    | Liikevaihto (MEUR) |      |      |      |      |
|-----|----|--------------------|------|------|------|------|
|     |    | 500                | 525  | 550  | 575  | 600  |
| P/E | 7  | 2,75               | 2,89 | 3,03 | 3,18 | 3,32 |
|     | 8  | 3,14               | 3,31 | 3,47 | 3,63 | 3,79 |
|     | 9  | 3,53               | 3,72 | 3,90 | 4,09 | 4,27 |
|     | 10 | 3,93               | 4,13 | 4,34 | 4,54 | 4,74 |
|     | 11 | 4,32               | 4,54 | 4,77 | 4,99 | 5,22 |
|     | 12 | 4,71               | 4,96 | 5,20 | 5,45 | 5,69 |
|     | 13 | 5,11               | 5,37 | 5,64 | 5,90 | 6,17 |

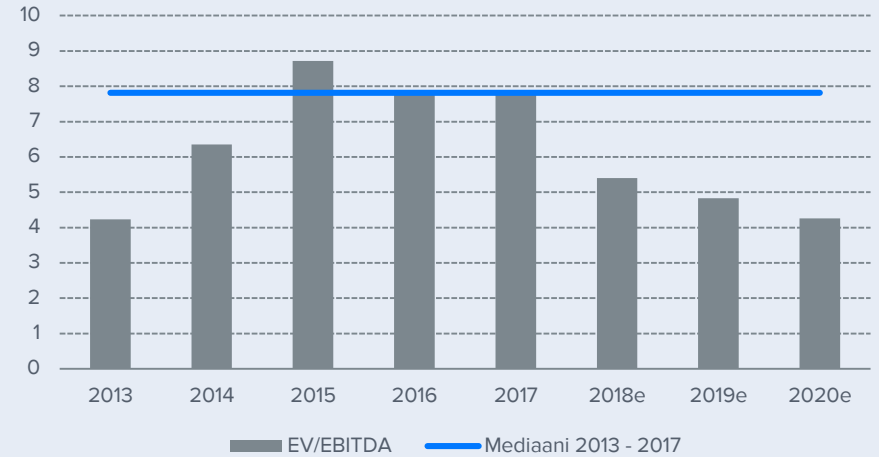
Kannattavuus, rahoituskulut ja veroaste 2019e

# Historiallinen arvostustaso

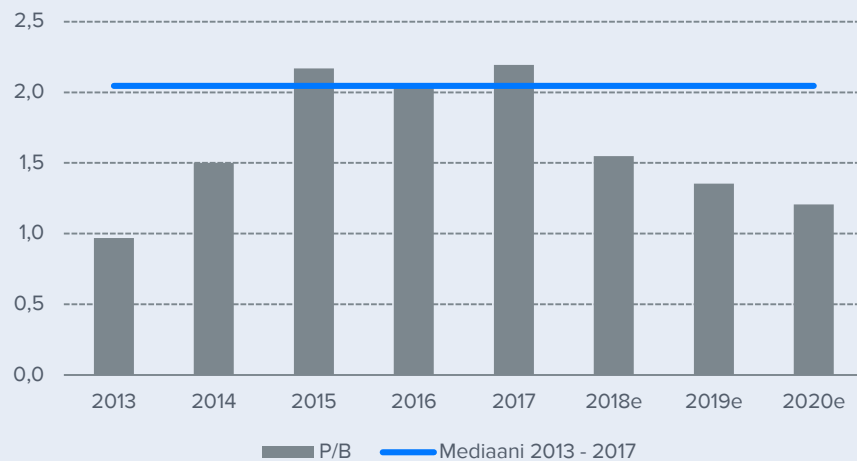
## P/E (oik.)



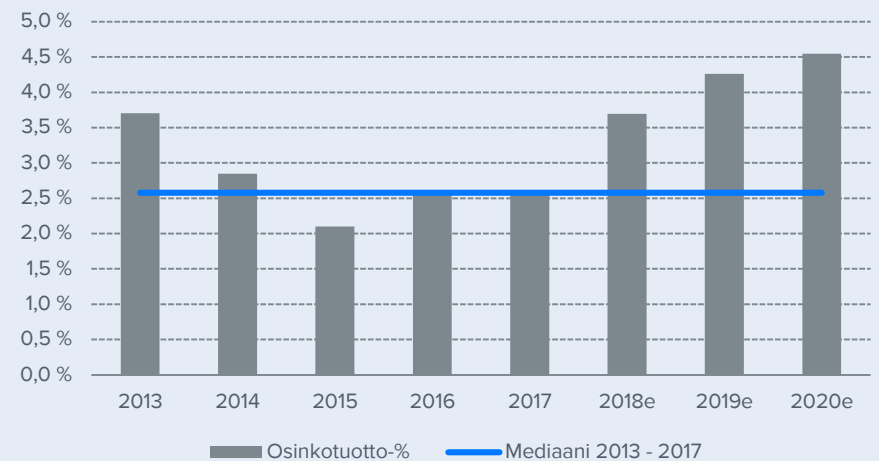
## EV/EBITDA



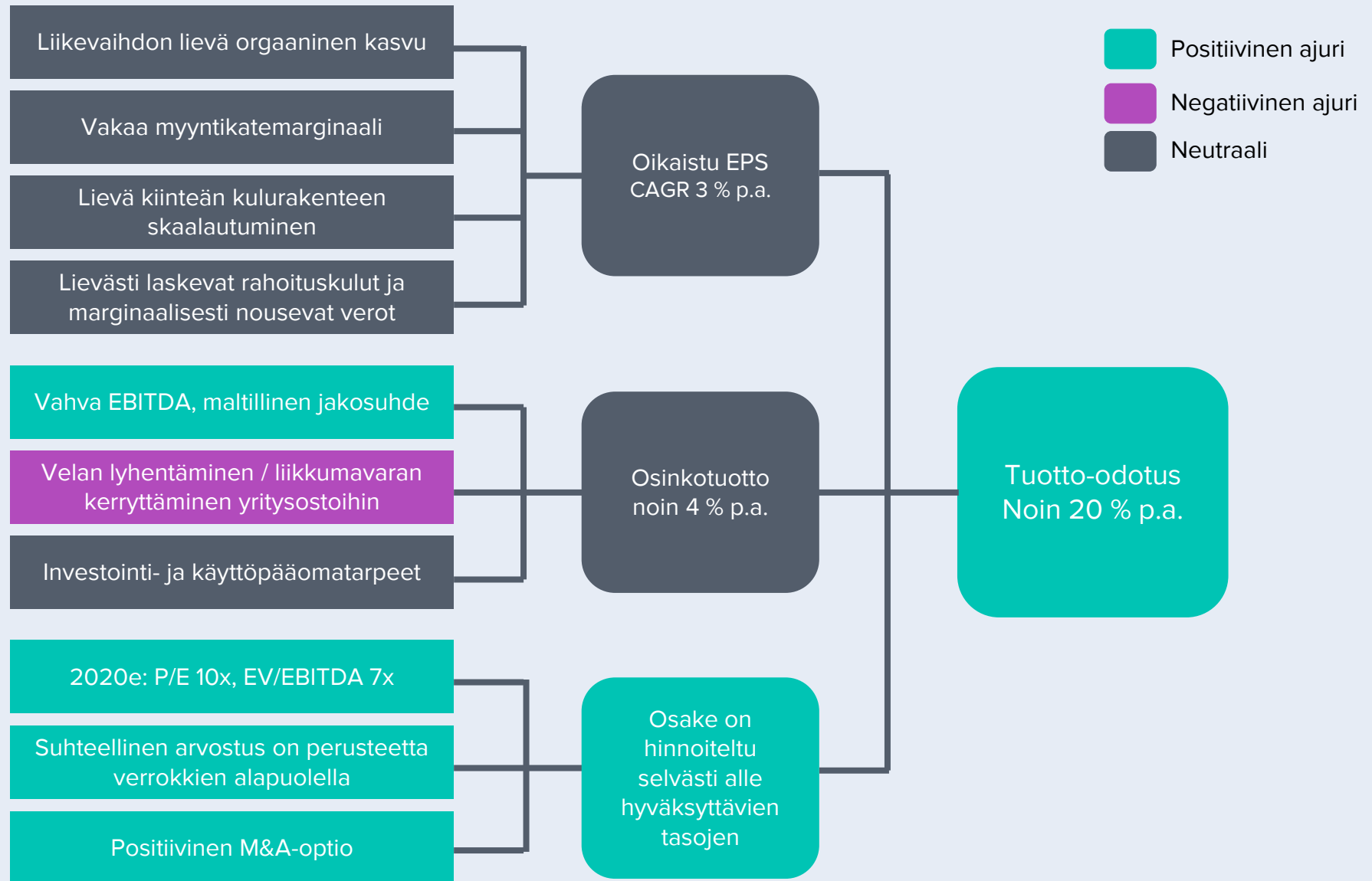
## P/B



## Osinkotuotto-%



# Scanfilin arvoajurit 12/2018-2020e

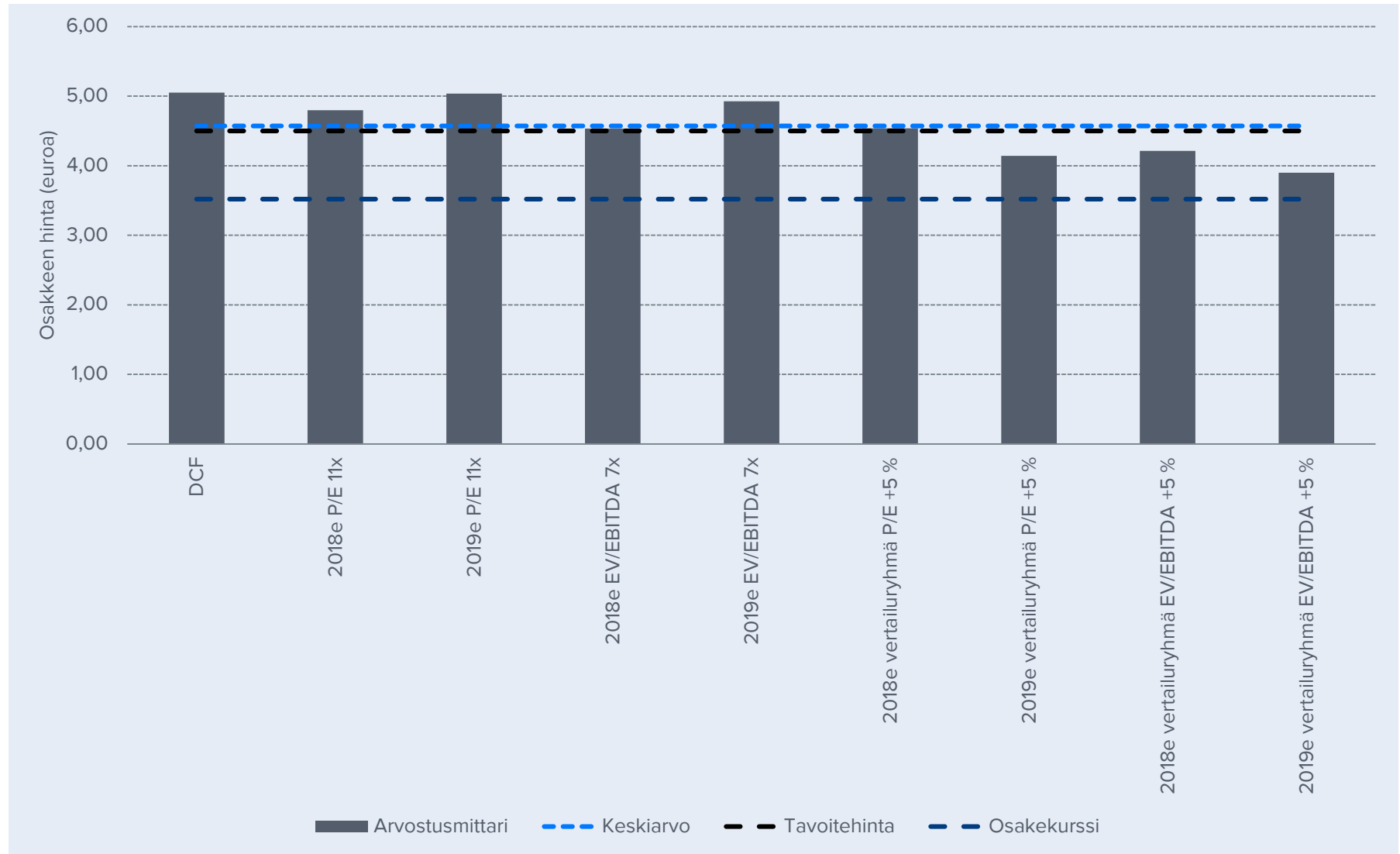


# Vertailuryhmäarvostus

| Yhtiö                         | Osakekurssi | Markkina-arvo | Yritysarvo | EV/EBIT      |              | EV/EBITDA    |              | EV/Liikevaihto |             | P/E          |              | Osinkotuotto-% |              | P/B        |
|-------------------------------|-------------|---------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|-------------|--------------|--------------|----------------|--------------|------------|
|                               |             | MEUR          | MEUR       | 2018e        | 2019e        | 2018e        | 2019e        | 2018e          | 2019e       | 2018e        | 2019e        | 2018e          | 2019e        | 2018e      |
| Scanfil                       | 3,52        | 223           | 263        | 7,3          | 6,8          | 5,9          | 5,4          | 0,5            | 0,5         | 7,9          | 7,5          | 4,2            | 4,4          | 1,5        |
| Benchmark Electronics         | 21,26       | 817           | 534        |              |              |              |              |                |             | 15,3         | 12,7         |                |              |            |
| Plexus                        | 51,52       | 1414          | 1318       | 15,5         | 13,0         | 11,3         | 9,6          | 0,7            | 0,6         | 16,4         | 13,3         |                |              | 1,9        |
| Venture                       | 14,14       | 2650          | 2200       | 9,4          | 8,3          | 8,7          | 7,6          | 1,1            | 1,0         | 11,2         | 10,4         | 4,7            | 4,8          | 1,8        |
| Universal Scientific          | 9,58        | 2659          | 2151       | 11,3         | 8,2          | 8,5          | 6,2          | 0,5            | 0,4         | 16,4         | 12,9         | 1,9            | 2,4          | 2,2        |
| Siix                          | 1447,00     | 570           | 763        |              |              | 8,6          | 7,6          | 0,5            | 0,4         | 11,1         | 10,0         | 1,9            | 2,0          | 1,1        |
| Fabrinet                      | 50,22       | 1626          | 1373       | 11,1         | 9,7          | 9,0          | 8,0          | 1,0            | 0,9         | 17,3         | 13,8         |                |              |            |
| Valuetronics                  | 0,66        | 184           | 95         | 4,0          | 3,8          | 3,4          | 3,1          | 0,3            | 0,3         | 7,8          | 8,2          | 6,5            | 6,0          | 1,5        |
| Lacroix                       | 18,80       | 71            | 103        | 8,5          | 6,1          | 4,2          | 3,8          | 0,2            | 0,2         | 7,5          | 6,3          | 4,0            | 4,8          |            |
| Neways                        | 10,10       | 120           | 159        | 8,9          | 7,3          | 6,3          | 5,3          | 0,4            | 0,3         | 9,0          | 7,5          | 4,3            | 5,3          | 1,3        |
| Sanmina                       | 23,81       | 1429          | 1594       |              |              |              |              |                |             | 10,9         | 8,6          |                |              |            |
| Jabil                         | 23,75       | 3299          | 4419       | 9,4          | 6,2          | 4,4          | 3,3          | 0,3            | 0,2         | 9,1          | 8,0          | 1,4            | 1,5          | 1,9        |
| Foxconn                       | 71,50       | 28240         | 30700      | 7,0          | 6,2          | 4,6          | 4,1          | 0,2            | 0,1         | 9,6          | 9,1          | 4,3            | 5,3          | 0,8        |
| Flextronics                   | 7,47        | 3458          | 4819       | 14,2         | 8,4          | 9,1          | 5,5          | 0,4            | 0,3         | 6,7          | 6,8          |                |              | 1,3        |
| Celestica                     | 11,77       | 1044          | 1004       | 7,0          | 4,9          | 5,1          | 3,6          | 0,2            | 0,2         | 8,1          | 6,9          |                |              | 0,9        |
| Pegatron                      | 49,90       | 3714          | 4497       | 7,9          | 5,5          | 3,7          | 2,9          | 0,1            | 0,1         | 9,9          | 8,6          | 6,7            | 7,1          | 0,8        |
| Kitron                        | 8,94        | 158           | 191        | 11,3         | 9,0          | 8,4          | 7,0          | 0,7            | 0,6         | 13,7         | 11,8         | 4,6            | 5,7          | 2,3        |
| <b>Scanfil (Inderes)</b>      | <b>3,52</b> | <b>225</b>    | <b>255</b> | <b>6,7</b>   | <b>6,1</b>   | <b>5,4</b>   | <b>4,8</b>   | <b>0,5</b>     | <b>0,4</b>  | <b>8,1</b>   | <b>7,7</b>   | <b>3,7</b>     | <b>4,3</b>   | <b>1,5</b> |
| <b>Keskiarvo</b>              |             |               |            | <b>9,5</b>   | <b>7,4</b>   | <b>6,7</b>   | <b>5,5</b>   | <b>0,5</b>     | <b>0,4</b>  | <b>11,0</b>  | <b>9,6</b>   | <b>4,0</b>     | <b>4,5</b>   | <b>1,5</b> |
| <b>Mediaani</b>               |             |               |            | <b>9,1</b>   | <b>7,0</b>   | <b>6,3</b>   | <b>5,4</b>   | <b>0,4</b>     | <b>0,3</b>  | <b>9,9</b>   | <b>8,6</b>   | <b>4,3</b>     | <b>4,8</b>   | <b>1,5</b> |
| <b>Erotus-% vrt. mediaani</b> |             |               |            | <b>-26 %</b> | <b>-14 %</b> | <b>-14 %</b> | <b>-10 %</b> | <b>2 %</b>     | <b>24 %</b> | <b>-19 %</b> | <b>-11 %</b> | <b>-14 %</b>   | <b>-12 %</b> | <b>2 %</b> |

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

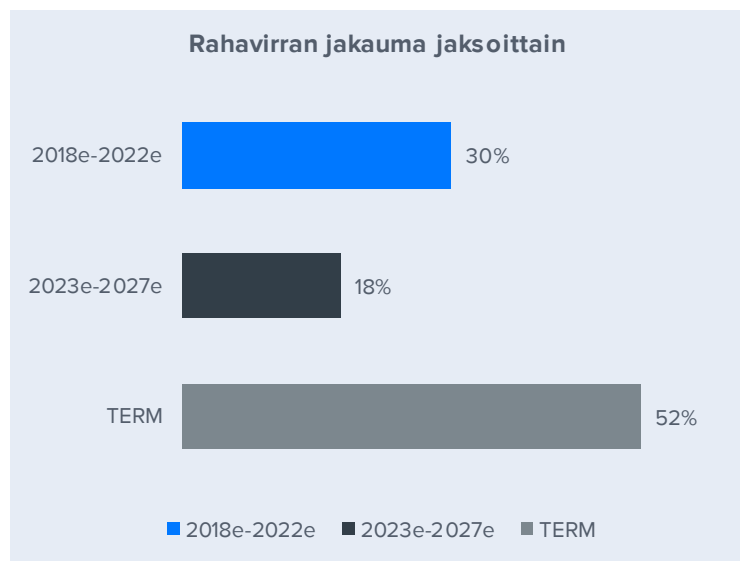
# Osakkeen potentiaali eri menetelmillä



# Kassavirtamalli

| Kassavirtalaskelma (MEUR)                      | 2017        | 2018e        | 2019e        | 2020e        | 2021e        | 2022e        | 2023e        | 2024e        | 2025e        | 2026e        | 2027e        | TERM         |
|------------------------------------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Liikevoitto</b>                             | <b>31,3</b> | <b>37,8</b>  | <b>39,3</b>  | <b>40,5</b>  | <b>41,7</b>  | <b>41,1</b>  | <b>39,8</b>  | <b>39,0</b>  | <b>36,8</b>  | <b>34,5</b>  | <b>35,2</b>  |              |
| + Kokonaispoistot                              | 8,7         | 9,4          | 10,0         | 11,0         | 11,4         | 11,6         | 11,8         | 11,9         | 12,7         | 13,4         | 14,0         |              |
| - Maksetut verot                               | -7,3        | -7,8         | -8,7         | -9,5         | -9,9         | -9,8         | -9,6         | -9,4         | -8,9         | -8,3         | -8,5         |              |
| - verot rahoituskuluista                       | 0,3         | -0,5         | -0,3         | -0,3         | -0,1         | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |              |
| + verot rahoitustuotoista                      | 0,0         | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |              |
| - Käyttöpääoman muutos                         | -11,8       | -7,0         | -2,0         | 0,8          | -2,3         | -0,1         | -3,1         | -3,2         | -3,3         | -3,4         | -2,3         |              |
| <b>Operatiivinen kassavirta</b>                | <b>21,1</b> | <b>31,9</b>  | <b>38,2</b>  | <b>42,5</b>  | <b>40,8</b>  | <b>42,8</b>  | <b>38,9</b>  | <b>38,4</b>  | <b>37,4</b>  | <b>36,2</b>  | <b>38,4</b>  |              |
| + Korottomien pitkä aik. velk. lis.            | 0,2         | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |              |
| - Bruttoinvestoinnit                           | -13,8       | -12,1        | -12,1        | -13,1        | -12,5        | -12,8        | -12,4        | -15,6        | -16,4        | -16,4        | -14,2        |              |
| <b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>          | <b>7,5</b>  | <b>19,8</b>  | <b>26,1</b>  | <b>29,4</b>  | <b>28,3</b>  | <b>30,0</b>  | <b>26,6</b>  | <b>22,8</b>  | <b>21,0</b>  | <b>19,8</b>  | <b>24,2</b>  |              |
| +/- Muut                                       | 0,0         | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |              |
| Vapaa kassavirta                               | 7,5         | 19,8         | 26,1         | 29,4         | 28,3         | 30,0         | 26,6         | 22,8         | 21,0         | 19,8         | 24,2         | 393,7        |
| Diskontattu vapaa kassavirta                   |             | 19,8         | 24,1         | 25,0         | 22,2         | 21,8         | 17,8         | 14,1         | 12,0         | 10,5         | 11,8         | 192,1        |
| <b>Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta</b> |             | <b>371,2</b> | <b>351,4</b> | <b>327,3</b> | <b>302,3</b> | <b>280,0</b> | <b>258,2</b> | <b>240,4</b> | <b>226,3</b> | <b>214,4</b> | <b>203,9</b> | <b>192,1</b> |
| <b>Velaton arvo DCF</b>                        |             | <b>371,2</b> |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| - Korolliset velat                             |             | -61,4        |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| + Rahavarat                                    |             | 20,6         |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| -Vähemmistöosuus                               |             | 0,0          |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| -Osinko/pääomapalautus                         |             | -7,0         |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| <b>Oman pääoman arvo DCF</b>                   |             | <b>323,4</b> |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| <b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>         |             | <b>5,05</b>  |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |

| Pääoman kustannus (WACC)            |        |
|-------------------------------------|--------|
| Vero-% (WACC)                       | 20,0 % |
| Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E) | 25,0 % |
| Vieraan pääoman kustannus           | 5,0 %  |
| Yrityksen Beta                      | 1,20   |
| Markkinoiden riskipreemio           | 4,75 % |
| Likviditeettipreemio                | 1,00 % |
| Riskitön korko                      | 3,0 %  |
| Oman pääoman kustannus              | 9,7 %  |
| Pääoman keskim. kustannus (WACC)    | 8,3 %  |



# Tuloslaskelma

| (MEUR)                                 | 2015        | 2016         | 2017        | 2018e       | 2019e       | 2020e       |
|----------------------------------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Liikevaihto</b>                     | <b>377</b>  | <b>508</b>   | <b>530</b>  | <b>559</b>  | <b>570</b>  | <b>582</b>  |
| Kulut                                  | -350        | -490         | -490        | -512        | -521        | -531        |
| <b>EBITDA</b>                          | <b>26,9</b> | <b>18,2</b>  | <b>40,0</b> | <b>47,2</b> | <b>49,3</b> | <b>51,5</b> |
| Poistot                                | -12,9       | -11,0        | -8,7        | -9,4        | -10,0       | -11,0       |
| <b>Liikevoitto</b>                     | <b>14,0</b> | <b>7,2</b>   | <b>31,3</b> | <b>37,8</b> | <b>39,3</b> | <b>40,5</b> |
| <i>Liikevoiton kertaerät</i>           | <i>-5,4</i> | <i>-15,2</i> | <i>0,0</i>  | <i>0,0</i>  | <i>0,0</i>  | <i>0,0</i>  |
| <i>Liikevoitto ilman kertaeriä</i>     | <i>19,4</i> | <i>22,4</i>  | <i>31,3</i> | <i>37,8</i> | <i>39,3</i> | <i>40,5</i> |
| Rahoituserät                           | -0,1        | -2,0         | -2,1        | -4,4        | -2,9        | -1,7        |
| Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta     | 0,0         | 0,0          | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Voitto ennen veroja</b>             | <b>13,8</b> | <b>6,1</b>   | <b>32,6</b> | <b>35,8</b> | <b>38,0</b> | <b>39,4</b> |
| Muut erät                              | 0,0         | 0,0          | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Verot                                  | -5,4        | -6,0         | -6,8        | -7,8        | -8,7        | -9,5        |
| Vähemmistöosuus                        | 0,0         | 0,0          | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Nettotulos</b>                      | <b>8,4</b>  | <b>0,0</b>   | <b>25,8</b> | <b>27,9</b> | <b>29,3</b> | <b>29,9</b> |
| <i>Nettotulos ilman kertaeriä</i>      | <i>13,8</i> | <i>15,2</i>  | <i>25,8</i> | <i>27,9</i> | <i>29,3</i> | <i>29,9</i> |
| Satunnaiset erät                       | 0,0         | 0,0          | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Tilikauden tulos</b>                | <b>8,4</b>  | <b>0,0</b>   | <b>25,8</b> | <b>27,9</b> | <b>29,3</b> | <b>29,9</b> |
| <i>Osakekohtainen tulos</i>            | <i>0,14</i> | <i>0,00</i>  | <i>0,40</i> | <i>0,44</i> | <i>0,46</i> | <i>0,47</i> |
| <b>Osakekohtainen tulos (oikaistu)</b> | <b>0,24</b> | <b>0,26</b>  | <b>0,40</b> | <b>0,44</b> | <b>0,46</b> | <b>0,47</b> |

| Vastaavaa (MEUR)               | 2015       | 2016       | 2017       | 2018e      | 2019e      |
|--------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>Pysyvät vastaavat</b>       | <b>77</b>  | <b>70</b>  | <b>77</b>  | <b>80</b>  | <b>82</b>  |
| Liikearvo                      | 11         | 11         | 10         | 10         | 10         |
| Aineettomat oikeudet           | 19         | 16         | 15         | 15         | 15         |
| Käyttöomaisuus                 | 45         | 41         | 48         | 50         | 52         |
| Sijoitukset osakkuusyrityksiin | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| Muut sijoitukset               | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| Muut pitkäaikaiset varat       | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| Laskennalliset verosaamiset    | 2          | 2          | 4          | 4          | 4          |
| <b>Vaihtuvat vastaavat</b>     | <b>222</b> | <b>197</b> | <b>230</b> | <b>243</b> | <b>242</b> |
| Varastot                       | 91         | 85         | 101        | 106        | 105        |
| Muut lyhytaikaiset varat       | 4          | 4          | 2          | 2          | 2          |
| Myyntisaamiset                 | 105        | 88         | 106        | 106        | 105        |
| Likvidit varat                 | 22         | 20         | 21         | 28         | 29         |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>299</b> | <b>267</b> | <b>307</b> | <b>322</b> | <b>324</b> |

| Vastattavaa (MEUR)             | 2015       | 2016       | 2017       | 2018e      | 2019e      |
|--------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>Oma pääoma</b>              | <b>101</b> | <b>108</b> | <b>125</b> | <b>146</b> | <b>167</b> |
| Osakepääoma                    | 2          | 2          | 2          | 2          | 2          |
| Kertyneet voittovarot          | 67         | 61         | 81         | 102        | 123        |
| Omat osakkeet                  | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| Uudelleenarvostusrahasto       | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| Muu oma pääoma                 | 32         | 45         | 41         | 41         | 41         |
| Vähemmistöosuus                | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| <b>Pitkäaikaiset velat</b>     | <b>50</b>  | <b>41</b>  | <b>33</b>  | <b>42</b>  | <b>31</b>  |
| Laskennalliset verovelat       | 3          | 3          | 5          | 5          | 5          |
| Varaukset                      | 2          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| Lainat rahoituslaitoksilta     | 46         | 38         | 27         | 36         | 26         |
| Vaihtovelkakirjalainat         | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| Muut pitkäaikaiset velat       | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| <b>Lyhytaikaiset velat</b>     | <b>147</b> | <b>117</b> | <b>149</b> | <b>135</b> | <b>126</b> |
| Lainat rahoituslaitoksilta     | 38         | 22         | 34         | 21         | 15         |
| Lyhytaikaiset korottomat velat | 105        | 88         | 113        | 112        | 108        |
| Muut lyhytaikaiset velat       | 4          | 7          | 2          | 2          | 2          |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>299</b> | <b>267</b> | <b>307</b> | <b>322</b> | <b>324</b> |

# 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 esittäjänsä 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 esittäjänsä 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 tulevast. 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 prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suositus myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaamaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

Osta >15 %

Lisää 5-15 %

Vähennä -5-5 %

Myy < -5 %

Inderesin tutkimusta 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 sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatiineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus 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/>

| 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 €      |
| 13.12.2017 | Lisää    | 4,70 €  | 4,26 €      |
| 19.2.2018  | Lisää    | 4,85 €  | 4,30 €      |
| 16.4.2018  | Lisää    | 5,25 €  | 4,88 €      |
| 27.4.2018  | Lisää    | 5,40 €  | 4,98 €      |
| 13.8.2018  | Lisää    | 5,40 €  | 4,81 €      |
| 29.10.2018 | Lisää    | 4,80 €  | 4,34 €      |
| 21.12.2018 | Osta     | 4,50 €  | 3,52 €      |

# 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](http://www.nderes.fi)

**Palkittua  
analyysiä.**